

ABD EKONOMİSİ VE DÜNYA: YÜKSELEN PİYASALARIN ROLÜ

Ömer Aras: Sayın Konuklar, Değerli Basın Mensupları,

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği adına hepinizi saygıyla selamlıyorum. TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu tarafından düzenlenen “ABD Ekonomisi ve Dünya: Yükselen Piyasaların Rolü” başlıklı konferansımıza hoş geldiniz. Global piyasalardaki gelişmeleri, adeta nefeslerimizi tutarak izlediğimiz bu günlerde düzenlenen bu konferans, dünya ekonomisinin ne yöne gittiğini anlamak ve bu çerçevede Türkiye ekonomisine bakışımızı zenginleştirmek açısından önemli bir fırsat sunuyor. Toplantıyı düzenleyen TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu’na ve bu toplantıda değerli görüşlerini bizlerle paylaşacak olan katılımcılara teşekkür ediyorum.

Dünya ekonomik büyümesinin artık eskisi gibi ABD ekonomisine sıkı sıkıya bağlı olmadığını biliyoruz. Çin, Hindistan, Brezilya, Rusya ve diğer petrol ve doğal gaz üreticisi ülkelerdeki yüksek büyüme süreci devam ediyor. Dünya ekonomisindeki büyümenin yarısından fazlası gelişmekte olan ülkelerden geliyor.

Güçlü büyüme performansına beklentilerin de ötesinde devam eden Çin ekonomisi, milli gelir bakımından, son birkaç yılda gelişmiş ülkelerin çoğunu geride bırakmış durumda. Çin ekonomisinin 2008 yılında 3.7 trilyona yaklaşacak milli geliriyle Almanya’yı geçmesi beklenirken, 2007 yılı ikinci çeyreği itibarıyla Çin, Alman ekonomisini geçmiş bulunmaktadır.

2006 yılı itibarıyla dünyanın dördüncü büyük ekonomisi konumunda olan Çin’in, 2050 yılına gelindiğinde ise, 70 trilyona yaklaşacak milli geliri ile Amerika, Japonya ve Almanya ekonomilerini önemli bir farkla geride bırakarak birinci sıraya yerleşeceği öngörülmüyor.

1990 sonrasında dünya ekonomisinde derinleşen entegrasyon eğilimi, uluslararası piyasalarda önemli bir yeri olan ya da bu piyasalarda yer edinmeye çalışan bütün ülkelerde sanayileşme stratejilerini yeniden gözden geçirme baskısı yarattı. “Küçük ve efsanevi kaplanlar” olarak bilinen Hong Kong, Tayvan, Singapur ve Güney Kore’ye son dönemde Çin ve Hindistan’da eklendi. Asya’nın bir bütün olarak gelecekte Dünya ekonomik gücünün önemli bir çekirdeği olacağı ve 2025’e kadar toplam dünya üretiminin yarısını oluşturabileceği tahmini yapılıyor.

Şimdiye kadar dünya piyasalarında ancak küçük oyuncu olarak varlık gösterebilen gelişmekte olan ülkelerin bu konumu son yıllarda hızla değişmeye başladı. 2002 yılında dünya ihracatı içindeki payı bakımından Çin 5. Hindistan ise 30. sıradayken, 2006 yılında Çin 3. Hindistan ise 28. sıraya yükseldi. Dünya piyasalarındaki bu eğilimlerin gelişmekte olan ülkeleri nasıl etkileyeceği mutlaka üzerinde düşünülmesi gereken bir konudur. Çin ve Hindistan’ın son dönemde ortaya koydukları dikkat çeken başarıları, diğer gelişmekte olan ülkeleri, gelişmiş ülkelere göre daha fazla zorlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin, mevcut ekonomik yapıları ile, dünya piyasalarındaki bu sürece hangi düzeyde cevap

verebileceklerini iyi planlayamadıkları takdirde, uluslararası rekabet yarışında geride kalmaları kaçınılmaz olacaktır.

Değerli Konuklar,

Gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamikleri incelenirken, küresel sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki etkileri unutulmamalıdır. Dünya ekonomisindeki aktörler, son dönemde ABD kaynaklı bu dalgalanmanın sebep ve sonuçlarına odaklanmış durumda. ABD'deki riskli konut kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan problemlerle başlayarak, karmaşık finansal mekanizmalarla dünya piyasalarına yayılan bu dalgalanma, uluslararası finans piyasalarında uzun dönemdir süregelen likidite bolluğunun sonuna geldiğine yönelik endişeleri artırdı. Ancak; yapılan hesaplamalar, gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin devam ettiğine ve küresel likiditenin canlılığına işaret ediyor.

2002-2006 döneminde gelişmekte olan ülkelere giren sermaye miktarı 1,8 trilyon dolardır. 2002-2006 döneminde; küresel likiditenin artması, Türkiye de dahil, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerine önemli bir destek sağladı. Gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin, sadece 2007 yılında 620 milyar dolara ulaşması beklenmektedir ki, bu rakam tarihin en yüksek seviyesindedir. Türkiye'nin 2002-2006 yılları arasında yakaladığı yüksek büyüme-düşük enflasyon başarısında, söz konusu sermaye girişlerinin büyük bir katkısı olduğu unutulmamalıdır. Yurtiçi tasarrufların yetersiz olduğu ülkemiz ekonomisinde, yüksek büyüme rakamlarına ulaşılabilmesi adına sermaye akımlarının rolü, giderek önemini artırıyor. Türkiye ekonomisinin büyüme dinamikleri, uluslar arası likidite şartlarına daha bağlı bir yapı sergiliyor. 2002-2006 yılında Türkiye'ye giren sermaye miktarı 130 milyar dolardır. 2007 yılında ise, 20 milyar doları doğrudan yatırım olmak üzere toplam sermaye girişlerinin 60 milyar dolara ulaşması beklenmektedir ki bu rakam, son 5 yılda giren toplam sermayenin %46'sını oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin, dünya üretimi ve ihracatı içindeki payı artıkça, toplam tasarrufların dünya coğrafyası içerisindeki konumu da değişmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf fazlası global finansal akımlar içinde önem kazanmaktadır. Sermaye akımları sonucunda; gelişmekte olan ülkelerin rezervleri ve tasarruf fazlası, ekonomik ve finansal değerlendirmeler dışında kalan bazı tercihlerle hareket etmesi ihtimali uluslar arası finansal piyasaların karşı karşıya kaldığı yeni bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, yükselen gelirleriyle, sermaye birikimleri artan gelişmekte olan ülke şirketlerinin, gelişmiş ülkelerin stratejik olarak nitelendirilen sektörlerdeki varlıklara yönelmesi, "ulusal çıkar" kavramı çerçevesinde ekonomik ve politik tartışmaların gündeme gelmesine yol açabilir. Gelişmiş ülkelerin; enerji, ulaştırma ve büyük ölçekli sanayi şirketlerinin el değiştirmesine yönelik politikaları, potansiyel risk unsuru olmaya devam etmektedir.

Küresel piyasalarda yaşanan son dalgalanma, bizim gibi büyümesini yoğun dış kaynak ile finanse eden ekonomiler için ekonomik kırılganlıkları bir an önce minimuma indirmek üzere bir sinyal niteliğindedir. Her ne kadar bu yönde şimdilik bir korku bulunmasa da, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının durması ya da tersine çevrilmesi durumunda, ciddi önlemler alınması gerektiği açıktır. Bu dönemde, yurtiçinde ve yurtdışında

gelişmelerin çok yakından izlenmesi, iktisadi politikanın bu gelişmelere göre titizlikle oluşturulması gerekmektedir.

Türkiye ekonomisinin küresel dalgalanmalara karşı duyarlılığını azaltmanın yolu, katma değer üretiminin hızlandırılmasından ve bunun için gerekli yapısal dönüşümün bir an önce tamamlanmasından geçmektedir. Bu hedefe ulaşabilmemiz için verimlilik ve rekabet gücümüzü artırmamız en önemli önceliğimiz olmalıdır. Bu ise reform sürecine en kısa zamanda yeni bir ivme kazandırılması ve yeni yatırımların önünün açılmasıyla mümkündür. Bu amaçla, Avrupa Birliği süreci kesintisiz bir şekilde sürdürülmeli, kamu mali disiplininin hiçbir şekilde ödün verilmemelidir. Maliye politikası, yerli ve yabancı yatırımların artmasını sağlayacak ve kamu kesiminin üretim içindeki payını azaltacak şekilde tasarlanmalıdır.

Mali sistemin, uzun yıllar boyunca kamu açıklarını kapatmak amacıyla kullanılması, politik ve ekonomik istikrarsızlıklar, şirketlerin finansman maliyetini olumsuz etkilemiş, şirketlerin uzun vadeli finansman yaratma şansını kısıtlamıştı. Kamunun mali sistem üzerindeki baskısını daha da hafifletmek için, özelleştirme sürecine hız verilmeli ve buradan elde edilecek gelirin tümü kamu borç stokunun daha da azaltılmasında kullanılmalıdır. Böylece, kamunun toplam tasarruflar üzerindeki etkisi azaltılarak, özel kesimin finansman ürünlerinin çeşitlenmesi ve sermaye maliyetinin düşürülmesini sağlayabilecek bir finansal yapı oluşturulabilir.

Sayın Konuklar,

İç dengesizliklerin ortadan kaldırılması veya olabildiğince azaltılması, olası bir dış şokun olumsuz etkilerinin büyük ölçekte ve kalıcı olmasını engelleyebilecek yegâne unsurdur.

Türkiye'nin, yüksek büyüme hızlarının sürdürülebilmesi, dış talepten ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından daha fazla pay alabilmesine bağlıdır. Bu ise, yoğun bir yapısal reform sürecini gerektirmektedir.

Ürün ve işgücü piyasalarında yapılacak reformlar, üretim yapısında dönüşüm sağlayarak dış ticaret açığı ve bunun yol açtığı cari işlemler açığı sorununu hafifletecektir. Bunun da yolu, sektörlerin daha fazla katma değer üretecek biçimde geliştirilmesinden geçmektedir. Türkiye; ani enflasyon sıçramaları sonucu reel ücretlerin gerilediği, yerli paranın aşırı değer kaybı sonucu fiyat avantajının sağlandığı bir ekonomi olmaktan çıkarak, yüksek katma değerli ürünlerde rekabet eden bir yapıya kavuşmalıdır. Türkiye'nin oluşturması gereken rekabet stratejisinde,

- Üretim maliyetlerini düşürmeye yönelik önlemler alınmalı,
- Verimlilik artışları korunmalı,
- İhracatta, katma değeri yüksek ürünlere yoğunlaşılmalı,
- Para ve sermaye piyasaları, şirketlerin sermaye maliyetini düşürecek ve sermaye yapısını güçlendirecek şekilde derinleştirilmeli, aracılık maliyetleri düşürülmeli,
- Kayıt dışı ekonomi azaltılmalı ve kayıt içindeki firmaların esnekliği artırılmalıdır.

Benimsenecek yeni rekabet stratejisinde, sektörlerdeki yatırımların ve üretimin önündeki engeller tespit edilmeli ve ortadan kaldırılmalıdır. Bu çerçevede, yapısal dönüşümü teşvik

edecek ve verimliliğe, teknolojiye, inovasyona, AR-GE'ye yatırımları özendirerek politikalar geliştirilmelidir.

Global piyasalardaki gelişmeler, dünyada ekonomik dengeleri yeniden oluşturmaktadır. Türkiye de bu gelişmeleri dikkate alarak, değişen ekonomik yapıya göre mevcut ekonomik programını yenilemeli ve ekonomik dengeleri, sürdürülebilir yüksek büyüme hızları ile uyumlu olmak üzere yeniden tesis etmelidir.

Bugün tartışacağımız konunun, global piyasalardaki değişimler ışığında, düşük enflasyon oranı ve sürdürülebilir büyüme hedefimize ulaşmamıza katkıda bulunacağını umuyor, konuşmasını yapmak üzere, TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Direktörü Kamil Yılmaz'ı kürsüye davet ediyorum.

Kamil Yılmaz: Değerli Konuklar,

TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu olarak düzenlediğimiz "ABD Ekonomisi ve Dünya: Yükselen Piyasaların Rolü" başlıklı konferansa hoş geldiniz derken, hepinizi saygıyla selamlarım.

2007'nin başından bu yana ABD ekonomisinde ortaya çıkan yavaşlama eğilimlerine rağmen dünyanın geri kalanının ve özellikle de yükselen pazar ekonomilerinin hızla büyümeye devam etmesi, ABD ekonomisinin lokomotif rolünün azalmakta olup olmadığı konusunda tartışmaları başlattı.

Tabii ki, ABD ekonomisinin lokomotif rolünün bir anda azaldığını söylemek mümkün değil. Aynı şekilde, ABD ekonomisinin yaşadığı iş döngülerinin her aşamasının da dünya ekonomisi üzerinde benzer etkide bulunacağını iddia etmek de mümkün değil. Ayrıca, ABD ekonomisinin lokomotif rolünün azalması bir gerçek ise, onun yerini hangi ülke ya da ülkeler alacaktır sorusu da akla ilk gelen sorulardan birisidir. Bu süreçte Avrupa ve Japonya'nın rolü artacak mıdır, yoksa BRIC olarak adlandırılan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin midir daha önemli rol oynayacak olan ekonomiler? Türkiye gibi orta ve küçük ölçekli ekonomilerin önümüzdeki dönemde daha da belirginleşmesi beklenen bu süreçten nasıl etkileneceği de tartışılması gereken bir diğer konudur.

Bu sorulara verilecek yanıtların çok da basit olmadığını aslında çok veri yoğun analiz gerektirdiğini sizler de kabul edersiniz. Bu yüzden, dünyada belli başlı politika çevrelerinde yoğun tartışmalara yol açan bu konuyu biz de EAF olarak gündemimize aldık.

Bu amaçla, IMF'de küreselleşme ve uluslararası iş döngüleri alanında öncü araştırmalara imza atan IMF Araştırma Bölümü'nden Ayhan Köse'yi konuşmacı olarak davet ettik. Sayın Köse, IMF'de ve IMF dışında bu konuda yapılan çalışmaları ve tartışmaları özetleyen bir konuşma yapacak ve kısa zaman önce yayınlanan Dünya Ekonomik Görünümü raporu çerçevesinde 2008 ve sonrasında ilgili IMF'nin öngörülerini bizimle paylaşacak. Sayın Köse'nin bugün burada özetleyeceği araştırmalarla ilgili daha fazla bilgi sahibi olmak isteyen dinleyicilerimiz için IMF'de yazılmış olan üç raporu sizlere

dağıttık. Bu raporların kopyalarından edinemediyse, konferans web sitesinde vereceğimiz IMF bağlantılarından bu çalışmalara ulaşabilirsiniz.

Sayın Köse'nin konuşmasının ardından, hem Ayhan Köse'nin konuşmasını konuları yorumlamak hem de bu konuyu Türkiye açısından tartışmak için, akademisyenler, politika uygulayıcıları ve gazete okurları tarafından yakından izlenen ve takdir edilen bir iktisatçı olarak Sayın Ercan Kumcu'yu davet ettik.

Konferansımızın ikinci oturumunda, konuyu yükselen pazar ekonomileri ve Türkiye açısından ele alacak üç değerli iktisatçıyı dinleyeceğiz. Türkiye ekonomisini çok iyi bilen ve derinlemesine araştıran bu üç iktisatçı, Bear Stearns'ün yükselen pazarlar sabit getirili yatırımlar araştırma bölümü direktörlerinden Tim Ash, TCMB Araştırma Genel Müdür Yardımcısı Hakan Kara, ile Koç Üniversitesi ve Global Source Türkiye'den Murat Üçer'dir.

Bütün konuşmacılara davetimizi kabul edip geldikleri ve bilgilerini bizle paylaşacakları için EAF adına huzurlarınızda teşekkür ediyorum.

Sözlerimi noktalamadan önce, kısaca EAF'ın bundan sonra yürüteceği çalışmalar ve düzenleyeceği konferanslar konusunda sizi bilgilendirmek istiyorum.

• 25 Aralık'ta Harvard Üniversitesi'nden Profesör Dani Rodrik'in ana konuşmacı olarak katılacağı "Sanayi Politikası" başlıklı bir konferansımız olacak.

