

İkinci Bölüme İlişkin Basın Notları: *Kriz ve Potansiyel Üretim*

Sonbahar 2009 Bölgesel Ekonomik Görünüm: Avrupa

Hazırlayanlar: Thomas Harjes ve Srobrona Mitra

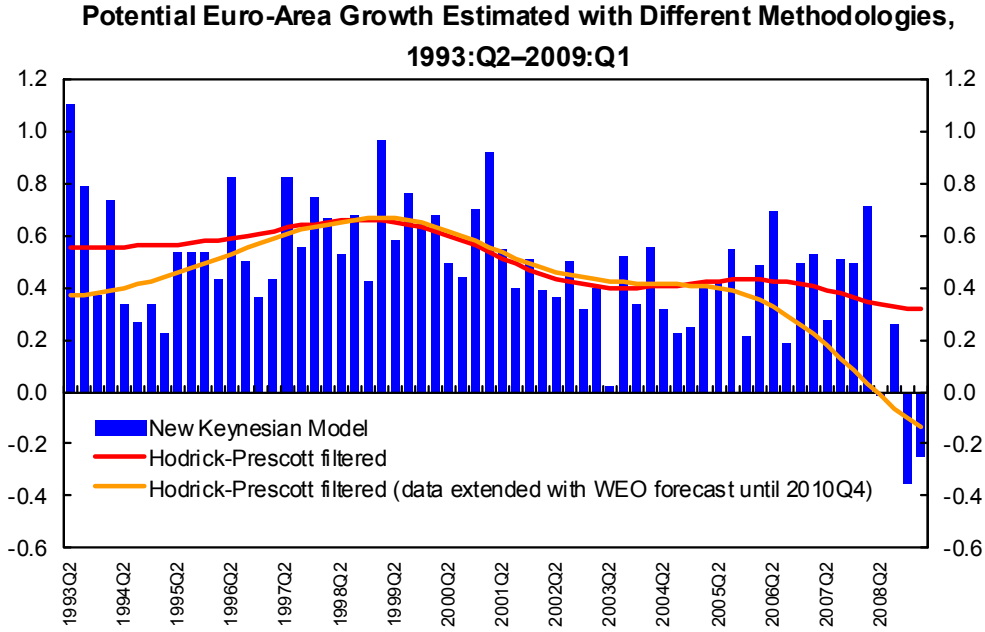
Öne Çıkan Konular

- **Finans sektöründe yaşanan sorunların, düşük yatırımın ve uzun süreli işsizlik dalgasının önümüzdeki birkaç yıl boyunca Avrupa’da potansiyel büyümeyi olumsuz yönde etkilemesi beklenmektedir. Ancak, bu faktörlerin ne derece etkili olacağı belirsizdir.**
- **Finans sektörünün geçmişte çok aktif olduğu ülkeler dışında gelişmiş ekonomilerin çoğunda, potansiyel büyümenin uzun vadede geçmiş düzeylere geri dönmesi beklenmektedir.**
- **Avrupa finans piyasalarının entegrasyonu ve yapısal reformlar konusunda yeniden ilerleme kaydedilmeye başlanması, büyüme umudunu arttıracaktır.**
- **Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde, gelir düzeyinin diğer ülkelerin gelir düzeyine yaklaşması sürecinin yeniden başlaması için yatırıma uygun bir ortam yaratmak suretiyle sürdürülebilir sermaye girişinin yeniden tesis edilmesi, belirsizliği azaltacak politika altyapısının güçlendirilmesi ve doğru makroekonomik politikalar uygulanması gerekmektedir.**

Avrupa’da kriz, ekonomik büyümeyi kısa vadeyi de aşan bir dönemde olumsuz yönde etkileyecek ve önümüzdeki birkaç yıl boyunca potansiyel büyümeyi baskı altında tutacaktır. Son krizde olduğu gibi bir finans krizinden kaynaklanan durgunluklar, özellikle de kredi krizleriyle ve emlak sektöründeki balonların patlamasıyla eşzamanlı olduklarında, genellikle üretimde büyük çaplı ve uzun süreli düşüşlerle sonuçlanmaktadır. Bu gibi durumlarda, düşük yatırım ve uzun süreli işsizlik dalgası potansiyel büyümeyi genellikle birkaç yıl boyunca olumsuz yönde etkilemekte, ve bu da büyüme oranlarının uzun vadeli ortalamalara yakın düzeyde hatta bu ortalamaların da altında seyrettiği zayıf bir düzelme süreciyle sonuçlanmaktadır.

