



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları

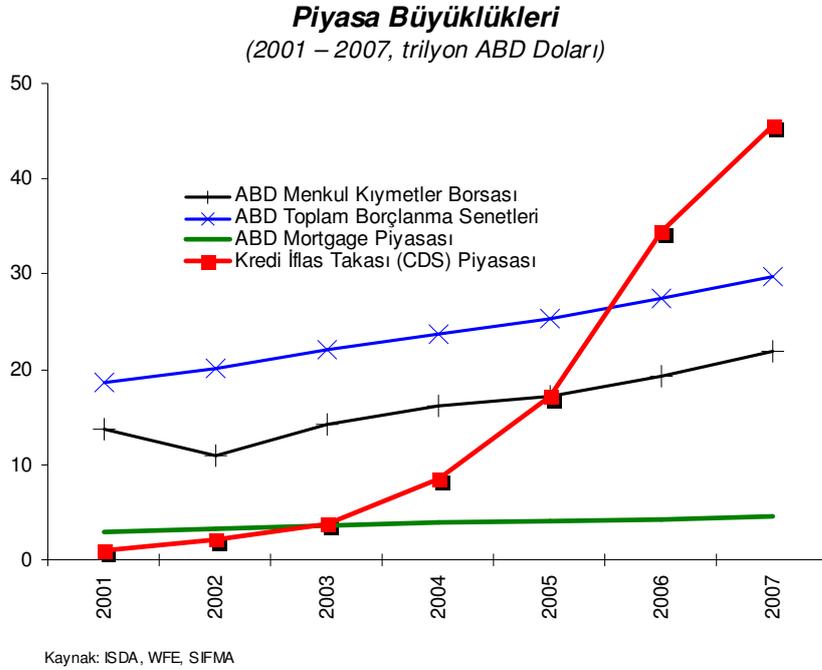
Durmuş Yılmaz
Başkan

4 Mart 2009
İstanbul

1. Uluslararası Piyasalar ve Küresel Ekonomideki Son Gelişmeler

Konuşmama uluslararası finans piyasalarında ve küresel ekonomide son dönemde meydana gelen gelişmelerin kısa bir özeti ile başlamak istiyorum.

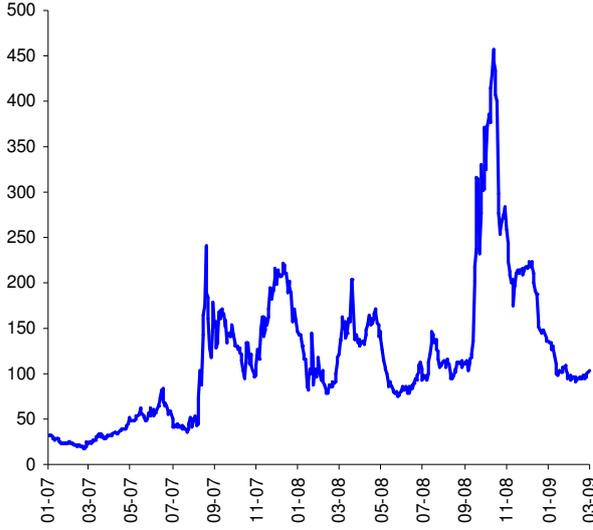
Küresel mali piyasaların 2007 yılı Temmuz ayından bu yana maruz kaldıkları çalkantılar devam etmektedir. Bu krizin geçmişte yaşanmış krizlerden en önemli farkı, klasik bir finans krizi olmaması, karmaşık ve yüksek hacimli türev ürünlerini kapsamasıdır. Türev ürünlerinin yüksek hacmi, mali destek paketlerinin daha önce görülmemiş boyutlara çıkarılmasını zorunlu kılmıştır. Bu ürünlerin karmaşık yapısı ise paketlerin içeriğine ilişkin teknik zorluklar yaratmaktadır.



Risk algılamalarındaki bozulma ve güven kaybı nedeniyle ortaya çıkan likidite sıkışıklığı, para otoritelerinin aldıkları önlemler sayesinde önemli ölçüde giderilmiştir. Ancak varlık fiyatlarında yaşanan hızlı düşüş mali kuruluşların sermayelerini eriterek bilançolarında çok büyük hasar yaratmış ve birçok bankanın ve yatırım kuruluşunun iflas etmesine veya devlet desteği ile ayakta kalabilmesine neden olmuştur. Ayakta kalmayı başaran kuruluşlar ise karşı karşıya kaldıkları yüksek miktardaki zararlar ve bilançolarında taşımaya devam ettikleri fiyatlanamayan türev ürünleri nedeniyle reel

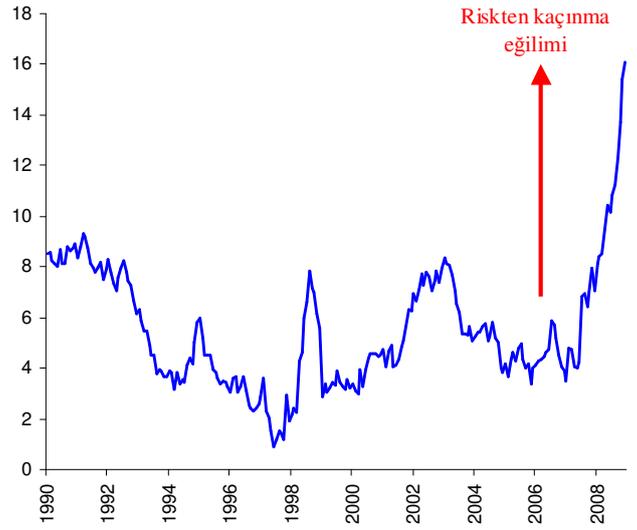
sektöre kredi kullandırmada isteksiz davranmaktadır. Güven ortamının henüz tesis edilememesi sonucunda kredi riskinin halen yüksek seviyelerde bulunması, kredi koşullarındaki sıkışıklığın devam etmesine neden olan bir diğer faktördür.