2008 yılı içinde düzenli aralıklara hem gündemde önemli yer tutan konuları tartışacağımız, hem de EAF bünyesinde yapılan çalışmaları özetleyen araştırma raporlarını kamuoyuna tanıtacağımız konferanslar düzenleyeceğiz:

- Anayasal demokrasi, Siyasi partiler ve ekonomi
- Büyümenin Finansmanı ve Yurtiçi Tasarruflar
- Bölgesel Asgari Ücret: Dünya Uygulamaları ve Türkiye'de Uygulanabilirliği
- Hizmet Sektörlerinde Rekabet, Düzenleyici Kurumlar ve Büyüme
- Dünya Ticaretindeki Eğilimler: Türkiye için Fırsatlar ve Tehditler

Yukarıda sıraladığımız başlıkların ele alınacağı konferansların yanı sıra, yurt içi ve uluslararası ekonomik konjonktürü değerlendireceğimiz konferanslarımızı düzenlemeye devam edeceğiz.

Başarılı bir konferans dilekleriyle, sunumun yapmak üzere Sayın Ayhan Köse'yi kürsüye davet ediyorum.

Ayhan Köse: Değerli konuklar, hoş geldiniz. Hepinizi saygı ve sevgiyle selamlıyorum. TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu'na bu önemli konuda düzenledikleri organizasyon için teşekkür ediyorum. Başta Ömer Aras ve Kamil Yılmaz olmak üzere Forumun bütün çalışanlarına, beni buraya davet ettikleri için ayrıca teşekkür ederim. Müsadenizle konuşmamın geri kalan kısmını İngilizce yapacağım.

Ladies and Gentlemen, Good Morning and Welcome to the Conference. I would like to thank the Economic Research Forum and the organizers of this event for inviting me. The title of my talk is “Decoupling the Train: Spillovers and Cycles in the Global Economy.” This talk is primarily based on the IMF’s World Economic Outlook, April 2007, Chapter 4; and October 2007, Chapter 1. Some of the background materials have already been circulated here today but as Kamil has already said if you are unable to get them here, you can find them on the Forum’s web page and they are also available from me upon request. I am a staff member of the IMF, but please note the following disclaimer: “the views presented here are my own views and do not necessarily reflect the views of the IMF or IMF policy.”

Let me start with a brief definition of decoupling. The decoupling view simply argues that a slowdown in US growth will not necessarily undermine the growth prospects in the rest of the world. In other words, even if there is a slowdown in the United States, the proponents of this view basically think that rest of the world can weather the storm in the US economy and can continue growing at a solid pace.

The next question is of course “who believes in the decoupling view?” There has been an extensive discussion about the merits of this view. A number of financial market participants subscribe to it, but at the same there has been a vigorous discussion about its relevance. I simply documented some quotes here from the weekly reports of different investment banks. I did not specify the names of these banks here for obvious reasons but I think it is interesting to see how these views have been evolving even in a very short time period. For example, on August 16, right in the middle of the global financial market turbulence, one investment bank report stated that “we believe in decoupling.” Four days later, another investment bank report said “decoupling view has already lost its credibility.” On September 4, a different investment bank noted that “the real test for decoupling is yet to come,” and, on September 19, another investment bank announced that “decoupling view stands on solid ground.”

My objective today is not to take a stand on the relevance of the decoupling view, and it is not to discuss whether it has any merits. My objective here is to simply to try to provide the results of some recent research we have conducted at the IMF to inform the debate, and hopefully say something about more general issues such as spillovers and cycles in the global economy.

Let me briefly go over the outline of my talk. First, I am going to set the stage using an old metaphor “what happens when the United States sneezes?” Then, I am going to talk about the importance of the US economy. There are lots of numbers floating around and claims about the changing role of the US economy and I am going to try to shed some light on how relevant those statements. Next, I am going to look back and think about the implications of the past US slowdowns and recessions for the rest of the world. We of course live in an increasingly integrated world economy and I am going to discuss different channels of transmission, trade flows and financial flows next. Since most of the discussions on decoupling focus on the Asian economies and their potential in terms of

decoupling from the United States, I will specifically discuss the emerging Asia case and report our findings. Finally, if I have enough time at the end of my presentation, I am going to talk about the global prospects in 2007 and 2008 in light of the recent forecast coming from the World Economic Outlook.

Let's set the stage. The basic question is that "when the United States sneezes what happens?" The discussion is not simply about decoupling, but how relevant is this old metaphor "when the United States sneezes, the rest of the world catches a cold" in an increasingly integrated global economy. And ultimately what we are discussing is "whether today is somewhat different than yesterday?" The last 2-3 years appear to be somewhat different, and then the question is "how sustainable is this trend?" What I mean is that in the past when the US sneezed, the rest of the world got some type of disease and if you look at the specific regions and countries in fact when the United States sneezed Latin America usually got pneumonia, Japan and emerging Asia got some type of cold. This graph shows the behavior of GDP growth in the United States and the group of Latin American countries. The shaded areas denote the US recessions. What we see is that whenever there was a recession in the United States, the Latin American economies suffered as well. In particular, the growth declines in the United States coincided with growth slowdowns in Latin America. If you look at a similar graph for Japan and emerging Asia, you see that indeed growth declines in the United States are associated with growth declines in these economies as well but the extent of the slowdowns in Japan and emerging Asia was somewhat smaller than what we observed in Latin American economies.

In the past 2-3 years though, the US economy has been slowing down, but the rest of the world has been growing rapidly. In fact, since 2004 the average world growth has been much more rapid than at any time since the early 1970s. That has led to the discussion of decoupling and the changing dynamics of the world growth. In early 2004, for example, there was a very interesting piece in the Economist basically announcing this change with the following statement: "The idea that the world economy was pushed along in an American super market trolley was always an exaggeration. The difference now is that rest of the world is doing more of the carrying."

Let me quantify this statement. Here is a graph of the behaviour of growth dynamics in emerging markets, the United States and other advanced economies over time. What has been going on since 2004? The US economy in a sense has been moderating but emerging market economies have been running on all four cylinders. They have been doing extremely well and at the same time carrying the world growth.

One of the most dramatic changes we have observed during the past three decades has probably been the change in the center of gravity of the world growth and how the center of gravity has shifted from advanced economies to the group of emerging markets and developing countries. This graph displays the contribution to the global growth of different countries and regions. In the 1980s and 1990s, the US's contribution to the world growth was around 20 percent and the contribution of the group of the United States, euro area, Japan and other advanced countries, was around 50 percent. This

number was in the 1990s close to 40 percent. You come to the 2000s, what you see is that the contribution of this group shrunk from 50 percent to around 35 percent. The contribution of the US economy to world growth went down from 20 percent to slightly above 15 percent. What happened is that the emergence of China and India and integration of a number of emerging markets into the global economy along with the superior performance of commodity exporters contributed a lot to the world growth and we ended up with what we've seen since 2004: extremely bright global growth performance despite the developments in the United States and other advanced economies.

In light of this discussion, the big question going forward is “whether the glass is half full or half empty?” I think there are good reasons to think that the glass is half full. First, whatever has been going on in the United States, the important point to note is that these have been so far specific to the certain sectoral developments in the United States. The US economy has been going through a severe housing market correction and this has been leading to some market dislocations in mortgage and especially sub-prime markets. Second, trade linkages with the United States are quite strong but relative to two decades ago these linkages are less important for a number of countries than they used to be. They are still very strong but they are less important now. In addition, as I have mentioned earlier, the growth momentum in other parts of the world has been very strong so there are good reasons to think that the glass is half full when we think about the growth prospects for the global economy.

On the other hand, there are also good reasons to think that the glass is half empty. First, we are probably in the middle of a growth slowdown in the United States. What we know is that when we go through these slowdown periods, it is extremely difficult for us as economists to predict turning points in economic activity. In other words, it is a difficult period to predict whether we will have a recession or not. Second, while trade linkages have been changing in a somewhat favorable fashion, financial linkages have been largest ever and the US economy has been sitting at the center of global financial markets. Market dislocations in the US financial markets had implications for some of the European economies. And more importantly, as much as the impact of the US growth on the world growth has declined over the past two decades, the US economy still remains the world's largest economy. The five largest emerging market economies, China, Mexico, Korea, India and Brazil, account for 25 percent of world GDP but at the same time their contribution to world trade is only around 15 percent. So as much as we want these emerging market economies to support the world growth going forward, it is going to be difficult because the US economy is still the major customer in the world and it is hard to replace its massive economic weight.

To have an informed debate about decoupling, my talk will focus on the following questions:

The first question is that “what have been the global repercussions of past US recessions and slowdowns?”

The second one is “how much do shocks to the US economy affect macroeconomic conditions elsewhere?”

And the third one is that “what are the roles played by regional factors?” so we can understand whether certain regions such as emerging Asia can support the world growth going forward.

Let me briefly tell you the main messages: our findings suggest that the old saying “when the US sneezes, rest of the world catches a cold” is still relevant. Having said that, the importance of growth spillovers from the United States to the rest of the world should not be overemphasized. There is a difference between recessions and slowdowns in the United States and their implications for the world economy. In particular, spillovers are much larger during recessions than during mid-cycle slowdowns.

Another important result is that when we think about whether there will be a global recession we should remember that previous episodes of global slowdowns were the result of global developments and worldwide shocks, not the US specific shocks which we observe now. Policy responses can moderate adverse effects of US spillovers and thanks to the robust macro frameworks around the world in a number of countries, and especially in emerging markets, these economies have the necessary ammunition to respond to adverse developments in the US markets by employing forward looking expansionary policies, if necessary. Regional factors have indeed been becoming more important so there is reason to be optimistic about the potential of emerging Asia to continue to grow. However, whether this region by itself can be a growth engine for the world economy, that has to be seen. And, ultimately, if the US slowdown continues to be limited with certain sectors and financial market conditions are restored in a timely fashion, spillovers to other countries could remain limited. However, if the current downturn spreads to consumption and business investment in the United States, then we might have a different ball game, and the slowdown could turn into a full blown recession with much larger cross border implications for other countries.

Let me get to this critical question: “how important is the US economy?” The US economy is by far the world’s largest economy, the largest customer of goods and services produced in the world, and the second largest exporter after the euro area when you think these countries as a single entity. Export exposure to the United States has continued to increase and the US financial markets play a critical role in global financial markets. This graph simply shows the shares of world GDP at market exchange rates accounted by different countries and regions and how these shares have changed from the late 1980s to the early 2000s. The United States accounts for 30 percent of the world GDP, the share of the group of emerging markets is still less than 15 percent. The US is the second largest exporter as a single entity after the euro area as it exports approximately 12 percent of the world goods and services. Emerging markets have done extremely well in the later periods and now they account for 15 percent of world exports. This is very important: the United States is the largest importer in the world and I am going to discuss very soon what happens to the US imports during recessions and what kind of implications that could bring. The US imports account for 20 percent of global

goods produced. Once again, emerging markets have done extremely well but their combined contribution is still less than 15 percent. And, ultimately the United States is by far the largest financial market. If you simply look at the extent of stock market capitalization around the world, the US economy basically accounts for close to 50 percent of global financial markets. Emerging markets are still rather small despite the fact that they have been growing very rapidly.

So, from a simple accounting perspective, the United States is still a major player in the global economy and adverse developments in the United States could have important implications. In addition, the export exposure to the United States, which is the share of exports to the United States as a share of GDP, has continued to increase for a number of countries. And the United States is still the number one customer for a number of countries. Even countries where the US share of total exports has declined as their trade openness has increased, the United States has still remained as their number one customer. It is a bit tricky to read this graph but the important point is that for especially Latin American countries the importance of the US economy has been increasing, but this is not the case for emerging Asia where its importance has been declining a little bit.

Let me turn to the question of “what have been the global repercussions of the past US recessions and slowdowns?” So, we would like to learn what happened in the past to have an informed opinion about what could happen in the future. How do we define recessions? Recessions in the United States are defined as two consecutive periods of negative growth. These periods are quarters in our framework and since the early 1970s, the recessions were in 74-75, 1980, 81 and 82, 91 and the last one was in 2001 which was a very short one. The average decline in the growth rate during the recessions relative to the growth in the previous year was around 4 percentage points. What about the mid-cycle slowdowns? These are periods during which US output was below potential and with this definition there were two midcycle slowdowns, one in 1986 and the other one in 1995. The average decline in growth was slightly above 1 percentage point in the United States during a slowdown. What is important to observe here is that recessions are far more important to worry about when it comes to the global implications of developments in the United States. This graph shows the dynamics of GDP growth in different regions of the world during recessions and slowdowns. What we see is that during the US recessions almost all regions in the world basically suffer. In contrast, during slowdowns, almost all regions in the world do continue growing. So, the implications of recessions are much more painful than slowdowns.

Let me talk a little bit about the emerging Asia and how the emerging Asia performed when there was a recession in the United States. This graph shows the changes in GDP growth in emerging Asian economies during recessions in the United States and as you can see during each recession growth in the region declined. When there was a recession in the US, emerging Asia suffered from it and on average the growth decline was higher than 1 percentage point. When we look at the fraction of economies experiencing growth declines in the region during recessions, we see that in every recession, the majority of the economies in the region had experienced growth declines and, on average, close to 70 percent of countries had a growth decline when there was a recession in the US.

In the case of slowdowns, the story is different. The region was able to continue growing and the fraction of economies with growth declines was much smaller.

Let me get to the next issue: channels of transmission associated with trade and financial linkages and how important these channels are. First, trade linkages. I think the important point here is that when there is a recession in the United States, the US import growth turned sharply negative primarily because the US imports were strongly pro-cyclical due to the high import share of cyclically sensitive components of domestic final demand. So, when the US consumer stops spending that has important implications for the US imports and during recessions those implications appeared to be aggravated.

Countries with the greatest export exposure to the United States usually experienced the largest declines in output growth during recessions. Let me quantify this statement. This graph shows the real import growth during recessions and slowdowns, blue bars are associated with recessions and brownish bars are the slowdowns. In every recession, there was a sharp decline in US import growth but during slowdowns the US import growth continued. This graph displays what happened to countries with relatively higher export exposure to the United States and compare that with countries with relatively lower export exposure. The red bars are the ones with relatively high export exposure and blue bars are the ones with low export exposure to the United States. What we see is that higher exposure to the United States often implies more severe growth declines for industrial countries as well as for emerging markets. There is another way of thinking about the importance of trade linkages when we focus on a more general definition of trade openness. In the case of industrial countries, the behavior of the groups with respect to trade openness did not change much when there was a recession but in the case of emerging market economies with higher degrees of trade openness, they definitely suffered more than those with a relatively lower degree of trade openness.

Another important channel transmitting business cycles across countries is financial flows. Here what happened is that during the past US recessions, we observed a declining stock market prior to recession or during the recession and because of the strong equity price linkages, stock prices also tended to fall in other economies. On the other hand, the US stock market did not decline during the mid-cycle slowdowns including the current one. This graph shows the stock market performance during recessions and slowdowns in the United States and again the blue bars are associated with recessions and the brown bars are slowdowns. What you see is that right before recessions stock markets started losing some ground and during the recessions they tended to decline. In the case of slowdowns, however, that is not the case, stock market was basically gaining ground. There is a difference in the behavior of overseas stock markets during the bull and bear markets in the United States. In particular, stock market correlations increase during the bear markets so what we observe interestingly when the US stock market goes down for more than 5 percent, the correlations across stock markets for that period increase dramatically. In the case of Latin America, the correlation goes all the way up to 0.7 and for the emerging market economies it is around 0.7 as well. This is not the case when the stock market is gaining ground so there is some kind of asymmetry. Financially more

integrated emerging market economies suffer more during the US recessions than those that are relatively less open to financial flows. This is not the case for the group of industrial economies when we split them into more and less financially open.

Let me turn to another question: “How important are the US shocks for other economies?” This is of course an important question because of the period we are going through. There are many different ways to think about this question. The World Economic Outlook chapter employs a variety of methodologies to answer this question. Here I am going to report only one set of results focusing on spillovers and interactions with trade and financial linkages. In particular, we look at how different regions respond to a growth decline in the United States. Not surprisingly, countries or regions with stronger trade linkages with the United States suffer more when there is a decline in the US growth. For example, Canada, Latin America and Caribbean economies suffer the most. The emerging Asia is also significantly affected by the US growth declines but the impact on emerging Asian economies is much smaller than those that are in the Americas. So, “what is the impact of a one percentage point decline in the growth in the United States on the growth in other regions?” What happens is that Mexico’s growth declines by close to 0.4 percentage points, Canada’s close to 0.5 and Latin America as a whole around 0.3 percentage points and emerging Asia’s growth declines by around 0.1 percentage point as well.

