



**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

**Küresel Kriz, Yeniden Yapılanma ve Ulusal Dönüşüm**

**Forum İstanbul 2010**

**Durmuş YILMAZ**

**Başkan**

**20 Mayıs 2010**

**İstanbul**

## **Sayın Bakanım, Değerli Katılımcılar,**

Öncelikle nazik davetleri için Yavuz Bey'e teşekkürlerimi sunuyorum. Türkiye'nin geleceğine ilişkin ufuk açıcı tartışmaların gerçekleştirildiği Forum İstanbul Konferansında bulunmaktan büyük mutluluk duyuyorum.

Konuşmama küresel krizin ortaya çıkmasında önemli payı olduğu düşünülen küresel dengesizliklere ilişkin kısa bir değerlendirme ile başlamak istiyorum. Ardından Merkez Bankalarının temel hedeflerinin zaman içinde nasıl bir değişim gösterdiğine ilişkin geçmişten günümüze uzanan bir değerlendirmede bulunacağım. Konuşmamın son kısmında ise önümüzdeki dönemde merkez bankacılığın nasıl bir şekil alacağına ilişkin görüşlerimi sizlerle paylaşacağım.

## **Değerli Misafirler,**

Yeni bir küresel hikâyeden bahsetmeden önce, dünya ekonomilerini krize götüren unsurları doğru anlamakta büyük yarar görüyorum. Bu unsurları üç başlık altında toplayabiliriz.

Bunlardan ilki ülkeler arasında ortaya çıkan ve yüksek boyutlara ulaşan makro ekonomik dengesizliklerdir. Kriz öncesi dönemde Uzakdoğu Asya'da ve petrol üreticisi ülkelerde yüksek tasarruf oranlarına karşılık başta ABD olmak üzere birçok gelişmiş ülke aşırı tüketim eğilimi göstermiştir. Bu makro dengesizliğin en ilginç yansıması, görece zengin ülkelerin tüketim harcamalarının görece yoksul ülkeler tarafından finanse edilmesi; diğer bir deyişle cari fazla nedeniyle biriken yüksek miktarda rezervlerin, gelişmiş ülkelerin finans piyasalarına aktarılması yoluyla, bu ülkelerdeki hane halkının aşırı borçlanmasına imkân verilmesidir. Cari fazla veren ülkelerin rekabet güçlerini korumak amacıyla iş gücü maliyetlerinin artmasına müsaade etmemesi, dünyada enflasyon oranlarının uzun süre düşük düzeyde kalmasına destek vermiştir.

Gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarına odaklı merkez bankaları, yüksek talebe paralel olarak emtia fiyatlarının artış eğilimine girmesine rağmen nihai ürün fiyatlarının istikrarlı seyri nedeniyle kuvvetli bir parasal sıkılaştırmaya gitmeye gerek görmemiş, ekonomilerin aşırı ısınma göstermesine kayıtsız kalmışlardır.

Küresel krize neden olan ikinci unsur küresel finans piyasalarında yaratılan likiditenin görülmemiş boyutlara ulaşmasıdır. Likiditenin hızla artmasında, mali piyasalarda çok çeşitli ürünlerin ortaya çıkması ve mali kuruluşların kaldıraç oranlarının artmasına izin verilmesi önemli bir rol oynamıştır. Merkez bankalarının kontrolünün ötesinde hızla genişleyen küresel likidite arzı ile birlikte faiz oranlarının düşük seviyelerde kalması, varlık fiyatlarında balonlar oluşmasına ve hane halkının borçluluk oranlarının aşırı bir artış göstermesine yol açmıştır.

Küresel krize yol açan üçüncü unsur olarak finansal piyasaların inanılmaz bir hızla geliştiği, derinleştiği ve karmaşıklaştığı bir ortamda, denetim ve gözetimden sorumlu kurumların bu hıza ayak uyduramamalarını gösterebiliriz. Mali piyasaların denetim ve gözetim faaliyetlerinin yetersiz kalması küresel likiditenin kontrolsüz bir hızda artmasına, borçluluk oranlarının yükselmesine ve piyasalarda sistemik risklerin oluşmasına neden olmuştur. Kimin, kime ve ne miktarda borçlu olduğunun belli olmaması, riskin doğru fiyatlanmasını engellemiştir. Bunun yanı sıra derecelendirme kuruluşlarının hataları, sistemik riskleri ölçmede yetersiz kalan risk ölçüm metotları ve sorunlu muhasebe standartları da önleyici tedbirlerin alınmasını geciktirmiştir.