3 Ay Vadeli LIBOR Faiz Oranı ile 3 Ay Vadeli ABD Hazine Bonosu Getirisi Arasındaki Fark (TED Spread)
(1 Ocak 2007 - 2 Mart 2009, baz puan)



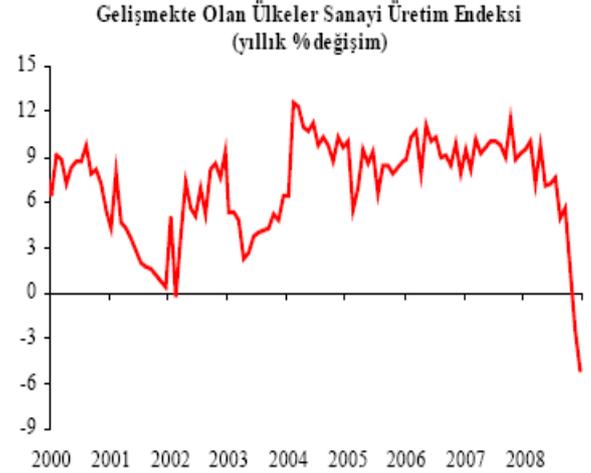
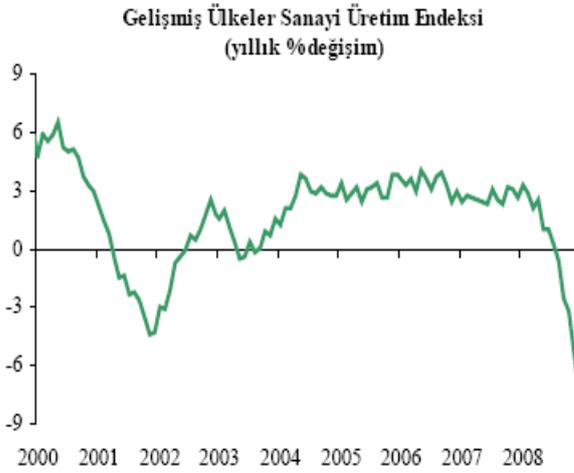
Kaynak: Bloomberg

Riskten Kaçınma Endeksi
(Ocak 1990 - Aralık 2008)



Kaynak: Goldman Sachs

2008 yılının son çeyreğinden itibaren küresel mali krizin dünya ekonomileri üzerindeki etkisi çok hızlı ve yıkıcı bir şekilde ortaya çıkmıştır. Artan belirsizlik ortamı kredi mekanizmasının çalışmasını engellemiş, bu durum reel kesimin borçlanma imkanlarını sınırlarken borçlanma maliyetlerinin de önemli ölçüde artmasına neden olmuştur. Dünya ekonomilerinde büyüme oranları sert bir şekilde gerilemiş, sanayi üretimi 2. Dünya Savaşından bu yana görülmemiş ölçüde daralmış, işsizlik oranları hızla yükselmiş, hanehalkı ve reel kesim güven endeksleri tarihi dip değerlerine inmiştir. Mali krizin reel sektör üzerindeki etkisinin ne kadar süreceği tahmin edilememekle birlikte, iktisadi faaliyetteki gerilemenin önümüzdeki dönemde de süreceği ve toparlanmanın uzun zaman alacağı düşünülmektedir. 2008 yılının son çeyreği ve 2009 yılının ilk çeyreğine ilişkin bilançoların açıklanması ile birlikte krizin reel sektör üzerinde yarattığı tahribatın boyutu daha iyi anlaşılacaktır.



Dünya ekonomilerinin birbirlerine artan oranda bağımlı olduğu günümüzde, küresel finans piyasalarında ortaya çıkan krizden gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ekonomilerin çok ciddi boyutlarda etkilendiği görülmektedir. Ancak bu etkilenmenin derecesi ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir.

Bugün itibarıyla dünyada toplam dış ticaretin daralmasından en çok etkilenen ekonomiler, ihracatın toplam gayri safi yurt içi hasıla içindeki payı yüksek olan ve özellikle yatırım ve dayanıklı mal ihracatçısı ülkelerdir. 2008 yılının 4. çeyreğinde, krizin kaynağı olan ABD ekonomisinin yüzde 6,4 oranında gerilerken Japonya'nın yüzde 12,4 oranında küçülmesi; Avrupa Para Birliği sistemi içinde yer alan ülkelere Almanya'nın Fransa'ya göre daha sert bir durgunluk yaşaması bu kapsamda değerlendirilebilir.