The next question I would like to focus is that “What are the roles played by regional factors?” This is very important when we think about the emerging Asia’s ability to decouple and the reason is that recent discussions have increasingly focused on the potential of this region decoupling from the United States and possibly replacing the United States as an engine of global growth. “What does decoupling of Asia mean?” It means that emergence of a regional cycle in Asia independent of global economy and primarily driven by autonomous changes in regional demand. These changes in regional demand are somehow related to regional factors capturing the developments in the region. How can we test the hypothesis that regional factors have been becoming more important over time? In the World Economic Outlook chapter, we employ a dynamic factor model and look at the importance of regional factors over two periods, 1960-1985 and 1986-2005. The results indicate that the global factor has on average become less important over time but the regional factors have become more important especially in regions where intra-regional trade and financial linkages have increased substantially. This graph shows the contributions to macroeconomic fluctuations of global and regional factors around the world. The European economies have been going through a major integration process because of the changes in trade dynamics and financial linkages along with the synchronization of macroeconomic policies as well as regulatory policies and for Europe, global shocks have obviously become less important at the expense of regional shocks. In emerging Asia and Japan as well, the global factors have been becoming less important and the regional factors have been becoming more important in driving the growth dynamics in that part of the world. In the North American economic space, primarily because of the NAFTA, we see a higher degree of synchronization of cycles in Canada, Mexico and the United States as well telling us that regional factors have been playing a more important role in explaining domestic macroeconomic fluctuations.

Let me summarize the results: The old saying that “when the United States sneezes the rest of the world catches a cold remains” relevant. However, we do not want to overemphasize the importance of the growth spillovers from the United States to other parts of the world. We would like to be very careful when we talk about slowdowns and recessions. During the recessions, the rest of the world often suffers while during slowdowns that is not the case. Previous episodes of global slowdowns were the results of worldwide developments, not shocks specific to the United States. There are good reasons to think that most economies can respond to adverse developments in the United States by employing forward looking policies, if necessary. Regional factors have been becoming more important. This could be interpreted as good news for some emerging market economies, especially the ones in Asia. Ultimately, if the US slowdown continues to be limited with certain sectors and financial market conditions are restored in a timely fashion, we think that spillovers to growth elsewhere could remain limited. However, if the current slowdown spreads to consumption and business investment in the United States and the slowdown turns into a full blown recession, then we expect much larger cross border spillovers and adverse growth effects for other regions.

So far, I basically talked about the results of our recent research. Let me play the role of a forecaster for the last 5 minutes and tell you what we think about the global growth prospects in 2007 and 2008. Before playing that role though, I am going to talk about what happens when there is a financial shock in the US economy, as we would like to understand the potential implications of such a shock for the US economy as well as for other regions.

If there is a large persistent financial disturbance centered on the United States, I mean a shock involving the following three events together: a 10 percent decline in house prices, a 10 percent drop in equity prices and 50 basis point widening in the term premium. In the face of such a shock, financial market conditions are going to get worse dramatically. We think this would have a substantial adverse impact on global activity with spillovers from the US economy through trade and financial linkages. It could induce a correction in housing markets around the world as well. In contrast, if such a financial shock is temporary that means it is quickly reversed, that would have a much smaller macroeconomic impact. Let me show you the basic results coming from the simulations of a large scale macroeconomic model. If there is a sustained shock in the United States, we expect this shock to shave off roughly 2 percent of growth in the United States with substantial implications for other advanced economies and emerging market economies. For example, it would reduce the growth by 0.5 percent in other groups. If the shock is temporary, the global implications could be manageable as it would reduce the growth in the United States by close to 0.8 percent and for other groups the growth decline would be around 0.2 percent.

What are the global growth prospects for 2007 and 2008? In the July 2007 World Economic Outlook update, we were more optimistic about the world economy. Our baseline projections now have been marked down moderately in light of recent developments. We still think that the global economy is going to grow at a solid pace.

The global growth was 5.4 percent in 2006 and we think in 2007 it is going to be around 5.2 percent but it is going to decelerate in 2008 to 4.8 percent. The largest downward revisions are in the United States and in those countries that trade heavily with the United States, such as Canada and Mexico and parts of emerging Asia. Our baseline projections assume that financial market conditions are restored in a timely and healthy fashion. The baseline also assumes that the Federal Reserve would cut interest rates by further 25 basis points by the end of the year. In the October issue of the World Economic Outlook, we forecasted 50 basis points cut by the end of the year and the Fed has already cut by 25 basis points. This baseline assumes that there is another 25 basis points in the cards till the end of this year. Our baseline also assumes that the European Central Bank and the Bank of Japan are going to refrain from interest rate increases through the end of the year.

On this basis, we believe that sound fundamentals will continue support solid economic growth around the world. However, the risk to the baseline are distinctly on the down side with a 15 to 18 percent chance of the global growth declining to 3.5 percent or less in 2008. In 2006, the global growth was around 5.4 percent, and it 2.9 percent in the United States. Our 2007 July forecast and now 2007 October forecast are pretty much identical for the United States for this year. We think that the US growth is going to moderate but the implication for this year is rather small, for the advanced economies as well, and thanks mostly to the emerging market economies, the world growth forecast is not going to change for this year from our July update. In 2008 though, we expect the growth moderation in the United States to continue and the growth in the United States is going to go down by close to 1 percentage point so from 2.8 percent to 1.9 percent relative to the our earlier forecast. For the world, as I have already said the growth is going to be around 4.8 percent, for advanced economies it is going to go down from 2.8 to 2.2 percent and emerging market economies are going to do well with a growth rate of 7.4 percent in 2008.

Basic conclusion from this global perspective is that the recent financial turbulence would moderate economic growth around the world particularly in advanced economies. However, we still believe that the global growth is going to be strong especially in emerging markets but there are downside risks and those risks still dominate. Let me now repeat the simple question I raised at the beginning of my presentation on “whether the glass is half full or half empty.” I think it is still half full, but the big question is that how long it is going to stay half full.

And with that observation, let me stop here. Thank you very much.

Ercan Kumcu: Hepinize günaydın. Ayhan Bey’e çok teşekkür ederiz. Hakikaten çok dengeli ve konunun neredeyse her tarafını birlikte inceleyen açık nokta bırakmayan bir prezantasyon yaptı. Ben de bir şekilde bu konulara değindikten sonra konuyu biraz özellikle gelişmekte olan ülkelere ve spesifik olarak Türkiye’ye getirmek istiyorum.

Amerikan ekonomisi dünyanın diğer ekonomilerinden ayrışıyor mu sorusunun arkasında bana öyle geliyor ki inşallah ayrışyordur gibi bir beklenti var. Çünkü Amerikan

ekonomisi 2000'li yıllarda kendisinden beklenen rolü iyi oynadı. Neredeyse bütün dünyayı ayağa kaldırmakta çok önemli bir fonksiyon icra etti ama şimdi sanki artık Amerikan ekonomisi sallanıyor, inşallah bu sallantı bize bir şey yapmaz gibi bir umudumuz var. Bu ne kadar doğru? Bana öyle geliyor ki aksine Amerikan ekonomisiyle dünyanın diğer ekonomileri arasındaki etkileşim çok daha güçlü hale geliyor. Zaten Ayhan Bey'in prezantasyonunda da vardı, dikkat ettiyseniz gelişmiş ülkelerle Amerikan ekonomisi arasındaki paralellik çok daha yakın. Yani Amerikan ekonomisi resesyona giriyorsa gelişmiş ülkeler de benzer bir şekilde resesyona giriyor ya da mid-cycle slowdown, az bir büyümede küçülme olduğu zaman da aynı şekilde paralel. Gelişmekte olan ülkeler ise bir parçacık daha uzakta tabii burada çok önemli olan şey ekonomilerin birbirlerini etkileyen kanalların ne kadar açık olduğu ile ilişkili. Yani bugün bir İngiltere ile bir Almanya ile Amerika arasındaki tüm iletişim kanalları neredeyse 1960'lardan beri hatta belki 1920'lerden beri görel olarak oldukça açık. Bunu hem finansal kanalda görebiliyoruz hem mal ve hizmetler kanalında. Şimdi baktığımızda artık bu kanallar gelişmekte olan ülkelerle Amerika ya da daha genelde gelişmiş ülkeler arasında da çok artmaya başladı. Mesela burada dağıtılan dokümanlardan bir tanesinde Çiğdem Hanım'la Ayhan Bey'in yazdığı bir makalenin 41. sayfasında bir grafik var, dünyada ticaret ve finansal liberalizasyonun yapan ülkelerin toplam içindeki payları, 1984'ten sonra dış ticaret liberalizasyonunda müthiş bir hızlanma var, hem de finansal liberalizasyonda. Bu yaklaşık 2000 yılında duraklıyor ve finansal liberalizasyon olmuş ülkeler 1960'tan 84'e kadar %20 civarındayken bugün dünyanın %60'ı finansal liberalizasyon noktasına gelmiş. Dış ticaret liberalizasyonu 84 öncesi dünyanın %30'u serbest ticaret diyelim yapıyorken bugün bu oran %80'lere gelmiş. Demek ki ekonomilerin birbirlerini etkileyecek kanallar çok daha güçlenmiş. O nedenle 2000 yılından sonra ki açıkçası elimizde data yok, 2001 yılından sonra Amerika resesyona girmedi dolayısıyla Amerika resesyona girerse gelişmekte olan Asya ülkeleri ne yapar, Latin Amerika ülkeleri ve diğerleri ne yapar sorusuna ancak geçmiş dataları kullanarak tahminler yapıyoruz ama elimizde yeni dünyanın yapısı yok. O nedenle orada sıkıntılarımız var. Benim beklentim eğer önümüzdeki dönemde Amerika'da ya da gelişmiş ülkelerin herhangi bir tanesinde bir resesyon oluşursa bundan herkes payını alacaktır. Gelişmekte olan ülkeler geçmişe göre daha fazla payını alacaktır yani geçmişte kendileri çok daha izole durumdayken.

Belki asıl üzerinde durulması gereken burada Ayhan Bey bir kelime söyledi ama ondan sonra şey yapmadı, half full kısmında bir şey olursa da politika reaksiyonlarıyla gelişmekte olan ülkeler bu işleri çözebilirler ya da en azından etkiyi asgariye indirebilirler, yanlış anlamadım herhalde. Yani etkiyi hafifletecek mekanizmalar bulunabilir. Genişletici politikalarla diye. O konularda da benim bir takım kaygılarım var, onları da sizinle paylaşacağım.

Şimdi birkaç rakam da ben size göstermek istiyorum. Gördüğümüz gibi GSMH içinde Rusya'yı dışarıda bırakırsanız, yine bu eski komünist Avrupa ülkelerinde measurement sorunu olduğunu düşünüyorum, bütün gelişmekte olan ülkelerde ve mesela bir Çin'e baktığımızda dünyadaki payını satın alma gücü bazında 3 katı arttırmış. Bu kanalın ne kadar güçlendiğinin ifadesi. Bir diğer şey, bunlar cari dolar kuruyla yapılmışlar yani satın alma gücü yok burada, ABD büyük ama ticaret açısından baktığımızda dünya gelirin %68'inin sahibi ülkeler, mal ve hizmet ticaretinin %28'ini yapıyor yani asıl ticaret

dışarıda böyle bakarsak. Bir başka nokta, gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkelerin rakamlarını karşılaştırsak, yabancılar bize hep dış borcunuzun milli gelirinizin içinde payı ne, ya da kamu finansmanında kamu ne kadar borçlu diye bakarsanız aslında çok enteresan bir rakamlar dizisi bu, gelişmiş ülkelerin durumu bayağı kötü. Yani gelişmiş ülkelerdeki bankacıların baktıkları gözle gelişmiş ülkelere bakarsak İngiltere %60'larda, Japonya mesela özellikle son 10 yılda bir hayli mesafe kaydetti kamu finansmanının kötüleşmesi konusunda ve dış borçlarına baktığımızda tabii burada aslında bilançonun yükümlülük kısmına bakıyorum yani aldatmasın sizi, tabii bu tarafta da borç verdikleri var yani net borca bakmıyorum, dış borç deyince biz de öyle yapıyoruz. net dış borcu konuşmuyorum, brüt dış borcu konuşuyorum ve Japonya ve ABD hariç hepsinin milli gelirleri içinde dış borçları bir hayli şey. Kötü diye takdim ediyorum size ama bu aslında financial integration'ın finansal bütünlüğün getirdiği bir şey. Fakat bunun yanına aynı rakamlara gelişmekte olan ülkelerde baktığınız zaman çok daha makul. Yani mesela kamu borçlarına bakın, Brezilya'da %50'nin altında, Türkiye'de %60, Hindistan'da %60, Asya'ya geldiğinizde çok daha düşük. Eskiden bu rakamlar çok büyüktü, bunlar 2005-2006 tahminleri, yani çok iyileşti. Dış borçlara baktığımızda yine aynı şekilde, müthiş bir iyileşme var. belki risk açısından baktığımızda gelişmekte olan ülkelere çok büyük bir risk yok ve belki bu da şunu açıklıyor, Amerika'daki bu konut kredileri sorunu çıktı, aslında bizim gibi ülkelere ilgi arttı çünkü hakikaten bu rakamlar bu ülkelerin olumlu yönde yol aldığını gösteriyor.

Dış ticaret hacimleri, burayı geçiyorum, mesela bütçe dengesine bakın, çok az ülkede bütçede açık var neredeyse. Çin, Hindistan, çok büyük değil ama açık var ama Rusya, Güney Afrika, Brezilya, Tayland yani geçmişin tabiri caizse ne kadar belalı ülkesi varsa onların hepsi korkunç sıkı bir bütçe, yani makroekonomik dengeler açısından önümüzdeki döneme yönelik risk açısından birçok gelişmekte olan ülke çok iyi durumda. Bu da aslında iyi olmaları, bir takım politika zorluklarını da beraberinde getiriyor. Şimdi bunu biraz Türkiye kapsamında konuşmak istiyorum.

Biz aslında gelişmekte olan ülkeler içinde bir istisna içindeyiz cari açık veren ülke olarak. Çünkü gelişmekte olan ülkelerin önemli bir bölümü aynı zamanda ham madde ve diğer kıymetli üretim maddeleri üreten tabii kaynakları olan ülkeler de oldukları için ve o maddelerin şişmesiyle de, petrol olsun, çinko, bakır olsun neyse, çok ciddi dış gelirleri var, dolayısıyla hepsinin cari fazlası var. bir tek bizim gibi ve Avrupa civarındaki ülkelerde cari işlemler açığı söz konusu ve büyük oranda. Cari işlemler açığının kaynağına baktığımız zaman aslında bir tasarruf dengesi açısından bakarsak cari açığı yaratan tamamen özel kesimin tasarruf eksiği. Halbuki geçmişe, 2001 öncesine baktığımızda kamuda müthiş bir tasarruf açığı var, buna mukabil özel sektör müthiş bir tasarruf fazlası veriyor, üç aşağı beş yukarı kamu açığını özel kesim kapatıyor, dolayısıyla dış kaynağa fazla ihtiyaç olmuyor. İşte o dönemde düşük cari işlemler açığı ile yaşarken birden bire 2002'den sonra özel sektör tasarruf fazlasını hızla eritiyor ve şu anda ekside. Yani özel sektör tasarruf açığı vermeye başladı. Buna karşılık kamu sektörü tasarruf eksiğini yok etti. Yani kamu bekleneni yaptı. Müthiş bir maliye politikası ve bütün tasarruf açığını yok etti dolayısıyla cari işlemler açığının tümü özel sektörün tasarruf açığı.

Şimdi tabii cari açığı nasıl mücadele edeceğiz deyince bu resimden şöyle bir sonuç çıkıyor. Özel sektörün tasarruf açığını azaltmamız lazım. Tabii bunun sonuçları hoş değil. Nasıl azaltacaksınız? Çünkü şunu demek çok gerçekçi değil, özel sektör bu kadar çok tasarruf açığı veriyorsa o zaman söyleyelim kamu da daha fazla tasarruf fazlası versin ve bunu yok etsin. Bu da çok gerçekçi bir yaklaşım değil. Yani milli gelirin %15'ine varan tasarruf eksiğinden 0'a getirmiş bir kamuya bir %8 de fazla ver de %8'e varan cari açığımızı kapatalım demek, o zaman devleti küçültmekten çok artık devleti ufak ufak yok etmeye doğru giden bir şey olacaktır. Bu ne siyasi açıdan ne de iktisadi açıdan gerçekçi de değil. Diyebilirsiniz ki kamu bu kadar disiplinliyse, yalnız Türkiye'de değil bütün dünyada, o zaman gelişmekte olan ülkelerde genişletici politikalar için yer var, ben bunun da çok gerçekçi bir tavsiye olduğunu düşünmüyorum. Çünkü kamuya ipleri gevşet dediğiniz zaman daha sonra o ipleri geri çekmek yıllar alıyor. O bakımdan çok fazla kamuya, sen kamu açığı ver de iktisadi dengeler daha kabul edilebilir noktalara gelsin tavsiyesi de tavsiyeye şayan değil diye görüyorum.

