

“KÜRESEL MALİ KRİZ VE PARA POLİTİKASI”

KONFERANSI

17 Aralık 2008 – Ceylan Oteli

Ali Kibar: Değerli Konuklar, Değerli Basın mensupları,

Küresel ekonominin İkinci Dünya Savaşı’ndan bu yana karşı karşıya olduğu en sıkıntılı dönemlerden birinden geçtiğimiz şu günlerde TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu tarafından düzenlenen bu toplantıya hoş geldiniz. Hepinizi TÜSİAD Yönetim Kurulu adına saygıyla selamlıyorum.

Geçen sene Temmuz ayında ABD’de düşük kaliteli konut kredisine dayalı kağıtlarda başlayan sorun, birçok başka alana sirayet ederek hala etkisini artırmaya devam ediyor. Hepinizin bildiği gibi bankacılık sektörüne yayılan kriz, ardından Avrupa kıtasını etkisi altına aldıktan sonra, reel sektöre sıçradı ve nihayet daha geçen seneye kadar krizden etkilenmeyeceği düşünülen gelişmekte olan ülkelere sirayet etti.

Bundan üç ay önce Lehman Brothers’ın batması, krizin ciddiyetinin herkes tarafından iyice anlaşılmasına yol açtı. Ne kadar sağlam olursa olsun, ne kadar iyi yönetilirse yönetilsin, dünya üzerindeki tüm ülkeler, tüm sektörler, tüm şirketler için krizin bulaşma hızı ve şiddetinin nasıl bir tehdit oluşturduğu ortaya çıktı. Her ne kadar, 2001 krizi sonrasında gerçekleştirmiş olduğu reformlar nedeniyle ekonomik yapısını güçlendirmiş olsa da bu tehdit Türkiye için de geçerli.

Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere ayrıştığı, bu nedenle ABD kaynaklı bir yavaşlamanın dünya ekonomisi üzerindeki negatif etkisinin daha sınırlı kalacağı düşünülüyordu. Bu görüşün geçerliliğinin olmadığı ortaya çıktı.

Bugün karşı karşıya olduğumuz kriz, bundan öncekiler gibi gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunlarının artık sürdürülemez hale gelmesinden kaynaklanmıyor. Gelişmekte olan ülkeler, bugün kendileri çıkartmasa da sonuçlarına katlanmak zorunda kaldıkları bir krizle karşı karşıya.

Nitekim, finansal krizin yayılma ve tüm ekonomik aktiviteyi tehdit etme riski karşısında birçok ülkede güveni yeniden tesis etmek ve kredi mekanizmasının devamlılığını sağlamak üzere çeşitli önlem paketleri uygulamaya sokuldu.

Bu krizde para ve maliye politikalarının rolü bir kez daha tartışmaya açıldı. “Küresel Mali Kriz ve Para Politikası” başlığı altında düzenlenen bu toplantı, bize para politikasının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere uygulama imkanlarını ve etkilerini masaya yatırma imkanı sağlayacak. Son derece değerli konuşmacıları dinleme fırsatı bulacağımız konferansın düzenlenmesindeki katkıları nedeniyle EAF Direktörü Doç. Dr. Kamil Yılmaz’a huzurlarınızda teşekkür ederim. ABD’de ve yükselen piyasa ekonomilerinde para politikası konusunu uzman konuşmacılarımız

ele alacaklar. Ben müsaadenizle Türkiye ekonomisinde yavaşlayan büyüme hızına ilişkin bazı yorumlarımı sizlerle paylaşmak istiyorum.

Değerli konuklar,

Hepinizin çok yakından bildiği gibi, krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri giderek belirginleşiyor. Küresel kriz, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren yavaşlama işaretleri veren ekonomimizi artık gerileme dönemine soktu. Sanayi üretim endeksi son üç aydır geriliyor. Ekim ayında imalat sanayiindeki gerileme %10.3'e ulaşmış durumda. Bu gerilemenin gelecek aylarda da devam etmesi sürpriz olmayacak. Bu koşullar altında büyüme hızının 2008'in ikinci yarısından itibaren hızla düşmesi hatta negatife düşmesi ihtimal dahilinde.

Nitekim GSYH verileri Türkiye ekonomisini de büyüme hızının 2008 yılının üçüncü çeyreğinde %0,5 oranına inmiş olduğunu gösteriyor. Diğer ülkelerde eksi olarak açıklanan üçüncü çeyrek rakamlarına göre olumlu sayılabilecek bu büyüme hızı ülkemizde de artık yavaşlamanın ciddiyetini yansıtıyor. Bu yılın Ocak-Eylül dönemini kapsayan 9 aylık büyüme hızı %3'e gerilemiş durumda. Küresel belirsizliğin etkilerinin, bundan sonraki çeyreklerde de büyüme hızımızı olumsuz etkilemesi şaşırtıcı olmayacak.

Büyümedeki yavaşlamayla birlikte, %0,3'e kadar düşmüş olan yerleşik hanehalkı tüketimi 2001 dördüncü çeyrekte sonraki en düşük düzeye işaret ediyor. Harcama yönlü GSYH'nın %65,7'sini oluşturan bu kalemin talepte ciddi bir azalma yaşandığını ortaya koyuyor. Bu dönemde özel sektör yatırımlarının da %10 oranında azalmış olduğu dikkat çekiyor. Ekonomide artan negatif beklentilerin özel sektör tüketim ve yatırımlarını olumsuz etkilemiş olmasına karşılık, kamu tüketiminin ve kamu yatırımlarının hızlı arttığı görülüyor. Kamu harcamalarında %18,4; ve kamu yatırımlarında %22,2 oranındaki artışlar üçüncü çeyrek büyümeye hızını yukarı çekmede önemli etki yaptı. Bu iki kalemin büyümeye katkısı, sırasıyla, 0,7 ve 0,8 düzeyinde oldu. Küresel ekonomideki yavaşlama nedeniyle, dış talep artışı da %1,5 ile sınırlı kaldı.

Eylül ayından sonra açıklanan veriler hem iç hem de dış talebin dördüncü çeyrekte daraldığını gösteriyor. Bu bilgiler ışığında, büyümenin 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk çeyreklerinde, negatif olacağı bekleniyor.

Büyüme yavaşlarken, işsizliğin ise yükselmekte olduğunu görüyoruz. Ağustos-Eylül-Ekim aylarına ilişkin işgücü araştırması, işsizlik oranının kentlerde %13.3'e yükselmiş olduğunu ortaya koydu. Ekonomideki gerilemenin bu tabloyu daha da kötüleştirilmesi kaçınılmaz. Halihazırda, kentlerde yaşayan her dört gençten biri işsiz. Bu sorunun ağırlaşması, Türkiye'nin çok ciddi sosyal ve siyasi sorunlarla karşı karşıya kalması riskini doğuruyor. Bu riskin önlenmesi, ekonomideki gerilemenin yavaşlatılmasını, bu ise, çok somut önlemlerin kararlılıkla ve vakit geçirilmeden alınmasını gerektiriyor.

Son OECD Ekonomik Görünüm raporunda yer alan bir derleme, krizin başından bu yana ülkelerin aldıkları önlemlerin kronolojisini veriyor. Bütün OECD ülkeleri bu kriz karşısında özel

bazı tedbirleri devreye sokmasına rağmen, Türkiye'nin geleneksel para politikası uygulamalarına devam ettiğini, likidite sağlayıcı önlemler aldığını ve faiz oranlarında indirim gittiğini görüyoruz. Merkez Bankasının ihracatçı şirketlerin reeskont imkanlarını genişletmesi ve döviz cinsinden kredilerde zorunlu karşılık oranını indirmesi, piyasaları biraz daha rahatlattı. Bu konferansımızın parasal önlemler konusunda devam etmekte olduğunu düşündüğüm çalışmalara önemli katkı yapacağını düşünüyorum.

Sözlerime son verirken, Türkiye'nin küresel krizin etkilerinden kısa sürede kurtulmasını diliyorum. Beni dinlediğiniz için hepimize teşekkür ederim.

İkinci Dünya savaşından bu yana karşı karşıya olduğu en sıkıntılı dönemlerden birinden geçtiğimiz bugünlerde TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu tarafından düzenlenen bu toplantıya hoş geldiniz. Hepinizi TÜSİAD Yönetim Kurulu adına saygıyla selamlıyorum.

Kamil Yılmaz: ABD ve uluslararası mali piyasaları etkisi altına alan mali krizin reel ekonomiler üzerindeki baskısı Ağustos 2007'den bu yana giderek artmakta, dünya ekonomisi küresel durgunluk tehlikesi ile karşı karşıya bulunmaktadır. Hükümetler ve Merkez Bankaları bir yandan mali sektördeki krizi kontrol altında tutmaya çalışırken bir yandan da reel talepteki hızlı daralmaya karşı önlemler almaktadır.

EAF olarak böyle bir ortamda para otoritelerinin, özellikle de FED'in Ağustos 2007'den beri uygulamaya koyduğu ya da gelecekte uygulayabileceği yeni önlemler ve politika araçlarını ele almak ve bunların hangi noktaya kadar etkili olduğunu ya da olabileceğini değerlendirmek amacıyla bu konferansı düzenlemeye karar verdik. Ben yapacağım bu konuşmada doğrudan para politikalarına girmek istemiyorum, zaten 4 konuşmacımız da doğrudan para politikalarını tartışacaklar. Ama benim kısaca ve biraz da Ali Bey'in konuşmasına eklemek istediğim bir iki nokta var.

Burada önemli olan nokta, tabii ki küresel krizin artık boyut değiştirip küresel durgunluğa doğru dönüştüğünü hatta küresel durgunluktan öte de karşımızda küresel bunalım tehdidinin olduğunu görmekteyiz. Bunu hemen hemen birçok ülke hükümetleri kabullenmişken biz bir ölçüde inkar noktasından yavaş yavaş gerçeğe doğru aşama aşama gelmekteyiz. Bu anlamda maliye politikası ve tabii ki IMF ile yapılacak anlaşma tabii ki çok önemli, ancak bu konuları para politikalarından ayrı olarak düşünmek de mümkün değil. IMF ile uzun zamandan beri tartışılan ve görüşülen anlaşma konusu bir an önce belirlense ve hatta bu konuda kesin karar verilmiş olsaydı belirsizliğin hızlı bir şekilde ortadan kalkması mümkün olacaktı ve 2009'da Türkiye'nin ihtiyacı olacak dış finansmanın karşılanması konusunda birçok ekonomik aktörün soru işaretleri ortadan kalkmış olacaktı ve böyle bir ortamda da Merkez Bankasının para politikasını uygulamakta hatta yönlendirmekte olduğu gevşek para politikasına doğru uygulamalarını daha da netleştirmesi mümkün olabilirdi.

Umarız ki önümüzdeki 1 ay içerisinde IMF anlaşması sonuçlanacak. Burada benim bir noktayı belirtmem lazım, 1994 krizine dönmek istiyorum. 1994 krizi bizim kendi krizimizdi, ancak bu kriz bizim krizimiz değil ama sonuçta bütün ülkeleri etkilediği gibi bizi belki 1994 ve 2001 krizinden daha fazla da etkileyebilecek. Bunun nedeni her iki krizde de dış talep çok güçlüydü ama şu anda hem dış talep çökmüş durumda hem iç talep çökmüş durumda, alınacak önlemlerin de bütün bunları göz önünde bulundurması lazım ve o anlamda da doğru politikaları yanlış zamanlarda uygulamanın bu tür kriz dönemlerinde maliyeti çok daha yüksek olacak. 1994 krizine geri dönersem, kriz ilk Ocak 1994'te patladı, ancak o dönemde 27 Mart 1994'te yapılacak seçimlerden dolayı Çiller hükümeti önlemleri erteledi, IMF ile anlaşma konusunu erteledi ve bu arada bankalar ciddi sorunlarla karşılaştı, batma noktasına gelen bankalar oldu ve kredilerde kısımla oldu. 7 Nisan'da paket açıklandığı zaman ve bunun yıl boyunca etkisi %5.5'lük bir gayri safi milli hasıla daralması ve % 126'ya varan enflasyon oldu. Kısacası IMF ile anlaşma Ocak sonunda ya da Şubat başında yapılmış olsaydı Türkiye'nin ödeyeceği bedel ya da maliyet çok daha düşük olacaktı, bu krizde sanırım hükümetin de şu gün içinde bulunduğumuz konjonktürde o günlere geri dönmesi ve o günlerdeki bu politikaların zamanlaması konusundaki bu dersi bence çok net bir şekilde alması gerekmekte.

Ben kısaca bu noktayı belirttikten sonra isterseniz kısaca iki oturumdaki konuşmacılarımızı tanıtabilirim daha sonra zaten detaylı olarak tanıtılacaklar. İlk oturumu Koç Üniversitesinden Selva Demiralp yönetecek. Konuşmacılar, Williams College Öğretim Üyesi Kennet Kuttner ve FED Para Piyasaları Bölümü Başkan Yardımcısı Seth Carpenter olacak. Kendilerinin üzerinde duracakları asıl nokta Amerika'daki Federal Reserve'in para politikaları olacak. Ama para politikaları sadece hatta dün akşamdan beri sıfır noktasına gelen politika aracı faizlerin FED Funds Target Rate'in sıfır noktasına gelmesiyle FED'in uygulamaya koyduğu alternatif yöntemleri, piyasaları fonlama yöntemlerini, bir ölçüde dalga dalga gelen kriz karşısında yaratıcı politikaları detaylı bir şekilde Seth Carpenter ve Ken Kuttner ele alacak. Daha sonra 2. oturumun başkanlığını Koç Üniversitesi Öğretim Üyesi Sumru Altuğ yapacak. Bu bölümde de TC Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Erdem Başçı konuşmacı olarak özellikle krizin yükselen piyasa ekonomileri üzerindeki etkisini ele alacak ve daha sonra da özellikle tartışmayı Türkiye konusunda yoğunlaştırmak için Bilkent Üniversitesi Refet Gürkaynak bizimle birlikte olacak. Ben bütün konuklarımıza davetimizi kabul edip geldikleri için sizin huzurunuzda teşekkür etmek istiyorum ve umarım Türkiye için ve dünya ekonomisindeki gelişmeler anlamında hepimize ışık tutacak tartışmalar gerçekleşir. Teşekkür ederim.

I. OTURUM: ABD'de Kriz ve Parasal Önlemler

Selva Demiralp: Hoş geldiniz. ABD'deki finansal kriz üzerine odaklanan birinci oturumun iki konuşmacısı bulunmakta. Birinci konuşmacımız Williams College'dan Ken Kuttner, doktorasını 1984 yılında Harvard Üniversitesi'nden aldı. Williams kadrosuna katılmadan önce Oberlin Koleji'nde iktisat profesörü olarak çalıştı. Akademik görevleri dışında, New York ve Şikago

Merkez Bankaları araştırma bölümlerinde başkan yardımcısı olarak çalıştı ve bu görevler kapsamında para politikası konusunda uzmanlaştı. Mr. Kuttner ayrıca ziyaretçi öğretim üyesi olarak Columbia Üniversitesi Moskova Yeni İktisadi Okulu, Wisconsin Üniversitesi Madison Campus'ü, NY Üniversitesi ve Şikago Üniversitelerinde çalışmıştır. Prof. Kuttner'ın Journal of Finance, Journal of Monetary Economics, Brookings Papers on Economic Activity, Review of Economics and Statistics ve North American Journal of Economics and Finance gibi dergilerde yayınları bulunmaktadır. Bu girişle sözü Profesör Kuttner'a bırakıyorum.

Prof. Kenneth Kuttner: Let me begin with thanking to the organizers of the conference and the invitation and the opportunity to speak with you here today and thanking them for putting together an obviously very interesting program on the financial crisis.

I have re-titled my talk a little bit, it is not anymore “what has the FED got himself into?” Recent events have reminded us that central banks do a lot more than just set interest rates. From time to time they are also called upon to function as *the lender of last resort* for the financial system, providing “liquidity” to keep a financial crisis from turning into a full-blown collapse. The FED has been serving as such a lender since late last year, ratcheting up its involvement after Bear Stearns crisis in March, and vastly expanding that involvement after Lehman Brothers was forced to fold. The result has been a massive extension in credits to the private sector, with FED assuming powers and responsibilities and risks no one had imagined just a few months ago. We are in the midst of a full blown monetary experiment.

The most basic gauge of FED's lending efforts is the size of its balance sheet. A lot of people focused on this, it is swelled from less than 900 billion dollars over a year ago to about 2.2 trillion dollars as of last week and this figure does not include some activities that the FED is doing off its balance sheet such as the credit guarantees provided for Citigroup.

I'd like to do 3 things in this presentation, number one I'd like to give little bit of background on the crisis and where it came from, number two I'd like to give little bit of information on traditional role of Central Banks as the lender of last resort and how the FED's credit facilities fit into this framework and then third, I'd like to talk about the implications of the credit risk that FED has assumed for monetary policy going forward.

So first a little bit of background. The outlines of the present crisis by now are well known. Bursting of the housing bubble created heaps of non-performing home mortgages, especially those classified at subprime or “Alt-A”. These losses hit mortgage-backed securities, knocking the foundations out from under a huge but extraordinarily delicate structure of other assets: CDO's, synthetic CDO's, credit default swaps. These failures led in turn to the collapse of some of the oldest and largest financial institutions in the US: Bear Stearns, Lehman, AIG, Citi are now on the edge, propped up only by government funding.

The basic story is familiar, this is not a new story by any means at least to students of economic history, number (1) displacement, number (2) credit expansion, number (3) “overtrading”, only

Adam Smith and Kinderburger have couple of wonderful quotes that I think sum up this phase very nicely, one of them is from somebody talking during *south sea bubble* when the rest of the world are mad “we must imitate them in some measure”, and another quote which I think captures the spirit very nicely is Kinderburger’s own quote which is “there is nothing quite so disturbing to one’s well-being and judgment as to see your friend get rich”. Clearly this is exactly what is happening during the subprime crisis. Then the mania becomes the crisis and you see periods of hesitation what Kinderburger likes to call revulsion panic in the non-stamped out of illiquid assets and the desperate rush for liquidity.