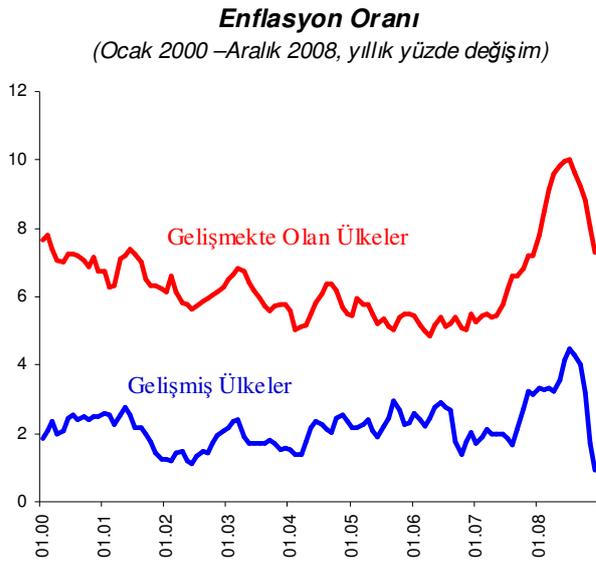
Benzer bir farklılık, uygulanan kur rejimine göre de ortaya çıkmaktadır. Sabit veya yönetilen kur rejimi uygulayan ülkelere hem de enflasyon hızında dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelere göre daha sert bir yavaşlama yaşanmaktadır. Bu farklılığın nedeni sabit veya yönetilen kur rejimi uygulayan ülkelerin merkez bankalarının, sermaye çıkışı karşısında kurun seviyesini korumak için döviz satarak karşılığında yerli parayı piyasadan çekmesi, bunun sonucunda piyasa faizlerinin yükselmesi ve likidite koşullarının öngörülenin de ötesinde sıkılaşmasıdır. Dalgalı kur rejimi uygulanan ülkelere ise para birimlerinin değer kaybetmesi ve para otoritelerinin faiz oranlarını kontrollü olarak gevşetmeleri iktisadi faaliyetteki daralmanın boyutunu sınırlamaktadır. Diğer bir deyişle dalgalı kur rejimi,

sermaye akışının serbest olduğu bir ülkede, hızla kötüleşen uluslararası likidite koşulları altında ekonominin aşırı düzeyde daralmasını önleyen bir emniyet subabı görevi görmektedir.

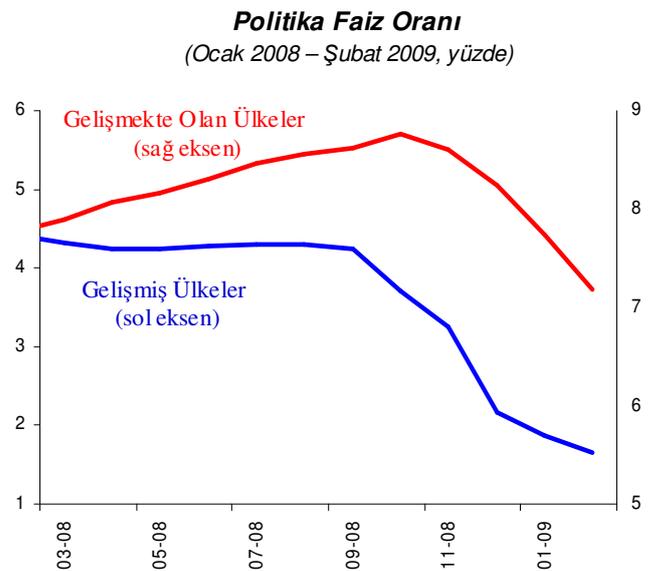
2. Küresel Ölçekte Alınan Önlemler

Hızla değişen bir küresel iktisadi konjonktürde para politikası uygulamasının temelini oluşturan tahminlerin, açıklanan her yeni veri sonrasında yüksek oranda güncellenmesi para politikasının esnek olmasını gerektirmektedir.

Ekonomik krizin, iktisadi faaliyette her defasında tahmin edilenin ötesinde bir yavaşlamaya neden olacağı endişesi ile enflasyon kaygıları yerini deflasyon riskine bırakmıştır. Bu dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faiz oranlarını önemli ölçüde indirerek finansal krizin boyutlarını kontrol altına almaya çalıştıkları görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ise başlangıçta döviz kurlarındaki değer kaybı ve finansal istikrar kaygıları nedeniyle temkinli bir tavır izlerken, krizin devamında toplam talep koşullarının sert bir şekilde gerilemesi ve enflasyonun endişe kaynağı olmaktan çıkması ile birlikte son dönemde para politikalarını gevşetme eğilimine girmişlerdir. Finansal çalkantının kriz boyutlarına çıktığı 2008 yılı Eylül ayı ile 2009 yılı Şubat ayı arası dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ortalama politika faiz oranları, sırasıyla, 260 ve 140 baz puan indirilmiştir.