Potansiyel büyümede yaşanacak düşüşün ne boyutta olacağı belirsizliğini büyük ölçüde korumaktadır. Direkt olarak gözlenmesi mümkün olmayan potansiyel üretimin tahmin edilmesi, özellikle de fiili üretimde büyük dalgalanmaların yaşandığı ciddi kriz dönemlerinde son derece zordur. Avrupa ekonomilerinin çoğunda düzelmenin zayıf olması ihtimalini de göz önüne alan tahmin yöntemlerine ve enflasyon ile üretim açığı arasındaki ilişkiyi temel

alan diğer tahmin yöntemlerine bakıldığında, potansiyel üretim artışında nispeten keskin bir düşüş olması beklenmektedir. Diğer yöntemler ise potansiyel büyümedeki düşüşün daha sınırlı düzeyde kalacağını öngörmektedir (bkz. şekil).



Finans sektöründe sürdürülebilir olmayan kârların büyüme oranlarını muhtemelen şişirmiş olduğu ülkeler dışında, gelişmiş Avrupa ekonomilerinin çoğunda potansiyel büyümenin uzun vadede geçmiş düzeylere geri dönmesi beklenmektedir. Avro ortak para alanında uzun vadede yüzde 2 civarında potansiyel büyüme elde edilmesi mümkün gözükmemektedir. Avrupa finans piyasalarının entegrasyonu konusunda ilerleme sağlanması ve Lizbon gündeminde öngörülenler de dahil olmak üzere yapısal reformların gerçekleştirilebilmesi halinde ise, uzun vadedeki büyüme potansiyelinin daha da yüksek seviyelere çıkması muhtemeldir. Finans sektöründeki olağanüstü kârların geçtiğimiz yıllarda büyüme oranlarını muhtemelen şişirmiş olduğu Birleşik Krallık gibi ülkelerde ise, uzun vadedeki büyüme oranları, geçtiğimiz yıllarda elde edilen ortalama büyüme oranlarının bir miktar altında kalacaktır.

Gelişmekte olan Avrupa ekonomilerinde sermaye girişindeki azalma, orta vadeli büyümeyi ve gelir artışı sürecini olumsuz yönde etkileyebilir. Geçtiğimiz yirmi yıl içinde gelişmekte olan Avrupa ekonomilerinde ortalama büyüme oranları, diğer ülkeleri yakalama süreci sonucunda Avro ortak para alanındaki büyüme oranlarını ciddi ölçüde geçmiştir. Gelir düzeylerinin birbirine yaklaşmasıyla sonuçlanan bu süreçte, doğrudan yabancı yatırımlar ve banka kaynaklı sermaye girişleri önemli rol oynamıştır. Nispeten daha fakir olan ülkeler bu sermaye girişlerinden daha fazla faydalanmıştır. Kriz sonrasında ise yatırımcıların daha temkinli davranması, finansman maliyetinin yükselmesi ve kamu borçlarının artması nedeniyle, özel sektöre gelen sermayenin azalması nedeniyle, bu yakınlaşma sürecinin yavaşlaması muhtemel gözükmemektedir.

Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde gelir artışı sürecinin yeniden hız kazanması açısından, sağlıklı sermaye girişini destekleyecek politikaların uygulanması büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, hükümetlerin yatırıma uygun bir ortam yaratması, finans sektörüne ve maliye politikalarına ilişkin düzenlemeleri belirsizliği azaltacak şekilde takviye etmesi, finans piyasalarının birbirine entegrasyonuna yönelik çalışmalara destek vermesi ve makroekonomik istikrarı sağlaması gerekmektedir.