This is where the lender of last resort comes in. The classical lender of last resort function, as articulated by Walter Bagehot in 1873, is to lend at a penalty rate of interest against good collateral. Based on the assumption that the problem is one of liquidity, rather than solvency. Once the panic passes, people will realize that the panic was not entirely justified by economic fundamentals and lending would in theory resume. The central bank can provide the funds necessary to tie the financial system over and assume in fact its commitment to do so should in theory help ease the crisis. The Bank of England and other central banks, were compelled to do this repeatedly in the 18th and 19th centuries.

This lender of last resort function is of course the idea behind the many of the steps taken by the FED in recent months: the creation of 8 new lending facilities, and several other *ad hoc* extensions of credit, but rather than focus on specifics of FED lending facilities which is going to be topic of Seth’s presentation I’d like to focus on some of the broader implications that FED’s increasingly unorthodox measures.

So until now, the FED’s exercise of its lender of last resort function has been quite limited: discount window lending in number of distinct episodes such as Continental Illinois episode in 1984-85, open market operations following the 1987 stock market crash, and the provision of liquidity in the wake of 9/11 crisis and during the Y2K change-over. The FED’s response to this crisis far exceeds anything it has done previously, and this is just a conjecture but I believe it has to be true what the FED has done as quantitatively foreign excess of any other central bank has done in similar situation.

So the FED began to expand its lender of last resort role after the March Bear Stearns collapse, with its extension of credit to primary dealers, credit facility that also made non-recourse loan of 29 billion dollars to finance Maiden Lane LLC whose job was to buy Bear Stearns assets that JP Morgan wasn’t willing to purchase. So this is an interesting set of first steps in a sense that these actions meant that the FED was going beyond providing aid to the banking system with its extension of credit to primary dealers and also began to take on certain amount of visual credit risk through the extension of loan to Maiden Lane LLC.

It made a second departure in September with its extension of 85 billion dollar loan to the insurance giant AIG. Again this was significant because it involved more risk being taken on by

the FED, involved the FED taking on equity stake, assistance to an institution far removed from the banking business. FED has never done such a thing before as far as I know and it involved assistance to an institution that was not directly involved in banking system or was not directly in the payment system.

The FED then took two more big steps in October: the outright purchases of privately-issued commercial papers via special purpose vehicle and the money market investor Funding Facility, the MMIFF. The recently-announced term asset-backed security lending facility that TALF is a similar arrangement, but only the Treasury has agreed to absorb the first 20 billion dollars in losses.

These actions of course raise certain amount of legal issues as Federal Reserve Act, in theory you're supposed to keep the FED primarily lending money to banking institutions and to take on minimum amount of credit risk but the FED has found ways to get around this limitation.

Perhaps the most radical departure of FED from its traditional lender of last resort role comes from its involvement in the November 30th rescue of CitiGroup. Here the FED is not doing actual lending, instead the FED is simply guaranteeing some of the assets on Citi's books. In another words, if the credit basically providing a credit default swap to Citi, the Treasury in the FDIC agreed to absorb the first 15 billion dollars of losses, but after that the FED is on the hook for the 90% of any remaining losses up to the maximum amount of portfolio of 306 billion.

So the Citi deal is significant, because it's taken the FED well beyond the role of the lender of last resort and even the buyer of last resort. It's now become the *risk bearer of last resort*. The FED, the Treasury and the FDIC have occasionally functioned this role and in fact that is kind of FDIC's purpose and the Treasury provided loan guarantees before, but for the FED this is a really new and very different role for it to be taking, profound change in FED's role.

And after this precedent, it is not a surprise to hear the Banking Committee Chair Christopher Dodd ask that the FED to help support the auto industry.

So the next question I'd like to address is, has it worked? I struggled with this question for some time and I think the answer to that question has to depend on exactly how you frame the question. I think there are three levels to the question, the narrowest is simply has the FED lending prevented broader collapse in the financial system? It clearly has in some sense after all since the Bear Stearn's debacle, only Lehman has actually failed, it is the only institution failed since then and clearly it did not fail because the FED was unable to help, but it failed because the FED for whatever the reason and I am not going to say whether it was good or bad and in other parts of the US government shows not to support Lehman Brothers.

Clearly Lehman failure could have been averted had the FED and Treasury chosen to do so. So in the narrow sense it has worked, but broader segment of the question is number one, has the lending activities helped restore the functioning of money markets. Well in the best-case

scenario, a demonstrated willingness to lend would by itself be enough to quell a panic. Knowing that Central Bank was willing to lend against good collateral according to Badge's prescription that should make potential lenders more willing to accept this collateral for their own transactions in this scenario the Central Bank need never actually make a loan.

But as best scenario as I described that has clearly not materialized the FED has felt it necessary, has felt compelled to extend vast amounts of credit close to trillion dollars and the process has shown very little signs of unwinding.

Looking at interest rate, and I think Set is going to show you some more of these later on, but I have plotted here is the spread in black of Euro/Dollar of treasuries and in red the spread of financial commercial paper over treasuries and the blue area shows amount of Federal Reserve lending, so just looking at this graph one might be tempted to say well look spreads became elevated in late 2008 and that was the period of elevated FED landings so clearly FED lending did nothing to numerate those credit spreads. So in fact this is the basic argument of highly influential paper by John Taylor and John Williams, they have a point in the sense that no amount of FED lending is really going to remove the credit risk premia that are associated with the borrowers on this market, but on the other hand I think their analysis is little bit limited in the sense that clearly the FED's provision of these loans is endogenous response to developments in the credit markets. So it is not so much that the lending is causing the spread to rise, but the rising spreads has caused borrowing from FED to go up and the point is who is to say what would happen to these spreads have the FED not been able to step and provided liquidity. Even the timing of the introduction of new credit facilities marked by the vertical lines in the chart seem to be associated with rising spreads.

Seth can either confirm or deny that. But the broadest theme in the efficacy question goes beyond just the function of money markets, and the question is turning and becoming more and more pressing since yesterday's announcement of the new Federal Reserve policy is whether any of these going to work in terms of macroeconomic stimulus, will what the FED is doing be enough to counteract the credit crunch, get lending going again and revive the macroeconomy? This is the point where one has to recognize the FED is constraint by the lower bound and the FED funds which is now hit, now it set FED target of 0 to 25, and the decision scenario there are really two ways in which the extension of credit can get things going again. One is simply by providing time and breathing space preventing further collapse, the problem will subside, asset values will recover and the problem will solve itself. This may be an optimistic point of view but at least theoretically possible.

The second way in which FED policy may help is through increasing reserves in the monetary base, the so-called quantitative easing strategy. The idea is pretty simple, if banks are awash in excess reserves, in some point they should, in theory start lending those reserves out to deserving borrowers. So the new FED policy to make that mechanism most effective to the extent that banks are now receiving the excess reserves will put right back at the FED.

I should say in trying to understand the efficacy of quantitative easing policy is natural to turn our attention to the case of Japan, which experimented with similar policies back in the early part of this decade, and I have to say having looked at the Japanese experience is not exactly encouraging. The Bank of Japan increased the size of its balance sheet by a factor of 6 or increased the current account balance by 6 and these succeeded as the FED succeeded in doing flooding the money market with funds, driving industry to 0 and basically giving the entire financial system with more reserves than they can ever use. But did this have any impact on the economy? Well, it is hard to say what did appear to be true and very little impact on any of the broader monetary aggregates had very little impact on bank lending per se and the reason for that was simply that banking system in Japan was in such bad shape for so many years. Capital that reserves were not the binding constraint of banking system, it was bank capital and until the Japanese government straightened out the banking system, forcing consolidation, getting the banks re-capitalized, there was really nothing to be excess reserves could do and I fear in the US situation is going to be very similar to that.

So what kind of problems this may create for my former colleagues at FED? FED's massive extension of credit has created number of sticky operational issues and I think Seth is going to go in more detail about those. Number one is how to control FED funds rate in an environment where banks have billions and billions of dollars of excess reserves. Number two of course is the problem with moral hazard, which many people have commented on in the past few months is the FED another institution stepping in to rescue failing institutions is that increasing incentive for people to behave in more risky fashion going forward, perhaps it does but I think the issue of moral hazard is something that people have pretty much decided to worry about later once the crisis is over.

Instead what I would like to focus on is this third issue that of credit risk. What does it mean? What are its implications for the monetary policy? Traditionally the FED has started to avoid taking risk on its balance sheet in fact pretty much restricts the FED making risk free loans based on solid collateral except in these unusual circumstances that by Section 133 Federal Reserve Act, that has obviously changed drastically, since the FED began lending funds on whole variety of assets and even buying assets outright. It is hard to say with any certainty exactly how much of a hair cut is taken on the balance sheet and part of the reason is that the people in the inside aren't telling people outside exactly what assets the FED is buying and what is taking as collateral and even if they did it wouldn't help very much, because nobody really knows what these things are worth anyway and exactly how risky they are.

It is worth dividing what the FED is doing into three pieces. Some of what the FED is doing is traditional collateralized short-term lending, has probably relatively low risk partly because those are kinds of transactions where in addition to taking collateral against these assets and taking a hair cut on the assets the FED also has recourse to be institutions resources, so should that collateral decline precipitously in value FED would be able to go after the resources of the institution and borrow the money, this collateralized transaction is relatively low risk.

But other things that FED has done probably involve higher risk including in that would be transaction such as 29 billion dollar loan to Maiden Lane, Bearn Stearns, who knows what those assets are and what they really worth I certainly don't. Also falling in that category, things like the lending to special purpose vehicles for buying commercial paper and now for new term TALF lending facility, which are also going to be in the business of buying risky debt using special purpose vehicle financed by the FED. So these are all situations where little bit different category from the usual collateralized lending and arguably involved the FED taking on quite a bit more risk.

And finally the thing that I think sets a very interesting president is the FED's off balance sheet guarantee of Citi's assets that I mentioned as Citigroup rescue, what is unique about this arrangement is here the FED is not actually doing any lending, it is simply providing a credit guarantee.

So given the sheer volume of lending and credit extended by the FED and range of assets being purchased or taken as collateral raises the question what would happen if FED became insolvent? Well, the shorter answer is nothing. In thinking about the possibility of loan losses it is useful to think about not the Central Bank in isolation, but the consolidated government balance sheet and thinking about what the FED is doing in terms of purchasing worthless assets is being essentially like fiscal expenditure of government money. There are two ways those losses could be financed, one is by issuing monetary liabilities money is what the FED would do, the other way would be to issue debt which what the Treasury normally does. Now, not surprisingly if the FED would issue money in order to finance these losses and that would eventually have inflationary consequences. From the stand point of government's consolidated balance sheet, the other way to finance those losses is through the issuance of debt, which will presumably eventual increase in taxes used to the debt assuming the government is running a balanced budget overtime.

Here there is no reason to believe that a debt financed bailout would be inflationary. So the concern about FED taking on too much responsibility for these bailouts if you want to call it that, the inflation tax raises its head as possibility. When other countries got in this kind of situation, it is always advised by the IMF and others that the Central Bank be recapitalized, in other words receiving infusion of funds from Treasury in order to make up for its losses and what does recapitalization do? From the stand point of *consolidated* balance sheet, really nothing except if you think about recapitalization as an arrangement where the monetary liabilities are replaced with debt finance liabilities. From the stand point of the government's consolidated balance sheet, you are now replacing money with bonds and those bonds backed by tax revenues that would tend to mitigate the inflationary consequences.

These observations put an interesting spin on two of the FED's recent facilities. What is interesting about those facilities is that Treasury is taking the first tranche of losses, first 15 or 20 billion dollars and in the case of TALF and Citigroup but then the FED is on the line for the rest of it. To me this sounds like a recognition, this is setting up a situation where within certain

limits the losses would be debt financed, above those limits the loss would be *monetized*. So do you want a contingent monetization perhaps the thinking is that if things get really bad and losses on these things exceed 20 billion dollars may be the thing to do would be commit to be irresponsible as Krugman argued in the case of Japan.

Another reason central banks may issue capital losses is the perceived loss of independence that this might entail. Although a consolidated balance sheet is a useful description of the economic relationship between the central bank and the Treasury. Kazuo Ueda, who was on the Policy Board of the Bank of Japan at the time, gave a speech in 2004 in which he dismissed these ideas just being “naïve” and in his view significant loan losses were something to be avoided because it would change the balance of power between Bank of Japan in that case and ministry of finance. Specifically he argued that taking losses and relying on Ministry of Finance for recapitalization would tend to make the Bank of Japan susceptible to manipulation and undue influence on the part of Ministry of Finance and if so then the Bank of Japan would lose dependence that he just gained a few years earlier.

There are number of reasons why you might expect losses to be associated with loss of independence, one is simply loss of revenue that the Central Bank would be experiencing, two would be the perception of subservience to the Treasury, third and I think you are beginning to see this more and more in the case of the US where the FED is perceived to bailout specific institutions without any taxpayer accountability and then fourth may be perception of incompetence if the central banks are taking huge losses on the portfolios.

Criticism in fact of the FED’s lack of transparency and accountability is already beginning to mount. Alan Blinder made a comment, people from the FED, from Bernanke and down are not very happy about having to commit so much taxpayer money on their own, rather than have Congress or the Executive Branch committed and in fact Bloomberg news has recently filed a law suit under the Freedom of Information Act demanding disclosure of the identities of the borrowers and the assets pledged this collateral for these transactions. Bernanke himself has faced pointed questions on the matter before Senate hearings, asking why the FED does not disclose these matters. Of course part of the rationale for this is quite understandable, Bernanke mentioned that disclosing borrowers’ identities would be really a bad idea in this situation, because to disclose the borrowers’ identities is that doing so would raise questions about the borrowing institutions’ creditworthiness. More puzzling however is the FED’s reluctance to publish the list of collateral, the list of assets being used in these transactions and in fact some in private sector argue that actually disclosing the assets that FED was taking as collateral could in fact play constructive role in terms of fixing market’s expectations as to the value of those assets.

So this is an interesting set of issues and at some point this level is all theoretical and hypothetical, but in fact there are instances throughout even recent history, where central banks have experienced significant losses even gone technically insolvent. Non in the US of course but number of emerging market countries have had experienced these kinds of things. In some cases

banks were recapitalized and in other cases they were not, I think since 1990's good 12 – 15 or so central banks have experienced this many of these experiences of insolvencies, losses have come about from bad experiences, foreign exchange intervention where central banks have taken large unhedged bets in currency markets, some of these losses were involved in risk as the banking systems just like the US' situation might be and what I've done is taking a quick look at some of these other countries' experiences to see whether any of these issues involving higher inflation have come to pass as a result of those loan losses.

So I put together few charts just for handful of countries, in which I've been able to get data, 5 countries that experienced large loan losses and what happened to inflation afterwards. So here we have the chart for Czech Republic that experienced loan losses of 32% of the bank capital in 1996. Czech Republic Central Bank was not recapitalized but you don't see any change in inflation following the period of loan losses. Similar for Chile, the Central Bank of Chile was not recapitalized and it lost almost 6 times the value of the bank capital and there were no inflationary consequences. The Central Bank of Brazil in 1997 lost 52% of its capital and again there was no perceptible impact on inflation. So some of these concerns about inflationary finance may be overdrawn to the extent that here 3 examples of countries that did not experience significant inflation following loan losses regardless of whether they were recapitalized.

There are couple of instances though such as Hungary, which had a period of losses that were associated prior to that with sharp increase in inflation and even though they were recapitalized following those losses and the case of Thailand where the period of loan losses followed immediately, there was a spike in inflation from 6 to about 8% so in the case of Thailand there could be some reason for concern and what distinguishes Thailand and Hungary from other central banks in those two cases, the central banks were much less independent than the other 3 I mentioned, so my conjecture is that it is not the reliance on the Central Bank for the bailout or the experiencing capital losses by the central bank per se but it is the combination of central bank that is not fully independent from the Treasury Department.

So let me rap up my conclusion at this point, so FED's lender of last resort role in the panic, let's call it panic of 2008, has changed almost beyond recognition as I've tried to explain, it will begin as pretty conventional operation which the FED was functioning as the lender of last resort, lending against good collateral and at penalty rate. I think this rule in the last few months has really been transformed, as it has gone from lending against good collateral to buying a lot of securities in the market that nobody was able to buy and holding those securities in its portfolio and in its recent actions the FED has seem to become more risk bearer of last resort not just a buyer, but even a lender of last resort. And these raise all kinds of interesting issues that I tried to touch on and at this point I really don't have the answers I just have the questions. Will the interventions work, we'll wait and see. Will FED become less independent when all this is done, again we have to wait and see. Sorry I don't have many answers for you but having said that I should commend our friends at FED from Seth over there and Bernanke for using "Rooseveltian resolve" and waiting to see how it turns out. Thank you.

Selva Demiralp: Prof. Kuttner'a bu güzel konuşması için çok teşekkür ediyoruz. Prof. Kuttner konuşmasında büyük tabloyu ele alıp FED'in finansal krizle mücadele kapsamında son borç veren pozisyonunda yapmış olduğu genişletmeleri ve bunun sonucunda almış olduğu risklerin ima ettiği sonuçları gözönüne serdi.

İkinci konuşmacımız Seth Carpenter, FED'in tam olarak bu genişletmeleri ne şekilde yaptığını ve likiditenin piyasalara ne şekilde sunulduğunu tartışacak. İkinci konuşmacımız Seth Carpenter, ABD Merkez Bankasının karargahı olarak bilinen Board of Governors'da parasal işlemler bölümünde yardımcı director olarak çalışmaktadır. Seth Carpenter doktorasını 1997 yılında Princeton Üniversitesi'nden aldı. William and Mary Koleji'nde 2 sene çalıştıktan sonra 1999 yılında Board of Governors, Parasal İşler bölümüne girdi ve halen FED'de çalışmaktadır. Seth Carpenter'ın Journal of Money, Credit and Banking, Journal of Policy Analysis and Management ve Review of Development Economics dergilerinde yayınları bulunmaktadır. The floor is yours.

Seth Carpenter: Thank you very much Selva and I would also like to thank the organizers of the conference for having inviting me. Particularly I'd like to thank Selva Demiralp, who personally invited me and with whom I co-authored quite a few papers. And it is an honor to be able to speak on the same panel with Kenneth Kuttner, who is very much an expert in macro economics in monetary policy both in the US and around the world. People have and will continue to draw parallels between the current situation in the US and what went on in Japan and by far the world's experts on those experiences.