Türkiye'de ekonomik büyümeye baktığınızda iç talep, dış talep, gayri safi yurtiçi hasılanın büyümesi, aslında Türkiye'nin öyle ihracata dayalı bir büyümesi falan yok. Türkiye, 70 milyonun tüketimi ve yatırımı ile büyüyen bir ülke. Yani müthiş bir iç talep büyümesi var. yani son 3, en fazla dört 3 aydır yani son bir yıldır dış ticaretten pozitif bir etki geliyor. Onun dışında Türkiye'nin tarihsel büyümesi her zaman iç talepten gelmiştir. Burada demin söylediklerimi biraz daha güçlendirmek için, bu iç talebin de ana unsuru özel kesimdir. Kamu sektörü aslında talep büyümesine çok fazla katkı yapmıyor. Hatta eksi olduğu yıllar bile oldu, 2002 yılı programının hemen ardında.

Tabii burada bir başka çelişki de ortaya çıkıyor. Gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye özelinde bunu daha iyi yaşıyoruz, para politikası enflasyona odaklanmış, maliye politikası da kamu borçlarının idaresine odaklanmış, böyle bir ayrışım var. bu ayrışım çerçevesinde ülkelerin geleceklerini tayin etmekte çok fazla esneklikleri yok. Peki bu amaçları kaldıralım da ellerindeki araçlar dengeleri değiştirebilecek noktada mı? Ben ondan da pek emin değilim. Örneğin Türkiye'ye bakıyorum, hatta Çin'e de bakabiliriz, faizler iniyor, artıyor bir şeyler oluyor, bana sorarsanız iç ekonomik dengeleri etkilemekten ziyade dış ekonomik dengeleri daha fazla etkiliyor. Mesela Çin 6. veya 7. veya 8. faiz artırımları, büyümelerinde pek bir şey görmedik, 11.5 gibi büyüyorlar. Türkiye'de de reel faizler cinsinden hala yüksek diyebiliriz, büyümede bu kadar yüksek reel faiz veren bir ülkenin büyümesi gibi değil. Büyümeyi farklı sektörler farklı hissediyor olabilirler ama bu arada devamlı dış dengeden kaynaklanan yerli paranın değer kazanması var. bununla da mücadele etmenin olanağı yok. Bu da tamamen yurtdışındaki genel havanın bir fonksiyonu. Yani gelişmekte olan ülkelerin ekonomik dengeleri bir yerde dış dünyanın ekonomik dengeleriyle çok daha iç içe hale gelmiş, bu da bu transmission mekanizması yada etkileme kanallarının çok daha güçlü hale gelmesine neden oluyor.

İzninizle ben burada keseyim, sorularınız olursa cevaplamaya çalışırım. Teşekkür ederim.

Ayhan Köse: Let me first thank Mr. Kumcu for his very valuable insights. Before we move to the questions, I would like to make some additional remarks. I am going to speak English just to prevent some potential problems associated with translation.

What I tried to say is that a number of emerging market economies are in a better position to deal with the adverse effects of developments in the United States. And I think this is the same as what Mr. Kumcu was talking about in a sense that they are in a better position especially in terms of their debt dynamics. One potential problem in these economies is that how to cope with large capital inflows. Capital inflows basically appear to be the main reason why we observe appreciation of the currencies as well as the difficulties associated with macroeconomic management in some of these countries. In the latest issue of the World Economic Outlook, we tried to look at a comprehensive sample of episodes of large capital flows around the world and try to elicit some lessons from these episodes. I think that there are some policies these countries can consider. For example, the results indicate that fiscal policy is an important tool to use mainly because of its impact on domestic demand. But as Mr. Kumcu said it could be difficult to employ such policies in some countries.

At the same time, in a number of countries, we observe the accumulation of large reserves. We are in a sense in a different period than what we observed in the past and what we usually experienced in the past in the sense that these countries would probably have not the typical balance of payment problems and financial crises they used to have in the past but they are probably going to continue having difficulties in designing macroeconomic policies to effectively cope with large inflows. Primarily because most of these economies are rather small and financial flows are relatively large, the policy decisions are rather difficult. One policy prescription commonly advanced is employing some types of controls and our findings suggest that these controls most of the time do not work, especially when they are in use for a prolonged period of time. Sterilized interventions appear to work initially but after awhile they become ineffective as well. I think when it comes to monetary policies in terms of managing large inflows and the implications of these inflows and their responses to interest rate changes, the design of monetary policies is going to be rather complex and should be country specific. If you have questions specific to the global economy, I would be happy to address. And Mr. Kumcu and other experts here can answer the questions about the Turkish economy.

Soru: My question is for Ayhan Kose. Can you repeat your findings about the effectiveness of capital controls and the role of fiscal policy in managing large capital inflows?

Ayhan Köse: What I said is that fiscal policy could be effective in dealing with expansionary growth effects of the capital inflows. Capital controls appear not to work so our study basically says employing restrictions often does not lead to better outcomes in terms of dealing with large capital flows. Sterilized intervention does not work in the sense that such a policy does not lead to outcomes you would like to have, especially in the face of persistent capital inflows.

Soru: My question is for Ayhan Kose. How do you assess the current slowdown and recession and what would be the shape of next recession in the United States in light of your framework?

Ayhan Köse: We have differentiated slowdowns and recessions in our framework but every recession is of course different and recessions have over time been changing very much in terms of their magnitudes as well as in their durations. And how they start and how they end, and so on. It is of course interesting to speculate about the next recession, when and if we will have one, and what kind of recession that would be, would it be a hard landing or soft landing etc. I think for obvious reasons people are scared of having a real recession at some point, and a real hard landing where the savings behavior in the United States changes and so on the behavior of the private sector and what would be the repercussions of that for the rest of the world. These are all legitimate questions, but this is ultimately economic forecasting. We think that it is useful to consider recessions and slowdowns separately, and this is a useful framework and I am not sure whether I can say more than what I have already said. But what are the chances of the framework we have to break down and what happens next. These are rather difficult questions and I am not sure I can answer any of them at the moment in a meaningful way.

Question: My question is for Ayhan Kose. There have been dramatic changes in the behaviour of the US dollar as a major international currency. And there are lots of questions about the large current account deficits in the United States. Given the changes in the value of dollar, what type of financial crisis we would have next time and when would such a crisis take place?

Ayhan Köse: This is also an excellent question, but an extremely difficult one to answer. I wish I knew the answer, by the way. I wouldn't be here probably. Let me basically do some retrospective thinking here. I started working for the IMF in 2001 and at that time the main issue we were discussing was the sovereign debt restructuring mechanism and we were talking about the problems in Brazil, Argentina and Turkey and the very difficult debt sustainability problems these countries were facing. And of course those were the issues the financial markets were focusing at that time as well. Things have changed rather rapidly since then. Now 6 years later, Argentina has recovered rather nicely and hopefully it will continue to perform well. Brazil has been doing rather well and it looks like Turkey has performed an economic miracle as some commentators often describe. We have forgotten about the sovereign debt structuring mechanism we used to discuss in the early 2000s. Interestingly, we now extensively talk about the sovereign wealth funds rather than sovereign debt issues. And we are thinking about the implications of the large accumulation of assets in emerging market economies. So, what I am trying to say is that the pace of change in the global economy is so dramatic that it is extremely difficult to forecast the shape and the time of the next recession or financial crisis. The things we used to discuss have become rather obsolete in a short time period as new problems emerge.

As you said there have been some dramatic changes in the behavior of the dollar as a major international currency and how the value of the dollar has been evolving during the

past two years. And there are some legitimate questions whether the correction in the US current account deficit is going to be through an orderly adjustment of dollar or disorderly adjustment. I think this is going to tell us a lot about the shape of the next recession and crisis. I think in some circles the problems in the US financial markets and implications for the world economy are seen as the first financial crises of the 21st century and it is interesting that this financial crisis is taking place not in emerging market economies, but in advanced economies. So, probably the odds are on that we are going to have these difficulties in advanced economies as well as in emerging markets. And what is going to happen is that as I have said earlier it is a non-linear relationship in terms of the implications of slowdowns and recessions for the rest of the world and what happens when we have the transition from a slowdown to a recession is something that has to be seen. As Mr. Kumcu said we haven't had a true recession in the United States in a fully integrated world economy. The 2001 recession was a very short one and since then there have been major changes in global financial markets. And it has to be seen what would happen if we have one.

So, probably I did not answer your question but this is as much as I can say. May be Mr. Kumcu can forecast the future much better than I can.

Soru (Burcu Kineş): Sorum Ercan Bey'e. Kamu kesiminde mali disiplinin sağlanmasında başlıca hangi unsurlar etkili olmuştur? Bundan sonra kamu kesiminde mali disiplin beklenemez diye bir ifadeniz olmuştur sizin eğer doğru anladıysam. Geçmişteki başarı gelir tarafında mı yoksa gider tarafında mı bu konuda bir açıklama yaparsanız lütfen.

Ercan Kumcu: Neden yaptık, korkudan yaptık herhalde yani kamu kesimi korkmadan bir şey yapmaz. Ama nasıl yaptık, gelirleri arttırarak yaptık çünkü baktığınız zaman Türkiye daha önceki giderlerinden bir feragat etmiş değil fakat faizlerin nominal olarak inmesinden dolayı faiz giderleri azaldı ama o exojen değil endojen bir gelişme, asıl şey Türkiye gelirlerini arttırma yolunu seçti. Belki de hem siyaseten hem de teknik olarak daha kolaydı o. Tahmin edersiniz ki Türkiye'de bütçede öyle büyük bir esneklik yok Nerelere neyin harcanacağı seneler önceden belli olan bir bütçe yani şu programı at şu programı at, şunu getir gibi bir esneklik yok Türkiye'nin bütçesinde ve orada da başarılı olundu. Dolayısıyla benim söylemek istediğim iki yakasını bir araya getirmiş bir devletten daha fazla şey istemenin ben gerçekçi olmayacağını söyledim. Yani ne siyaseten gerçekçi bir politika ne de iktisaden gerçekçi. Yani devlet bütçe fazlası veriyorsa bana sorarsanız vergileri indirmesi lazım. Burası savings institution değil yani. Özellikle de borç problemi yoksa yani borç dinamiği de oturmuşsa o zaman bütçe fazlası vermek bana öyle geliyor ki makro ekonominin bir şeyi değil. Bütçe açığı vermekten de şuradan korkuyorum, bir kere siyasetçi alıştığı zaman bir daha bırakmıyor. Onun için Ayhan Bey'in genişletici maliye politikaları için yer var kelimesine evet teknik olarak var ama ben onun ileride tekrardan genişletici maliye politikaları uyguladıktan sonra gerekli şartlar ortadan kalkıp da tekrar geriye gelme zorunluluğu çıktığında kolay gelinmiyor. Bu sefer de burden olmaya başlıyor, yeniden yük olmaya başlıyor kamu finansmanının geldiği nokta.

Soru: Sorum Ayhan Bey'e. Sunumunuzda bir tablo verdiniz, ABD ekonomisindeki büyüme %1 düşerse Meksika ekonomisine bunun yansımaları %4 olur dediniz. Peki böyle bir rakam Türkiye için var mı? Yavaşlama olursa ve resesyon olursa Türkiye ekonomisi nasıl etkileniyor?

Ayhan Köse: That is an excellent question. Unfortunately, I won't be able to answer any questions about the Turkish economy. However, we are lucky that we have wonderful experts here and I think that they are going to answer such questions. I am here as a researcher so my comments are going to be confined with the results of the research that we have conducted at the IMF.

Soru (Ersoy Erkazancı): Sorum Ayhan Bey'e. Son bir iki yılda petrol fiyatları ve emtia fiyatları çok arttı ve ABD'deki gelişmelerden bu zenginleşen ülkeler çok etkilenmedi. Sizin çalışmanızda petrol ve emtia fiyatlarının yeri nedir, önceki resesyonlarda fiyatlar bu kadar yüksek olsaydı yine bu ülkeler bu kadar az etkilenir miydi?

Ayhan Köse: Oil price shocks played a major role in some of the earlier recessions in the United States as well as in the global economy especially in the 1970s. Now, the role of oil for the macroeconomy is still important but it appears that it is not as important as it used to be. However, there could be some thresholds associated with oil prices and the question is that whether oil prices have already exceeded these thresholds. It could of course have some implications especially on the inflation front and I think a number of central banks around the world have to deal with the complex responses in price dynamics because of the changes in oil prices. In the latest issue of the World Economic Outlook and some of the previous issues we looked at the developments in oil prices carefully and analyzed the implications for the global economy. I would suggest you to look at those chapters of the World Economic Outlook for additional information.

PANEL OTURUMU

Ömer Aras: Toplantımızın ikinci bölümü yine ABD ekonomisi ve dünya ve yükselen piyasaların rolü konusunda. Bu panelde çok değerli katılımcılarımız var. öncelikle ilk konuşmayı Timothy Ash yapacak. Kendisi ile ilgili kısa bir bilgi vermek istiyorum. Timothy Ash şu anda Londra'da Bear Stearns yatırım bankasının gelişmekte olan pazarlarla ilgili kıdemli yöneticisi olarak çalışıyor. Daha önce ABN Ambro, West Merchant Bank ve Caspian Securities'te ekonomist olarak çalışmış. Lisans ve yüksek lisans derecelerini Manchester Üniversitesinde tamamlamış, Dünya Bankası, AB, BM, Gıda ve Tarım Örgütü, İngiliz ve Hollanda hükümetleri için değişik projelerde iktisatçı olarak görev almıştır. Ayrıca Economic Intellegent Unit için çeşitli çalışmalarda bulunmuştur. Kendisi bu panele katılarak ABD ekonomisi ve dünya konusunda nereye gidiyoruz, bizlere aydınlatıcı bilgilerini aktaracaktır. Buyurun.

Timothy Ash: I would like to thank the organizers for inviting me to present today. As many of you know I am a regular visitor to Turkey. I am the country economist for

Turkey at Bear Stearns and I take every opportunity to come to Istanbul, a wonderful city and a country I think with really interesting economics, politics, history and culture. My presentation is not based on any specific research; I've just put a few slides together that I hope provides a perspective on the view of a sovereign debt analyst looking at the region. I cover about 25 credits in emerging Europe ranging from Turkey to Ukraine, South Africa, North Africa, Russia and Albania, i.e. a very broad range of credits. Bear Stearns on the emerging market side, has traditionally been a hard currency debt shop. We traditionally traded Eurobonds. However, reflecting developments in the broader market we are looking down the credit curve at local markets and corporate credit.

In terms of the changing shape of the Emerging Markets Fixed Income business what we've seen in recent years has been governments, and the public sector, being very prudent and the amount of sovereign debt issuance has declined very significantly and that's been taken up by the private sector. I think this year and in 2008 we can imagine a scenario where we'll get maybe 10 – 15 billion dollars of traditional sovereign debt issuance in Emerging Europe, with perhaps around one third (US\$ 5 billion) of that coming out of Turkey. However, in parallel, what we've seen in the last year or so has been a rapid acceleration in private sector debt issuance. Thus over the past year private sector hard currency debt issuance has been running at a rate of 75-100 billion dollars out of Emerging Europe. This is from a very low base; 5 years ago that would have been perhaps no more than 5 billion dollars.

Turkey is behind in terms of corporate issuance, with most new issuance coming from Russia, Ukraine and Kazakhstan. However, the sheer volume of new names coming to market creates new challenges for investment banks in terms of rolling out research coverage. There is shortage of people able to analyze the sheer number of companies coming to market and that creates a big problem in terms of the range and quality of the information set available to investors. The fear is hence, with research on the sell side struggling to catch up, investors are buying credits almost blind and this creates real risks going forward, especially in an environment where investors are being enticed towards more risky investments given the lack of yield on core products.

Overall we remain constructive on the general sovereign debt story.

Many of you in the audience will be well acquainted with my first slide which is the EMBI+, the emerging market sovereign bond index. I will perhaps just highlight a few key take-outs from this.

First it can be observed that the sovereign index has become much less volatile. The data series presented herein only goes back to 2000 and so ignores the Russia and emerging Asia crises of the late 1990s but still what we can see is much reduced volatility and much weaker spikes, and markets have typically bounced back much quicker. It reflects a few things, one is investors have learned that economies do bounce back from crises and we've seen that certainly over the last year or so any time that there's been an event in emerging markets that looks quite significant, investors may have sold for a day or two but they come back straight away. There is resilience; there is an optimism, enthusiasm

about emerging market debt and that's obviously positive and should provide something of an underpinning in the context of the on-going broader market weakness.