Üçüncü Bölüme İlişkin Basın Notları: *Potansiyel Üretimdeki Düşüşün Makroekonomik Politikalar Üzerindeki Etkileri*

Sonbahar 2009 Bölgesel Ekonomik Görünüm: Avrupa

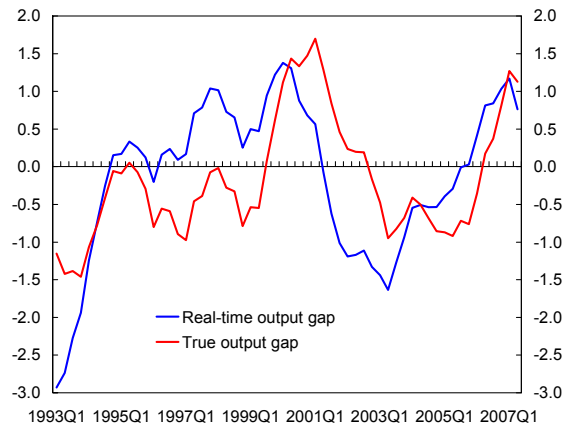
Hazırlayanlar: Helge Berger ve Emil Stavrev

Öne Çıkan Konular

- Potansiyel üretimdeki düşüşün hangi boyutta olacağını belirsiz olması, yanlış politikalar uygulanmasına neden olabilir.
- Para politikalarını belirleyen mercilerin, enflasyon beklentisini kontrol altında tutmak için, politika oranlarına ilişkin kararlarında esas aldıkları potansiyel üretim varsayımlarını net bir şekilde açıklamaları ve yeni veriler geldikçe bu kararlarını gözden geçirme konusunda kararlı olduklarını vurgulaması gerekmektedir.
- Krizin kamu maliyesi üzerindeki olumsuz etkisi dikkate alınarak, son derece tedbirli maliye politikaları uygulanmalı ve düzelme iyice belirgin hale geldiği anda gerekli güçlendirme çalışmaları başlatılmalıdır.

Potansiyel üretimdeki düşüş ve buna bağlı belirsizlikler, zorlu bir ortamla karşı karşıya olan mali politika ve para politikası alanlarında karar alınmasını daha da güçleştirmektedir. Örneğin mali politikaların potansiyel üretimdeki düşüşü göz ardı etmesi veya hafife alması halinde, kamu maliyesinin sürdürülebilirliğinin tehlikeye düşmesi muhtemel görünmektedir. Öte yandan potansiyel üretimdeki düşüş beklentisinin gerekenden yüksek bir seviyede belirlenmesi halinde ise, ekonominin ihtiyaç duyduğu mali destekten mahrum bırakılması ihtimali belirecektir. Benzer şekilde, para politikası çerçevesinde potansiyel üretimdeki düşüş beklentisinin gerekenden yüksek bir seviyede belirlenmesi halinde aşırı kısıtlayıcı olma riski ortaya çıkacak, düşüş beklentisinin gerekenden düşük bir seviyede belirlenmesi halinde ise aşırı gevşek bir tavır sergilenmiş olacak ve bu da enflasyonist baskılarla sonuçlanabilecektir. Bu belirsizlikler nedeniyle politika oluşturucularla kamuoyu arasında potansiyel üretimin izleyeceği seyir konusunda algılama farkları ortaya çıkması mümkündür. Bu durum doğru politikanın belirlenmesini daha da zorlaştırmaktadır.

Euro Area: "Real-time" and "True" Output Gaps, 1993:Q1–2007:Q2 (Percent)



Source: IMF staff estimations.

Para Politikası

Üretim açığının gerçek zamanlı olarak ölçülmesi zordur. Avro ortak para alanındaki üretim açığına ilişkin gerçek zamanlı tahminlerle daha uzun bir süreye yayılan verilerin incelenmesi sayesinde hesaplanan fiili açık karşılaştırıldığında bu zorluk açıkça görülmektedir (bkz. birinci şekil). Ölçüm hataları ciddi boyutlardadır ve uzun sürelere yayılmaktadır. Ayrıca, gerçek zamanlı üretim açığı bazen fiili açıkla ters işaretli olmaktadır (bu ise, durum böyle olmadığı halde fiili üretimin potansiyelin altında olduğu izlenimini vermektedir). Bu durum, fiyat baskısının yönünü tahmin etmeye çalışan politika oluşturucuları yanlış yönlendirebilir.