This is truly an unprecedented time for the FED history, I think Ken's discussion pointed out that FED's role in the financial market has changed dramatically and so I am going to talk little bit about what has happened and provide a bit of background on what the FED has done in response to the financial crisis, but in doing so I'd like to point out that these are my views, I am an economist, I work at FED but presentation I am making and the views I express are mine and not necessarily those of the Fed or the Board of Governors' or other members of the staff.

I am deputy associate director of the division of monetary affairs, on a daily basis I work with our colleagues of FED of New York in the open market operations choosing how much liquidity to add or take away from the markets on a day to day basis and more broadly work with my colleagues on monetary policies, strategy advising the board of governors and FED open market committee on monetary policy choices in these types of things. So that is bit of who I am.

As for the crisis, most people would think current crisis may be started last year in August (2007), from the point of view my work at FED for direct monetary policy implementation the first day probably was August 9th. We saw big jump in the federal funds rate, demand went up dramatically as demands for liquidity in dollars specially in Europe went up dramatically and on August 10th the FED provided enormous amount of liquidity to markets at least by standards of those times. Enormous amount of liquidity now in retrospect it seems like pitiful small amount of money, but than we thought it was great deal of money and since that time the crisis has involved

notably in fact it was interesting that when Kamil was talking in his introductory remarks, he pointed out that these crisis has been coming in waves and that's very much been our experience at the FED, there had been several different phases of the financial crisis and I think some of the charts that I am going to put up will show these different waves and will be able to point to very specific examples of the waves.

I am going to try to focus on couple different parts of crisis thinking about the inner bank funding market, because in lots of ways this is where the FED at least initially had its primary focus and I think in Ken's discussion of the Fed's function as the lender of the last resort, most of it was focused on the banking sector and it was very much the inner bank market where the attention started. Other short term funding markets like the repurchase agreement market or the repo market have also been extremely important and have drawn great deal of FED's attention so I'll talk a bit about those and those two markets have driven at least the first sight of FED liquidity facilities. And then as the crisis continued to evolve and spread, other markets were clearly affected, clearly impaired and our liquidity facilities expanded and I will try to talk about all the different facilities we have.

Just as background for the non-specialist, when I talk about inner bank markets, the primary one in the US is the Federal Funds Market. We often talk about LIBOR interest rate, the London Inter Bank Offer, which is another bank rate set in the European market, in the London Market but for the Federal Funds rate the Federal Funds Market, that is the primary market among banks in US, somewhere between 100-120 billion dollars is exchanged every day, at least that is the way it was a year ago. That's changed a bit recently.

We calculate the interest rate in that market by taking weighted average of all the trade in that market done by brokers and this was the way we thought about monetary policy that Federal Open Market Committee meets 8 times a year in general to decide on the target for that interest rate and then they go to lunch and it is up to my staff in Washington and our colleagues in NY to determine the amount of money to add or take away from the banking system, so that market rate is as close as possible to the target rate.

Prior to last August the market rate tended to be very very close to the target rate. This chart gives a little bit of demonstration of the waves that we've seen. It shows the difference between the market rate in the Federal Funds Market and the Committee's target rate. So before August 2007, the market rate was always fairly close to the target rate, but then things went wrong and we added a great deal of liquidity and the market rate was significantly below the target rate because of the very very large amount of liquidity that we added to the market. Subsequent to that there was a great deal of volatility, but we got back more or less hitting the target rate on average up until very recently starting in September, when we started adding extraordinarily large level of liquidity to the market and since then the market rate has been far below the target rate. So for me this chart helps to illustrate some of the waves of the crisis that we've discussed before. Things started in August 2007, they went poorly we got to a new type of equilibrium,

was not quite as dramatic as March of 2008, when there was the Bear Stearns incident, but we can see little bit here and then most recently change in everything took place in September and October following the difficulties with Lehman Brothers.

Another way of thinking of the market is by looking at interest rate deviation and this is just the measure of the volatility of the market within a day and the same types of patterns exist here.

One measure that is pointed frequently to for the interbank market has to do with what's called overnight index swap rate, so everyone who's been reading in the financial world over the past year and a half seen instead of charts that are going to look fairly familiar, the overnight index swap rate is a measure of the expected overnight rate over some time period say over the next month or over the next 3 months, only the trading that takes place does not include actual dollar value only the interest payment, so it should be free of credit risk. And so people often look at the spread between LIBOR rate, which is actual loan and this index swap rate, which does not have credit risk to try to get some measure of the premium that is built into the market for liquidity and credit risk and so this is the chart that everyone at the FED I think had stared at roughly 10,000 times over the past year and a half and again it starts to demonstrate this notion that this is a crisis that is coming waves has started to evolve.

We can see that starting in August of 2007 the spread widened and widened dramatically prior to August 2007 this spread, so we have in Black one month spread and in Red the 3 month spread, and prior to August 2007 spreads very very narrow 2 or 3 basis points, 5 basis points very very small. But then in August 2007 they blew out fairly dramatically. It seemed as if the world was starting to settle back a little bit to normal than the end of the year came traditionally in money markets there are some funding pressures at the end of the year so we'll see in December again spreads widening dramatically again and then we get to March with Bear Stearns financial markets started to experience strain again, spreads widened. The summer time was a good time and I got to take a week of vacation and we see that the spreads were constant through the summer, but then we got to the end of summer and the tension especially with Lehman Brothers and other large investment banks starting to heighten and we see the spreads just blowout to levels that are historically unheard of. So what I find interesting about this chart, I updated this from a version of talk that I've given about 9 months ago where the chart ended somewhere around here and we thought that these spreads were extremely wide. We thought those were very very wide levels for the spread only to roll forward through September, October, November to see spreads that are 2 or 3 times as wide as before the crisis situation so in some ways Ken's point about the crisis evolved we had new waves and the FED reacted in different ways, this isn't very good illustration that fact that we were learning as we were going on as well that when we thought of extremely wide spread could actually get significantly wider.

So we do typically focus on banking, lending to banks, but the crisis itself did not remain restricted to banking sector and there were several reasons for that banks have historically been liquidity backstops for other types of credit markets. So, for example the commercial paper

market which is a very very important financial market in the US, there is always been very tight link between bank lending rates and commercial paper rates so this chart plots in black the 1 month LIBOR OIS spread so what I had before in black. But now the red line is the spread for A2P2 so lower graded commercial paper and up until very recent period these rates were tended to be very very close to each other. So this means is that banks are passing on their cost of funding to commercial paper facilities and because of this type of evolution because of this tight link between commercial paper markets and bank rates we saw for long time the lender of last resort, lending to banks is being helping liquidity of banks, but also helping liquidity in other markets and I think this chart helps to show how tightly integrated those markets can be.

Another very important market for funding is the repurchase agreement market or the repo market. And this is a huge market so we have here today people from Bank of NY Melon and Bonnies very very important players in the repurchase agreement market. Trillions of dollars each day is traded in this market where security dealers tend to finance themselves very very heavily, sometimes perhaps too heavily as we saw in the case of some of the dealers who ran into severe liquidity trouble and run out of business. But it is also a place where large institutional investors are able to place funds so money market mutual funds that have enormous amount of cash to invest often invested in the repurchase agreement market so the demand for cash in this market tends to come from banks to some degree, but very large degree from security dealers, supply of cash comes from money market mutual funds often from hedge funds, pension funds. And so it is an important market for liquidity for financing trading and security markets.

When we think about reacting to market developments you have to know what the market developments are so it is one way that a lot of market participants look at stress in the repo market as to look at the spreads between different types of collateral. So repurchase agreements, repo trading is just collateralized borrowing where the collateral could be different types of securities, safest type of collateral would be Treasury securities and other now very very common security are mortgage back securities and so the spread and repurchase agreements between Treasury collateral on one hand and mortgage back securities on the other give some idea how much demand there is for very very safe assets in the market or how much strain there is in that market.

So this chart shows the spread between overnight Treasury repo and overnight mortgage back security repo. If you look again thinking about the several waves of this crisis before August 2007, this spread would have been 2, 3 may be as much as 10 basis points with a fewincreases at the end of the quarter when security dealers are trying to present their books to investors, but other than that the spread would be relatively narrow somewhere between 5 and 10 basis points.

Beginning in August 2007 we see these enormous spikes of 250 basis points over 2 percentage points difference for overnight rate so that is mind blowingly large spread and we'd see the spikes every so often when there is least bit of market panic and the spread would widen dramatically because investors would want Treasury securities and not mortgage back securities.

Again following March when there was a resolution to the Bear Stearns issue, we saw the spread narrow significantly and there seemed to be fair bit of peace at least for summer and then again we get into September with all the difficulties with Lehman Brothers and again we see the spreads widen out dramatically and only narrowed subsequent to an enormous amount of government and FED intervention in October and November.

Pricing in the market isn't the only aspect of the market that suffered strains, in addition to having an interest rate there is a margin what we call 'hair cut' for trading and repo markets. If you want to borrow 1000 dollars against Treasury collateral you have to put up little bit more than a 1000 dollars worth of collateral and then these markets for Treasury to some degree, which is surprising since Treasury is so safe, but significantly for other types of securities especially mortgage back securities and lower rated mortgage back securities, these haircuts started to widen a great deal so security dealers were having great deal of trouble financing their positions, because the margins were getting larger and larger and larger so they had to provide more and more collateral to get their funding.

So what did the FED do? We either expanded our lending facilities along some traditional lines I can discuss or we created new lending facilities so I want to talk about 4 different categories. First will be the very traditional version so when I am calling discount window credit would be what Ken would've characterized as the traditional lender of the last resort function. Then we expanded a bit to broker dealer credits so this is lending to securities dealers, this is outside of our historical role, this required our appealing to special section in the FED Act that allows for us to lend to non-depository institutions under a quote unusual exigence circumstances but in some sense it is not that far a field because we every day have been doing business with the primary security dealers, we do our market operations with those dealers in some sense they are very tightly linked part of the FED Activity . In addition we engaged in with currency swaps with foreign central banks with the handful of central banks and in well defined quantities and eventually we started adding more and more central banks to whom we would swap currency and eventually for some central banks we said any quantity of dollars that you want to be able to extend to your banking system will allow. The point of the currency swaps for my perspectives it is interesting for two very important reasons, one it is huge, the dollar volume is well over 600 billion dollars now and second it points out now that this is a global phenomenon where there is great deal of demand for funding in US dollars. So US dollar continues to be currency of funding around the world and recognition of the need to solve a global problem the FED has been working in conjunction with many central banks around the world to provide dollar liquidity. And then I am going to talk about broader lending facilities and there is again echo some of Ken's discussion about how our role has evolved, expanded and perhaps the sum doesn't seem recognizable anymore.

So the discount window lending they are two versions, primary credit is essentially our discount window, in 2003 we made some technical adjustments to how the discount window works, but it is very much set up the way central banks around the world have lending facilities for their

banks. It is very much supposed to be along the lines of prescriptions of badge it to lend freely at a penalty rate against good collateral. We typically only had overnight lending to depository institutions that suffered an acute shortage of funds beginning in August of 2007, however we extended the term that banks were able to borrow from FED directly and encouraged more term lending and I'll show you some charts later that demonstrate that. In addition, in December of 2007 we started what we call the term auction facility or the TAF. This was a way of trying to provide more credit to the market. We wanted to do it through an auction to help us ration things on price to get some idea of where demand actually was. One question is how much do you want to do; when we were setting up term of auction facility there were several calls back and forth between Washington and NY trying to figure out the quantity, how much should we provide to the market. Our thinking has evolved dramatically since that time it is kind of quaint. When we think about the first term auction facility, auction had 20 billion dollars, the idea was that should be a lot and enough to do something, but not so much that we overwhelm the market currently each auction is 150 billion dollars so it is off by an order of magnitude but the auction format actually gave us a way of understanding just how much demand there was and whether or not we needed to think about expanding more so Ken's point about the FED observation on what is going on and reacting to it. I think the auction format very much helped us understand that when we saw the auction stopping at very very high rates it was pretty clear that there was an enormous amount of demand for this credit. I am going to show a chart later that shows recently the auctions have been coming in very very low rates, which gives us some indication that perhaps we're satisfying the demand in the market for bank credit.

In August 2007, that is the primary credit rate had been set at 100 basis points above the Committee's target rate. In August 2007, that was cut to 50 basis points and we were lending for up to 30 days. In March of 2008, we made another change and the Board lowered the spread between the target rate to 25 basis points and made loans available for 90 days. So this is now much relaxed in terms of the terms on which credit is extended to banks. Banks can borrow from the FED directly for 90 days at a rate of 25 basis points above the target rate and fairly broad set of collateral against which we make extensions.

So what happened? We relaxed terms of lending and unsurprisingly borrowing went up. So this chart shows again bit of waves of the crisis prior to August 2007 there was almost no borrowing on a regular basis. If we saw 100 million dollars worth of borrowing on a given day, we'd take note of it and talk about it for the rest of the morning with each other over coffee. Now we have 100 billion dollars worth of borrowing, so we dramatically changed the scope. The solid black line shows the spread of the primary credit rate over the target rate and we see that it came down on 2 different occasions and in September 2007 through March 2008 we'd see episodically increases in borrowing, but it wasn't until March 2007 with the Bear Stearn's incident and then September of this year with Lehman Brothers failure that we saw dramatic increase in borrowing and as I said the scale has changed beyond our recognition.

The term auction facility, we started this in December 2007, I just needed to update this but the idea was to set up an auction to allow depository institutions to bid, so that we could provide money to banks who needed it so we'd be able to gage the amount of demand. This is the amount of credit outstanding under the term auction facility so it is 0 up until December 2007, when the program started and fairly quickly we realized that the amount we're providing just wasn't sufficient for the demand in the banking sector and you can see the size of the operations started to ratchet up fairly quickly and then in September and October with all the difficulties with Lehman Brothers it became clear that there was even more demand for liquidity and this is when we increased the size of the term auction facility up to 150 billion dollars and we extended the term out to 84 days and now term auction credit can be extended for 84 days and quantity again is at levels that never before we'd think about it.

To me this chart at first is little bit puzzling, but ends up telling a very interesting story about the FED's reaction to the crisis and its liquidity facility so the black line is the size of the auction and for the most part it's steadily increases. There is a bit of wiggle here and that was merely when we're adjusting the term of the auction, originally these were 28 day loans and we turned them into 84 day loans so to get on a cycle where we'd have longer loans and shorter loans together we had to adjust the size of the auction but the black line shows you the size of auction continue to rise. The red line is the bid to cover ratios. So this tells us how much banks were bidding in the auction relative to the amount that we're offering. So in the beginning of the program we have a bid to cover ratio of 2.5 or 3, so that means that between 2.5 and 3 times as much demand for this credit as we were supplying. What we eventually came to realize was that this demand wasn't going away that the crisis was coming in waves and we have to going to be even more aggressive at the same time we see the dramatic increase in the quantity offered here, the bid to cover ratio fell dramatically and so bid to cover ratio now is well below 1, so that means we are offering to the banking sector more then there is demand for so this is when we were able to gage whether we are providing sufficient liquidity is, because now anyone essentially who wants credit can come into one of these auctions and not have to worry about not taking down part of the auction because simply we are supplying more than has been demanded. We take that as a good sign that means that we're doing enough to provide liquidity to the market to keep things floating.

For broker dealers we have couple different facilities we've been using. One is lending directly to the primary dealers as Ken pointed out this is a departure from historical practice, but it is again lending against collateral with the hair cut so it's securitized lending presumably and hopefully very very safe types of lending. In addition we've been lending securities, so security dealers have large portfolios of all sorts of different types of securities. They make markets for their customers they buy and sell securities all the time but they have to finance the securities that they own. We saw before the spreads on repo for Treasury, which is mortgage back securities in general it is easier and cheaper to finance treasury securities in the market and so what we do is we will lend securities dealers treasuries that easy to finance against other

securities that might be more difficult to finance for the overnight securities lending, we lend treasuries against treasuries sometimes there are specific treasury securities that are trading special and they're in high demand and easy to finance. But for the term securities lending facility we will lend securities dealers treasuries against other types of securities again with the haircut, so we are protecting ourselves against the credit risk nevertheless, we are lending out treasury securities and the idea is to help the dealers fund themselves and also there's been chronic demand by every participant in the market for very very safe assets and as a way of helping to promote market function our lending treasury securities the markets provides more securities in the markets and ... that market.

Finally in terms of open market operations we have the last bullet point, here this is our open market operations, we were providing liquidity to market, but we aimed these at taking as collateraloperations mortgage back securities instead of we have 3 types of collateral letter eligible treasuries, agencies and mortgage backed securities. Mortgage backed securities that are typically most difficult for dealers to finance these days so we've aimed the singlerepos at financing those securities for the dealers.

So this is the chart of primary dealer credit outstanding and in March 2008 we started it with following the difficulties with Bear Stearns, there is a quick bridge loan to Bear Stearns and then we initiated the primary dealer credit facility to help all of the primary dealers and we thought there was this dramatic amount of borrowing that took place. Little did we know that it was going to become even more dramatic through the summer securities dealers seemed to find themselves in better and better conditions until we got to September with Lehman Brother and then all of the security dealers realized that they were in fairly desperate need of borrowing and we saw the dramatic run up in borrowing through the primary dealer credit facility. We adjusted the set of collateral that we were willing to accept, it is still all collateralized lending however and we also made some adjustments so that some of those overseas subsidiaries of domestic primary dealers were also able to borrow. So as a result we have this dramatic rise in direct lending to securities dealers to well over 400 billion dollars.

Securities lending has also been a big part of what we've done, I talked about the term securities lending, we either lend against restrictive set of collateral treasuries agencies or mortgage backs or we can lend against slightly wider set of collateral which includes private label mortgage backed securities but again these are all triple A rated securities or asset backed securities so there were lots of strains in the private mortgage back securities market and there were lots of strains in the asset backed securities market and this was the way for primary dealers to be able to take those illiquid assets swap them at FED for treasuries, which were very very liquid assets and hopefully promote treasury market functioning and at the same time make it easier for dealers to fund their positions.

So the currency swaps, I don't have a good chart for this, because basically it is another one of boring charts that goes up to high level then goes up to higher lever and then goes up to even

higher level. But again, it was recognition that demand for dollar funding was a global phenomena and FED entered into agreements with central banks around the world to provide dollars so that those central banks could lend out those dollars out to banks and their jurisdiction. There's been a very high take-up on this and the idea again was just to make sure that liquidity provided was more than sufficient for the need. Credit line, for example DC, for other central banks was essentially unlimited, any amount that the foreign banks wanted to borrow was provided.