Second, from the funding perspective emerging market sovereigns face historically cheap financing conditions. The positive from this is that it obviously helps enormously in terms of public finance, reducing debt service costs.

And third, the combination of a declining EMBI+ spread and reduced volatility is that the market still benefits from liquid funding conditions, which helps Emerging Markets in terms of roll-over risk. The downside from the ample/surplus global liquidity conditions is that we are seeing some obvious resource misallocations. Investors are increasingly being forced to look down the credit curve to get return, and this inevitably means taking more risk. A classic case would perhaps be the recent Pakistan 10 year global which came to the market priced at around 6.8%, and was several times oversubscribed. This seemed incredibly tightly priced at the time, given the political risks and has subsequently widened out by around 300bps. I find it remarkable that investors were willing to invest in a credit which they were reluctant to travel to.

In terms of the decoupling story, most of the credits in my region depend on the EU, and the EU growth story rather than US. The region has in fact proved very resilient if we look at the last slowdown in the region's dominant economy, Germany. Actually the growth forecast for 2007 – 2008 (which assumes a growth slowdown in these two years) has been taken from world economic outlook, but the available data to date in 2007 still suggests that the region is performing well.

The next chart shows annual aggregate net inflows of FDI into 11 emerging European economies. The message here is basically again remarkable growth (in net FDI), even accepting for something of a break in FDI inflows in immediate run-up to the May 2004 wave of EU accession; perhaps reflecting uncertainty as to whether these countries would actually accede. Nevertheless, smoothing this, the broad message is that FDI inflows continue to flow into emerging Europe, and even assuming a broader global growth slowdown I think FDI should provide a key underpinning to real GDP growth in these economies. Again, referencing the period in 2003-2004 when European growth slowed after the adoption of the single currency, the experience then was that multinational investors tended to close their operations in Western Europe and relocated to lower cost operations which are typically in emerging markets so again I think that is positive.

I think the big picture message on the sovereign side is that emerging markets have never had it so good and have never been in such a strong position to ride out a more testing period in terms of global economy.

The next few charts covering the fiscal position and public debt profile of 11 emerging European economies are again quite striking. It is clear herein that the improvements on the fiscal side has been remarkable across the countries surveyed. Generally across the countries surveyed, there has been a fiscal tightening equivalent to at least 1% or 2% of GDP, which is remarkable. On the debt side again there is a similarly impressive story,

i.e. something like a 20% cut in the debt/GDP ratio over a relatively short period of time. Obviously this reflects a combination of reforms on the fiscal side, but also structural reforms such as privatization, which has in turn boosted inflows of FDI, while also providing budget financing.

A further key underpinning for Emerging Markets in general has been the strength of commodity prices, which for a great swathe of emerging markets, has enabled them to run large current account surpluses, enabled the accumulation of a large stock of foreign exchange reserves, and created other problems in terms of managing inflows (e.g. FX appreciation). It should be noted that with the exception of Russia and Kazakhstan in the EMEA region, most countries are still large commodity importers, hence they have tended to run large current account deficits (see below).

As a more general point, it is still remarkable in my mind how resilient commodity prices have proven over the last 6 months, despite the apparent slowing in the US economy. Perhaps this reflects that global growth is now much more diversified away from the US, and hence more resilient in the face of a slowdown in the US.

In any event, Emerging Markets in general are still commodity plays, so any more broadly felt slowdown in the global economy, impacting on commodity prices would presumably have a significant impact on Emerging Market economies.

On the technical side, going back to first chart more or less so we have a very supportive backdrop for Emerging Market debt markets. Herein we have strong demand for emerging market assets driven by the asset class' great track record of performance in recent years. Admittedly, on the fixed income side the performance has not been fantastic over the last year and a half but it reflects the fact that we had such a good run since 1998. Indeed, if you invested 1\$ of your money in the EMBI+ in 99, this would be worth 2.60\$ now. Clearly it's been a great run and this has continued to attract more money into the asset class, helped by the asset classes increasingly consistent performance, and much lower volatility. Emerging Market crises have been lacking in recent years. At the same time countries has been taking advantage of their much improved fundamentals (budget surpluses, privatisation receipts) to buy back debt. Russia, for example, bought back more of less its entire stock of public secur debt. Other countries, meanwhile, have been active in liability management. So from a technical perspective there is a lot less debt out there, while demand for sovereign fixed income instruments remains at record highs. I think the total stock of external sovereign debt is around 300 billion dollars and I don't think that is going to change in the near term.

Hence the combination of strong fundamentals, and technicals, suggests that the sovereign debt position in Emerging Markets looks very solid. A downturn in global growth, therefore, does not necessarily mean that sovereign credit events with ensue in Emerging Markets.

Yet while we think the risks on the sovereign side are small, the transformation of the debt market in recent years suggests that the risks have been shifted to the corporate

credit space. The huge expansion in the private sector external indebtedness is likely to be where the new stress points lay as global growth slows.

Banking sectors across Emerging Europe appear likely to be in the front line, as they have been at the forefront of the rush by the private sector to borrow externally. What we have seen in almost all the countries in the region is a huge explosion in household credit, in some countries, for example Kazakhstan rising at annual rates of 100% or so. Much of this credit has been funded by overseas borrowing; partially driven by flush global liquidity conditions which meant that overseas borrowing was very often much cheaper than funding on the domestic market. Concern over this trend, and its implications in terms of systemic risks, was eased initially by the fact that from a zero base 4-5 years ago, ratios of household credit/GDP were still relatively low. However, several years now of high double digit growth in household credit means that in a number of countries in the region, ratios of household credit/GDP are no longer insignificant.

A further problem is that the boom in credit and overseas borrowing has in turn created large imbalances, with borrowing typically used either to fund consumer goods imports or to fund real estate transactions. As a result, real estate markets have become over extended and current account deficits have widened to worrying proportions. Latvia, for example, is currently running a current account deficit equivalent to 24% of GDP. Bulgaria, has seen its current account deficit double over the past year to the equivalent of more than 16% of GDP. Similar trend deterioration in current account positions is evident both across the Baltics and the Balkans. In the case of the Baltics and Bulgaria, in particular, fixed exchange rate regimes create another vulnerability. The danger in an environment of global financial turmoil is that these countries will face increasing difficulty in rolling their external borrowings and this will force a major break in credit markets and with it growth. Real estate markets which have experienced phenomenal growth in recent years look particularly vulnerable.

We are likely to see these large imbalances in the region come under increased market scrutiny, especially after recent developments in Kazakhstan, where Kazakh banks have found capital markets closed and have struggled to roll external debts falling due. For some Kazakh issuers the cost of borrowing overseas has risen by as much as 1,000 basis points in recent months. Kazakhstan has a relatively strong position from which to ride out the on-going crisis. The NBK has over US\$16 billion in official foreign exchange reserves and the National Oil Fund has a further US\$20 billion in foreign exchange assets. The government has virtually no public sector debt (6% of GDP) and could borrow should it need to recapitalise the banking sector. The Kazakh supervisory and regulatory authorities are considered to be capable and are acting prudently in trying to manage the on-going crisis. But on-going development in Kazakhstan, a country with a very strong sovereign credit matrix just underscores the vulnerabilities at the corporate level. Indeed we have long been arguing that the next Emerging Market crisis will not be a sovereign credit event but a credit crisis in Emerging Europe. We thought that it might start several years down the line in Russia. As it is it came in Kazakhstan, and several years earlier than we had been participating, but it underscores growing vulnerabilities.

Now the plus is that perhaps the crisis has come while economies are still not completely overextended, and that governments are in a strong position to take action to resolve some of the problems. In Kazakhstan one of the obvious solutions is opening up the banking sector to foreign penetration, while there needs to be a re-orientation of broader strategy for the development of the sector from borrowing externally to building up the domestic deposit base.

I will end with an analogy. Imagine Emerging Markets as an ice skater. Historically they have been lean, and have grown accustomed to skating on thin ice. Too often the ice cracked and they ended up in the freezing water, but were able to quickly drag themselves out, dry off and resume skating at relatively short shift. In recent years the ice has grown much thicker, reflecting much better fundamentals across emerging markets (better fiscal position, higher fx reserves and less public sector debt), and better technicals (a more loyal investor base). However, at the same time the skater has become much fatter, reflecting the accumulation of private sector debt. A shock from the global economy/a US growth slowdown could still crack the ice, only this time around the weight of the skater could ensure that he would plunge much deeper into the water and getting out of the ice could be much more difficult. Emerging Markets are much more resilient to trends in the US economy, but they have not decoupled. Globalisation and the diversification and deepening of global financial markets means though that swings in investor sentiment can produce potentially hugely destabilising capital flows for Emerging Markets.

Thank you.

Ömer Aras: Tim oldukça ilginç bir konuşma yaptı, hepiniz takip ettiniz. Tabii bu emerging market'lardaki gelişme ve dünyadaki likiditeleri konusunda eminim sorularınız olacak ama soruları panelimizi tamamladıktan sonra almak istiyoruz. Şimdi ikinci konuşmacımız Sayın Hakan Kara. Hakan Bey lisans eğitimini ODTÜ'de mühendislik konusunda tamamladıktan sonra Bilkent Üniversitesinde yüksek lisans ve daha sonra New York Üniversitesinde doktora çalışmalarını tamamlamış. Ayrıca NYU'da ekonomi konusunda dersler vermiş ve bu süre zarfında da daima Merkez Bankasında kariyerini sürdürmüş. Hakan Bey'in enflasyon ve para politikası konusunda bir çok yayını bulunmakta Merkez Bankası araştırma ve para politikası genel müdürlüğündeki görevinin yanı sıra ODTÜ ve Bilkent Üniversitesi'nde de yarı zamanlı öğretim görevlisi olarak çalışmaktadır. Bugün bizlerle görüşlerini paylaşacaklar. Hakan Bey buyurun.

A. Hakan Kara: Bir hafta önce bir enflasyon raporu yayınladık. Biz bu tür platformları iletişim politikasının bir parçası olarak görüyoruz. Bugün yapacağım konuşmanın bir kısmı bu enflasyon raporuna dayanıyor. Daha ayrıntılı bilgi için web sayfamıza bakabilirsiniz. Öncelikle son dönemdeki enflasyon gelişmelerini anlatacağım. Ardından Eylül ve Ekim ayı para politikası kararlarını biraz açtıktan sonra enflasyonu etkileyen unsurlar ve orta vadeli tahminlere değineceğim. Ve hazır fırsat bulmuşken de para politikasının iletişimi üzerine biraz konuşacağım.

Öncelikle size bir grafik göstermek istiyorum. Bu, 2006 yılı, Mayıs Haziran ayları türbülans sonrasında gerçekten enflasyon tahmini yapmak çok zordu. O zaman bizim bir enflasyon raporu yayınlamamız gerekiyordu. Bizim o raporda 1.5 yıllık enflasyon tahmini sunmamız gerekiyordu. O zaman zor bir işti ama zaman içinde görüyoruz ki o dönemde yaptığımız tahminlerle enflasyon az çok beraber hareket etmiş. Yılın sonuna doğru belki bu tahmin bandının üzerine doğru çıkılabilir ancak burada vurgulamak istediğim nokta, enflasyonun, öngörülerimiz doğrultusunda seyretmiş olduğu.

Çekirdek enflasyon göstergelerindeki gelişme daha olumlu. Özellikle gıda enflasyonuna dikkat çekmek istiyorum burada. Gıda dışı enflasyon hızla gerilemeye devam ediyor. Son dönemde enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan temel unsur gıda fiyatlarındaki gelişmeler oldu. Bu da para politikasının iletişimini zorlaştıran bir durum. Çünkü TÜFE enflasyonu hedefliyorsunuz ve “gıda hariç iyi, gıda yüzünden...” gibi argümanların sonuçta iletişimi zor ama yine de burada vurgulamak istediğim şey parasal aktarım mekanizmasının işlemekte olduğu. 2006 yılı ortalarından itibaren parasal sıkılaştırma sonrasında enflasyonu kontrol altına almış bulunuyoruz.

Son dönemdeki eğilimler açısından bizim önemseydiğimiz bir gösterge var, o da enerji, işlenmemiş gıda, tütün ve alkol hariç özel kapsamlı göstergenin iki aylık hareketli ortalaması. Bunun mevsimsellikten arındırıyoruz, iki aylık hareketlilik ortalamasına bakıyoruz bu genel enflasyon trendlerini çok iyi yansıtıyor ve iktisadi olarak da çok anlamlı bir seri. Para politikası sıkılaştırmasına tepki veren bir seri olduğu için bunu dikkatle takip ediyoruz. Yıllandırdığımızda bu serinin %5 civarında hareket ettiğini görmekteyiz yani enflasyon eğilimi şu anda ortalama enflasyondan daha da aşağıda diyebiliriz.

Burada hizmet enflasyonuna ayrı bir parantez açmak istiyorum çünkü para politikası aktarım mekanizmasının talep kanalına en çok tepki gösteren hizmet fiyatları. Son dönemdeki enflasyondaki düşüşün daha çok Türk Lirasındaki güçlenmekten mi kaynaklandığını yoksa bu düşüşün gerçekten daha temel unsurlardan mı kaynaklandığını anlamak için hizmet fiyatlarına bakmak çok faydalı. Lacivert ile gösterilen bu yılki hizmet fiyat artışları. Açık mavi ile gösterilen de 2003-2006 yılı ortalaması. Burada dikkat çekici nokta Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında hizmet enflasyonunda gerçekten çok belirgin bir kırılma olduğu.

Uzunca bir süre faizleri sabit tuttuktan sonra 13 Eylül’de biraz da sürpriz sayılabilecek bir kararla 25 baz puan indirime gittik, 16 Ekimde de 50 baz puanla devam ettik. Faiz indirimine piyasaların tahmin ettiğinden daha erken başlanmasının gerekçeleri olarak da biraz önce bahsettiğim hizmet fiyatlarındaki öngörülenden daha hızlı yavaşlamayı öne çıkardık. Bir de tabii bugünkü konularla da ilgili olarak küresel kredi piyasalarındaki gelişmelere atıfta bulunduk. Bunun iki implikasyonu var: Öncelikle kredi koşullarını sıkılaştırarak iç talepte canlanma ihtimalini azalttı böyle bir gelişme. Biz 2007 yılının Temmuz ayında yayınladığımız enflasyon raporunda iç talepteki canlanmayı bir risk olarak sunmuştuk ama son gelişmeler bu riskleri azalttı. Aynı zamanda Amerika ekonomisindeki yavaşlama sonuçta, bugünkü sunuşlarda da gördük, dünya ekonomisinde bir yavaşlama ihtimalini arttırıyor. Bu da dış talepte bir yavaşlama ihtimalini gündeme

getiriyor, bu da para politikasının orta vadeli görünümü açısından önemli bir unsurdu. Bu iki gelişme faiz indirimlerini biraz daha erken başlanmasını gerektirdi.

Piyasa faizlerine olan etkisine baktığımızda Eylül ayındaki 25 baz puanlık indirimin orta vadeli faizleri yani yaklaşık vadesi 2 yıla denk gelen piyasa faizlerini hızla aşağıya doğru çektiğini görüyoruz. Bu çok ilginç bir gelişmeydi çünkü para politikasının ön görülenden erken gevşemesi aslında enflasyon beklentilerini artırabilir, o yolla uzun vadeli faizleri yükseltebilir. Son gelişmeler Türkiye’de para politikasında beklenti kanalının çok önemli olduğunu gösteriyor bence. Burada daha ilginç olan 2 grafik var: Soldaki 13 Eylül kararı sonrasında getiri eğrilerinin nasıl değiştiği. 13 Eylülde 25 baz puan indirilmesine rağmen ki çok düşük bir indirim, uzun vadeli getiriler çok daha fazla düştü. Bunun sebebi aslında iletişim kanalı yani Merkez Bankasının orada 25 baz puanlık yaptığı sürprizin yanı sıra gelecek enflasyona dair iyimser bir duruşla ortaya çıkması büyük bir ihtimalle gelecek dönem para politikasına ilişkin beklentileri değiştirdi ve bu da getiri eğrisinin belirgin olarak aşağı doğru kaydıldı.