Sonuç olarak bu küresel krizin temel sebebini özellikle gelişmiş ülkelerde **“tüketicilerin, sahip olmadıkları bir serveti harcaması”** olarak özetleyebiliriz.

Küresel kriz sırasında hane halkları, biriken borçlarını ödemek ve bilançolarını düzeltmek amacıyla tasarruf eğilimlerini arttırmışlar ve bu durum 2. Dünya Savaşından bu yana görülmemiş boyutta bir talep şokunun yaşanmasına neden olmuştur. Aynı zamanda özel sektörün önemli bir bölümünün kredilerini geri ödemede yaşadıkları zorluklar nedeniyle finansal kuruluşlar büyük miktarda zarar yazmak durumunda kalmışlardır. Hükümetlerin talep şokunu telafi etmek ve finansal sistemin çökmesini engellemek üzere kamu harcamalarını artırması ve iflasın eşiğine gelen finans kuruluşlarına yüksek miktarda kaynak aktarması, 2009 yılının ikinci yarısında finansal piyasalardaki gerilimin azalmasına ve iktisadi faaliyetin küresel ölçekte toparlanma eğilimine girmesine katkıda bulunmuştur. Ancak son haftalarda meydana gelen gelişmeler küresel krizin tamamen ortadan kalkmadığını ortaya koymaktadır. Para ve maliye otoritelerinin izlediği genişlemeci politikalar sonucunda küresel kriz sadece şekil değiştirmiş, finansal kriz bir borç krizine dönüşmüş ve iflas eşiğindeki finansal kuruluşların yerlerini iflas eşiğindeki devletler almıştır.

Küresel büyümenin güçlü, sürdürülebilir ve dengeli bir patikaya oturtulması için ne gibi önlemler alınması konusu başta G-20 olmak üzere birçok uluslararası forumda tartışılmaktadır. Genel kabul gören görüş borçluluk oranı yüksek olan ülkelerin tüketimlerini azaltarak kamu borçlarını azaltıcı yönde sıkı, uzun süreli ve inandırıcılığı yüksek bir mali disiplin politikasını benimsemeleri; borçluluk oranı düşük ülkelerin ise ortaya çıkan küresel talep açığını karşılamak üzere yurt içi talebi artırıcı politikalar yürürlüğe koymaları gerektiği yönündedir. Cari fazla veren ülkelerin daha esnek bir kur rejimine geçerek para birimlerinin gerçek değerlerine yakınsamasına izin vermesi ve bu ülkelerde hane halkını yüksek oranda ihtiyati tasarrufa sevk eden yetersiz sosyal güvenlik sistemlerinin yeniden yapılandırılması, bu ülkelerde hanehalkının tüketim

talebine destek verecek kredi mekanizmalarının ve araçlarının tesisi öncelikli konular arasındadır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkeleri yüksek miktarda rezerv biriktirmeye sevk eden döviz likiditesi endişelerinin küresel ölçekte kurulacak mekanizmalar ile giderilmesi de, bu sorunun çözümüne önemli ölçüde katkıda bulunacaktır. Son olarak tüm ülkelerin finansal sistemin denetim ve gözetimine özen göstermeleri ve uzun vadeli büyüme hızlarını destekleyici yapısal önlemleri hayata geçirmeleri de kritik bir önem taşımaktadır.