So broader lending facilities, these are the lending facilities that can allude to as being a bit outside of the typical FED activity. The ones that are currently in operation are these three that are listed. So we have what we call the asset backed commercial paper, money market mutual fund lending facility, which takes about 15 minutes to say that first time you try to do it, but with some practice you learn to say AMLF. We also have commercial paper funding facility and the brandnew money market investor funding facility. The idea with these facilities was that lending to banks and money to securities dealers was helpful, but was not sufficient to have overall financial market function restored. It seemed pretty clear that transaction in the commercial paper market were seizing up and as a result money market mutual funds, which are very large sources of liquidity in terms of liquidity management for businesses and investment for security firms. They were suffering large outflows of one very large fund got into significant trouble, where the value of its shares fell below 1 dollar, which is big red flag for these types of things.

So the idea of setting up the asset backed commercial paper money market mutual fund lending facility was to simultaneously provide liquidity to commercial paper market and to money funds and the idea was we would lend money to a bank who would then buy commercial paper from a money market mutual fund, when that mutual fund needed to sell that asset to be able to honor redemption request. That seem to be fairly successful at first the market reacted very well when we first did it through time demand for that has gone down in large part I think because the money market mutual fund industry started to recover a bit and the function in the commercial paper market started to recover a bit. I think part of that is also the introduction of the commercial paper funding facility, this's been successful if measured by the dollar value we've got well over 300 billion dollars worth of funding going through the commercial paper funding facility.

Again the idea here was that commercial paper is an important funding source for many financial and non-financial firms. The financial market is very well integrated, so Ken pointed out the big distinction which has been there historically between banking industry and the rest of the financial world. I think there is a realization that financial markets are increasingly integrated, the chart that I showed with bank rates and commercial paper rates moving together is a pretty clear indication how tightly linked banking is with other types of financial markets and so the commercial paper funding facility was intended to address seizing up and actually the dramatic decline and outright issuance of commercial paper and the money market investor funding facility is in some sense meant to address each of those. The idea was for it to be set up so that

would provide financing, but to set of especial purpose vehicles that were incorporated by the private sector so is a way try to get back towards incorporating the private sector in the provision of liquidity, to try to promote more lending to go on the private sector. But the idea was set up terms so that if everything was normal, if the market was functioning it would be unattractive yet in times of strain there'd be a back stop, a source of liquidity in those times and I think what's successful there is that there hasn't been any lending done through this last facility, money market investor funding facility and I think because so far money market mutual funds are doing quite well, the commercial paper market is starting to recover and so the pricing just hasn't been sufficiently attractive, because the markets are functioning sufficiently normally.

So, Ken tried to talk about whether or not our actions have worked and I think it is really hard to tell, because we don't know what would have happened had we done nothing, but there are few charts that might be somewhat illustrative so here is what I have done, I've charted the LIBOR OAS spread again that we had before with a few vertical lines that point out when we had changes in the term auction facility. So the first vertical line is the first term auction facility auction and subsequent to that we started to see that the spreads start to decline, but again spreads widened out again and so in the spring time we increased the size of the TAF options we saw again narrowing of the spreads until the Lehman Situation, when spreads widened dramatically pulled out all the stops, raised the size of the auction to 150 billion dollars and again we started to see the spreads narrowing this is also, when we saw the bid for the coverage was far below 1, so I'd take this as suggestive but by no means definitive that may be in the markets where FED has focused most of its attention we've actually been able to have some effect, but not perfect. I also think the timing as Ken noted shows that there is great deal of ... the widening of the spreads caused an increase in the size of the auction so trying to actually disentangle causing effect is particularly difficult.

The last chart may be little bit hard to see, because of the yellow line is the fact that it is on the FED balance sheet. Ken talked about this as well. I think the line chart gives a very dramatic representation of how much of an impact on our balance sheet this crisis has had. Remember the financial crisis started for us in August 2007, which we don't even have on the chart. For a long time the FED balance sheet was roughly constant. It was only until the very recent episode with Lehman Brothers that we end up expanding the facilities so dramatically that the FED's balance sheet had to increase. We've been doing a great deal of lending prior to September and October, which you can see however is that we offset that lending by selling off our treasuries. Some of our treasuries and that is this dark line at the bottom trending down. So we are keeping the size of our balance sheet roughly constant by substituting one asset for another, we were giving up treasury securities and taking on loans. At one time that became infeasible and our balance sheet just continued to expand and so this chart tries to give some idea of the relative size of those so the blue line in the middle that is going up dramatically, that's the currency swaps. That's a huge chunk now of our portfolio. We have the discount window lending between the term auction

facility and primary credit that's also big chunk and we got PDCF (Primary Dealer Credit Facility) lending that is a big chunk as well.

So I am going to end there, thank you very much for your patience, I hope I've given a bit of an overview of what's going on from FED perspective and some of the rationale behind the various liquidity facilities that we've set up.

Selva Demiralp: Her iki konuşmacımıza da çok teşekkür ediyoruz. 15 dakika kadar soru alabiliriz.

Yavuz Canevi, Türk Ekonomi Bankası: Thank you very much for excellent presentations, although it was such sophisticated presentations that now we are very comfortable that we don't have those abbreviations and all those swap CDO etc. So we feel comfortable that you deal with those issues, but still we are affected. I don't know how we are affected. I have 2 questions, one of them to both speakers in general. Although present situation how it started more or less we got the picture, but the big question is where we are heading and how long we are going to observe this journey, do you have any idea?

Second question is a very particular one and it is for Mr. Carpenter, I am very much interested in the swap facility with the foreign central banks. It is very common and in our agenda today and even our Governor of Central Bank yesterday made a statement that, "yes it is a nice facility, we are very much interested, but we don't have such a plan and we don't know where that facility is" so my question is what are the criteria to be eligible to have that swap facility? In the first round, we understand you issued and made available this facility to several foreign central banks and still we don't know how they are selected. Is there a short list? Who is going to initiate this process? Is the foreign central bank going to apply or FED announces ...come first serve? So please clarify this issue, thank you.

Seth Carpenter: The swap lines are traditionally initiated by the foreign central bank. They make a formal request to the FED Open Market Committee to initiate a swap line and then FED Open Market Committee has to vote to authorize the currency swap.

Kenneth Kuttner: You're leaving me the easy question Seth! Where we're heading and for how long? Let me just tell you that a few months ago my answer to that would be 'OK, let's compare the situation with Japan and gee we're in much better shape than Japan, because we have much more resilient financial system, our banks are very well capitalized, for all these reasons it should be much shorter and much less painful in the US than in Japan. I've since reconsidered my views and with each passing crisis the US financial system looks less resilient, banks and other financial institutions look less well capitalized and so I become less optimistic about having things progress more rapidly than they did in Japan where of course the Japanese economy languished for more than a decade. Having said that I am encouraged by very proactive and aggressive actions by the FED and also by the Treasury particularly the recent shift of Treasury strategy shift from simply purchasing the stressed assets to recapitalization and I think prompt

recapitalization the institutions is going to be positive and more effective than policy forbearance essentially what the Japanese government did for many many years. So for those reasons I am encouraged that it should be less than a decade but I think we are still looking at a period of at least two years before this all gets worked up.

Seth Carpenter: I would echo couple of points that Ken made. One is the situation of financial firms is crucial here and it is going to be big consideration in terms of how quickly can be resolved. That's said comparison with Japan is natural one to make and I think another big difference between the current situation in US and situation with Japan is, we got to look back and see the experience in Japan and I think there's been fairly clear resolve by policy makers to take aggressive actions and to take very very bold steps to change things. Our balance sheet looks nothing like it did a year ago and I think in lots of ways the current reaction is in recognition of everything we learned from the Japanese experience, much of it from Ken Kuttner as it turns out. I think that is a very important lesson that isn't lost on anyone in the policymaking round, just how important Japanese experience is as a cautionary tale.

Sumru Altuğ, Koç University: I have a question for Ken Kuttner. I think you sort of answered this, but I'd like to go back to the expansion of the balance sheet or the proactive behavior of the central bank and what Krugman said about this in Japan. One of the issues in Japan was deflationary expectations. Spector of deflation contracting the economy and what I remember from Krugman was that he was advocating very expansionary monetary policy to reverse people's expectation of deflation. You talked about inflation in your presentation. How would you view the recent expectational situation in the US of consumers, firms etc. and how do you think FED's behavior has helped or influenced their expectations?

Kenneth Kuttner: It is a very good question. I am guessing that at some point FED policy makers might be more amenable to coming around to the point where they'd say `look we want an inflation rate in excess of 0, we want an inflation rate of 1 or 2% and we are going to take whatever steps necessary to achieve that`. They haven't gotten there yet, but I suspect if things continue to do so they will be much more explicit in that as they did in 2003 when the FED cryptically alluded to an unwelcomed fall in inflation and as things proceed we're probably going to see little bit more explicit pronouncements with regard to where the FEDinflation rate to go and I think one of the reasons why I don't want to speak for the chairman, but not being the member of the FED any more I can do that freely, I suspect that people like Bernanke are somewhat less concerned about the inflation or senior additious that I alluded to simply for the reason that if things became really dire that would probably be an inappropriate policy.

Soru (London School of Economics): As both of the speakers have emphasized much of this action has been aggressive, innovative and unprecedented and I might add that all of that has taken place under considerable political constraint in the US and possibly legal constraint in the US. I am very curious if either of you could provide some insights to us about the behind the closed door thinking inside the FED, because none of this really is written in the textbooks. This

is really history making and I am sure there has been good deal of evolution inside the FED as these events unfolded, if you could provide at least some insight, we'd be grateful.

Seth Carpenter: I am unfortunately somewhat limited about what I can say behind closed doors, because that is why we close them! What has definitely been evolutionary and because this has been so unprecedented all of the new work that we've been doing for different facilities has been done with a concerted effort a cross lots of different parts of the FED the legal groups along with the banks of provision and regulation groups along with the Monetary Policy, along with the monetary policy groups, along with the market monitoring groups and so in that sense everything you pointed out is exactly right, the political and legal constraints are very real, they exist and are taken extremely seriously so as a result all of the market solutions and all of the liquidity facilities were drawing up take all of those very much into consideration as we are trying to come up with what's going to be most effective to promote the goal of stimulating the economy maintaining financial stability but at the same time insuring that we stay within the confines of the law, so I mean it is a very important question and it is one that we had to take extremely seriously. I spent many long evenings in the company of the general council for precisely that reason.

Burcu Göksüzoğlu, CNBC: I would like to deepen Mr. Canevi's question. I couldn't get what were the criteria in swap operations, for example if Turkish Central Bank applies to FED, would FED accept this so take Turkish Lira and give Dollar to the Turkish Central Bank and what is the average term for this kind of swap operation and do you have any limits for this operation?

Seth Carpenter: Unfortunately we don't have written down specific rules and regulations for each swap line agreements. Each of the swap lines we've done has been negotiated individually on a bilateral basis. So formally is done by foreign central bank requesting swap line, specific terms of each swap line are done by public, but negotiated on a case by case basis so what limit would be for any particular central bank I think would come out of those sort of negotiations. I haven't been directly involved in any of the actual negotiations, but I imagine that there are some central banks that wanted unlimited amounts and some others wanted some explicit limit would be my guess, but again these are sort of individually negotiated case by case basis between the foreign central bank and FED.

İsmail Erdem, Standard Invest Management: My question is going to be about US Treasury markets, as we all know we have seen a major rally in 10 to 30 year bonds over the past couple of weeks. My question is, how important is 10 year and 30 year yields for FED's policy making and should we expect Treasury buy-backs in the coming months or in 1 or 2 years. Is this a policy tool that FED would possibly consider using?

Seth Carpenter: That is a very good question. I think there is couple of answers. I think ultimately the goal for the FED; we have steady goals of full employment, stable prices, moderate long term interest rates and so than the question is how does one considers getting

there, I think the yield on 10 year Treasury note all by itself only directly affects the financing cost to US Treasury so presumably one worries about 10 year Treasury as it relates the other private sector interest rates. But that said, the Chairman said in his speeches that buying longer term US Treasuries is definitely something that is considered and yesterday's FOMC announcement alluded to buying those sorts of securities as well. So I cannot speak about what FOMC is going to do, but they've definitely brought it up as something to consider, but I think 10 year Treasury note, the yield has went down from yesterday no doubt in reaction the Committee's announcement, so I definitely think that Committee and its public statements has put that very firmly on the table.

II. OTURUM: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde ve Türkiye'de Parasal Önlemler

Sumru Altuğ: Kriz ve para politikaları konferansının ikinci oturumuna hoşgeldiniz. Bu oturumun adı “Yükselen Piyasa Ekonomilerinde ve Türkiye’de Parasal Önlemler” Birinci konuşmacımız, Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Sayın Erdem Başçı. Ben Erdem’i çok uzun yıllardır tanıyorum. Bu yıllar içerisinde gerçekten çok başarılı oldu. Erdem, Ankara Koleji mezunu. ODTÜ’de okudu. Daha sonra Bilkent Üniversitesi’nde yüksek lisans ve doktora yaptı. Ardından Bilkent’te çalıştı. Birçok faaliyeti var. 2003 tarihinden itibaren TC Merkez Bankası Başkan Yardımcılığı görevini yürütmektedir. Erdem’in konuşması, kriz ve yükselen piyasa ekonomileri üzerine.

Erdem Başçı: Teşekkür ederim. Öncelikle, Ekonomik Araştırma Forumu’na teşekkür etmek istiyorum. Bu konuşma bana ait bir konuşma. Merkez Bankası’nın görüşlerini tamamen yansıtmayabilir. Arada eğer Merkez Bankası’nın veya Para Politikası Kurulu’nun görüşleri geçerse onları tırnak içerisinde söyleyeceğim. Çünkü daha ziyade gelişmekte olan ülkelerle ve küresel krizle ilgili bir konuşma olduğu için sonuçta bu kişisel bir analiz.

Sunuş planı olarak şu şekilde bir plan yaptım: Küresel likitide sorunuyla başlıyoruz. İkinci olarak, küresel krize karşı küresel çözüm arayışları. Üçüncü olarak, yükselen ekonomilerine krizin aktarım kanalları. Aktarım kanalları derken, enflasyon üzerindeki ve büyüme üzerindeki etkileri. Son olarak da, kur rejimleri ile politika esnekliği ilişkisini hatırlayacağız.

Sabahki sunuşlarda çokça kullanılan, atıfta bulunulan iki tane risk primi göstergesi, para piyasalarındaki stresin göstergesini biz de izliyoruz. Burada OIS spread denilen gösterge var, bir de TED spread diye anılan bir gösterge var. Bunların her ikisi de bankalar arası özellikle dolar likitidesi üzerinde çok büyük bir stresin yaşandığını özellikle, Lehman Brothers’ın iflasından sonra bu stresin arttığını, fakat daha sonra alınan olağanüstü düzeyde tedbirler sayesinde bu stresin kısmen azaldığını gözlüyoruz. Burada ben daha ziyade uluslararası taraf üzerinde duracağım. Sabahki konuşmalarda bahsedildi. Dolar likiditesi bütün dünyada bir sorun. Özellikle, en büyük sorun Avrupa’da yaşandı ve Avrupa Merkez Bankası ile Amerikan Merkez Bankası Federal Reserve arasında bir swap anlaşması yapılmıştı. Dolar likiditesi Avrupa’ya bu anlaşmayla ve Avrupa’daki diğer merkez bankalarıyla yapılan anlaşmalarla sağlandı. Özellikle,

LIBOR'daki bu stresin, bu yüksek faiz oluşumlarının engellenmesine çalışıldı bu sayede. Esas burada etkili olan limitsiz hale getirilmesi. Bu swap operasyonlarının sınırsız hale getirilmesi. Dolayısıyla, FED, Avrupa Merkez Bankası'na sınırsız Dolar likiditesi verebiliyor, Avrupa Merkez Bankası da kendi yeni yöntemiyle sınırsız bir şekilde bunu sabit faizli ihaleyle kendi kıtasında kullandı. Onun önemli ölçüde faydası olduğunu düşünüyoruz. Diğer bir yansıma, şirketler kesimi üzerinde. Şirketlerin borçlanmalarındaki maliyet artışı da inanılmaz yüksek düzeylerde. Burada nispeten yüksek riskli 50 şirketin ortalama borçlanma maliyetlerinin hazine maliyetinden farkını gösteren *ITRAXX crossover* diye bir endeks var. Bu endeks 10 puanın üzerine çıktı. Yani 10 puan Avrupa'daki devletlerin borçlanma maliyetinin üzerine ek olarak bir borçlanma maliyeti geliyor. Bunlar yatırım yapılabilir sınırdadır. Yani BBB sınırında olan şirketler. Ama en altında olan 50 büyük şirket. Dolayısıyla, yüksek riskli olarak kaale alınabilecek bu şirketlerin borçlanma maliyetleri son derece yükseldi ve bu likidite operasyonları, bankalar arasındaki bu stresi kısmen gideren likidite operasyonları buradaki stresi henüz almadı. Bu oldukça önemli bir sorun. Onun dışında yüksek kredi derecesi olan, AAA kredi derecesi olan şirketlere baktığımız zaman, onların da borçlanma maliyetlerinde yükselme var. Amerikan doları üzerinde mesela, AAA kredi notuna sahip firmaların ortalama spread'leri 250-300 baz puan civarına kadar yükseldi. Avrupa'da da benzer bir durum var. O kadar keskin olmasa da bir yükseliş var. Ek olarak, kur üzerinde etkilerini görmek mümkün. Amerikan doları Avro karşısında % 20'ye yakın değer kazandı bu sıkıntılı dönemde. Aslında Amerika'da ciddi bir resesyon var. Paraların değer kaybetmemesi beklenir böyle bir durumda. Fakat bu likiditeyle ilgili sorunlardan dolayı değer kazandı. Burada bir sorun olduğuna işaret ediyor. Bu sorunu geliştirmekte olan ülkelerde de çok net bir şekilde görebiliyoruz. Geliştirmekte olan ülkelerde de risk primleri son derece sert bir şekilde yükseldi. Özellikle, Lehman Brothers'ın iflasından ve özellikle de İzlanda hükümetinin sıkıntıya düşmesinden sonra çok ciddi spread'lerde artış oldu. Bu durumda Amerikan Merkez Bankası Amerika'nın kendi içerisinde Avrupa ile yaptığı çözümlerine ek olarak geliştirmekte olan ülkelerle ilgili de bir çözüm bulmak gerekiyordu. Çünkü neredeyse 9-10 puana kadar bu spread'ler yükselmişti. Demek ki, devletler borçlanamayacak. Eğer devletler borçlanamazsa o zaman o ülkedeki hiçbir şirket borçlanamaz, hiçbir banka borçlanamaz. Öncelikle devletin borçlanabilir hale gelmesi lazım. O zaman küresel düzeyde dolar likiditesine bir çözüm bulmak gerekiyordu. Bunu yapabilecek birinci aday kurum Uluslararası Para Fonu. Dolayısıyla, Uluslararası Para Fonu önemli bir karar aldı. 29 Ekim tarihinde kısa vadeli likidite imkanı –short term liquidity facility- adı altında bir imkan açıkladı ve bu son derece başarılı ve etkili oldu. En azından geliştirmekte olan ülkelerdeki bu yükselen piyasa ekonomilerindeki stresi önemli ölçüde hafifletti. Halen stres tamamen giderilmiş değil ama büyük faydası olduğu söylenebilir. Ona birazdan geleceğim. Bu arada G20 toplantıları oldu. G20, bakanlar düzeyinde ve bir de başkanlar düzeyinde iki toplantı yaptı. Bakanlar düzeyinde 8-9 Kasım'da, Brezilya'da yapılan toplantıda sonuç bildirgesi var. Bu sonuç bildirgesinde ben birkaç cümleyi tekrar hatırlatmak istiyorum. Özellikle, maliye ve para politikasıyla ilgili bir paragraftan alınmış bir cümle: "Fiyat istikrarı ile uyumlu bir ekonomik büyümeyi, istikrarlı ve sürdürülebilir bir biçimde teşvik etmek amacıyla maliye ve para politikası gibi araçlar da dahil