Bu durum politika alanında da hatalara yol açabilir. Avro ortak para alanına yönelik model simülasyonlarına göre, ölçüm hatalarının mevcudiyetine rağmen üretim açığının göz ardı edilmesi halinde ekonomi zarar görecektir (yani üretim ve enflasyondaki dalgalanma artacaktır). Öte yandan, üretim açığının yanlış potansiyel üretim varsayımları çerçevesinde ele alınması da maliyetli olabilir. Örneğin para politikasını belirleyen mercilerin potansiyel üretim konusunda fazla karamsar olması ve üretim açığını olması gerekenin yarım puan altında belirlemesi halinde, faiz oranları potansiyel üretimin seyri kesin olarak bilinseydi belirlenecek olan oranların üzerinde kalacak, bu da enflasyonda yaklaşık 0.7 puanlık istem dışı bir düşüşe sebep olacaktır.

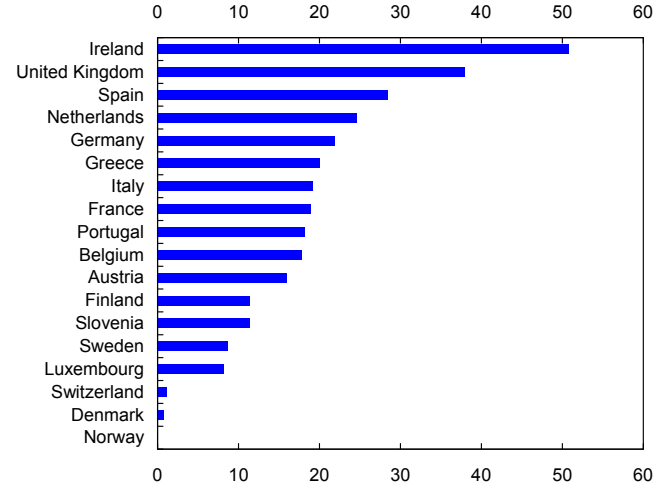
Hatalı politikalardan tam olarak kaçınmak son derece zor olduğuna göre, üzerinde düşünülmesi gereken konu bunların maliyetinin nasıl asgari düzeyde tutulabileceğidir. Merkez bankaları fiyat istikrarını korumak konusunda kararlı olduklarını çok net bir dille ifade etmelidir. Mevcut durumda, merkez bankalarının fiyat istikrarı konusundaki kararlılığının, üretim açığıyla ilgili belirsizliğin enflasyon üzerindeki etkilerine özel bir önem verilerek vurgulanması, hem enflasyon beklentisinin kontrol altında tutulmasına yardımcı olacak, hem de üretim açığı konusunda merkez bankasının görüşleriyle kamuoyunun görüşleri arasında daha yüksek bir uyum oluşmasını sağlayacaktır. Bu yaklaşımın hayata geçirilmesi için belirli bir iletişim çalışması yapılması gerekecektir. Bu iletişim kapsamında, merkez bankasının para politikası kararlarını belirlerken esas aldığı potansiyel üretim varsayımlarını şeffaf bir şekilde açıklaması ve yeni veriler geldikçe bu varsayımları değiştirmeye ve fiyat istikrarını sağlayacak gerekli adımları atmaya hazır olduğunu açıkça dile getirmesi gerekecektir. Bu yönde gösterilecek çabalar, mevcut çok düşük faiz politikasının terkedilmesi sürecinde istem dışı bir deflasyon beklentisi yaratılmasının önüne geçmek açısından son derece faydalı olacaktır.

Maliye Politikası

Avrupa'nın dört bir yanındaki mali yetkililer, potansiyel üretimdeki düşüşün etikleri konusunda endişe etmekte haklıdır. Potansiyel büyümeyi etkileyecek aşağı yönlü bir şok, geçici bir süre etkili olsa dahi, yapısal vergi gelirlerini düşüreceği için bütçe açıklarına sebep olacak, bu da kamu borçlarını arttıracaktır. Kriz aynı zamanda politika oluşturucuları, hem doğrudan doğruya hem de teminatlar yoluyla dolaylı olarak finans sistemine müdahalede bulunmak amacıyla mali kaynakları kullanmaya zorlamış, bu da borcun artmasına neden olmuştur. Bir bütün olarak bakıldığında, 2008-2010 döneminde kamu borcunun, gelişmiş Avrupa ülkelerinde GSYİH'nin %16'sı, gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde ise GSYİH'nin %11'i düzeyinde artması beklenmektedir (bkz. ikinci şekil).

Projected Changes in Public Debt

(Percent of GDP; change end-2007–end-2010)



Sources: IMF, *World Economic Outlook*; and IMF staff calculations.