### **Değerli Konuklar,**

Her ne kadar küresel kriz öncesi dönemde merkez bankalarının temel görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu yönünde yaygın bir fikir birliği oluşsa da, tarihte birçok ülkede merkez bankalarının farklı nedenlerle kurulduğunu görmekteyiz. Örneğin İngiltere Merkez Bankasının temelleri, İngiltere ile Fransa arasında yaşanan savaş sırasında devletin artan finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla 1694 yılında atılmıştır. Aynı şekilde Fransa Merkez Bankası da 19. yüzyılın başında Napolyon Savaşları döneminde faaliyetine başlamıştır. Öte yandan Amerikan Merkez Bankasını kuruluşuna baktığımızda 20. yüzyılın başında ortaya çıkan banka iflaslarının ve bu iflasları önlemek amacıyla bir son borç verme merciine duyulan ihtiyacın ön plana çıktığını görüyoruz. Türkiye’de Merkez Bankasının kurulmasının temel hedefi bir yandan bir bağımsızlık simgesi, bir yandan da tarım ağırlıklı bir ekonominin doğal sonucu olarak piyasalarda ortaya çıkan mevsimsel likidite hareketlerine istikrar kazandırılması olarak karşımıza çıkmaktadır.

Fiyat istikrarının, hükümetin haznedarlığı ve finansal piyasaların son borç verme mercii görevlerinin gölgesinde kalmasının nedenleri arasında, “**altına dayalı parasal sistem**”in önemli bir rol oynadığını söyleyebiliriz.

Bildiğiniz gibi Milton Friedman'ın ortaya attığı ve genel kabul gören teoriye göre **“Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur.”** Diğer bir deyişle uzun dönemde para arzının para talebinin üzerinde bir genişleme göstermesi enflasyona neden olmaktadır. Bu kapsamda 19. ve 20. yüzyıl boyunca altına dayalı para sisteminde, altın arzının para miktarı için bir çıpa görevi görmesi ile para arzında aşırı genişleme yaşanmamış ve bu nedenle enflasyon endişeleri önemli ölçüde arka planda kalmıştır.

Bretton Woods olarak adlandırılan ve dolaylı olarak altına dayalı para sisteminin 1973 yılında sona ermesi, arzı tamamen merkez bankalarının kontrolünde olan kaydi paraların değerinin nasıl korunacağı konusunu gündeme taşımıştır. Bu dönemde aralarında gelişmiş ülkelerin de olduğu pek çok ülkede hızlı bir parasal genişleme yaşanmış, parasal genişlemenin bir sonucu olarak enflasyon oranları çift haneli seviyelere çıkmıştır. 1980'lerde FED Başkanı Paul Volcker'ın enflasyonla mücadele amacıyla son derece kuvvetli bir parasal sıkılaştırmaya gitmesi ve bu politikayı hükümetten ve reel sektörden gelen tepkilere rağmen tavizsiz bir şekilde uygulaması, merkez bankacılığı için de bir dönüm noktası olmuştur. Zamanla diğer birçok gelişmiş ülkede de merkez bankaları fiyat istikrarını bir numaralı hedef haline getirerek ve hükümetlerden özerk bir yapıya kavuşarak enflasyon ile mücadelede önemli bir deneyim ve inandırıcılık kazanmışlardır. Bu dönemde merkez bankalarının uzun vadede güçlü ve sürdürülebilir bir iktisadi büyümeye ve finansal istikrara katkısının sadece ve sadece fiyat istikrarını sağlamak şeklinde olduğu genel kabul görmüştür. Nitekim günümüzde birçok merkez bankası fiyat istikrarını sağlama amacıyla doğrudan veya dolaylı olarak enflasyonu hedeflemekte ve politikalarını bu doğrultuda belirlemektedir.

Küresel kriz ile birlikte finansal istikrar konusunun tekrar önem kazandığını, hatta fiyat istikrarı ile birlikte merkez bankalarının doğrudan hedef alması gereken temel amaçlar arasında sayılmaya başlandığını görüyoruz. Biraz önce ifade ettiğim gibi finansal piyasaların istikrarlı bir şekilde işlemesi esasında merkez bankaları için her zaman önem arz eden bir konu olmuştur. Merkez bankaları için, “**bankaların bankası**” veya “**bankalar için son kredi merci**” ifadelerinin kullanılması bir tesadüf değildir. Bununla birlikte, son dönemde finansal piyasaların boyutunun genişleyerek son derece karmaşık bir yapıya dönüşmeleri, aralarında Türkiye’nin de bulunduğu birçok ülkede, finansal istikrarı gözetme ile sorumlu, özerk denetim ve düzenleme kurumlarının kurulmasına neden olmuştur.