olmak üzere her ülkenin kendi ihtiyaçları ve mevcut politika araçları çerçevesinde gereken tüm önlemleri alması konusunda kararlılığımızı teyit ederiz.” Bu cümle sonuçta pek çok kayıt ve çekince içermekle birlikte, maliye ve para politikalarının bu krize karşı etkin bir şekilde kullanılmasını öneriyor. Fakat fiyat istikrarını unutmayın diye de bir hatırlatma var. Gene aynı bildiri de bir tespit var. Bu tespit çok ilginç: “Yaşanmakta olan krizin en olumsuz etkisi, kredi ve hisse senedi piyasalarında görülen daralma ile sermayenin krizin kaynağı olan ülkeye yönelme eğilimi göstermesidir”. Yani kriz ABD’de çıktı, ama sermaye tekrar ABD’ye dönüyor. Bu güzel bir tespit, önemli bir tespit. G20 ülkeleri tarafından bunun vurgulanması önemli. Dolayısıyla, burada bir sorun var. Bu sorunu çözmek gerekir diye bir konsensus oluşmuş durumda. Buna ek olarak, krediye ulaşım ve sermaye girişleriyle ilgili bir paragraf var. “Yükselen ve gelişmekte olan ülkelerin mevcut altyapı yatırımları da dahil olmak üzere kalkınmalarını ve sürdürülebilir büyümelerini devam ettirebilmeleri için krediye ulaşım imkanlarını yeniden tesis edecek ve sermaye girişlerinin devam etmesini sağlayacak yollar aramamız gerekmektedir”. Bu yollardan bir tanesi, 29 Ekim 2008 tarihinde Amerikan Merkez Bankası Federal Reserve ve IMF tarafından ortak aynı anda yapılan bir açıklamaydı. Bu önemli bir karardı. Uluslararası Para Fonu geliştirmekte olan ülkelerin geçici likidite sorunlarını çözmek amacıyla kısa dönem likidite imkanı –short term liquidity facility- adı altında yeni bir politika aracını devreye soktu. Aynı gün, aynı saatlerde Amerikan Merkez Bankası faiz kararıyla birlikte Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur Merkez Bankalarına geçici swap hattı, para takası, karşılıklı döviz takası açtı. Bu yolla FED, ilgili ülkenin merkez bankasına 30’ar milyar ABD dolarına kadar likidite sağlayabileceğini duyurmuş oldu. Bu ilgili ülkelerin merkez bankalarının web sitelerinde de aynı anda da yayımlandı. Paket oldukça faydalı oldu. Az önce bahsettiğim gibi, yükselen piyasa ekonomilerinin spread’lerinde bir azalmaya yol açtı. Bununla ilgili bugün de sorular geldi. Ara sıra bize de sorular geliyor. Dün başkanımıza da sordular: TCMB acaba Amerikan Merkez Bankası’na bu konuda herhangi bir başvuru yaptı mı diye. Başkanımızın cevabı “Hayır, herhangi bir başvurumuz olmadı.” Bunun nedeni şu: Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur’da o ülkeye özel birtakım döviz likiditesi ihtiyaçları vardı. Birincisi yükümlülük dolarizasyonu. İkincisi, bu ülkelerin rezervlerinin kompozisyonu ile ilgili birtakım farklılıklar var. TCMB’de biz bu problemleri şu anda görmüyoruz. Bizim rezervlerimiz son derece muhafazakar bir biçimde yönetildiği için kaliteli bir rezerv yapımız var. Bizim rezervlerimizin içerisinde temelde hazine kağıtları var. Yani son derece yüksek kredi dereceli entrümanlar var. Bir de bizim yükümlülük dolarizasyonumuz bu ülkelere göre nispeten daha makul seviyelerde. Dolayısıyla, bizde dolar açısından böyle bir stres ilk anda vardı. Bizim aldığımız tedbirlerle bu stres giderildi. En son gerçekleşen veri itibarıyla Türkiye’de Türk bankaları birbirlerine dolar bazında haftalık vadede % 0.5’ten borç veriyorlar. 1 aylık vadede de % 3.75 düzeyinde birbirlerine borç veriyorlar. Dolayısıyla, dolar likiditesi açısından şu anda bir stres görülüyor. O yüzden bu konuda bizim şu anda ihtiyacımız yok diyebiliyoruz.

Aktarım kanalları nasıl? Kriz, yükselen piyasa ekonomilerinde enflasyon ve büyümeyi 3 kanaldan etkilemekte. Bununla ilgili gene başkanımız Ocak ayında Davos’ta bir televizyon mülakatında bunlardan bahsetmişti. Bu 3 kanal: Kredi kanalı, portföy kanalı ve dış ticaret kanalı.

Bu kanallarda etkilemesi beklenebilir şeklinde söylemişti. Bu 3 kanalın her biri etkili oldu, ancak bu etkilerin şiddetlenmesi 2008 yılının son çeyreğinde özellikle gözlemlendi. Bunları teker teker irdeleyelim: Şirketlerin olduğu gibi devlet birim borçlanma maliyetlerinde de olağanüstü artışlar gözlemlendi. Özellikle, Ekim ayında gelişmekte olan ülkelerin kredi iflas takası primi –CDS– dediğimiz prim neredeyse 9-10 puana kadar yükseldi. Sonra bir miktar geriye döndü bunlar. Dolayısıyla, devletlerin borçlanmasının maliyetiyle ilgili bir konu. Eğer devlet bu maliyetle borçlanabiliyorsa, %11-12 ile borçlanabiliyorsa o zaman o ülkedeki banka veya firma yüzde kaç maliyetle borçlanabilir bu bir soru.

İkinci kanal, portföy kanalı. Portföy kanalında da daha ziyade biz bunu kurlar üzerinde bir değer kaybetme şeklinde görüyoruz. Pek çok ülkenin parası Amerikan dolarına karşı değer kaybetti bu dönemde. Burada cari açıktan bahsedilebilir. Cari açığı olan ülkelerde değer kaybının olması biraz daha normal karşılanabilir. Fakat cari açık vermeyen ülkelerde de değer kayıpları var. Özellikle, Brezilya'ya bakabiliriz. Herhangi bir cari açıkla başlamamıştı bu krize. Fakat paraları önemli ölçüde değer kaybetti. Ona benzer başka ülkeler de var. Özellikle, Güney Kore, Meksika gibi ülkeler cari açıkları olmadığı halde paraları değer kaybetti. Neden böyle oldu? Portföy çıkışları döviz kurları üzerinde bir baskı oluşturuyor. Özellikle, kısa vadeli yatırımlar çözüldüğü zaman döviz kurları üzerinde baskı oluşturuyor. Yükümlülük dolarizasyonu yüksek düzeyde olan ülkelerde bu baskı daha fazla olabiliyor. O yüzden özellikle firmaların döviz borçları yüksekse veya hanehalkının tüketici kredilerinde mesela döviz borçlanması gözleniyorsa, hanehalkının döviz borcu yüksekse burada ek bir kur üzerinde değer kaybetme baskısı gözlenebiliyor.

Dış ticaret kanalı nasıl çalışıyor? İki farklı yönünü sizlerle paylaşmak istiyorum. Bunlardan birisi, ticaret hadleri. Biliyorsunuz, petrol fiyatlarında olağanüstü bir yükseliş ve daha sonra yine çok keskin bir düşüş oldu. Gene benzer şekilde gıda ile ilgili -emtalarda buğday fiyatlarını burada örnek olarak verdim- olağanüstü bir yükseliş ve daha sonra çok keskin bir düşüş gözlemlendi. Dolayısıyla, bu sektörlerle ilgili çalışan herhangi bir firma bunları girdi veya çıktı olarak bunlarla iş yapan herhangi bir firma elbette ki önünü göremeyecek. Çok ciddi fiyat belirsizliği var. Emtia fiyatlarındaki olağanüstü yükselişler ve düşüşler ticaret hadlerindeki şoklara dönüşerek hem karlılık üzerindeki, hem de yatırım kararlarındaki belirsizliği arttırmaktadır.

Dış ticaret kanalını bir de miktar tarafından, talep tarafından görebiliriz. Özellikle, ihracat talebi önemli. Küresel talepteki keskin yükseliş ve düşüşler dış talep koşulları üzerinde de büyük bir belirsizliğe yol açmaktadır. Buradaki grafikler Türkiye'nin grafikleri. Özellikle, ihracat birim değer ve ihracat miktar endekslerine baktığımız zaman, küresel genişlemenin olduğu dönemlerde gerçekten son derece hızlı bir ihracat artışını Türkiye yaşadı. Hem miktar endekslerinde artış yaşandı, hem birim değer endekslerinde hem fiyatlarda çok ciddi artışlar yaşandı. Fakat yakın zamanda görüyoruz ki, miktar endekslerinde yavaşlama iyice zayıfladı. Bu ne demek? Türkiye'de ihracat ürünlerine olan dış talep keskin bir şekilde düştüğü için satılan malın miktarı da düşüyor. Yalnızca fiyatı düşmüyor satılan malın miktarı da düşüyor. Benzer bir şey ithalat tarafında da gözlenebilir. Burada dikkat ederseniz, ithalat miktar endeksindeki artış eksiye

dönmüş durumda. Ama ithalat birim değeri de beraberinde düşüyor ve ithalatta da keskin bir düşüş görülüyor. Dolayısıyla, dış ticaret kanalı da çok etkili bir şekilde özellikle son çeyrekte çalışıyor. Bu da tabii büyüme üzerinde ciddi bir yavaşlatıcı etki yapıyor.

Aktarım kanallarını toparlayacak olursak, bunların enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerine bakacağız. Bakarken örnek ülke olarak serbest kur rejimi uygulayan bir ülkeyi düşünelim. Mevcut küresel şokun etki yönü dalgalı kur rejimi uygulayan bir ülke için aşağıdaki tablodaki gibi özetlenebilir: Kredi kanalını ilk olarak ele alalım. Eğer kredi kanalından bir şok gelirse, bütün firmaların ve devletin borçlanma maliyetleri hızlı bir şekilde artıyorsa o zaman bu o ülkede toplam talebi yavaşlatacak. Dolayısıyla, enflasyonu düşürücü yönde bir etki yapacak. Büyüme de düşürücü yönde bir etki yapacak. Yatırım harcamaları ve tüketim harcamaları düşeceği için büyüme de talep tarafından düşürücü bir etki yapacak. İkinci olarak, portföy kanalına bakacak olursak, burada serbest kur uygulayan, dalgalı kur uygulayan bir ülke olduğu için portföy çıkışları beraberinde bu ülkenin parasının değer kaybetmesine getirecek. Bu ülkenin parası değer kaybettiği zaman enflasyon üzerinde enflasyonu arttırıcı bir etki yapıyor, büyüme üzerinde ise büyüme düşürücü bir etki yapıyor. Neden böyle oluyor? Çünkü kısa vadeli faizler de veyahut hazinenin borçlanma faizleriyle beraber ülkedeki tüm faizler de portföy çıkışları anında yükseliyor. Dolayısıyla, büyüme üzerinde düşürücü bir etki yapıyor. Enflasyon üzerinde ise, döviz kurunun tüketici fiyat enflasyonuna geçişi nedeniyle arttırıcı bir etki yapıyor. Dış ticaret kanalı nasıl çalışıyor? Dış ticaret kanalı az önce bahsettiğim sebeplerle genelde dış talep düşüşü sebebiyle enflasyon üzerinde düşürücü bir etki yapıyor, fiyat kanalından da düşürücü bir etki yapıyor. Yani emtia fiyatlarının ve petrol fiyatlarının düşmesi dış ticaret kanalından enflasyonu düşürücü bir etki yapıyor. Büyüme de benzer şekilde düşürücü bir etki yapıyor. Peki net etki nedir diye baktığımız zaman, bu üç kanalın toplam etkisine baktığımız zaman, büyüme üzerinde çok net bir şekilde tartışmasız büyüme yavaşlatıcı ve büyüme düşürücü bir etki yapıyor bu uluslararası küresel kriz. Enflasyon üzerinde nasıl bir etki yapıyor dediğimiz zaman, bu biraz daha karışık. Portföy ve kur kanalından arttırıcı bir etki geldiği için enflasyon üzerindeki net etki ülkeye göre farklı olabiliyor. Ülke merkez bankasının kendi analizini kendisinin yapması gerekiyor. Bu karşı karşıya kaldığımız şok enflasyonu bizim ülkemizde düşürecek mi, yoksa arttıracak mı diye onunla ilgili biraz bahsedeceğim. Peki, sabit kur rejimi uygulayan bir ülke olsaydı eğer bu yükselen piyasa ekonomisi. O zaman bu tabloda önemli bir farklılık oluşuyordu. Birinci satırda yani kredi kanalında herhangi bir farklılık yok. Kredi kanalı gene enflasyon ve büyüme düşürücü yönde etki yapıyor. Üçüncü satırda yani dış ticaret satırında da herhangi bir farklılık yok. Dış ticaret kanalı da hem enflasyonu, hem büyüme düşürücü yönde etki yapıyor fakat portföy kanalı çok enteresan bir şekilde enflasyonu düşürücü yönde etki yapıyor. Neden? Çünkü bu ülkenin kuru değişmiyor portföy çıkışları olduğu sürece. Neyi değişiyor bu ülkenin? Döviz rezervleri azalıyor. Bu arada döviz rezervleri azaldığı için ve sabit kur rejimi uygulandığı için merkez bankası aritmetiği gereğince kısa vadeli faizler yükseliyor. Yani bu ülkede portföy çıkışları olduğu zaman kısa vadeli faizler yükseliyor. O zaman büyüme üzerinde eskisine göre diğer ülkeye göre daha sert düşürücü bir etki yapıyor. Bu çok önemli. Zaman zaman Türkiye'ye bazı akademisyenler geliyor ve İstanbul'da bazı konuşmalar yapıyorlar. "Türkiye sabit kur

rejimine geçmeli” diyorlar. Türkiye sabit kur rejimine geçerse buna benzer bir sonuçla karşı karşıya kalır. Burada enflasyonu düşürücü etki nereden geliyor dediğiniz zaman, kısa vadeli faizlerdeki artış talebi düşürerek tekrar enflasyonu düşürücü bir etki gösteriyor. Dolayısıyla, net etkiye baktığımız zaman, sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde enflasyon üzerindeki net etkiyi düşürücü, büyüme üzerindeki net etkiyi kuvvetli bir şekilde düşürücü. Bunu şu grafikten görebiliriz. Ben arkadaşlara 4 tane ülke çalışmalarını söyledim. Doğu Avrupa’da sabit kur uygulayan 4 ülke aldılar. Bunlar genelde küçük ülkeler. Paralarını Avro’ya sabitlemiş olan ülkeler. Bir de 9 tane serbest kur rejimi dalgalı kur rejimi uygulayan ülkeleri aldık. Bunların eşit ağırlıklı ortalama enflasyonlara baktık. Burada şunu gözlemliyoruz. Hem küresel enflasyon eğilimleri, hem de küresel durgunluk dönemleri sabit kur rejimlerinde kendini daha bariz olarak hissettiriyor. Yani enflasyon yükseliş dönemiye, dünyada bir enflasyonist eğilim varsa sabit kur uygulayan ülkelerde enflasyon daha hızlı yükseliyor. Eğer dünyada deflasyonist eğilim varsa, bir durgunluk eğilimi varsa o zaman enflasyon daha hızlı düşüyor sabit kur rejimi uygulayan ülkede ama büyüme de daha hızlı yavaşlıyor.