Bu şartlar altında ciddi boyutta bir mali ayarlama ihtiyacı mevcuttur. Krizin büyüme ve borç üzerindeki etkilerine ilişkin varsayımların son derece iyimser olduğu senaryolarda dahi, Avro ortak para alanına üye bir ülkenin borç miktarını İstikrar ve Büyüme Paktında belirlenen hedefe 2020 yılında ulaşacak şekilde düşürmesi için gerekli ortalama yıllık faiz dışı fazla, yaklaşık olarak GSYİH'nin %0.6'sına eşit bir miktarda artmalıdır. Daha kötümser varsayımlarda bulunulması halinde, gerek duyulacak ayarlamaların boyutu bunun iki hatta üç katına çıkacaktır.

Faiz dışı dengede yapılması gereken iyileştirmenin düzelleme süreci iyice belirgin hale geldiği anda yapılması, ve bunun potansiyel üretimi arttıracak mali düzenleme ve reformlarla desteklenmesi gerekmektedir. Avrupa'da kamu maliyesinin nüfusun yaşlanması nedeniyle baskı altında kalması da krizin kamu maliyesine verdiği hasarı arttırmakta ve mali ayarlama ihtiyacını daha da belirgin hale getirmektedir. Dolayısıyla, politika oluşturucular son derece temkinli davranmalı ve konjonktür izin verdiği anda gerekli güçlendirme çalışmalarını başlatmalıdır. Ulusal düzeyde yeni mali kurallar belirlenmesi veya mevcut kuralların iyileştirilmesi ve İstikrar ve Büyüme Paktının koruyucu unsurlarının güçlendirilmesi suretiyle mali çerçevenin iyileştirilmesi de krizin istenmeyen etkilerini hafifletecek ve mali sürdürülebilirliğe katkıda bulunacaktır. Son olarak, yapısal reformlar aracılığıyla potansiyel büyümenin arttırılmasına ve böylece daha hızlı gelir artışı sayesinde bütçenin desteklenmesine şiddetle ihtiyaç duyulmaktadır.

Dördüncü Bölüme İlişkin Basın Notları: *Gelişmekte Olan Ekonomilerde Düzeltme Sürecinde Artan Riskle Başa Çıkılmasını Sağlayacak Politikalar*

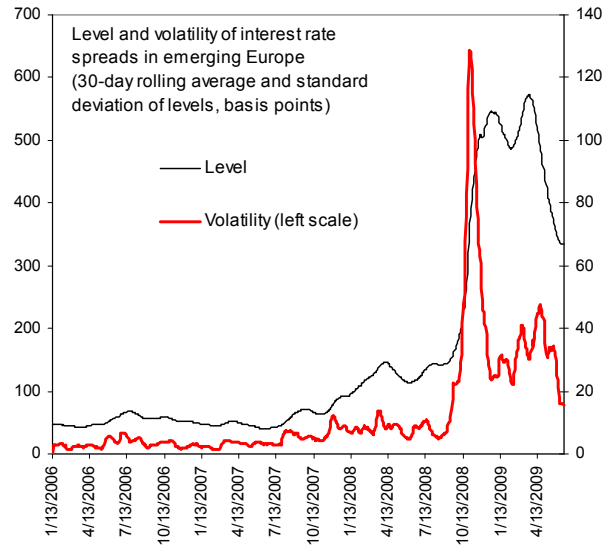
Sonbahar 2009 Bölgesel Ekonomik Görünüm: Avrupa

Hazırlayan: Srobona Mitra

Öne Çıkan Konular

- Finans krizini izleyen dönemde yatırımcıların her bir ülkenin kendi içinde uyguladığı politikaları yakından izleyecek olması nedeniyle, gelişmekte olan Avrupa ekonomilerinde risk priminin ve dalgalanmaların artması ihtimali mevcuttur.
- Faiz aralıklarının daha geniş ve daha dalgali olması, büyümeyi uzun vadede olumsuz etkileyecek ve konjonktürel dalga sırasında enflasyon ve üretimde yaşanacak dalgalanmayı arttıracaktır.
- Finans sistemindeki belirsizlikleri hafifletecek ve maliye politikasının önündeki seçeneklerin sayısını azaltacak politikalar uygulanması, hem bu kaygıları önemli ölçüde hafifleterek hem de uzun vadedeki büyüme imkanını artırarak bir nevi “çifte avantaj” sağlayacaktır.