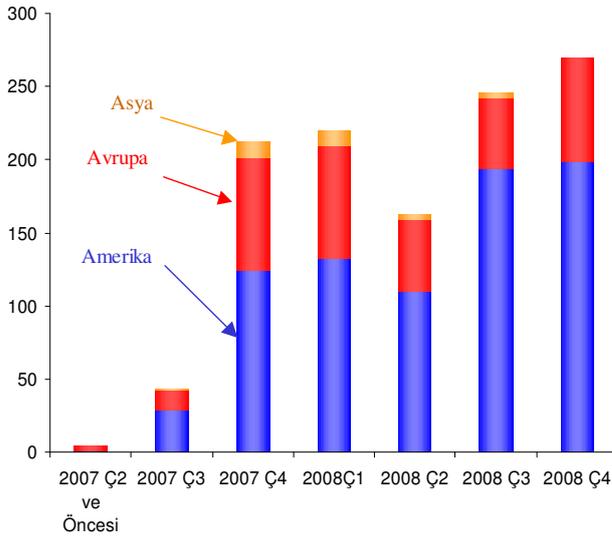
Kaynak: IMF



Kaynak: Merkez Bankaları, TCMB

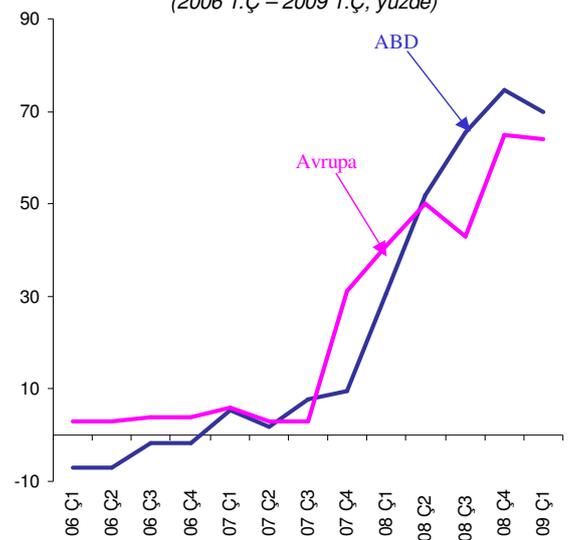
Bu dönemde özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının teminat olarak kabul ettikleri menkul kıymet çeşitlerini ve işlem yapılabilir kuruluş sayısını artırma yoluna giderek mali kuruluşların ve firmaların bilançolarındaki toksik varlıkların tasfiyesini hızlandırmayı ve kredi mekanizmasına tekrar işlerlik kazandırmayı amaçladıkları görülmektedir. Bunun sonucunda birçok merkez bankasının bilanço büyüklükleri tarihlerindeki en yüksek seviyelere ulaşmıştır. Merkez bankalarının piyasaya büyük miktarlarda likidite sağlamasına rağmen kredi riski algılamasının yüksek seyretmesi, bankaların kredi kullandırma konusunda temkinli davranmalarına neden olmaktadır. Kredi imkanlarındaki sıkılığın devam etmesi ve aktarım kanallarındaki tıkanıklık para politikasının etkinliğini sınırlamaktadır.

Bankacılık ve Finans Kesimi Zararı
(2007 2.Ç – 2008 4.Ç, milyar ABD Doları)



Kaynak: Bloomberg

Kredi Verme Koşullarını Sıkılaştıran Bankaların Payı
(2006 1.Ç – 2009 1.Ç, yüzde)

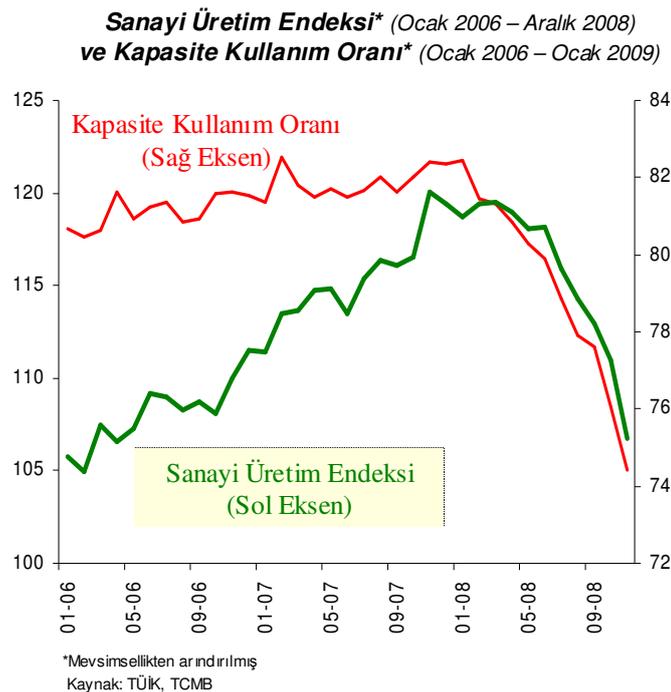


Merkez bankalarının aldığı önlemlerin yanı sıra, özellikle gelişmiş ülke hükümetleri, vergi indirimleri ve yeni kamu harcamalarını içeren kapsamlı mali paketleri uygulamaya koymuşlardır. Yaşanan krizin boyutu ve ekonomik faaliyetteki gerilemenin eş zamanlı olarak tüm dünya geneline yayılması, alınan önlemlerin zamanında ve diğer ülkeler ile koordineli bir şekilde uygulanmasını gerekli kılmıştır. Dolayısıyla 1980 ve 1990'ların başında yaşanan küresel kriz dönemlerine kıyasla bu dönemde alınan mali önlemler nispeten daha hızlı ve koordinasyon içinde hayata geçirilmiştir. Şimdiye kadar açıklanan küresel mali önlemlerin toplamı 2 trilyon ABD

dolarını aşarken, önlemlerin planlandığı şekilde 2009 yılı içerisinde hayata geçirilmesi durumunda küresel gayri safi yurt içi hasılanın yüzde 2'si büyüklüğüne ulaşacağı tahmin edilmektedir.