Türkiye örneğini açmaya çalışalım. Türkiye’de enflasyonla ilgili teşhisi nasıl yaptık? 19 Kasım 2008 tarihli toplantıda buradaki ifadeler para kurulunun ifadesidir. Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleştiğine işaret etmektedir, birinci tespit. Uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların iç ve dış talebi uzunca bir müddet sınırlamaya devam edeceği ve bu nedenle döviz kurlarında gözlenen hareketlerin enflasyona olan etkisinin sınırlı kalacağı anlaşılmaktadır, ikinci tespit. Petrol ve diğer emtia fiyatlarında gözlenen sert düşüşler enflasyonu olumlu etkileyecektir, üçüncü tespit. Bu çerçevede, enflasyondaki düşüşün önceki tahminlere göre daha hızlı olacağını öngören kurul, borçlanma faizlerinin 50 baz puan indirilmesine karar vermiştir. Buna ek olarak kısa vadeli faizlerde oluşabilecek potansiyel oynaklığı azaltmak amacıyla borç alma ve borç verme faizleri arasındaki fark 50 baz puan daha daraltılmıştır. Bu son cümle Seth’in anlattığı mekanizmalarla ilgili bizim borç verme faizimiz var. Kurul onu 50 baz puan ekstra bir indirimle 100 baz puan indirmiştir. Bu karar şu açıdan ilginç bir vaka: 2006 yılında da Türkiye’de bir portföy çıkışı yaşandı. 2008 yılında da bir portföy çıkışı yaşandı. Verilen para politikası tepkisi birbirinden tamamen farklı. O zaman bir parasal sıkılaştırma uygulanmıştı. Bugün genişletici bir para politikası uygulandı. Peki fark ne? Farkı şu şekilde okuyabiliriz: 2006 yılında hem iç talep, hem de dış talep güçlü konumda olduğundan portföy çıkışları enflasyon görünümünü hızla bozma potansiyeli taşımaktaydı. O zaman talep çok hızlıydı. Türkiye’de çok hızlı bir büyüme vardı ve talep de çok hızlı büyüyordu. Dış talep de çok güçlüydü ve o da çok hızlı büyüyordu. Dolayısıyla, portföy çıkışları sırasında enflasyonist etki oldukça yüksekti. 2008 yılına gelindiğinde ise, portföy çıkışlarına rağmen, küresel resesyon ve zayıf iç talep koşullarının enflasyonu düşürücü yöndeki etkisinin daha baskın olduğunu gözlemliyoruz. Hazine gösterge kağıdının faizi var bu grafikte. Koyu renk mavi ile çizilmiş olan çizgi politika faiz oranları, açık renk mavi ile çizilmiş olan çizgi hazinenin gösterge borçlanma faiz oranı. 2006 yılına dikkat ederseniz önce hazine borçlanma faiz oranı yükseliyor portföy çıkışları sırasında. Daha sonra para politikası buna eşlik ediyor ve para politikası faizleri de yükseliyor. Fakat 2008 yılına

baktığımız zaman, özellikle son çeyrek için bunu söylüyorum, portföy çıkışları sırasında hazinenin borçlanma faizleri doğal olarak bu çıkışlar sebebiyle yükseliyor fakat daha sonra para politikası söylemleri özellikle Eylül ayında başkanımızın bir indirimi de düşünebiliriz şeklinde bir söylemi vardı. Söylemleri ve eylemleriyle ikinci piyasa hazinenin borçlanma faiz oranları Merkez Bankası'nın politika faiz oranına doğru gelmeye başladı. Bu bir kredibilitate göstergesidir. Olumlu bir göstergedir. Demek ki, 'Merkez Bankası'nın teşhisi doğru' olarak okuyor ki piyasalar o da bize eşlik ediyor, bizim hazine faizlerine doğru gitmemiz yerine.

Sonuç olarak, şunu söyleyebiliriz: Dalgalı kur rejimi altında enflasyon hedeflemesi rejiminin sabit kur rejimlerine göre küresel şoklar karşısında önemli esneklikler sağladığı görülmektedir. Bu esneklikler, birincisi, kısa vadeli faizleri politika aracı olarak konjonktürün gerektirdiği gibi kullanabilme imkanı. Tabii enflasyon hedefinden vazgeçmeden. İkinci olarak, büyüme dinamikleri açısından otomatik şok emici özellik. Nedir bu? Herhangi bir sermaye çıkışı olduğu zaman paranız değer kaybedecek ve ihracat talebi o kadar çok zayıflamayacak. İhracat katma değeri o kadar çok etkilenmeyecek. Üçüncüsü, daha istikrarlı bir enflasyon dinamiği. Gördüğümüz gibi, enflasyondaki oynaklık sabit kur rejiminde daha fazla oluyor. Dördüncü ve son olarak, belki en önemlisi bu. Bankacılık sisteminin likidite ihtiyacının daha rahat karşılanabilmesi. Sabit kur rejiminde bankacılık sisteminde eğer bir likidite ihtiyacı olursa onu verebilmeniz son derece sınırlı, son derece zor teknik bir sebepten dolayı. Fakat serbest kur rejiminde rahatlıkla bankacılık sistemine likidite verebiliyorsunuz. Bu şekilde faydalarını özetleyebiliriz. Bu noktada teşekkür ediyorum.

Sumru Altuğ: Teşekkür ederiz. Merkez Bankası'nın ve Para Politikası Kurulu'nun son krizde ve bundan önceki olaylardaki tavrını açıkladığı ve faydaları ve eksileri gösterdiği için çok teşekkür ederiz.

İkinci konuşmacımız Refet Gürkaynak. Refet Gürkaynak, Türkiye'de parasal ekonomi üzerine çalışan değerli genç iktisatçılarımızdan. Bilkent kökenli olup, Princeton Üniversitesi'nde doktorasını yapmış. Daha sonra Amerika'da Federal Reserve Board'da 4-5 yıl iktisatçılık yapmış. Avrupa Merkez Bankası, TCMB'ye danışmanlık yapmış değerli bir arkadaşımızdır. Bugün "Türkiye ekonomisi ve küresel krizde makro ekonomik politikalar" konusunda konuşacak.

Refet Gürkaynak: Teşekkür ederim. Bugün yapacağım konuşma umuyorum ki, nihayetinde sizlere bunun içinde benim bilmediğim bir şey yoktu, fakat bu kelimelerle söylemediğim bir şekilde bir konuşma olacak.

Bu, Amerika'da mali kriz olarak başladı. Ev fiyatlarının düşmesiyle başlayan. Burada altını çizmek istediğim şey şu: Türkiye'de bizim çok iyi arasındaki farkı vermediğimiz İngiltere'de daha iyi vurgulanabilen önemli bir farklılık var: Insolvency ve .. liquidity farkı. Türkiye'de aşağı yukarı bunlara batık ve likidite sorunu olan diyoruz. Bu ikisinin arasındaki farkı görmek şu yüzden önemli: Biz bunlara hepsine birden Türkiye'de genellikle bir likidite deme eğilimindeyiz.

Halbuki likidite sorunu olan bir kuruluş aslında dertli olmayan, kısa vadede kendisini fonlamakta güçlük çektiği için zorluk çeken bir kuruluş. Bunlara kısa vadeli fon açarak hayatta kalmalarını sürdürebiliyorsunuz. Halbuki, batmış kuruluşa yapacak bir şey yok. Onun için de burada teşhisi doğru koymak için bu farklılığı anlamak lazım. Amerikan Merkez Bankası burada 3 ayrı şey olduğunu erken bir noktada çok iyi teşhis etti. Bir tanesi ... batık kuruluşlar oldu. Bir tanesi likidite sıkıntısı olan kuruluşlar oldu. Bunların ikisinin birden mali sektör zorlukları oldu ve bundan başka ama bundan kaynaklanan bir reel sektör zorluğu da olacak. Dolayısıyla, bizim gördüğümüz çok hızlı faiz indirimi dönemi gördük Amerika'da. Bir taraftan da Seth'in detayı ile anlattığı daha önce akla hayale gelmedik yöntemlerle bir likidite sağlanması gördük. Burada şunu vurgulamak lazım: Bu faiz indirimi işi mali sektöre yardımcı olan bir şey değil. Yani batmış bir kuruluş yüksek faiz de olsa, düşük faiz de olsa batmış, batmış. Likidite sorunu dediğiniz şeyse, buradaki bankaların ya da diğer mali kuruluşların birbirlerine "Ben sana yeterince güvenmiyorum. Onun için ben sana borç vermeyeceğim" diyor olması. Bu güvensizlik faize bağlı bir şey değil. "Yüksek faize de güvenmiyorum, düşük faize de güvenmiyorum." Dolayısıyla, faiz düşürerek likidite sıkıntısına bir çare olamıyorsunuz. Onun için FED yaratıcı yöntemlerle iş yapmak zorunda kaldı. Peki, faiz düşürmenin faydası ne? Bunun arkasından reel sektörün de zorlanacağını biliyorsunuz. Onun için de erkenden reel sektöre de bir teşvik olarak faizleri düşürüyorsunuz ki, bunun işe yarayıp yaramadığını göreceğiz. Buradaki reel sektöre etkinin çok büyük olduğunu görüyoruz. Amerikan ekonomisi çok ciddi bir hızla küçülmekte. Bu küçülmenin birçok nedeni var. Buraya iki tane yazdım ama en önemlisini yazmamışım. En önemlisi, Amerika'da ev fiyatları düşüyor. Ortalama bir Amerikalı için en büyük varlık evleri ve bu evler de artık büyük varlıklar değil. Yani bir zamanlar "Ben 1 milyon dolarlık evde oturuyorum ve 1 milyon dolarlık net varlığım var" diyen bir insan bugün artık "Ben 600.000 dolarlık bir evde oturuyorum ve 1 milyon dolarlık mortgage borcum hala var" demek zorunda. Onun için bu insanlar neden tüketim yapmadıkları, neden birdenbire Amerikan ekonomisinin duvara çarpmış hızı durduğunu kolay anlıyoruz. Bundan başka normalde bu tür ya da benzer durumlarda yardımcı olacak olan "O zaman bari kredi alayım, bu geçene kadar idare edeyim" ama kredi veren yok artık. Bir taraftan risk çok arttı. Onun için de alabilecek durumda olan da almak istemiyor. Bunların hepsi bir araya geldiği zaman Amerikan ekonomisi neden çok ciddi bir daralma içinde olduğunu anlamak çok zor değil. Bu çok teknik bir terim olmamakla beraber, Amerika'da olanı en iyi anlatan şeyin bu olduğunu düşünüyorum. Yani yatırım yapmak isteyen yok, tüketim yapmak isteyen de yok. İsteyene de kredi veren yok. Onun için de isteyen yapamıyor zaten. Şimdi buradaki iktisat politikası tepkisi bir kısmı faiz indirimi fakat daha büyük bir kısmı genişlemeci maliye politikası. Çünkü mali piyasaların dolmuş olduğu bir durumda faiz indiriminin bir etkisi olup olmadığını yaşayarak göreceğiz. Fakat şimdiye kadar bir etkisi olduğuna dair bir emare yok ortaklıkta. Yani Merkez Bankası faizleri indirdiği zaman, piyasa faizleri eğer düşmüyorsa buradaki spread'ler bu kadar artıyorsa o zaman aslında gerçekten biz bir parasal kolaylık sağlamıyor muyuz sağlamıyor muyuz çok belli değil. Maliye politikası halbuki biz bunun işe yaradığını biliyoruz. 1930 buhranından beri Roosevelt usulü "Siz bir çukur

açın, sonra da o çukuru kapatın, ikinize birden para vereyim, tüketim yapın” dersiniz hakikaten bir şey oluyor.

Buradan Türkiye’ye dönmek istiyorum. Konuşulması gereken en önemli şey, benim görüşüm, bizim buradaki temel derdimizin uluslararası kriz olmadığı. Burada şunu hatırlayarak başlamak lazım. 2001 sonrasında başarılı bir stabilizasyon politikası uyguladık. Ve çok fazla şunu duyduk: “Bunu yapıyoruz ama Japonya’dantrade’in çok kolay olduğu bir zamanda yapıyoruz.” “Dünyada likidite bolluğu olan bir zamanda yapıyoruz.” Yani uluslararası konjonktür bize bunu yaptırttığı için bunu yapıyoruz. Halbuki şunu düşünmek lazım: Uluslararası konjonktür 90’ların başından beri uygundu. Yani Japonya’da trade yapılabilir hale gelmesi 1990’dır. 1989’un sonunda Japonya krize girdi, 90’ların bütününde çok düşük bir faizle ve 90’ların bütününde dünyada bir likidite bolluğu vardı. Bizde 90’lar felaket yıllarıdır. Onun için de şunu görmek lazım: Dışarı iyi oldu, biz de iyi olduk. Dışarı yüzünden olduk değil. Tamam, bunun faydasını gördük, fakat biz doğru düzgün iş yaptığımız için daha başarılı olduk. Bunun tersini de buradan görmek lazım. Yani işler iyi gitmediği zaman da “Dışarıda işler iyi gitmediği için böyle oluyor”. Bu yanlış teşhis. Buradaki temel bence vurgunun şurada olması lazım: Bizim büyük başarımız - 2001’den sonra- maliye politikasını zaptu rapta almaktır. Merkez Bankası 2002’den şimdiye kadar çok iyi Merkez Bankacılığı örneği verdi. Fakat Merkez Bankası’nın yaptığı iş maliye politikasını Yani Türkiye’de iyi maliye politikası yapıldığı zaman, iyi merkez bankacılığı da yapılabilir. Fakat eğer maliye politikası kırıp dökerse biz şu anda merkez bankacılığı eliyle o kırılıp döküleni toplayabilecek bir ülke değiliz. Onun için de Türkiye’deki bugün büyük risk bu mali disiplinin kaybolması. Yani şunu görmek lazım: Uluslararası krizin bize kuvvetli bir etkisi var. Fakat esas olup biten şey, son iki yılda iktisat politikası eksikliği içinde olmamız. Tek bir grafik göstermek istiyorum. 1999’dan bu yana GSYİH’nin büyüme hızı. Burada sizi şaşırtacak fazla bir şey yok. Görüyorsunuz, 2001’de büyük bir felaket yaşamışız. Şurası -%10. Şaka değil bu. Öte yandan, 2002’de hızla büyüme başlıyoruz. Bu büyümede 2003’de küçük bir düşüş oluyor. Geçici bir düşüş. 2004-2006 ortalaması burada. %8.25. 2007 ortalaması %4. 2006’nın son çeyreğinden itibaren bizim büyüme oranımız zaten düşüyor. Kriz falan yok ortada. Burada temel görmek gereken şey, bizim başımıza gelen şeyin hepsini birden krize atfedersek burada esas olup biteni kaçırmış oluruz. Türkiye ekonomisi zaten yavaşlamaya başlamıştı. Kriz bize yardımcı olmuyor, fakat biz de kendimize yardımcı olmamıştık zaten. 2001 programı iyi bir programdı. Ben bu programın uygulamasının AKP hükümetinin en büyük başarısı olduğunu düşünüyorum. Çünkü 2001 yılında biz krizi yaşadık. Programın da maliyetini ödemiştik seçim yapıldığında. AKP hükümeti kucağında maliyeti ödenmiş, meyvelerin toplanacağı bir program buldu. Biz bunu çok yaşadık Türkiye’de. Normalde olmasını bekleyeceğimiz şey şuydu: Sadece bu eski hükümetin programı olmuş olduğu için yeni baştan bir şey yapacağız deyip, yeni baştan bize bir maliyet çıkarılacaktı. Bunu yapmama akıllığını bence büyük bir basiretle gösterdiler ve programı iyi uyguladılar. Biz de bunun çok faydasını gördük. Fakat bu program nihayetinde 2001 stabilizasyon programı bir check list idi. Şu tarihte şu yapılacak gibi. Ve de çok faydalı bir şey elimizde böyle bir listenin olması. Çünkü yapılanı ve yapılmayı görüyorsun. Hükümet de bunu görüyordu. 2006 sonunda bu check list bitti. Yapacaklarımızı yaptık, o programın vermiş

olduğu sözler yerine getirilmiş oldu. Bittiği noktada biz bunun yerine bir şey koymadık. Dolayısıyla, 2006'nın sonundan beri çok ne yaptığını bilen bir ekonomi değiliz. Bunun da cezasını çekiyoruz. Onun için de bu konuşmamdan hatırlayacağınız tek şeyin şu olmasını isterim: Buradaki sıkıntı ecebiler bir kriz çıkarttı, bunun diyetini de ödüyöruz. Ama onlar işlerini doğru düzgün yapıp, bu kriz orada giderildiği zaman biz de gene 2004'deki Türkiye'ye döneceğiz düşüncesi büyük bir yanılgıdır. Buradaki büyük iktisat politikası zorluğu, Türkiye'nin kendi iktisat politikaları geliştirmesi gerektiği. Yani biz şu anki yaptığımız işi yapmaya devam edersek eğer, 2010 yılında Amerikan ekonomisi tekrar düzlüğe çıktığında bunun bize bir faydası olmayacak. Onun için de bizim birinci derdimiz, Türkiye şunu yapmaya çalışıyor ve şu anda buna zorlanıyoruz ama dış piyasalar düzeldiği zaman bunu yapabileceğiz dedirttiğimiz bir programımızın olması.