Her ne kadar yatırımcıların risk iştahı kriz sırasında gördüğü dip noktanın üzerine çıkmaya başlamışsa da, gelişmekte olan piyasalar halen ciddi ölçüde daha dalgali bir dış ortamla karşı karşıyadır. Devlet tahvillerinin faiz aralığı artmış ve faiz oranları ve döviz kurları daha oynak hale gelmiş durumdadır (bkz. birinci şekil). Bu değişimin ardında, yatırımcıların tavrının değişmesi yatmaktadır. Krizden ders alarak aşırı risk karşısında daha bilinçli hale gelen yatırımcılar, daha yüksek risk primleri talep etmektedir. Dolayısıyla, küresel finans şokları hafiflemiş olsa da, faiz aralıklarının ve faizlerdeki aşırı oynaklığın belli ülkelerde o ülkelerin kendine özgü zayıflıkları nedeniyle orta vadede yüksek düzeylerde seyretmesi beklenmektedir.



Küresel şokların faiz oranı aralıklarında ve diğer finansal göstergelerde aşırı oynaklığa yol açtığı bir ortamda, bankacılık ve kamu maliyesi alanındaki gelişmeler çalkantının ardındaki önemli sebeplerden biri haline gelmiştir. Bankaların ve hükümetlerin finansman

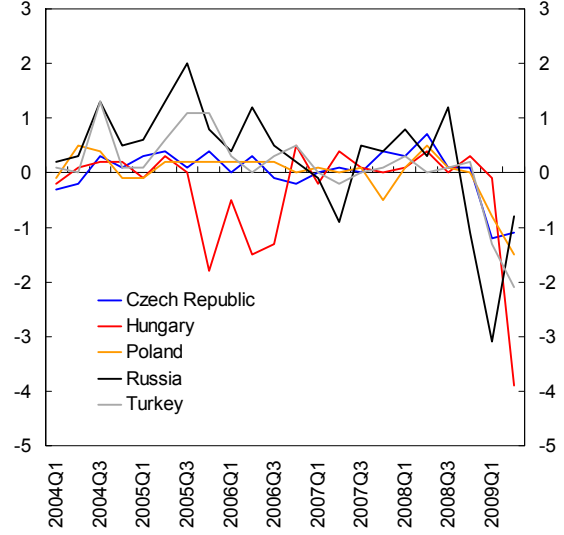
ihtiyaçlarına ilişkin belirsizlikler, şirketlerin ve hükümetlerin vadesi gelen borçlarını döndürmesi, bireysel borçlarla ve bununla bağlantılı döviz kuru uyumsuzluklarıyla başa çıkma kapasitesi ve hükümetlerin bunlarla bağlantılı olarak süreç sonunda maruz kalacağı borçlar gibi konularda yabancı yatırımcılar ihtiyatlı davranmaktadır. Durgunluğun konjonktürel etkileri de mali durumdaki istikrarsızlığı arttırmaya devam etmektedir. Bu gelişmeler nedeniyle, gelişmekte olan Avrupa ekonomilerinde bütçe dengesine yönelik tahminlerin alışılmadık derecede büyük boyutlarda ve sık aralıklarla değiştirilmesi gerekmiştir (bkz. ikinci şekil).

Dolayısıyla politika oluşturucuların büyük çoğunluğu, orta vadede daha düşük büyüme, daha kararsız yatırımcılar ve bunların sonucunda da enflasyon ve üretimde daha yüksek dalgalanmayla karşı karşıyadır. Sabit kur rejiminde dışsal