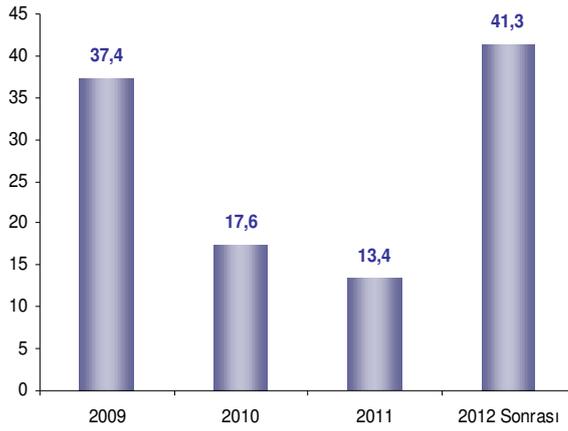
3. Türkiye Ekonomisine Etkileri

Küresel mali krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri 2008 yılının son çeyreğinde hem iç talepte hem de dış talep üzerinde belirgin bir şekilde kendini göstermiştir. Sanayi üretim endeksinin düşüş hızı 2008 yılı Ekim ayından itibaren hızlanmış, imalat sanayi kapasite kullanım oranı 2009 yılı Ocak ayında, 1991 yılından bugüne görülen en düşük seviyesine gerilemiştir. 27 çeyrektir kesintisiz büyüyen Türkiye ekonomisinin 2008 yılının son çeyreğinde yüksek oranda daralması beklenmektedir. Küresel ekonomik faaliyetin yavaşlaması, Türkiye'nin ihracat pazarlarını da olumsuz etkilemektedir. 2008 yılının son çeyreğinde Türkiye'nin ihracat artışı hem fiyat hem de miktar bazında ciddi bir yavaşlama göstermiştir. Açıklanan tüketime ilişkin göstergeler son dönemde tüketim eğilimindeki bozulmanın durduğuna ancak yurt içi talebin halen oldukça zayıf seyrettiğine işaret etmektedir. Firmaların kapasite kullanım oranındaki düşüş nedeniyle yatırım eğilimindeki toparlanmanın zaman alacağı düşünülmektedir. Sonuç olarak, ekonomideki toparlanmanın oldukça yavaş ve kademeli olacağı tahmin edilmektedir.



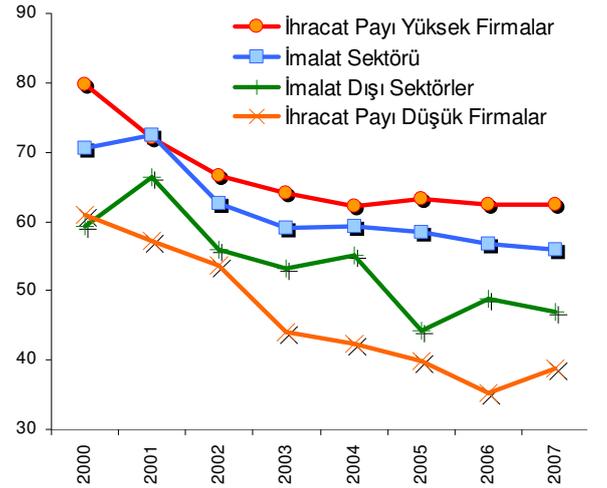
Mevcut konjonktürde iç ve dış talepteki keskin daralma, şirketlerin bilançolarını çeşitli kanallardan etkilemektedir. Küçük ve orta ölçekli şirketlerin ağırlıklı olarak Türk Lirası cinsi olan borçlarının maliyeti yüksek seyretmekle beraber, söz konusu kesimin yüklendiği kur riskinin sınırlı olduğu tahmin edilmektedir. TCMB'nin yayımladığı şirket bilançoları verilerine göre Türkiye'de küçük ve orta ölçekli şirketlerin yüzde 75'inin yabancı para borcu bulunmamaktadır. Yabancı para cinsi borçların daha çok büyük ölçekli ve ihracat amaçlı üretim yapan şirketler üzerinde yoğunlaştığı ve bu borçların vade yapısının geçmiş dönemlere kıyasla oldukça uzun olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra 2008 yılının 3. çeyreğinde 85 milyar ABD Doları olan şirketlerin açık döviz pozisyonu, 2008 yılının son çeyreğinde azalış göstererek 80,5 milyar ABD Dolarına gerilemiştir.

Firmaların Uzun Vadeli Yabancı Para Dış Borçlarının Vade Kompozisyonu*
(Eylül 2008, milyar ABD Doları)



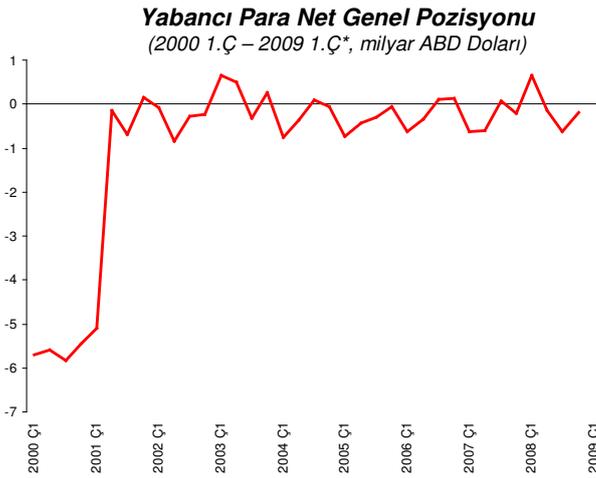
* Vadeye kalan gün sayısı
Kaynak: TCMB

Reel Sektörün Borç Dolarizasyonu
(2000-2007, yüzde)