Sağda ise 16 Ekim kararı var. 16 Ekim kararından alınan sinyal şu, 50 baz puanın bir kısmı sürpriz olarak algılanmış ama para politikasının duruşu ve sonrasında açıklanan ifadeler sürpriz olarak algılanmamış. Yani 16 Ekim kararında sadece o anda verilen karar bir miktar sürpriz içermiş ama sonrasındaki açıklama pek bir sürpriz içermemiş gibi gözüküyor çünkü orta vadeli getirileri çok fazla değiştirmemiş.

Enflasyonu etkileyen diğer unsurlara baktığımızda beklentilerin de Eylül ayındaki karardan sonra bir miktar iyileştiğini görüyoruz. Yani Merkez Bankasının beklentileri para politikası ile etkilemeye çalışma hamlesi de bir açıdan başarılı olmuş gibi görülüyor. Ama burada dikkat çekici nokta gerek bir yıl gerek iki yıl sonrası için enflasyon beklentilerinin hala orta vadeli hedefin üzerinde olması.

Büyüme gelişmelerine baktığımızda son 1 yıl içerisinde daha çok net ihracatın büyümeyi sürüklediğini, yurt içi talebin katkısının düştüğünü görmüştük, bu da daha çok para politikasındaki sıkılaştırmadan kaynaklandı. 2007 yılının üçüncü çeyreğinden sonra biz bu kompozisyonun değişeceğini ön görüyoruz. Büyümenin daha çok özel tüketim ve yatırım harcamaları tarafından destekleneceğini, dış talebin ve kamu harcamalarının katkısının azalacağını tahmin ediyoruz. Son dönemdeki kredi büyümesi iç talebin güçlü olduğu 2006 yılının ilk yarısına kıyasla hala zayıf, yaklaşık yarısı kadar. Ayrıca küresel kredi piyasalarındaki sorunların finansman koşullarını sıkılaştırması da tüketim talebindeki canlanmayı bir miktar sınırlayacak gibi görünüyor bu nedenle bizim iç talebe ilişkin kaygılarımız bir önceki rapora göre azalmış durumda.

Bu çerçevede arz talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği destek devam ediyor. Yani bu lacivert çizgi 0’ın altında kalmaya devam edecek. Burada parasal sıkılaştırmayı işaretledik. Para politikasının sıkılaştırılmasından sonra 2006 yılında nasıl çıktı açığının derinleştiğini buradan çok rahat görebiliyoruz. 2007’nin ikinci çeyreğinden itibaren tekrar potansiyel büyüme oranlarına dönmüş gibi görünüyor. Önümüzdeki dönemde bunun kademeli olarak kapanacağını ön görüyoruz.

Petrol fiyatlarındaki artışlar nedeniyle petrol fiyat varsayımımızı yukarı çektik, risk primi göstergelerini biraz önceki sunuşta da görme şansımız oldu, Ağustos ayındaki yukarı eğilim geçici oldu ve bu nedenle risk priminde belirgin bir değişiklik olmayacağını varsaydık. Bu tahminler 2008 yılında bütçe hedeflerine ulaşılacağı ve küresel ekonomideki yavaşlamanın da yumuşak olacağı bir senaryoya dayanıyor. Bu çerçevede yaptığımız enflasyon tahminlerine göre 2008 yılı sonunda enflasyonun hedefin biraz üzerinde, 2009 yılının üçüncü çeyreği sonunda da biraz altında olacağını tahmin etmekteyiz. Bu arada çıktı açığı da kapanma eğilimi gösterecek. 2007 yılının son çeyreğinden itibaren büyümenin tekrar potansiyel eğilimlerine geri dönmesi hatta biraz da üzerinde olmasını bekliyoruz.

Buradaki platformu da kullanarak para politikasının iletişimi üzerinde konuşmak istiyorum. Para politikası konusunda hala anlaşılmayan bir nokta var, o da tahminler ve para politikası duruşu arasındaki ilişki. Şimdi şöyle bir soru ortaya atıyorum, 2 yıl sonrası için enflasyon tahmininiz nedir? Bu sorunun cevabı çok sıkıcı. Hiç ilginç değil. Sorunun cevabı “hedefe yakın”. Yani şu anda uygulanan politikaya göre 2 yıl sonra enflasyon tahmininiz nedir sorusuna cevabın, “hedefe yakın” olması gerekiyor. Bu tanım gereği böyle. Hedefe yakın olmasa bile Merkez Bankasının bir şekilde öyle bir politika izlemesi gerekiyor ki 2 yıl sonra hedefe yaklaşacak. Çünkü para politikası aktarım mekanizması sonuçta 1.5-2 yıl içerisinde tamamlanıyor. O yüzden bugün bir şok yeseniz bile 2 yıl içerisinde tekrar hedefe yaklaştırabilmeniz lazım. Burada ilginç olan soru şu, enflasyonu hedefe yakın tutacak olan politika duruşu nedir? Aslında buna odaklanılması gerekiyor. Bu sorunun cevabı aslında enflasyon raporunda var. temmuz ayında böyle bir ifade, Ekim ayında da şöyle bir ifade kullanılmış, şu anda henüz gelecek dönem faiz patikasına ilişkin niceliksel tahminler sunmuyoruz ama az çok niteliksel olarak bir fikir veriyoruz enflasyon raporunda.

Bu para politikası duruşu nasıl oluşturuluyor? Bu duruş Merkez Bankasının ekonomiye ilişkin şu andaki durum saptamasına ve parasal aktarım mekanizmasına ilişkin algılamasına dayanıyor. Bu ikisinden birinde değişim olursa ki zaman içinde değişebiliyor o zaman para politikasının duruşu da güncelleniyor. Şematik olarak göstermek gerekirse veri geliyor, sonra tahmin ve politika analizi sisteminde işleniyor. Sorulan soru şu, bu veriler politika duruşunda bir değişiklik gerektiriyor mu? Enflasyonu hedefe yakın tutacak olan politika duruşunda bir değişiklik gerektiriyor mu? Sonuçta para politikası güncelleniyor. Burada vurgulamak istediğim nokta para politikası duruşunun güncellenmesi bir istisna değil, sürecin doğal bir parçası. Bir örnek vermek istiyorum, diyelim ki ana senaryo altında enflasyon tahminlerinin arkasında yatan faiz patikası bu, eğer Ayhan Beyin bahsettiği bardağın yarı boş senaryosu gerçekleşirse faiz patikası buna dönüşebilir, bardağın yarı dolu algılaması daha güçlenirse para politikasının duruşu buna dönüşebilir. Burada vurgulamak istediğim para politikası duruşundaki güncelleme açıklanacak olarak verilere bağlı olarak değişebiliyor. O nedenle enflasyon raporunda ifade edilen duruşun bir taahhüt olarak algılanmaması, zaman içinde varsayımların değişimine göre farklılaşacağını iyi anlaşılması gerekiyor.

Bu konunun daha iyi anlaşılması için buraya 2 tane örnek koydum. Birisi Çek Cumhuriyeti, öteki de Yeni Zelanda Merkez Bankasına ait. Bu iki ülke enflasyon

hedeflemesinin şu anda en iyi uygulayıcıları arasında değerlendiriliyor. Siyah ile gösterilen kısa vadeli politika faizlerinin gerçekte hangi patikayı izlediği, kırmızı ile gösterilenler ise tahmin, daha doğrusu politika duruşu. Burada görüldüğü gibi tahmin edilen içsel politika duruşuna riayet edilmesi hemen hemen imkansız gibi, gelen şoklar nedeniyle, daha önce ifade edilen politika duruşuna sadık kalınmamış şu ya da bu sebepten dolayı. Örneğin 2003 yılına bakalım, faizler sürekli yukarı doğru çıkacak denilmiş, ve tahminler ona göre oluşturulmuş ama faizler gerçekte aşağı doğru inmiş. Tam tersine. Bir diğer örnek olan Yeni Zelanda Merkez Bankasının da da çok benzer, saçaklı bir görünüm var. Bu grafiğin saçaklı olması para politikası duruşunun sık sık güncellendiğini gerektiğini gösteriyor. Daha önce ifade edilen görüşe sadık kalınmadığını gösteriyor. Bu da işin bir doğası. 2001 yılına bakalım, Yeni Zelanda faizler sabit kalacak demiş, gerçekte aşağı gitmiş, yine sabit kalacak demiş, yine aşağı gitmiş, bir çeyrek sonra yine sabit kalacak demiş, yine aşağı doğru gitmeye devam etmiş. Ama bu 2 Merkez Bankası şu anda dünyanın kredibilitesi en yüksek Merkez Bankası. Neden, çünkü politika duruşlarını niye güncellediklerini iyi anlatıyorlar aslında. Biz henüz onların seviyesinde değiliz, onu kabul etmek lazım. Ama teknik kapasitemiz sürekli yükseliyor ve amacımız da benzer bir seviyeye ulaşmak.

Sonuç olarak burada vurgulamak istediğim şey şu: 2006 Haziranından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın enflasyonun kontrol altına aldığını ve Türkiye’de para politikası aktarım mekanizmalarının işlediğini gördük. 2001 sonrası ilk defa bir faiz artırımını oldu ve sonrasını gözlemleyebildik. Enflasyon hedeflemesinde para politikası duruşunun güncellemesinin bir istisna olmadığını ve bunun işin doğal sürecinin bir parçası olduğunun iyi anlaşılmasını istiyoruz. Bu nedenle de enflasyon raporu para politikası toplantı özetlerinde dikkatle okunması gerektiğini tekrar vurgulamak istiyoruz.

Teşekkür ederim.

Ömer Aras: Bu ekonominin en can alıcı enflasyon konusunda detaylı yapmış olduğu açıklamalardan dolayı Hakan Bey’e çok teşekkür ediyoruz. Eminim kendisine de sorularınız olacaktır. Son konuşmacımız Sayın Murat Üçer. Murat Üçer Boğaziçi Üniversitesi’ni bitirdikten sonra 1990 yılında Boston Koleji’nde doktora derecesini tamamlamış. IMF, Uluslararası Finans Enstitüsü’nde çeşitli dönemlerde çalışmış, Hazine ve Merkez Bankasına danışmanlık yapmış, Koç Üniversitesinde görev almadan evvel Amerika’da öğretim üyeliğinde bulunmuş ve Global Source Türkiye’nin Türkiye temsilcisi olarak yabancı yatırımcılara ve çeşitli yerli kurumlara Türkiye’deki makro ekonomik gelişmeler üzerine danışmanlık ve eğitim hizmetleri veriyor. Kendisi bizimle bugünkü konu ile ilgili görüşlerini paylaşacak. Buyurun Murat Bey.

Murat Üçer: Teşekkürler Ömer Bey. Herkese tekrar merhaba. Benim slide’larım İngilizce, Ayhan’ın da parçası olduğu bir IMF çalışmasından yaptığım alıntılar filan var, dolayısıyla orijinal lisana sadık kalmak istedim. Ama ben sunumu Türkçe yapacağım.

Sizi tekrar bu decoupling temasına geri almak ve Türkiye perspektifini biraz paylaşmak istiyorum. Daha doğrusu bunlar kafamdaki bazı düşünceler. Tim’in kendi sunumu için

dediği gibi benimde bunu dayandırdığım henüz bir çalışma yok fakat kafamı kurcalayan bazı meseleler var, onları en azından sizinle paylaşmak istedim.

“Before we decouple” yani birbirimizden kopmadan önce biraz neler söylemeye çalışacağımdan söz edeyim. Birincisi böyle bir konuda Türkiye’nin dış dünya ile bağlılığının daha çok ticaretten mi yoksa finanstan mı kaynaklandığını kafamızda bir oturtmamız lazım. Bunun cevabını zaten bazılarınız tahmin edebiliyorsunuz. İşe büyümenin kaynakları ve finansmanı ile ilgili, bu sorunun cevabı olabilecek, bir iki resim göstermekle başlayacağım. Aslında Türkiye’nin dış dünyayla olan bağlılığının ticaretten ziyade finans tarafından oluştuğunu söyleyeceğim. Burada elbetteki çok şaşırtıcı bir şey yok.

Şimdi dünya ile olan bu bağı finans tarafından kuruyorsak o zaman dünya ticaretinin yavaşlaması ikincil plana düşüyor. Bu arada aşık olan şeylere hiç girmeyeceğim mesela bugün Türkiye’nin ABD ile direkt ticaretine baktığınız zaman çok ufak, dolayısıyla direk bir etkileşim mevzu bahis değil. Ana mesele şu: Türkiye aslında ticaret tarafından ziyade finans tarafından etkilendiğine göre o zaman ekonomimizin kırılma noktalarına bakmamız lazım. Çünkü ne kadar kırılansanız finansal olanaklar (availability) sizden o kadar çabuk ve ani şekilde geri çekilebilir, bu da sizin büyüme dinamiklerinizi etkileyebilir. Dolayısıyla Türkiye için çok kritik olan decoupling meselesinde bence önemli olan kırılma noktalarının durumudur. Bunlarla ilgilide bir iki resim göstermek istiyorum. Mesajım şu: Aslında Türkiye hala kırılma bir ekonomidir ve bunun da en güzel göstergesi Mayıs 2006’da yaşadığımız türbülansdır. Bana sorarsanız 2007 yazında yaşanan ve hala devan eden çalkantıdan çok etkilenmememizin sebebi de aslında hala Mayıs 2006 türbülansının uyum sürecinden geçiyor olmamızdır. Onun için henüz bir dayak daha gelmemiştir veya aynı şiddette gelmemiştir.

Bu arada bir de iktisat politikalarının verdiği tepki meselesi var. Benim biraz kafamı kurcalayan mesele dediğim de bu. Bana şöyle geliyor, aslında Merkez Bankası, Mayıs-Haziran türbülansına doğru tepkiyi verdi ama 2006’nın sonunda başlayarak mali politikada bir gevşeme gördük. Yani aslında sermaye hareketlerinden sürekli şikayet eden, fazla sermaye hareketleriyle uğraşan, kuru nispeten değerli ülkeler için hoş olmayan bir politika karışımı (policy mix) bu. Yani mali politikayı gevşetilip para politikasının sıkı tutulması sonuçta paranızın olucakdan daha sert değerlenmesini getiriyor, sermaye hareketlerinin daha spekülasyon mahiyet almasına yol açıyor. Onunla ilgili de birkaç resim göstermek istiyorum.

O halde başlayalım. Bir defa Türkiye hem ticaret hem de finansal açıdan entegre bir ekonomi, bundan hiçbir şüphemiz yok. Uluslararası karşılaştırmaya ilişkin bir takım verilere baktığınız zaman Türkiye’nin özellikle finansal tarafta oldukça entegre bir ekonomi olduğunu görüyorsunuz. Bu işin standart indikatörleri gereğince, ticaret tarafında ithalat ve ihracatı toplayarak milli gelire oranlıyoruz. Finansal tarafta da, biliyorsunuz bizim Merkez Bankamız tarafından da yayınlanan bir uluslararası yatırım pozisyonu verilerimiz var, Türklerin dış serveti (external wealth) diye bakılabilir buna. Bunun tabii aktif tarafı ve pasif tarafı var, bunun ikisini toplayıp yine milli gelire böldüğümüz zaman Türkler dış dünyada ne kadar aktif transferi yapıyorlar, ne kadar dış

dünyaya karşı varlık tutuyorlar, ne kadar pasif tutuyorlar bunu görüyorsunuz. Aslında hesapladığımız bu iki mekanizmadan da Türkiye'nin oldukça entegre olduğunu görüyoruz. Dolayısıyla Türkiye açık bir ekonomi, bundan hiç şüphemiz yok. Buna değişik konuşmalarda değinildi zaten, Ercan Bey de şimdi gösterdiğim grafiğin bir benzerini gösterdi.