Krizin Türkiye'ye 2 tür etkisi var: Bir tanesi, ilk baştan görmüş olduğumuz etki. En hızlı fon akışları. Türkiye'den dışarı doğru bir fon akışı var. Bunların iki nedeni var: Bir tanesi genel bir Türkiye riski. Biz de bu ülkenin çocuklarıyız onun için biliyoruz. Dünyada kötü şeyler olduğu zaman bizde kötü şeyler olur genellikle. Bu sefer öyle olmadı. Ama insanların neden bir Türkiye riski duyduklarını anlıyoruz. Bundan başka bir etki daha da var bu sefer. Türkiye'nin aslında fundamental olarak bu kadar bu krizden çok kötü etkilenmemesi gerektiğini bilen insanlar bile siz eğer Manhattan'da kurulu bir hedge fund iseniz ve Amerika'daki yatırımlarınızda inanılmaz zarar ettiyseniz buradaki yatırımcılara ödemek için dünyanın her tarafındaki varlıklarınızı satmak zorundasınız. Bu sizin Türkiye'ye güven duymanız duymamanız, Türkiye'deki getirinin yüksek olması düşük olmasıyla alakalı bir şey değil. Siz şu anda sadece likidite ihtiyacı içindediniz. Onun için de elinizdekini satıp çıkacaksınız. Bunu Ekim-Kasım aylarında çok kuvvetle gördük. Bunun bir etkisi de tabii cari açığı fonlamanın zorlaşması. Bir de burada daha yavaş etki var. Bu daha görmediğimiz etki. Erdem hoca ve merkez bankasının diğer yetkilileri çeşitli konuşmalarında bunu vurguluyorlar. Biz artık bankalarımızın fazla döviz riski olmadığını biliyoruz. Fakat şirketlerimizin bankaları atlayarak doğrudan kendilerine döviz riski yaratmayı becerdiklerini de biliyoruz. Öte yandan bu şirketlerin büyük ihtimalle tuttıkları döviz tevdiat hesapları varlığı olduğunu da biliyoruz ülkede. Bunların tam birbirleriyle uyup uymadığını yeterince bilmiyoruz. Türkiye'de insanların zannettiği kadar büyük bir şirketlerin dış açık risleri yok. Çünkü bir taraftan yabancı parayla borçlanmış olan şirketler, şirket adına borçlanmış şirketler patron adına döviz tevdiat hesabı tutuyorlar. Çünkü bunlar bir şekilde birbirlerini dengeliyorlar. Ama döviz tevdiat hesaplarıyla şirketlerin borçlarının tam ne kadar birbiriyle örtüştüğünü yeterince bilmiyoruz. Ama şunları biliyoruz: Yavaş yavaş bankalarımızın geçmiş yıllarda haftada bir okuduğumuz şu banka 100 milyon € sendikasyon kredisi, bunlar zorlaştılar bile. Şirketlerimizin borç ödemeleri geldikçe onlar da zorlanacaklar. Erdem hocanın demin uzun uzun vurguladığı gibi, dış talep azaldı, büyüme yavaşladı. Burada görmek gereken şey, üçüncü çeyrek için gördüğümüz büyüme yavaşlaması krizin etkisi olan bir büyüme yavaşlaması değil büyük ölçüde. Bu krizin büyük kısmı dördüncü çeyrek olayıdır. Bunu biz daha göreceğiz. Üçüncü çeyrekte gördüğümüz yüzde yarımlik büyüme Türkiye'nin zaten yavaşlamış olan büyümesinin normal bir tezahürüdür. Bu

kriz olmasaydı da biz % 5 büyüyor olmayacaktık. Dolayısıyla, 2001 yılında krizi yaşamış olmamızın bir faydasını görüyoruz. Çünkü hayatta bir defa şu işi yaptık: Bu krizi şöyle bir idare edelim sonra düşünürüz demeyip, bankacılık sektörünü reforme ettik. O krizden doğru bir ders çıkarttık. BDDK'nın, TMSF'nin işini iyi yaptığını biliyoruz. Belçika'da Fortis battığı zaman Türkiye'de de Fortis ismiyle var olan bankanın önüne insanlar kuyruğa girmiyorlar. Bu ülkede insanların banka regülasyonuna duyduğu güvenin bir göstergesi olarak görülme zorunda. Genel olarak mali sektörü bankacılığı daha iyi takip eder, daha iyi regüle eder olduk. Bu krizden birçok ülkenin, birçok insanın çıkarttığı ders mali sektörü daha sıkı regüle etmek lazım.

.... Bizim bankalarımıza fazla bir şey olmaz, bizim mali sektörümüze fazla bir şey olmaz. Dolayısıyla, böyle baktığımız zaman, bizi bu krizden korudu diyoruz. Fakat iktisat politikası dünyası riskli getiri dengelemesi dünyası. Ben Türkiye'nin bu dengede çok fazla riskten kaçındığını dolayısıyla, çok az getiri elde ettiğini düşünüyorum. Yani bizim sıkı mali sektör düzenlemelerimiz hala fazla sıkı. Dolayısıyla da bundan 1 sonra bu krizden biz ne öğrendik, ne yapmak lazımdı da mutlaka insanlar ilk önce mali sektörü daha sıkı regüle etmek lazıma geldiğine ben bunun doğru bir çıkarım olmayabileceğini düşünüyorum.

Benim özellikle konuşmam istenen konu, krize karşı alınan ve alınması düşünülen tedbirlerdi. Bu konuşmanın girişinde şu cümleyi söyleyebilmek için yaptım. Krize karşı alınan tedbirler Türkiye'de sadece krize karşı alınan tedbirler olursa bir işe yaramazlar. Bizim birincil derdimiz, bu krizden daha öte bir şey. Bizim doğru düzgün iktisadi programa ihtiyacımız var. Yani bu iktisat politikası işini bir itfaiyecilik işi, bir de düzenli iktisat politikası işi olarak düşünürseniz bizim ihtiyacımız olan şey şu anda itfaiyecilik değil. Onu 2001'de yaptık. Önümüzde gördüğümüz risk şu: Türkiye 2001 sonrasına kadar benim hayatım boyunca hükümetlerin her sıkıntıya çözümünün harcamayı arttırmak olarak gördüğü bir ülkeydi. Burada da eğer arkası gelmeyen, bir programın parçası olmayan, sonu başından belli olmayan bir mali genişlemenin dışında bir mali genişleme karşımıza çıkarsa, o zaman bizim ya da benim göreceğim şey, bu benim hatırladığım Türkiye benzeri, 90'ların Türkiye'si olacak. Ben bundan daha tehlikeli bir şey düşünemiyorum. Dolayısıyla, gene iktisat politikası düşünürseniz, daha çok konuştuğumuz hala para politikası tedbirleri. Çünkü Merkez Bankası derdini doğru düzgün anlatabiliyor. Ama bunlar hala ikinciller. Yani bizim bir mali sektör büyük sorunumuz yok. Büyük ölçüde regülatörler ve Merkez Bankası işini iyi yapmış olduğu için yok. Ama bu nedenle de para politikası tedbirleri hala ikincil tedbirler. Yani bankacılık sektörümüzün sağlam olduğunu biliyoruz. Onun için bizim bankaların kapitalizasyon türü büyük sıkıntılarımız şu anda yok. Amerikan bankaları gibi bizim bankalarımız şunu bir zorlayalım, batacak mı kalacak mı türünde testlerden geçmek zorunda kalmıyorlar. Merkez Bankası likidite düzenlemelerini iyi yaptı. Döviz likiditesinde de hafif çıkacak gibi olan sorunu depo ihaleleri vs ile erkenden teşhis edip, doğru işleri yaptı. Geriye maliye politikaları tedbirleri kalıyor. Maliye politikasının gevşemesinin gerektiği bence çok bariz bir iktisat politikası teşhisi. Bütün dünyada böyle, Türkiye'de de böyle. Burada önemli olan şey şu: Ölçülü bir gevşeme olmalı, sonu başından belli olmalı. Bu şu demek: Hükümet çıkıp, sinyallerini gördüğümüz gibi, harcamaları arttıracaktır, bu

iyi bir kriz yönetimi metodu değil. Çünkü biz harcamaların arttırıldığı Türkiye'nin nasıl bir Türkiye olduğunu biliyoruz. Onun için bizim ihtiyacımız olan şey, bize denecek ki, arttıracamız ama şu kadar arttıracamız. Bu artık bizim "mali disiplinden istediğim gibi çık" kartımız değil. Biz mali disiplinden taviz verip buna geri döneceğiz. Ne kadar taviz vereceğimizi, ne zaman geri döneceğimizi de bu işe başlamadan söyleyeceğiz. İki gün önce açıklanan büyüme rakamlarının, kamu yatırımlarının % 22 artmış olduğunu görmekten büyük bir mutluluk duyduk mu? Soru bu. Mali disiplin bizim için dert ettiğimiz bir iş. Madem elinizde artık kriz nedeniyle meşrulaşmış mali disiplinden gevşeme, maliye politikasını arttırma imkanı var bunu akıllı bir fırsat olarak kullanmak lazım. Benim düşüncem, birinci önceliğin sosyal adalet olması gerektiği. Bundan kastım şu: Bu krizde işini kaybeden insanlara, bu krizde iyicene fakirleşen insanlara bir şekilde yardımcı oluyor olmanız gerekiyor. İşsizlik sigortası fonundan para almayı kolaylaştırarak vs. tür işlerle. İkincisi, bizim ülkemiz yapısal reform ihtiyacı içinde olan bir ülke. Bu yapısal reformları yapmıyor olmamızın önemli bir nedeni, bunların kaynak gerektiren şeyler olması. Madem kendimize kaynağı yarattık diyoruz. Bunu doğru yere kullanmak önemlidir. Nihayetinde de, bazı sektörlerde spesifik olarak yani "Siz krizde en fazla dönemsel olarak etkilenen sektörsünüz. Size biraz daha el atmak gerekir" denebilir. Bunun alternatifi şudur: Roosevelt'in yaptığı gibi yapacağız. Sana çukur kazdıracağız, ikinize birden para vereceğiz işi yaparsanız eğer, bu hakikaten yazıktır. Onun için de bu işi doğru düzgün yapmanın yolu bir iktisadi program çerçevesinde yapmak. Çünkü program dediğiniz şey, ortaya bir program çıkartmak için ilk önce "Şunu yapmak istiyorum, önceliklerimiz şunlardır" demek zorundasınız. Bunu dediğiniz zaman da, bu programı yapmış olmak size maliye politikasını doğru yere yönlendirmeye zorlamış olacak zaten.

"Ambalaj önemlidir" hepimiz anladınız. Başbakanın söylediği şeylerden bir tanesi "Biz burada bir şeyler yapıyoruz. Fakat bir paket içine koymadığımız için ambalajını görmediğiniz için yaptığımızı anlamıyorsunuz. Halbuki anlamalısınız. Bu sizin hatanız." Ben böyle olmadığını düşünüyorum. Bu ambalaj iş önemli bir iş. Bu ambalaj işinin önemini çok iyi anlamış para politikası büyüğü var. Merkez Bankası'nı düşünün. Bizim Merkez Bankamız her para politikasını yaptıktan sonra bize "Ben bunu şundan yaptım." diyor. Her bir enflasyon rakamını biz gördükten bir gün sonra Merkez Bankası "Ben bu enflasyon rakamından şunları anladım" diyor. Üç ayda bir bize uzun uzun enflasyon raporları veriyorlar. Bu soruyu şöyle sorabiliriz: Merkez Bankası'nın belirlediği faiz aynı faiz. Yapılan para politikası bu anlamda aynı para politikası. Bu kadar ambalajla bu insanlar niye uğraşıyorlar? Ama hepimiz görüyoruz ki, Merkez Bankası'nın esas yaptığı önemli iş, bu faizi belirlemekten daha önemli olan iş bize yaptığı işin neden yaptığını, önceliklerin neler olduğunu, bundan sonra neler yapmamızı beklememiz gerektiğini söylemesi. Kredibilitayı bu şekilde kazanıyor. Ama kredibilitayı sadece merkez bankaları için kullanmaya alıştık. Halbuki kredibilitayı içine zaman gelen herşeyde önemli. İktisat politikasında özellikle önemli. Onun içinde iyi anlatılmış, şeffaf bir program gerekli. Sadece merkez bankası çerçevesinde biz düşünürüz bunları. Halbuki memleketimizin eksikliği maliye politikasında bunların olmayışı. Şu anda şöyle bir dünyadayız. Hükümet bir şeyler yapmak istiyor, yapacak da. Ama ne yapacak fikrimiz yok. Nereye harcayacaklar, ne kadar yapacaklar

bilmiyoruz. Ne zaman bundan vazgeçilecek onu da bilmiyoruz. Bu büyük bir belirsizlik. Bunun kendisi bir risk. Bu riskin yaratılmış olması benim yatırım yapmamı azaltan, tüketim tercihimin ertelemeye yol açan bir şey. Bu kötü bir yöntem. Bu ambalajı eğer ortaya koymazsanız anlatılmayan ama var olan bir paketin anlatılması da daha büyük ölçekte bunlara yol açacak. Çünkü bir sonraki şeritte bakacağız ve kamu yatırımları % 40 artmış. Ne anlayacağız biz bundan? Ne zamana kadar böyle olacak? Ne yapıyor bu devlet? Bilmiyoruz. Dolayısıyla, para politikası kadar maliye politikasında da belirsizliğin azaltılması ve güven tesis edilmesi önemli. Onun için “Bu ambalajdır, bu önemli değildir” deyip kenara itmeme gerekir.

Bu ambalaj işi için IMF ile anlaşmanın faydalı bir iş olduğunu düşünüyorum. IMF ile anlaşmış olduğunuz zaman artık ortada bir anlaşma var. Anlaşma 1 yıllık, 1.5 yıllık bir anlaşmadır. Türkiye hükümeti şu tarihe kadar şunu, bu tarihe kadar bunu yapmaya taahhüt eder, şu tür harcama üzerindeki sınır budur. Buraya harcamayacağız, buraya harcamayacağız. Şundan alacağız buna vereceğiz diyorsunuz. Ambalaj dediğiniz şey bu zaten. Bu anlaşmayı açıklamayabilirdiniz. IMF ile anlaşsınız kimseye de söylemezsiniz. Böyle yapmıyorsunuz işte. Yapmayı nedeniniz, aslına doğru bir şeyler yaptığınızı biliyorsunuz, insanlara “bakın ben doğru şeyler yapacağım” diyorsunuz ve IMF’yi de bir denetçi olarak kullanıyorsunuz. Biz bu işi IMF programımız bittiği zaman kendi kendimize yapmış olabilirdik ve olmalıydık. Yapmamış olmanın sıkıntısını çekiyoruz. Fakat hala IMF ile anlaşma temelde Türkiye’nin kendi gerekliliklerini karşılayacak bir programı Türkiye tarafından ortaya konulup, IMF’in burada bir güvenilirlik artırıcı denetçi olarak kullanılması facilitiesidir. Dolayısıyla, IMF’nin sağlayacağı kaynak aslında ikincil olan şey. Buradan anlaşılacak olan şey şu: Bizim derdimiz 2006 sonundan beri maliye politikası olarak ne yaptığımızı bilmeyen bir ülkede yaşıyor olmak. Kriz bu yüzden özellikle bizi çok yoruyor fakat temel derdimiz kriz değil. Bu krize karşı verilecek olan tepki eğer 2001 türü biz bu krizi dış kaynaklı yangın olarak görüyoruz. Bunu geçici olarak söndürecek maliye politikalarıyla bununla mücadele edeceğiz tepkisiyle geçitirilirse bunun bir işe yaramayacağını bilakis bundan zarar göreceğimizi düşünüyorum. İhtiyacımız olan şey, Türkiye’nin derli toplu, bir sonraki 4-5 yılda anlatacak maliye politikasının şimdiki amacı budur. Bunu yapacak olan adımlar bunlardır denecek bir program. Bu programın içeriğinin tam ne olduğu önemli olmakla beraber, birincil önemli olan şey o değil. Hükümet bu sektörü ya da şu sektörü daha çok tercih edebilir. Dolaylı veya dolaysız vergileri tercih edebilir. Bunlar hakkında sektörler üzerinde de, vergilendirme şekli üzerinde de tercihlerimiz var. Bazılarının daha iyi, bazılarının daha kötü olduğunu düşünüyorum. Fakat en azından başımıza ne geleceğini bilirsek o zaman biz de ne yapacağımızı bilir ve bir şeyler yapmaya başlayabiliriz. Şu anda hepimiz oturmuş, bekleme halindeyiz. Başu sonu belli, mali gevşeme olacak ama şu zaman biz bundan vazgeçmiş olacağız denmiş olması önemli. Fakat bu işi yapmışken doğru düzgün de yapılabilir. Yani şunlar söylenebilir: “Memleketimizde büyük ihtiyaç olan şey yönetici pozisyonu ile vasıfsız işçi arasındaki insan bulmakta zorlanıyoruz.” Kriz dönemleri bütün dünyada insanların beşeri sermayelerine yatırım yaptığı dönemler. Bizim ülkemizde bu zor. Çünkü eğitim pahalı bir şey. Yapısal reform dediğimiz şeyler böyle şeyler. Siz işgücünüzün yapmaya çalıştığınız üretim için uygun olmadığını düşünüyorsunuz ve bunu reforme etmeniz lazım. Bu maliyetli bir iş. IMF anlaşması da hükümeti şu anda bu işleri

düşünmeye zorluyor. Bu çok sevimli bir şey değil. Çünkü nihayetinde bu çıktığı zaman şöyle şeyler söylenecek: Şunlara verdik, o insanlar sevinecek. Ama birileri de bize niye verilmedi diyecekler. Şunlardan da aldık. Bunlardan o kadar çok almıyoruz. Gene birileri bağrışacaklar. Onun için makro politika yapmak bunun içini doldurmaktan daha kolay bir şey. 2001 krizinden sonra “Bu ev çökmek üzere. Bunu ayakta tutmak için bütün harcamaları indiriyoruz” dediğiniz zaman bunu yapabiliyordunuz. Şimdi yavaş yavaş nereyi destekleyeceğiz, kimi alacağız, kime vereceğiz demeye başladınız. Bu siyasi olarak daha zor bir iş. Ama esas faydalı olan şey de, bunu yapıyor olmak. Dolayısıyla, ben utanıp kızarmadan sizin karşınızda krizin kendisi için Türkiye’ye bir şey olmaz diyorum. Bizim derdimiz uluslar arası kriz değildir. Bizim derdimiz, bu krizin bizi zaten ne yaptığımızı bilmediğimiz bir zamanda bulmuş olmasıdır. Onun için de bizim iktisat politikası tedavimiz de bu krizi idare edecek iktisat politikası tedavisi değil, Türkiye’yi tekrar ne yaptığını bilir büyüme patikasına sokacak olan krizden bağımsız bir ilgisiz değil ama krize yönelik olmayan bir iktisat politikası tedavisi olmalı. Nihayetinde, tedaviyi de teşhis gibi içeride aramak lazım. Teşekkür ederim.

Sumru Altuğ: Teşekkür ederiz. Sayın Erdem Başçı’nın konuşması TCMB web sitesinde öğleden sonra hazır olacaktır. Aslında Seth ve Kenneth’in da konuşmalarını bir şekilde EAF web sayfasına koyabilirsek çok yararlı olur. Bir çok kişi yararlanabilir. Şimdi sorulara geçebiliriz.