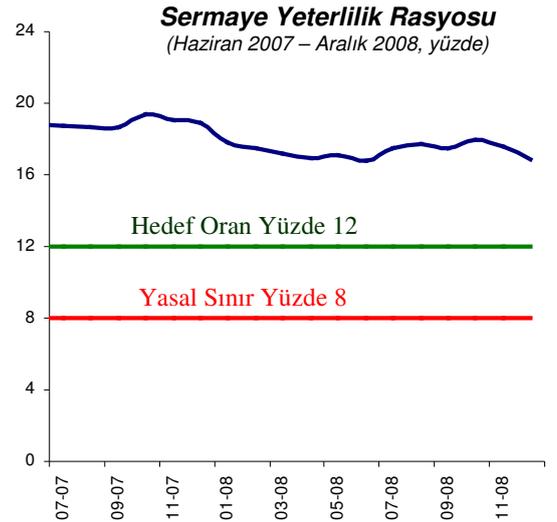


Kaynak: TCMB

Dünyadaki örneklerinin aksine, bugüne kadar Türkiye’de bankacılık sistemine yönelik bir nakit önlem paketine ihtiyaç duyulmamıştır. Bunun en önemli nedenlerinden biri bugün birçok ülkenin finans piyasalarına yönelik hayata geçirdiği kurtarma paketlerinin ve düzenlemelerin birçoğunu Türkiye’nin, 2001 yılında yaşanan krizin ardından ve kamu bütçesine ağır bir yük getirme pahasına zaten uygulamış olmasıdır. Takip eden dönemde bankacılık sistemine ilişkin düzenleme ve denetlemenin tavizsiz bir şekilde uygulanması, bankaların sermaye yeterliliği ve özellikle yabancı para cinsi likidite rasyolarına getirilen düzenlemeler, diğer birçok gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sistemine kıyasla Türk bankacılık sektörünün şoklara karşı dayanıklılığını artırmıştır. Bankaların sermaye yeterlilik rasyolarının güçlü olması, mevduatın krediye dönüşme oranının ve kaldıraç oranlarının gelişmiş ülke örneklerine göre daha makul düzeylerde bulunması, bilançolarda toksik varlık bulunmaması ve yabancı para pozisyonlarının çok düşük düzeyde olması bankalarımızın dayanıklılığını artıran unsurlardır.



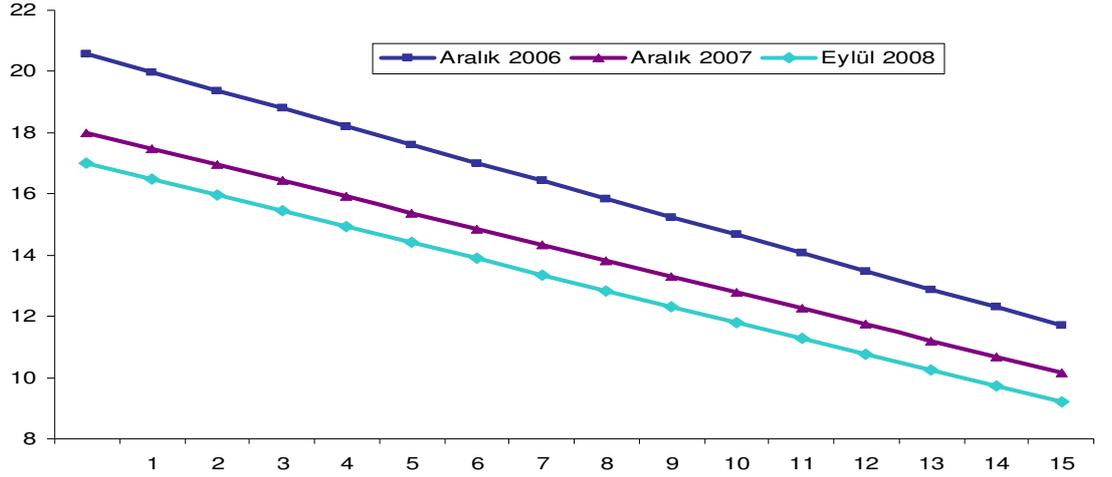
* 20 Şubat 2008 itibarıyla
Kaynak: BDDK, TCMB



Kaynak: BDDK, TCMB

Merkez Bankası tarafından yapılan senaryo analizleri, tahsili gecikmiş alacak dönüşüm oranına uygulanan 15 puanlık çok yüksek bir artış şoku karşısında dahi sektörün sermaye yeterlilik oranının yasal sınır olan yüzde 8'in üzerinde kalacağını göstermektedir.

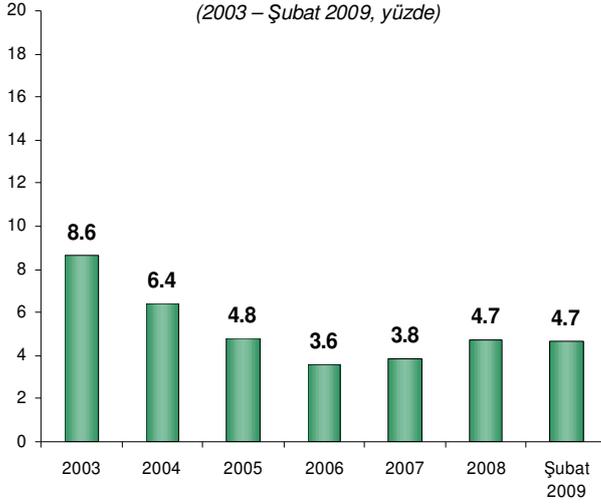
Kredi Şoklarının Sektörün SYR'sine Etkileri



*Birleşik Fon Bankası, İller Bankası ve kredi portföyü bulunmayan bankalar hariç tutulmuştur.
Kaynak: BDDK, TCMB

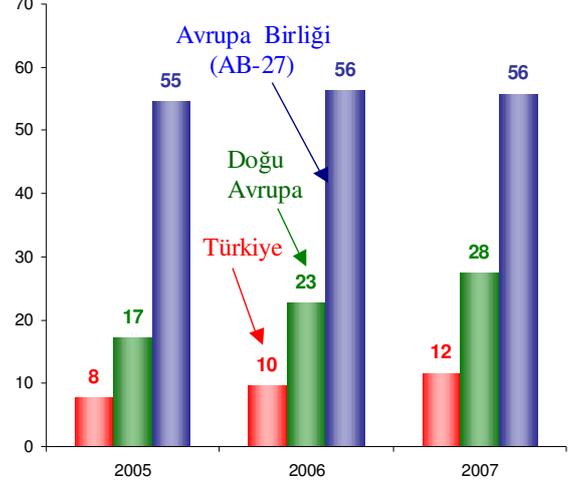
Hanehalkı tarafına bakıldığında diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla Türkiye'de borçluluk oranının oldukça düşük bir seviyede olduğu görülmektedir. Hanehalkının mevcut borç stokunun küçük bir kısmının yabancı para cinsinden olması da, ülkemizi başta Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri olmak üzere diğer birçok gelişmekte olan ülkeye kıyasla daha avantajlı bir konuma getirmektedir. 2008 yılı sonu itibarıyla hanehalkının yabancı para cinsi varlıkları 61,3 milyar ABD doları iken, yabancı para yükümlülükleri 2,7 milyar ABD dolarıdır. Dolayısıyla hanehalkı kesiminin 58,6 milyar ABD doları seviyesinde bir yabancı para pozisyonu fazlası bulunmaktadır.