Öte yandan Türkiye'de büyümeyi ne yaratıyor diye baktığımızda, mesela son 4-5 yılda, hepimizin bildiği gibi, cevabın iç talep olduğunu görüyorsunuz. Ama mesela Çin'e baksanız, Çin'in %9-%10'luk büyümesinin 3-4 puan kadarı dış talepten geliyor. Yani aslında dış talepte ciddi bir şok olduğu zaman kaba bir hesap ile, %9'dan 3-4'u çıkardığımız zaman, aslında Çin'in büyümesi %6'ya düşüyor. Şimdi Türkiye'deki resim tam tersi. Türkiye tamamen iç taleple büyüyor, dış talebi negatif olabiliyor. Buna ragmen ikisini topladığımız zaman, krizden çıkıyorsanız %9 gibi, krizden çıkmıyorsanız yine hoş 6-7% gibi oranlar tutturulabiliyor. Dolayısıyla Türkiye'nin ticaret tarafından bağıllığından ziyade başka bir yerden, finanstan bağıllığını kast ederken aklımda aslında bu resim var. Yani biz aslında büyümeyi evde yapıyoruz ama başkalarının tasarruflarıyla yapıyoruz. Demek istediğim Türkiye'de büyüme "homegrown" ama "with other guy's savings". Bu resim aslında bana çarpıcı geliyor. Yine hepimizin içinde yaşadığı bildiği bir şey, ama biz şöyle bir grafik yaptık: 2003'ün Ocak ayından başlayarak sermaye akımlarını topladık. 2003'yi seçtik çünkü 2001'de krize girdik, 2002'de çıkar gibi olduk, 2003'te ise yeni bir iktidar başa geldi, ayrıca gelişmekte olan piyasalar belirgin olarak düzeldi 2003'den beri. Dolayısıyla 2003'ten beri Türkiye ne kadar sermaye almış ve hangi kanallardan almış diye baktık. Aslında demin de belirttiğim gibi Türkiye'de bu büyümeyi biz evde yapıyoruz ama burada dış sermayenin geliyor olması son derece önemli ve bu resim de hepimizin bildiği bir gerçeği biraz rakamsal olarak ifade ediyor. Son 5 yılda Türkiye'ye kumulatif 170 milyar dolarlık bir sermaye girmiş gözüküyor ve ilginç olan bu sermaye her kanaldan girmiş. Yani sadece, bizim 90'larda çok korktuğumuz, literatürden öğrendiğimiz, herkesin başını belaya sokan sadece kısa vadeli borçlanma olarak girmemiş. Çok geniş bir mekanizma, çok geniş bir spektrumdan Türkiye'ye şu anda su akıyor ama önemli olan şu, bu suyun akması lazım. Su akacak ki biz cari açık vermemize ragmen, iç talepten %6-%7 gibi oranlarda büyüyelim. Tabii birde, bu işi önümüzdeki yıllarda sürdürebilelim.

Bunun nasıl yapılabileceğini daha doğrusu yapılabileceğini sorduğunuz zaman, bazı kırılma noktalarını düşünmemiz gerekiyor. Burada benim kendime sorduğum soru şu: bazılarımızda çok iyi bildiği gibi, kırılma noktaları konusunda çok büyük ilerlemeler oldu ama bu ilerlemeler yeterli mi? İleriye baktığımızda da ben bu grafikte bir tıkanıklık havası seziyorum, bu noktayı çok fazla uzatmadan açmaya çalışacağım. Bu grafik nedir? Aslında bu grafik Türkiye'nin bütün kırılma noktalarını 4 resimde özetlemeye çalışan bir slide. İlki hepimizin bildiği kamu net borcu. Kamu net borcu Türkiye'de çok dramatik olarak azaldı ve bütün bu kavga-döğüş başlamadan, banka krizleri başlamadan net borç nedir diye bakarsanız, şu anda geldiği noktanın daha altında gözüküyor zaten. Bence doğrusu da analitik olarak net borç diye bakmak. Değişik tanımlar kullanılabilir ama IMF programından da biliyorsunuz daha çok net borç simülasyonları yapılıyor. Fakat orada enteresan bir şey var: o net borçtaki azalmanın aslında çok ciddi bir miktarı dış borç tarafından geliyor. Yani bizde kamu sektörü daha

çok dış borç ödeyerek net borcunu düşürüyor ve bilançosunu aslında kur uyumsuzluğu (currency mismatch) dediğimiz beladan temizliyor. Kur uyumsuzluğu nedir? Yükümlülükleriniz dövizken aktiflerinizin yerel para cinsinden olmasıdır. Biliyorsunuz bu 90'larda sıkıntı yarattı ve bunun üzerine geniş bir literatür var. Kamunun bu bilançoğu temizlediğini görüyoruz aslında ve temizlerken de bunu dış borç tarafından yaptığı için -IMF'ye olan borcunu temizliyor biliyorsunuz- dış borçtan kaynaklanan bir borç azalması görüyoruz. Bu çok güzel, fakat dikkat ederseniz, önümüzdeki yıllara biraz spekülasyon yaparsak, bu dış borçlar neredeyse yok olmuş, net bazda %3-5 gibi, halbuki iç borçta aynı hızda bir azalmayı teknik olarak beklememek lazım. Zaten biraz eğrinin (curve) hafif level off gibi olduğunu görüyoruz bile.

İkinci bir olay, cari açığımız var ve tabii bu bir sorun. Ama aslında Türkiye'de bizim pek yapmadığımız bir şey var: cari açığa bakmamız gereken tarz, cari açığın faiz dışı kısmı olmalı. Aynı faiz dışı fazla borç dinamikleri mantığı ile. Cari açıktan borç olmayan kısmı çıkarmak lazım, yani yabancı yatırım (FDI) ve portföy yatırımlarının borç yaratmayan kısmı olan hisse senedi. Bunu yaptığımız zaman Türkiye'nin cari açığında çok dramatik bir iyileşme var aslında. Yani %8 olan cari açık, FDI'yı çıkardığımız zaman, ufak bir net faiz ödemesi de var Türkiye'nin, onu da çıkardığımız zaman bu oran %2'ler civarına düşüyor. Fakat hala negatif. Baymıyacağım sizi korkmayın ama bunu basit sürdürülebilirlik denkleminde oturttuğunuz zaman aslında sol tarafın negatif olması yani bu sayının negatif olması sizin hala biraz sallantıda olduğunuzu, borç dinamiklerinizi sağlıklı bir şekilde azaltabilen bir dinamikte olmadığını söylüyor bence. Ya da bunu başka bir şekilde söylersek ilerde ağırlıklı olarak reel döviz kurunun değerleneceğine çok fazla güvenmek zorunda olduğunuzu, ancak bu şekilde borcunuzu azaltabileceğinizin sinyalini veriyor. Dolayısıyla cari açık aslında görüldüğü kadar kötü olmasa da bunun gerekli düzeltmelerden sonra hala eksi olması bir sorun. Neden sorun? Çünkü bu borcumuzun artması en azından azalamamsı demek.

Borç konusunda 2 grafiğimiz var. Bir tanesi yukarıdakinin bir yerde, tam değil tabii ama neredeyse aynada yansması gibi. Yani yine bu sabah Ercan Bey de referans verdi, saving-investment balance açısından bakarsak aslında kamu bilançosunu temizlerken özel sektörün net pozisyonu açıldı. Haluk'lar (Haluk Bürümcekçi-Fortis Ekonomik Araştırmalar Bölümü kastediliyor) bunun çok daha sağlıklıasını yapıyorlar. Ben bunu net uluslararası yatırım pozisyonundan aldım direkt, aslında yurtiçindeki döviz varlıklarını da işin içine katıp daha doğru bir şey yapmak gerek. Ama bu da bence indicator olarak yeteri kadar olayı gösteriyor: Türkiye'de özel sektörün borcunda ciddi bir artış görüyoruz ve mutlak (absolut) rakamlara baktığınız zaman da aslında hiç önemsiz rakamlar değil, net uluslararası yatırım pozisyonunda bankacılık ve banka dışı sektörün 130-140 milyar dolarlık pozisyonu gözüküyor. Bunun başka bir boyutu da dış borç rasyonları. Türkiye'de dış borç rasyonları aslında %50 civarında, orada da bir tıkanmışlık hali hakim. Neden? Aslında dış borçta çok güzel bir azaltma yapmışsınız, fakat son dönemde %50 civarında yerinde sayıyor. Buna net olarak bakarsanız 30'lara falan düşüyor. Net olarkten kastettiğim, rezervleri vs çıkarıyorsunuz ama sonuçta orada da bir tıkanmışlık, ve aslında nispeten yüksek bir rasyoda, tıkanmışlık hali hakim.

Dediğim gibi kırılmalara baktığınız zaman bayağı bir ilerleme görebilirsiniz ama bundan sonrasında yönümüz nedir pek açık değil. Dolayısıyla daha inandırıcı bir hikaye kurgulamanız lazım insanları daha bir rahatlatmanız için. Son bir indicator: chartta bar olarak gördükleriniz, o da Türkiye'nin çok alıntı yapılan bir rasyosu. Önümüzdeki dönemin bir yıllık borçlarının rezerve bölünmesi. Biliyorsunuz bu rasyo genellikle artık birçok gelişmekte olan piyasada 1'in çok çok üstünde bir düzeyde. Bizde ise hala 1'in altında. Yani kabaca bizim 70 milyar dolar borcumuz var buna 80 milyar dolar kısa vade ve orta-uzun vade borç projeksiyonlarını ekliyorsunuz. Biz hala 1'in altındayız. Dolayısıyla sen çok finansman ihtiyacı olan bir ülkesin, çok da güzel şeyler yapmışsın, fakat bir tıkanıklık hali var bu indikatörlerde – iyi yol alınmış ama durmuşuz.

Bu tıkanıklık hali aslında biz ne kadar kabullenmesek de bizi etkiliyor. Bunun da en güzel göstergesi aslında bu oldukça karışık görünen grafik. Bu nedir? Aslında bunun değişik versiyonları daha önce gösterildi. Hakan Türkiye tarafını, Tim dışarıyı gösterdi. Biz ise gördüğümüz gölgeyi ekledik oraya. Bu aslında hepimizin gayet yakından takip ettiği 2003'ün başından beri JP Morgan EMBI spreadi. Yani dünya ekonomisinden dolayı bir dayak geliyor, kim daha çok dayak yiyor, onu ölçmeye çalışıyoruz? Yani GOP ortalaması kadar mı, daha mı az, dahamı çok etkileniyoruz? Aradaki primi takip ediyorum, yani Türkiye'nin spread'ini alıyorum, ortalama prim'den çıkarıyorum ve yine ortalama prim'e bölüyorum. Bir yüzde olarak Türkiye'nin daha mı az yoksa daha mı çok dayak yediğini, tabiri caizse, bulmaya çalışıyorum. Şimdi aslında Türkiye'de şöyle enteresan bir olay var: geçen yılki Mayıs-Haziran türbülansından beri biz kayıplarımızı tam geri almış değiliz. Çünkü gölgeli alan negatif. Yine bazılarınızın benden daha iyi bildiği gibi Türkiye halen şu anda, GOP'lara göre 2006 öncesindeki spread'lerden daha kötü bir spread'de trade ediyor. Yani biz aslında şu anda daha yüksek bir spread'den trade ediyoruz. O Temmuz furyasında bunu kapattık, neredeyse yok ettik, fakat sonra yazın bu kredi krizi sırasında aslında etkilendik ve tekrar gölge negatif oldu, aşağı doğru döndü. Bakın 2003 Mart Irak tezkere krizi olduğunda Türkiye bunu hafif yaşamış ama sürekli bir kayıp yaşamamış kalıcı (permanent) bir şok yememiş tekrar onu geri almış ve ortalama EMBI'den daha iyi trade etmeye başlamış. Yani aslında uluslararası piyasalar bizi, bizim kırılmalıklarımıza ve finansmanlarımıza göre bir şekilde fiyatlıyorlar aslında. Bizim başka bir şey yapmamız lazım ki bu döngüden çıkalım. Şimdi Mayıs-Haziran'da Türkiye niye daha çok etkilendi dersiniz: bu gördüğünüz uzun alıntı IMF'in Kasım 2006 raporundan. Daha yenisi yok zaten koyulmuyor. Çünkü bizim çok uzun bir review prosesimiz var Hazine'mizde, izin verilmiyor bir türlü şunları vaktinde yayınlamaya. IMF'nin raporları çok büyük bir gecikmeyle yayınlanıyor ama bu raporda ben ilginç bir kutu gördüm. IMF bu konuda ne düşünüyor diye şöyle enteresan bir kutu vardı: kırılmalıklar kutusu. Şimdi IMF diyor ki, Mayıs-Haziran 2006'da Türkiye'nin daha çok etkileneceği hiç şaşırtıcı değildi. Çünkü bütün ülkelerin en çok etkileneceği tayin eden 3 tane standart kırılmalığı var: bir tanesi kur ne kadar değerli, bir tanesi cari açığın durumu, bir tanesi de kredi büyümesi. Bu aslında 90'ların literatüründen de çıkan ana değişkenler. Aslında Türkiye'nin lirası daha Mayıs-Haziran türbülansı yaşanmadan -- IMF böyle bir çalışma yapıyor -- ve siz kuvvetliydimiz diyor. Sizin cari açığımız çok yüksekti diyor ve sizin kredi büyümeniz çok yüksekti diyor. Dolayısıyla aslında Türkiye'ye baktığınız zaman daha fazla etkileneceği hiç şaşırtıcı gelmiyor.

Peki Mayıs-Haziran'dan sonra ne oldu? Türkiye'nin geçtiği dinamiğe bakalım, benim şöyle bir görüşüm var, Türkiye aslında Mayıs-Haziran türbülansından sonra yanlış bir politika karışımı (mix'i) izledi. Tabii aksini yapmak kolay değildi ama yanlışlığı şuradan geliyor: Merkez Bankası türbülansa doğru tepki verdi çünkü olay çığıından çıkıyordu. Çok sert bir tepki verdi ve bu şekilde beklentileri etkilemeye çalıştı. Bu tepki aslında sağ taraftaki kredi büyümesine bakarsanız, Merkez Bankası'nın da sanırım Şubat 2007'de böyle bir araştırma notuda (paper) da var zaten, kredi mekanizması Türkiye'de çalışıyor deniyor, şimdi faiz oranlarının yükselmesi kredideki büyümeyi anında durdurdu. Fakat çok ters bir şey oldu ve Türkiye 2006 sonrası böyle bir uyum sürecine girdi -- Merkez Bankası sağ olsun veya Merkez Bankası ile beraber yurtiçi yatırımcıların (lokaller) daha dikkatli bir havaya girmesinden dolayı Türkiye bir uyum sürecine girdi -- fakat bu arada yanlış politika tepkisi burada işin içine giriyor. Mali taraf oldukça gevşedi. Yani Türkiye aslında sermaye hareketi sorunu yaşayan bir ülkenin yanlış politika karışımını adapte etti, bizim pek fazla üstünde durmamamıza rağmen. Nedir üstünde durmadığımız? Oldukça sıkı bir para politikası, daha gevşek bir mali politika. Bu ne yaptı, o aslında gene Türkiye'ye gelen sermaye hareketlerini, bana sorarsanız, gereğinden fazla hızlandırarak ve mali tarafta da, buna geri geleceğim, ancak önce bildiğimiz bir etki vardır altını çizdiğim ona değineyim. Eğer hükümet harcamaları artıyorsa genellikle bu reel döviz kurunda bir değerlendirme baskısı yaratır. Çünkü genellikle hükümetin harcamaları ticarete konu olmayan mallar üzerine düşer diye bir şey vardır literatürde ve hakikaten hükümet harcamalarını arttırdığımız zaman genellikle siz reel döviz kurunun değerlendirildiğini görürsünüz. Türkiye ne yaptı? Para politikasını sıkı, mali politikayı bıraktı ve bana sorarsanız döviz kurunun eskisinden daha değerli bir noktaya gelmesini seyretti. Bu yanlış politika tepkisiydi çünkü tabii Merkez Bankası daha fazla sterilizasyon yapabiliirdi, yapamayabiliirdi. Özellikle rezerv ihtiyacı var bana sorarsanız o ayrı bir nokta, fakat mali politika bence bu değerlemeyi destekledi. Mali tarafın gevşemesi ve para politikasının sıkılaşması bence Türkiye'nin kırılma noktaları açısından yanlış politika tepkisi idi. Yani YTL'nin bu kadar çabuk değerlendirilmesine izin verilmemeliydi bana sorarsanız. Bunu yine IMF'nin bir araştırmasına dayanarak paylaşmak istiyorum: Diyor ki, bu World Economic Outlook Raporu'nun 3. bölümünde çıkan sonuçların bir tanesi aslında, mali politika sermaye hareketlerine karşı en etkin politika. Onun da 3 tane değişik olaya giriş tarzı var. Bence bizim için en önemlisi bu ikinci etki yani faiz dışı harcamaları bıraktığımız zaman döviz üzerinde bir değerlendirme etkisi yaratıyor. Hele para politikası da sıkı ise bu sıkıntıyı daha büyük arttırıyor.