Bugün merkez bankaları fiyat istikrarı ile finansal istikrarı birlikte hedefleyen bir politika çerçevesini, aralarında bir çelişki yaşanması halinde nasıl oluşturulabileceği ve hangi politika araçlarını kullanması gerektiği soruları ile karşı karşıyadır. Birçok merkez bankası politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır ve bu enstrüman “**Tinbergen Kuralı**” doğrultusunda sadece bir hedefe yani fiyat istikrarını sağlamaya yönelik kullanılabilir. Örneğin küresel kriz öncesinde gelişmiş ülkelerde yaşandığı gibi fiyat istikrarının sağlandığı ancak finansal istikrara ilişkin risklerin ortaya çıktığı bir ortamda merkez bankaları politika faizlerinde artırıma gitmeli midir? Yalnızca faiz oranları kullanılarak bu iki amacın birlikte sağlanmasında karşılaşılan zorluklar Merkez Bankalarını için yeni bir enstrüman gereği doğurmuştur. Politika yapıcılar ve akademisyenler arasında genel kabul gören görüş bu politika araçlarının finansal sistemin denetim ve düzenlemesine ilişkin hususları kapsamasıdır. Öte yandan finansal sistemin gözetime dair yetkilerin, diğer kurumlardan alınarak merkez bankaları elinde toplanması da bazı sakıncalar yaratabilecektir.

Merkez bankalarının aşırı genişleyerek esnekliğini kaybeden bir yapıya dönüşmeleri, kendi içinde çelişen politika uygulamaları nedeniyle kurum içi çatışmaların ortaya çıkması, artan yetki ve sorumluluklara paralel olarak daha kuvvetli bir siyasi baskıya maruz kalmaları ve araç bağımsızlıklarını kaybetmeleri yaşanabilecek sorunların bir kaçıdır.

### **Sayın Bakanım, Değerli Katılımcılar,**

Küresel finans krizi öncesi dönemde Merkez Bankaları para politikası operasyonel işlemlerini kaydi para yaratan mevduat bankaları aracılığı ile gerçekleştirmekte ve işlemlerinde devlet tahvillerini kullanmaktaydı. Ancak küresel kriz ile birlikte Merkez Bankalarının gerçekleştirdiği operasyonel politika uygulamalarında geleneksel varlıkların yanı sıra özel sektör tahvilleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ile ipoteye dayalı varlıkları da kullanmakta olduklarını görüyoruz. Aynı zamanda Merkez Bankalarının işlemlerini gerçekleştirdiği kuruluşlar arasında mevduat bankalarının yanı sıra yatırım ve ticari şirketlerin de yer alması küresel kriz ile karşımıza çıkan bir diğer bir gelişme olmuştur. Burada cevaplanması gereken diğer bir önemli soru, Merkez Bankalarının krize karşı uygulamış olduğu geleneksel uygulamaların dışında operasyonel para politikası uygulamalarının merkez bankacılığı doktrin ve davranışlarında uzun vadeli değişikliklere neden olup olmayacağıdır. Önümüzdeki dönemde tekrar eski yapıya dönüş gerçekleşecek midir? Yoksa yeni gelişmeler paralelinde daha esnek bir çerçevede Merkez Bankacılığının operasyonel mevzuatında değişiklikler mi yaşanacaktır? Merkez bankalarını kriz nedeniyle piyasalar üzerinde artan ağırlıklarını kriz sonrası dönemde de koruyacaklar mıdır?



Bu sorular ve genel olarak ekonomideki normalleşme ile birlikte fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasında ortaya çıkabilecek çatışmaların nasıl çözüme kavuşturulacağı konusu merkez bankaları için gelecekte çözüm bekleyen en önemli konular arasında olacaktır.

Konuşmama son verirken, Türkiye'nin yarınlarının inşasında önemli bir unsur olarak gördüğüm yapıcı eleştiri ortamının sağlanmasına katkıda bulunan Forum İstanbul ekibine tekrar şükranlarımı sunuyorum ve ilginiz için teşekkür ediyorum.