şoklar karşısında üretimin ve enflasyonun istikrarlı düzeylerde tutulması, en olumlu şartlar altında dahi sistemin doğası gereği daha zordur, zira bu durumda para politikası işlemez hale gelmektedir. Böyle bir durumda verilmesi tavsiye edilen klasik tepki, mali politikaya ağırlık vermektir. Ancak uluslararası yatırımcıların kriz sonrası dönemde daha seçici hale gelmesi nedeniyle, maliye politikası araçlarının daha aktif bir şekilde kullanılması, mali sürdürülebilirliğe yönelik şüpheler doğmasına yol açabilmekte ve orta vadede faiz oranı aralıklarının daha yüksek ve daha oynak hale gelmesi sonucunda ters tepebilmektedir. Bu durum ekonomideki aşırı oynaklığı azaltmak yerine daha da şiddetli hale getirebilmektedir. Bu durum ayrıca, özellikle büyümek için sermaye girişine ihtiyaç duyan gelişmekte olan ekonomilerde büyüme hızını da düşürebilmektedir. Dalgalı kur rejimlerinde dahi, finans sektörüne müdahale etme ve makroekonomik istikrarı sağlama imkanı sınırlı kalabilmektedir. Özellikle kurlardaki değişimin enflasyona hızla yansıdığı veya döviz cinsinden borçların yüksek olması nedeniyle kurdaki değer kaybının maliyetli olduğu durumlarda bu sınırlılık daha belirgin hale gelmektedir.

Çözüm, finans sektöründeki sorunlara hızla etkin çözümler bulunmasından ve maliye politikasının sürdürülebilir bir çizgiye getirilmesinden geçmektedir. Bu sayede hem düzelme sürecinin sorunsuz bir şekilde ilerlemesi sağlanacak ve üretimdeki ve enflasyondaki oynaklık azaltılacak, hem de daha uzun vadede büyümeye yardımcı olunacak ve sermaye girişlerinin artması sayesinde gelir düzeylerinin sürdürülebilir bir şekilde birbirine

Selected European Countries: Quarterly Revisions in Fiscal Balance Forecast, 2006:Q1–2009:Q2 1/



Sources: Consensus Economics; and IMF staff calculations.
1/ Change (in percentage points) in the fiscal balance forecast for the year, average of the Consensus Forecasts.

yaklaşması süreci yeniden hız kazanacak, ve böylece çifte avantaj sağlanacaktır. Bu süreçte uygulanabilecek bir dizi politika mevcuttur:

- Finans sektörünün müzmin sorunlarına çözüm bulunması gerekmektedir. Orta, Doğu ve Güney Avrupa ülkelerinde IMF koordinasyonunda halen devam eden stres testleri, bankaların yeniden sermayelendirilmesi ihtiyacını ortaya koyacaktır. Özellikle de stres testlerinden elde edilen bilginin kendi ayakları üstünde durabilecek durumdaki kurumların yeniden sermayelendirilmesi veya yeniden yapılandırılması, diğerlerinin ise tasfiye edilmesi amacıyla kullanılabilirliği halinde, bu test sonuçları bankacılık sektörüne ilişkin belirsizliklerin azaltılmasına yardımcı olacaktır.
- Finans sistemindeki streslerden veya diğer bazı faktörlerden kaynaklanan mali yükümlülüklerin ve bununla bağlantılı risklerin daha şeffaf bir şekilde açıklanması halinde, mali durumdaki belirsizlik azalacaktır.
- Mali açıktaki değişimleri büyük ölçüde otomatik dengeleme mekanizmalarıyla sınırlayan kurala dayalı maliye politikalarının uygulanması, uzun vadede mali sürdürülebilirliğin ve tahmin edilebilirliğin güçlenmesine yardımcı olacaktır. Durum değerlendirmesi sonucunda belirlenen maliye politikalarının doğasında varolan sürpriz unsuru kontrol altında tutulabilirse, konjonktür dalgalanmalarının şiddeti de kontrol altına alınabilecektir.
- Denetleme ve düzenleme kurallarının ve makro-ihtiyati çerçevenin, zaafı azaltacak ve gelecekte ani yükseliş ve düşüşler yaşanmasını önleyecek bir şekilde güçlendirilmesi, risk primini doğrudan doğruya azaltacak ve risk primine ilişkin belirsizlikleri hafifletecektir. Bu amaca hizmet edecek politikalar arasında, nispeten zayıf bankalara daha katı sermaye şartlarına uyma zorunluluğu getirilmesi, ana ülkeler ile evsahibi ülkeler arasındaki sınırötesi işbirliğinin güçlendirilmesi, ve banka kârlarındaki aşırı dalgalanmaları azaltacak geleceğe yönelik (konjonktürel dalgalanmaları önlemeye yönelik) karşılık ayırma politikalarının uygulanması gibi örnekler sayılabilir.