Birkaç tane gözlemlerim bitiriyorum. Bütün bunlarla ne demeye çalışıyorum? Güzel bir soru! Şunu demeye çalışıyorum, Türkiye hala kırılma bir ülkedir. Ama aslında kırılma noktaları çok azaltmıştır ve Türkiye normal bir ekonomi olmuştur. Önümüzdeki dönemde zaten bu tip sıkıntılar yaşayacağız. Büyük bir kriz beklememek lazım. Bence Türkiye'nin kriz tanımını değiştirmesi lazım. O kriz tanımı nedir? Mesela Türkiye'nin %4 büyümesi önümüzdeki 2-3 yıl için krizdir. Çünkü Türkiye gibi borç rasyoları büyük olan ülkelerde bu göze batacağıdır, sosyal olarak da, politik olarak da. Türkiye kırılma kaldığı müddetçe, dış finansmana bağımlı kaldığı müddetçe politikalar konusunda da biraz laçka davrandığı sürece, düşük büyüme gibi bir risk ile karşı karşıyadır. Türkiye'nin en büyük riski budur. Çünkü tanım gereği zaten bana sorarsanız Türkiye'de bir döviz krizi olması şu anda mümkün değildir çünkü zaten dalgalı kur rejimindeyiz. Bundan

sonra Türkiye’de gerçekleşecek kriz teknik olarak ödeme (payments) krizidir. Tim’in tabiriyle kredi krizi. Buna sovereign da düşünebilirsiniz ama kamunun bilançosunu nasıl iyileştirdiğini gördünüz. Bunun diğer ekstremi özel sektörde yoğunlaşan ‘97 Asya’dır veya gelmekte olan yükselen (emerging) Avrupa krizleridir. Ama Türkiye bana sorarsanız, onları tekrar göstermeyeceğim ama indirek olarak gösterdim, özel sektör leverage rasyoları falan açısından daha oralarda değildir. Yani Türkiye’nin böyle bir default tehlikesi olduğunu henüz hiç zannetmiyorum. Kamu zaten evini oldukça toparlamıştır, bu şekilde baktığımız zaman öyle bir riskimiz yok, fakat Türkiye’nin önündeki en büyük risk aslında bu kırılmalıklar, finansman ihtiyacı, düşük büyüme tarzı, böyle sevimsiz bir dengede takılıp kalması hatta burada da Merkez Bankası’nın sürekli yalnız bırakılması riskidir. Şöyle ki mali politika ve yapısal reformun çözmesi gereken konuların, bugünün Türkiye’inde Merkez Bankası tarafından çözülmesi beklenmektedir. Bu bir kısır döngü yaratır, baskıları arttırır ve sonuç itibariyle bizi daha sıkıntılı “büyüememe” dengesine götürür. Son bir yorum, aslında Türkiye’nin ilacı, rating’lerimizin bir an önce yatırım yapılabilir düzeyinde (investment grade) olmasıdır. Türkiye’nin finansman indikatörlerine, borç rasyolarına, finansman bağımlılığına baktığımız zaman, aslında rating kuruluşları bizi boşuna yatırım yapılabilir düzeyinin 3 puan (notch) altında tutmuyorlar. Bir puan gelir, o sorun değil. Bence niye o kadar cimrilik yapıyorlar bilemiyorum, ama yatırım yapılabilir düzeyinde olmak ve hatta onu geçmek Türkiye’nin aslında bu tip sıkıntılarını çözmekten geçiyor diyeyim ve durayım.

Ömer Aras: Evet biraz zamanımızı da aştık. Konuşmacılarımıza teşekkür ediyoruz. Son bir 10 dakika belki birkaç soru varsa onu alabiliriz.

Soru: Benim sorum Murat’a olacak. Gerçi hemen hemen bütün konuşmacılar sunumlarında değindiler ve zaten Türkiye’nin kırılmalığını son zamanlarda ortaya çıkaran en önemli konu özel sektörün dış borcu, Ercan Bey de sunumunda bahsetti, kamu toparlanırken özel sektörün dış borcunun artışı. Şimdi buradaki konu dış borç mu döviz borcu mu? İstatistiklere yansıyan dış borç oluyor ama bakmamız gereken konu özel sektörün döviz borcu mu yoksa dış borcu mu? Buna bağlı olarak bununla ilgili ikinci bir soru daha sormak istiyorum.

Murat Üçer: Şimdi dış borç ve döviz borcunu biraz daha açmanı rica edeceğim fakat doğru anlıyorsam sistemin göremediği bazı doğal hedge’leri var, bu rakamlar bunları ihmal ediyor mu demek istiyorsun? Yani dış borç rakamları aslında currency mismatch diyelim istiyorsan, özel sektörün currency mismatch’ini abartıyor gibi bir noktayı mı?

Soruyu soran tekrar: Şöyle, hem onu vurgulamak istiyorum hem de özellikle özel sektörün dış borcu dış borç değil. Yani Türk bankalarının özel sektöre yurtdışından verdiği borçlardan oluşuyor ağırlıklı olarak. Buna böyle baktığımız zaman bizim dış borç bölü yani kamuyu demiyorum, ülke dış borcu GNP rasyomuz bir kere orada yüksek çıkıyor yani eğer konu dış borçsa biz bu istatistiği inflate ediyoruz. Eğer konu döviz borcuysa onda da deflate ediyoruz çünkü bizim bir de yurt içinden verdiğimiz döviz kredileri var. Bunlar da burada girmiyor. Diğer ülkeleri çok incelemedim ama bu belki bizim çok uzun süre enflasyonist ortamda yaşamamızdan dolayı şirket ve banka bilançolarımızın dolarizasyonlaşmasından da kaynaklanıyor. Yani bu Latin Amerika

ülkelerinde de var ama zaten Avrupa ülkeleri, AB'ye girdikten sonra çoğunda böyle bir problem kalmadı ama bizde böyle bir problem var. yani görünen durumun, kırılmanın kırılma olmadığı veya sanıldığından daha az olduğu şeklinde çıkıyor.

Murat Üçer: Açıkçası herhalde bunun tam bir çalışmasını yaparak bakmak lazım. Ama sonuç itibarıyla mesela dış yatırımcılar baktıkları zaman bu rasyolarla face value'da bakıyorlar dolayısıyla ya bu tip şeylerin daha bir değişmesi lazım, ya da bu tip rasyolarla gideceğiz anlatacağız. Şöyle bir şey söyleyebilirim yalnız, uluslar arası yatırım pozisyonu dediğin zaman aslında teknik olarak oldukça kapsamlı bir istatistikten bahsediyoruz. Aslında buna Türkiye'nin currency mismatch'i bile diyebiliriz. Tabii bunu komplikeleştiren senin bahsettiğin Türkiye'nin dolarize bir ülke olması. Açıkçası çok uzatmıyayım ama buna daha bir dikkatli bakmak lazım haklısın.

Ömer Aras: Bu konuda bir şey söylemek istiyorum. Burada niye Türk bankaları kredileri dışardan veriyorlar diye bakmak lazım. Yani bu geçmişten gelen bir çarpıklık, bunun düzeltilmesi lazım. Bu aynı zamanda Türk bankacılığını da küçük gösteriyor bilanço olarak. Dışardan kredi veriyorsunuz finansal sektörümüzü de küçük gösteriyor ve bu icabında rating'i de etkiliyor. Yani geçmişten kalan bir takım vergi düzenlemeleriyle çarpık bir yapı var, aslında bunu düzeltmek lazım. O düzeldiği zaman bütün istatistiklerde bütün rakamlar düzelecektir.

Soru: Hakan Bey'e bir sorum olacaktı. Birincisi demin sizin de bahsettiğiniz gibi Merkez Bankasına gelen en büyük eleştirilerden bir tanesi iletişim politikalarının çok iyi olmadığı yönünde. Siz bu konuda ne düşünüyorsunuz. İkincisi, son zamanlarda para politikası kurul toplantısı olduğu zamanlar gazetelerde ilanlar çıkıyor, kamuoyu baskısı diyeyim ve bazen de işte Merkez Bankası'nın üzerinde politik baskı var diye görüşler oluyor, bu konuda sizin duruşunuz veya görüşünüz nedir?

Hakan Kara: İletişim tanım gereği karşı tarafın algılaması ile ilgili bir şey. Yani bu konuda sizin ne düşündüğünüz önemli. Ben Merkez Bankası olarak iletişimimiz iyi dersem bu hiç bir şey ifade etmez. Politik baskı konusu da sonuçta ben Banka'da çalışan teknik bir elemanım, benim görevim ekonomik gelişmeleri en iyi şekilde özetleyip para politikası kararını veren insanlara alt yapıyı oluşturmak yani doğal olarak benim üzerimde politik baskı yok. Sadece onu söyleyebilirim.

Soru: Ben yine Hakan Bey'e soracağım. İletişim konusunda en büyük eleştirileri getirenlerin başında ben geldiğim için siz Merkez Bankası'nın araştırmasında yani mutfağında dolayısıyla ben sizin anlattıklarınızda şöyle bir sonuç çıkardım gibi ama onun öyle olmadığını düşünüyorum tabii, iletişim fonksiyonu araştırma bölümünün müdürü? Çünkü bana öyle geldi ki hani bizim araştırmada yaptığımız sonuçlar, tahminler bir iletişimidir gibi algıladım ben oysa ki ben farklı düşünüyorum. Araştırmanın çok iyi çalıştığını, Merkez Bankası mutfağının çok iyi olduğunu ama bunun dışarıya sunumunda ve anlatılmasında hata yapıldığını düşünüyorum. Ve sunumunuzda bir not daha vardı, Merkez Bankası'nın açıklamaları iyi okunmalı dediniz. Ben başka taraftan bakıyorum, acaba iyi yazılmadığını düşündüğünüz oluyor mu?

Hakan Kara: Araştırma Genel Müdürlüğünün iletişim tarafındaki rolü şöyle, Merkez Bankasının temel iletişim araçları olan iki tane metin var, bir tanesi enflasyon raporu, diğeri de para politikası kurulu toplantı özetleri. Araştırmanın rolü enflasyon raporunda daha ön planda. Para politikası kurulu toplantı özetleri ise doğal olarak kurulun ne düşündüğünü yansıtmaya gereken bir rapor. Kuşkusuz biz bu metin için de bir alt yapı hazırlıyoruz, draft gibi, ama politika metinlerinin en kritik kısımlarının şekillenmesi doğal olarak politika yapıcılar yani karar vericiler tarafından gerçekleştiriliyor. Biz o aşamada teknik olarak düşündüğümüzü iletiyoruz ama sonuçta para politikasının sorumluluğunu taşıyan para politikası kurulu olduğu için nihai metnin nasıl çıkacağına bence onların karar vermesi gerekir diye düşünüyorum. Ama şunu söyleyebilirim. Ben dünyada birçok Merkez Bankası gezdim yani enflasyon hedeflemesine geçmeden önce çok değişik vak'aları inceledim, teknik elemanlarla politika yapıcılar arasında ilişki konusunda aslında en üst noktada olan Merkez Bankalarından bir tanesiyiz. Yani para politikasını oluşturanların teknik personelden aldıkları geri bildirim konusunda iyi bir noktadayız diyebilirim. Bunun sebebi de para politikası kurulunun Merkez Bankası çalışanlarınca oluşturulması. Dışardan sadece 1 tane üye var ve o da şu anda boş ama diğer bütün karar alıcılarla, Başkan ve Başka Yardımcıları, doğal olarak çok yakın bir ilişkimiz var. onun dışında başka bir şey söylemem pozisyon gereği herhalde doğru olmaz diye düşünüyorum.

Soru: Benim sorum da Hakan Bey'e olacak. Hizmet sektörü fiyatlarıyla ilgili bir soru sormak istiyorum. Grafiklerden de görüyoruz, gerçekten hizmet sektöründe 4-5 aydır bir düşüş var. Yaklaşık iki yıldır devam eden bir katılığın kırılması anlamına geliyor mu? Gördüğüm kadarıyla Merkez Bankası bundan çok emin. Bu döneme baktığımızda, orada hizmet talebinde de ciddi bir düşüş var ve bu düşüşte özellikle kira ciddi olarak etkili. Konut arzından dolayı kiralarda bir düşüş olabilir. Hizmet sektöründeki katılığın kırılmasının kalıcı olduğundan emin misiniz?

Cevap – Hakan Kara: Bundan çok emin olmak hiçbir zaman mümkün değil. Çünkü geçmiş bize çok az şey söylüyor. Yani oturup, bir ekonometrik tahmin yapamıyorsunuz. Çünkü Türkiye'deki problem –birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi- geçmiş geleceğe dair çok az şey söylüyor. O nedenle birtakım teorilere dayandırarak hareket ediyoruz. Dış ticarete konu olan malların fiyatlarının konu olmayana göre daha hızlı artması teorik olarak zaten geçerli bir durum ve bizim ülkemizde de AB'ne yakınsama sürecinde bir miktar fark olması normal. O yüzden hizmet fiyatları büyük ihtimalle genel enflasyona göre daha hızlı büyümeye devam edecek. Biz reel olarak yakınsama sürecini yaşarken verimlilik artışlarından kaynaklanan, başka unsurlardan kaynaklanan bir fark oluşacak. Biz sadece şunu vurguluyoruz: Hizmet enflasyonundaki katılık son dönemde büyük ölçüde azaldı. Yani fundamentallere dayanan katılıklar kaldı. Ama onun dışında beklentilerden oluşan katılıklar da azalıyor. Bunu nasıl görüyoruz? Bütün alt kalemlerin, yani sadece kirada değil, lokanta, otel, haberleşme hizmetleri, eğitim, sağlık bütün alt gruplara baktığımızda aşağıya doğru güçlü bir eğilim görüyoruz. Bu nedenle şu andaki 7-8 civarındaki hizmet enflasyonunun % 4 civarında enflasyon dengesiyle uyumlu olduğunu düşünüyorum. Yani % 7-8 civarında hizmet, % 2 civarında bir mal enflasyonu ortalama % 4 TÜFE enflasyona denk geliyor. Sonuç olarak bizi görece olarak emin

olduğumuz şey, şu andaki hizmet eğiliminin orta vadeli enflasyon hedefleriyle uyumlu olduğu.

Soru: Demıştiniz ki, zannedersem Eylül ayında yapılan faiz indiriminden bahsederken iki noktayı vurguladınız. Bir tanesi Ali İhsan Bey'in de bahsettiği gibi, hizmet enflasyonundaki gevşeme ve hatta sürekli bir düşüş trendine girmesi o enflasyon oranının ki Türkiye'deki en büyük katılıklardan biri biliyoruz. Diğeri de vurguladığınız ve benim aklıma takılan uluslararası piyasalardaki gelişmelerden dolayı dediniz ki, hem iç talebin, hem de dış talebin daralma trendine gireceğini biz bekledik dediniz.

.....Ben de ekonomiyi izliyorum. BDDK'nın bir yayını çıkarıyoruz. Finansal piyasalar raporunu yazarlardanım. Benim oradaki yorumum bu ikinci noktaya ilişkin olarak tam tersi yönde oldu. Yani ben şöyle bir şey kurguladım ve bekledim: Dış piyasalardaki türbülans kaynak daralması, asset fiyatlarımızdaki düşüş gibi etkilerle volatilitiyi arttıracak, faizleri yükseltecek, döviz kurunda artış yaratacak, pass-through etkisiyle fiyatlara yansıtacak ve bir şekilde de ekonomide olumsuz bir sürecin maliyetleri arttıran bir sürecin başlamasına yol açacak diye. Siz bunun tam tersini beklediniz. Bu beklentiler acaba benimki mi hatalı, yoksa sizinki mi hatalı? Ya da bu öngörüğü ne zaman oluşturduunuz? O türbülansın hangi noktasında acaba böyle bir ya da belki bazı endikatörleri değerlendirdiniz ama acaba farkımız nedir?

Cevap – Hakan Kara: Belki politika tepkisinin cinsinden kaynaklanıyor. Eğer kötü senaryo gerçekleşirse o çok kötü bir senaryo olacak. O kötü senaryo artık para politikasına değil, kriz yönetimine giriyor. O yüzden de o senaryoyu bertaraf etmek için Merkez Bankası aktif bir likidite yönetimine gidebilir. Para politikası borçlanma faizlerini değiştirmeden, piyasadaki likiditeyi sıkıp, mesela borç verme faizlerine doğru yükseltip, o şekilde bir tepkiyle bertaraf edebilir. Ama o biraz kriz yönetimine giriyor. Sonuçta biz daha çok ana senaryo üzerinden hareket etmek zorundaydık. Ana senaryoya orta vadeli eğilimler bazında baktığımızda, yani para politikasının enflasyona yönelik perspektifinde, diğer yorumlar daha ön plana çıktı. Ama sizin dediğiniz gibi bir senaryo ise, Merkez Bankası'nın para politikası aracıyla değil de, belki daha etkin bir likidite yönetimiyle giderilebilir.

Ömer Aras: Tüm katılanlara ve konuşmacılara teşekkür ediyoruz.