**Döviz Endeksli Tüketici Kredilerinin
Toplam Tüketici Kredilerine Oranı**
(2003 – Şubat 2009, yüzde)



Kaynak: TCMB

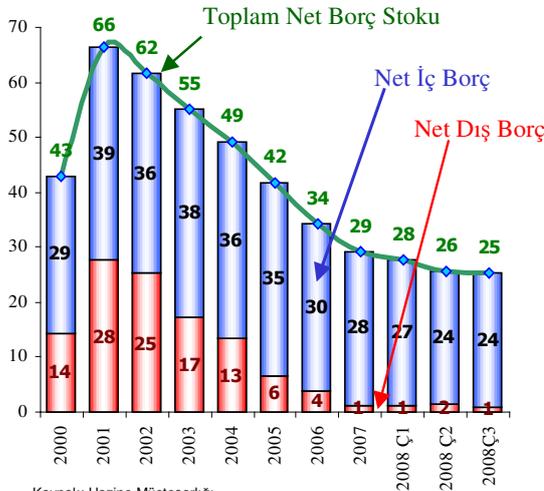
Hanehalkı Yükümlülüklerinin GSYİH'ye Oranı
(2005-2007, yüzde)



Kaynak: Avrupa Merkez Bankası, TCMB

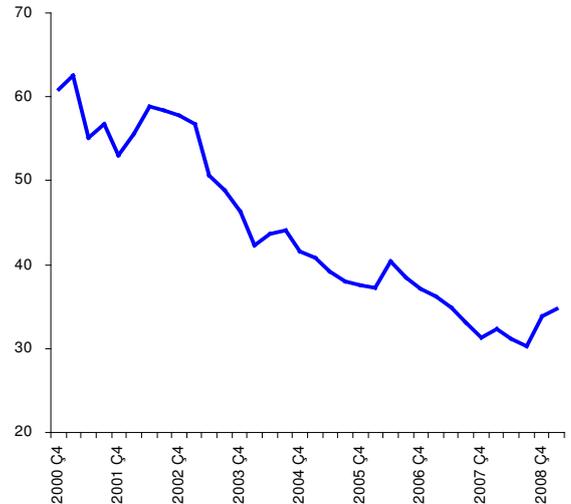
Son olarak kamu kesiminin mevcut döviz cinsi borç stokunun nispeten uzun vadeli olması ve Hazine'nin önemli miktarda döviz mevduatına sahip olması kur kaynaklı riskleri sınırlamaktadır. 2008 yıl sonu itibarıyla kamu net dış borç stokunun GSYİH'ye oranının yaklaşık yüzde 1,5 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Kamu Sektörü Net Borç Stoku / GSYİH
(2000 – 2008 3.Ç, GSYİH'ye oranı, yüzde)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

**Merkezi Yönetim Döviz ve Döviz Endeksli
Borç Stoku** (2000 4. Ç. – 2009 1.Ç*, Toplam
Merkezi Yönetim Borcuna Oranı, yüzde)



* 2009 yılı Ocak ayı itibarıyla
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB

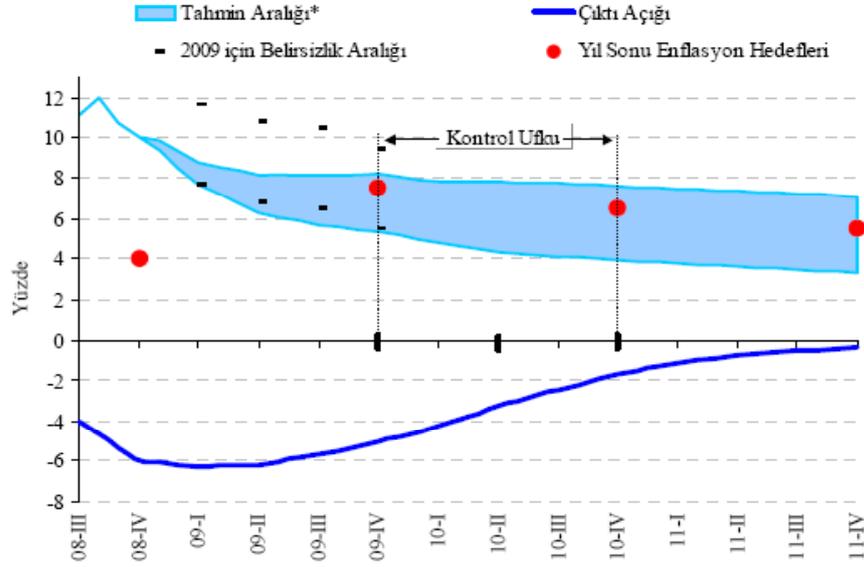
4. Dengeleyici Para Politikası

Devam eden krizin geçmiş dönemde yaşanan krizler gibi bölgesel ve yerel değil küresel çapta olması, deflasyon ve hatta resesyon riski taşıması içinden geçtiğimiz dönemi olağan dışı kılmaktadır. Bu çerçevede Merkez Bankasının izlemekte olduğu para politikasının anlaşılabilmesi için, bu politikaların son yıllarda alışlagelen davranış kalıplarının dışında değerlendirilmesinin gerekli olduğunu düşünüyorum.