Cevdet Akçay: Refet’e özellikle bu dönemlerde yaptığı konuşma için çok teşekkür ederiz. Çünkü Refet’in yaptığı konuşma cinsine her zaman çok ihtiyacımız var. Önlemler paketinin detaylarına boğuluyorsunuz, ama onun ne olduğu bence çok önemli hale gelmemiş oluyor. Eğer ortak bir akılla bunu yönetemeyeceksiniz. Refet “ambalaj” dedi. Biraz aşağılayıcı gibi gözüküyor ama market etmeyi çok iyi bilmeniz lazım. Çünkü modern ekonomiler zaten signal emition ile ilgili. Yani yapabileceğiniz çok fazla bir şey yok. Varmış gibi davranıldığında çok ters bir tavır bu, size muhalif olanlar da zaten yapılacak çok şey varmış yapmıyorsunuz diye üstünüze yükleniyorlar. Bu da ekstra bir negatif sentiment doğuruyor. Doğru sinyalleri verip ondan sonra zaten bu işin çözülmesini beklemekten başka bence yapacak bir şeyiniz yok. Teknik problemler çıkıyor. Erdem’e soracağım mesela, nasıl halledilir diye ama bence Refet’in ki çok çok önemli, Erdem’in söylediklerinde de çok güzel özet var, ama Türkiye özelinde belki birazcık da Amerika’ya benzer şöyle bir problem var. Ben Merkez Bankası’nın son faiz hareketini piyasanın tersine destekledim. Aynı şeyi Erdem ve Refet belki hatırlar. 2007 Mayıs’ında da söylemiştim. Doğru zamanda rate katlara girmek, görüyorsunuz orada bugünkü konjonktür aslında piyasa bekleniyorsa eğer sizden bunu daha da iyidir. Çünkü daha da fazla productive olacaktır. Daha da iyi olacaktır. Çünkü kredibilite çok çok önemli bir şey. Bu bence çok temel bir problem. Ben Merkez Bankası ile kredibilite konusunda hiçbir anlaşmazlığım yok. Çünkü ben biraz kaybettik diye baktığımda, Merkez Bankası da biraz kaybettik diye bakıyor. Merkez Bankası kazandı diye baktığında ben de kazandı diye bakıyorum ama bence en büyük yönetim problemimiz bu. Kredibilitenin ne olduğu konusunda bence pek fazla bir kafa temizliğimiz yok. Son yönetime bakarsanız –governance problemi diyelim buna- bence kredibilitenin ne olduğu konusunda henüz anlamadık. Yani hükümet kredibilitesini nasıl arttırabilir? Böyle dönemlerde en tepedeki

yönetimin zincir gibi kuvvetli olması lazım. Ben AKP olsaydım, en büyük ambalajı şöyle yapardım: Benim en büyük başarımla reel sektörle bankacılık sektörünü aynı gemiye bindirmiş olmak Türkiye’de. Ben ülkeyi öyle normalize ettim ki, artık reel sektörle bankacılığın çıkarları zaten bunlar birbirinin aynadaki yansımaları gibi. Biri kötüyse öbürü de kötü. Biri iyi ise öbürü de iyi. Farklı konumlarda olamazlar. Bunu önce anlamış olmanız lazım. Bunu anladığınız zaman retorığınızın de bunu uyuyor olması lazım. Ama bankacılığa yüklenen bir retorikte ortamı zaten normalleştirme şansı birazcık ortadan kalkıyor. Dolayısıyla, en temel konseptlerde anlaşmış olmak bence çok önemli. Bunu henüz yapabildiğini sanmıyorum. Bence bu büyük bir risk. Erdem’e de şunu sormak isterim: Bu faiz kararı doğru. Zaten benchmarklarda göstergelerde aşağı geldi. Hatta 4-4.5 puan aşağı geldi. Çok önemli bir aşağı geliş. Ama problemi tam çözüyor gibi değil hala. Çünkü bunun biz reel sektöre yansımaları pek göremeyeceğiz gibi geliyor, başka bir problemi çözmezsek. Onu da ben şöyle teşhis ediyorum. Şu anda finans sektöründe problem bence bankalar iki tür hata yapabilirler. Alfa beta diye tabir ediyoruz istatistikte. Temelde şu olur: Kredi vermemesi gereken birine verebilir, vermesi gerekene vermeyebilir. Bunların ikisi de banka için hatadır. İyi zamanlarda bankalar hangi riski alıyorlar? Vermemem gerekene de veriyor olabilirim diyor. Çok önemli değil çünkü bir dolu iyi loan’um var. Ama kriz zamanında bankaların ilk tepkisi ne olmak oluyor? Hata yapacaksam temkinli olmak tarafında yapayım ben bunu. Yani kredi vermem gerekene bile krediyi vermeyeyim. Bu kadar temkinli olayım. Burada bankayı suçlayamazsınız. Öyle bir dizayn yaratacaksınız ki, bankaları sanki bu dönemde normal dönemmiş gibi davranmaya itecek. Böyle bir şeyi dizayn edip, bankaları oraya doğru ittiriyor olmanız lazım. Bankalar bunu kendi kendilerine yapmayacaklar. Yapmadığımızda da faiz indirimi benchmark’a yansısı bile diğer tarafta reel sektör tarafında pek fazla işe yaramayabilecek. Böyle bir kitlenme hali var. Erdem’in buna bir önerisi var mı?

Erdem Başçı: Firmaların borçlanma maliyetleri inanılmaz artıyor. Merkez bankalarının operasyonları bunu çözmeye yetmedi. Önerilere açtık. Zor bir problem. Merkez bankaları olarak biz en azından şunu yapabiliyoruz: Orada bir fark var. Spread dediğimiz bir şey var. O spread açılıyor. En azından ona baz teşkil eden faizleri biraz aşağı çekersek en azından toplam borçlanma maliyeti o kadar çok artmaz. Bizim en son özetlerde vardı. Finansal koşullarda arzu edilmeyen bir sıkışma oldu. O sıkışmayı biz kısmen telafi etmeye çalışıyoruz diye bir gerekçemiz vardı. Ancak, onu yapabiliyoruz. Onun ötesinde sizin söylediğiniz o mekanizma tasarımı problemi kim çözerse dünyaya büyük bir fayda sağlamış olacak.

Refet Gürkaynak: Az ciddi bir problem Türkiye’deki ama dolayısıyla çözümleri de aynı olmayacak. Ben Amerika’da benzer şeyler yapalım demiyorum, ama gene de orada bir mekanizma problemi var ve ortak akılla yürümediğiniz takdirde zaten en iyi paketin bile bence bir şansı yok. Reel sektör, bankacılık ve yönetim hepsinin ortak akılla yürüyor olması lazım. Türkiye oraya çok yaklaşmıştı. Şimdi biraz uzağına düştük gibi geliyor ve biraz benim umudumu kırıyor.

Soru - : İki konuşmacıya da çok net ve yapıcı konuşmaları için teşekkür ederim. Ben çok şey öğrendim. Benim maliye politikaları tarafı ile ilgili birbiriyle ilişkili iki tane sorum var. Refet

Bey her ne kadar özellikle uluslararası konjonktürün G20'nin tavırlarıyla bugün gelişen ekonomilerde maliye tarafında da bir şeylerin yapılabileceği için olumlu bir hava yaratılmış olsa da, şu anda örneğin Amerika'daki maliye politikalarındaki esneklikle gelişen ülkelerdeki maliye politikaları manevra alanı arasında çok büyük bir fark var. Amerika bugün tarihinin en büyük maliye paketini açmak üzere. Biz burada acaba bir şeyler yapabilir miyiz bunu konuşuyoruz. Bu sadece Refet Bey'in söylediği gibi, gelişen ülkelerin popülizme kayma eğilimleri midir bu farkın nedeni? Yoksa başka yapısal nedenler de var mı? Bu çok büyük bir asimetri maliye politikasının uygulanabilirliği açısından. İkinci sorum da şu: Eğer uluslararası konjonktür ve özellikle örneğin IMF de Türkiye'de maliye politikaları konusunda bir gevşemeyi kabul ediyorsa niye şimdiye kadar Türkiye hükümeti ile IMF anlaşamadı? Örneğin, Türkiye'de maliye politikasının içeriğinin olmaması ile mi ilgili? Yoksa bir zamanlama, seçimler mi bekleniyor?

Cevap – Refet Gürkaynak: Hocamın birinci sorusunda büyük bir incelik var. Amerika'da bahsedilen meblağları biz TL cinsinden duymaya alıştık. Söylediğiniz tabii çok doğru. Amerika'da şu anda bir an önce harcamaya başlayalım, bir an önce ekonomi..... arkasını sonra düşünürüz diye iş yapılırken, ben de burada Türkiye'de bu işin böyle yapılmaması gerektiğini söylüyorum. Burada iki farklı konu düşünüyorum. Bir tanesi sizin söylemiş olduğunuz yani bizim kötü. Mali gevşemeye başladığımız zaman arkasından ne çıkarttığımızı yaşayarak gördüğümüz için bunu özenli yapmak zorundayız. Fakat ben bir tane daha sıkıntı olduğunu düşünüyorum. O da siz borçlanarak harcayacaksanız nihayetinde bunu bir şekilde fonlamanız lazım. Amerika orada bir sıkıntı çekmiyor. Yani Amerika ben daha trilyonlarla borç alacağım dediği zaman -bir önceki oturumda konuşuyorduk- 10 yıllık borçlanma faizi yıllık % 2.5'in altında şu anda. Türkiye'de böyle değil. Devletin gene kendisine en azından borç verebilecek birilerini bulması lazım ki, harcama yapabiliyor olsun. Burada biz epey bir yol katettik ama olmak istediğim yerde değiliz. Onun için de yapacağımız harcama hala yapabileceğimiz harcama ile alabileceğimiz borç da sınırlı. Bizim gibi birçok gelişmekte olan ülke de bunu düşünmek zorunda.

IMF ile bu zamana kadar niye anlaşılmamış olduğuna dair benim maalesef bilgim yok. Herhalde anlaşma yapıldıktan sonra, içini gördükten sonra ne olduğuna dair bir şey söyleyebileceğiz.

Soru - : Ben de yine maliye ve para politikası arasındaki ayırımı takılanlardanım. Çünkü son zamanlarda yoğun olarak konuşulan iki farklı politika tercihi olarak karşımızda. Bu durgunluğu aşmak için ve ekonomiyi canlandırmak için para politikalarını mı gevşetmeliyiz? Faiz oranlarını düşürerek mi, TL değerini değerli tutarak mı, TL değerini düşürerek mi bu canlanmayı sağlamalıyız yoksa kamu harcamalarını arttırarak mı bu durgunluğu aşmalıyız? Bu iki seçenek arasında benim görebildiğim kadarıyla uygulanan enflasyon politikası açısından çelişkili sonuçlar doğuyor. Bir tanesinde halihazırda devam eden düşük kur yüksek faiz politikası ve sermaye girişlerine dayanan bir büyüme ve etkisinin baskılanması varken diğerinde ise faiz ve döviz bileşeni farklı bir yolda ilerleyecek gibi görünüyor. Acaba bu maliye politikasını gevşetirsek ki bir çok iktisatçı bu yönde tavsiyede bulunuyor, enflasyon hedeflemesi politikasına ve de past through'a aykırı bir yönde harekete girmiş olmaz mıyız? Onun yerine Cevdet Bey'in

de bahsettiği üzere, yine daha bir para politikalarını gevşetsek ve bir yandan da yeni kredi paketi önlemleri açıklasak hem halihazırdaki politikayla daha uyumlu, hem de politika değişkenleri arasında doğacak çelişkiyi de daha minimize etmiş olmayacak mıyız? Çünkü makro değişkenlerin gideceği yönler arasında fark var maliye politikası gevşemesinde. Bu bakımdan ben Erdem Bey'in görüşünü almak isterim. Yani para politikasını biraz daha gevşetmek, zaten bu yapılan likiditeler, düşürmeler anlamında biraz daha mı orada gitmeliyiz yoksa bunu fiscal hrcamalarla mı bütünlemeliyiz?

Erdem Başçı: Gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkelerin maliye politikaları uygulamaları arasında önemli fark olması gerekir diye düşünüyorum. Bir de bu konuda literatür var. Expansionary fiscal contraction - genişlemeci mali daralma – yani mali disiplin geliştirmekte olan ülkelere iyi geliyor. Daha büyümeye yardım ediyor. Şu anda o kadar söyleyebileceğim.

Sumru Altuğ: Benim Refet'e bir sorum var. Konuşmalarından şunu anlıyorum: Ülkelerin bir trend büyümeleri var. Bu trendin etrafında bir çok ülkede dalgalanma görüyoruz. Benim anladığım Türkiye'nin şöyle bir sorunu var. Bütün dünyada down turn yani aşağı geçiş var. Bunu nasıl en iyi karşılayabiliriz? Trend büyümeleri yüksek olan ülkeler ki burada yükselen pazarlar arasında Çin ve Hindistan'ı da katmamız gerekiyor. Bunu daha kolay atlatacak gibiler. Türkiye'nin şöyle bir sorunu var. Türkiye'nin trend büyümesi düşük. Bu düşüklük nereden geliyor? Neden düşük? Bunu yükseltebilsek para politikası, maliye politikası vs. bunu ...edeceğiz.

Refet Gürkaynak: Bu sorunun cevabını aşağı yukarı bildiğimizi zannediyorum. Mesela biz 2002'den 2006 sonuna kadar çok hızlı büyürken cennet döneminden geçtik. Enflasyon düşüyor, büyüme çok hızlı. Bunun oluyor olmasının nedeni bizim potansiyelimizin artıyor olmasıydı. Bir kısım kolay yapılacak işler şuydu: Bir tanesi şuydu: Türkiye'de mali sektör bir aracılık işi yapmıyordu. Yani böyle bir ekspertiz de yoktu zaten 2001 krizi sonrasında kadar. Çünkü bizim bankalarımız mevduat toplayıp devlete borç vermeyi biliyorlardı. Hakikaten mali sektör yatırımcı ile tasarrufçu arasında arabuluculuk yapmaya başladığı zaman biz bunun sonsuz faydasını gördük. Bu bizim potansiyelimizi yani trendimizi bir seferde zıplatan bir şey. Fakat biz hala düşük bir ekonomiyiz. Ortalama Türk işçisinin eğitim düzeyi daha 5 yıl değil. Buna baktığınız zaman, neden bizim trendimiz düşük sorusunun çok uzun bir cevabı olması gerekmiyor bu söylendikten sonra. Bunun gibi emek piyasalarımızda bir sürü sıkıntı var. Yargımızda bir sürü sıkıntı var. Memlekette bir işe başladığınız zaman bir arıza çıkarsa bunu çözemeyeceğiniz vs. Yapısal reform denirken durmadan da insanlar bunun içini doldurarak söyleyebiliyorlar. Biz artık biliyoruz ki, bir iktisadi konuda çıktığında bunun yargıda çözülmesi 3 sene sürüyorsa biz bu işe hiç girmemeyi tercih edeceğiz. Ben eğer bir işe başlayıp, bu eğer bir kalifiye emek gerektiriyorsa ve memlekette çok standart olması gereken şey siz hala dil bilen sekreter diye aramak zorunda kalıyorsanız bunlar zorluklar. Trendimizin düşük olmasının temel önemli nedenleri bu tür şeyler. 2002 programı bunların bir kısmını görmüş, teşhis etmiş ve düzeltmişti. Şimdi diğerlerine hitap edecek programa ihtiyacımız var. Bunun eksikliğini yaşadığımız için bu krizden de bu kadar çok etkileniyoruz diye düşünüyorum.

Soru – Esat Demirhun: Öncelikle bu toplantıyı organize eden tüm kurumlara başta Koç Üniversitesi, TÜSİAD ve Ekonomik Araştırma Forumu'nun değerli yetkililerine teşekkür ederim. Boğaziçi Üniversitesi elektronik mühendisliği mezunuyum. Bu toplantıya özel bir ilgi duyarak katıldım ve gerçekten Bay Kenneth'in konuşması hariç çünkü bana göre çok sofistike bir konuşmaydı. Anlamakta gerçekten güçlük çektim. Ama sonraki konuşmalarda özellikle Refet Bey'in konuşması çok aydınlatıcı oldu benim açımdan. Dün CNBC'nin programında Şükrü Kızılot'un bazı önerileri oldu şu andaki Türkiye'deki krizle ilgili. Bunlar gerçekten bu dönemde sizlerin söylediği özellikle Gürkaynak'ın söylediği, maliye politikaları için çözüm olabilir mi? Birincisi, KDV oranlarının indirilmesi. İkincisi de, vergi gelirlerinin arttırılması açısından çözüm yollarının gerçekten samimi olarak bulunması. Çünkü benim yaşadığım gerçek, dolaylı vergiler KDV, ÖTV'nin oran olarak belki dünyanın en yüksek oranına sahibiz. % 70'lere yaklaşmış. Bu da herhalde yine bizim birçok alanda olduğu gibi başarımız Türkiye olarak. Çünkü petrolde de en yüksek fiyatı biz ödüyoruz. Bu konuda sizin düşüncelerinizi alabilir miyim?

Refet Gürkaynak: Ben bunların uzmanı değilim. Onun için fikirlerime çok ağırlık vermeyerek dinleyiniz. KDV oranında haklısınız. Biz dünyanın toplam vergi gelirleri içinde dolaylı vergileri en yüksek olan ülkesiyiz. Bu da kötü vergilendirmedir. Mali genişlemenin bir kısmının KDV oranlarının indirilmesi ve bunun ondan sonra zamanla gelir vergisiyle ikame edilmesi olarak kullanılması bence çok iyi bir kullanım olur. Bunu şu nedenle söylüyorum. Burada bir sosyal adalet derdim de var benim. KDV de çok adaletsiz bir vergidir. Başka kötülüklerinin yanında. Bu tür dolaylı vergiler harcamadan alınan vergiler. Ben çok yüksek geliri bir insansam eğer, deyin ki gelirim yarısını harcıyorum yarısını tasarruf ediyorum. Harcama üzerinden alınan KDV türü vergiler dolayısıyla benim gelirim sadece yarısını vergilendiriyor. Halbuki dar gelirliysem bu ay karnımı doyurmak için gelirim bütünü harcamak zorundaysam, gelirim bütünü üzerinden vergilendiriliyorum. Onun için dar gelirli insanları, daha düşük gelirli insanları daha yüksek gelirli insanlardan daha fazla vuran bir vergi türüdür. İstemediğimiz vergi türüdür. Türkiye'de bizim devletimiz gelir vergisi toplamaktan aciz olduğu için toplayabileceği vergiye ağırlık veriyor. Bunu düzeltmenin yolları var. Bunlar maliyetli işler. Ama bu tür şeyleri yapmak için şimdi iyi bir zaman. Yani siz zaten çıkıp “ben bir mali genişleme yapmak istiyorum” demişken bunu yapmanın bir yolu KDV'yi bugün indirip, gelir vergisini yavaş yavaş 2 yıl içinde ciddiyle toplamaya başlamak olabilir. Bu şekilde toplam vergi gelirlerimizi azaltmış olursunuz. Bu bir mali genişleme yöntemidir.

Sumru Altuğ: Konferansı sonlandırıyorum. Katıldığınız için teşekkür ederim.