Bankamız Kanununun 4. maddesinde “*Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çalışmamak kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler*” şeklinde açık bir hüküm bulunmaktadır. Bu hüküm, içinden geçtiğimiz bu gibi dönemlerde kullanılmak üzere oluşturulmuştur. Nitekim, Merkez Bankası, 2008 yılının son çeyreğinde enflasyonu olumsuz etkileyen gelişmelerin tersine dönmesiyle birlikte süratli bir şekilde faiz indirimlerine gitmiş, bu konuda yükselen piyasalar arasında öncü bir rol üstlenmiştir. Yine Kanunumuzun aynı maddesinde “*finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirler almak*” Merkez Bankamızın temel görevlerinden sayılmıştır. Bu nedenle faiz kararlarına ilave olarak, piyasalarda likidite sıkışıklığının yaşanmaması için bir dizi tedbir alınmıştır.

Kamuoyunca iyi anlaşılması gereken bir konuyu özellikle vurgulamak istiyorum. 2008 yılının Mayıs ayında enflasyon hedeflerinin değiştirilmesine karar verdiğimizde, gıda ve enerji fiyatlarının beklenenden daha hızlı düşmesi durumunda, enflasyonun hedefin altında kalmasına izin vereceğimizi ifade etmiştik. Bu politikamız değişmemiştir. 2009 yılında enflasyonun hedefin bir miktar altında kalmasının uygun olacağını düşünmeye devam ediyoruz. Ancak, enflasyonun hedefin belirgin olarak altında kalması, arzu ettiğimiz bir durum değildir. Böyle bir gelişme önemli toplumsal maliyetlere neden olacaktır. Son 4 aylık dönemde politika faizlerinde gerçekleştirdiğimiz 525 baz puanlık indirim bu çerçevede değerlendirilmelidir.

Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri (2008 3.Ç – 2011 3.Ç)



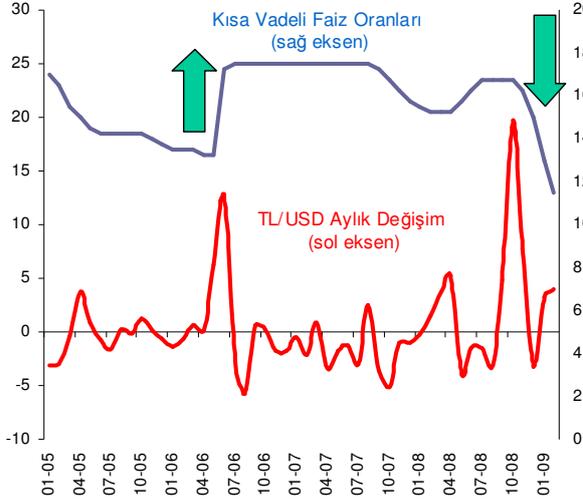
*Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankası olarak para politikamızın belirlenmesinde etkili olan ana unsurları sırasıyla bir kez daha hatırlatmak istiyorum.

Bunlardan ilki ve en önemlisi Merkez Bankamızın kendi enflasyon tahminleri ile enflasyonun orta vadeli görünümüne ilişkin enflasyon beklentileridir. İkincisi yurt içi tasarruf ve yatırım eğilimleridir. Üçüncüsü ise enflasyon üzerindeki etkileri açısından ithalat girdi fiyatları ve benzeri maliyet unsurlarındaki gelişmelerdir.

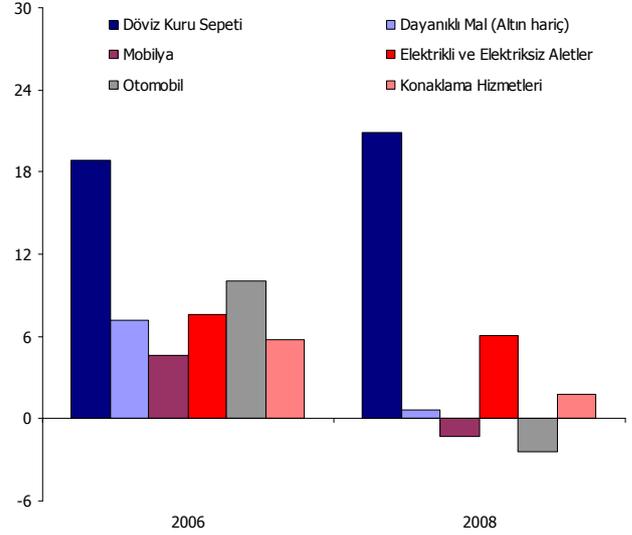
Bu çerçevede değerlendirildiğinde döviz kurlarında hem 2006 Mayıs çalkantısında, hem de son dönemde sert yükselişler yaşanmasına rağmen, Merkez Bankasının bu iki dönemde neden farklı para politikaları tepkisi verdiği daha kolay anlaşılacaktır. 2006 yılında güçlü iç ve dış talep koşulları altında döviz kurlarındaki yükseliş, enflasyon beklentilerini ve enflasyonun orta vadede görünümünü olumsuz yönde etkileme potansiyeli taşıdığı için Merkez Bankası kuvvetli bir parasal sıkılaştırmayı gerekli görmüştür. Mevcut ortamda ise zayıf iç ve dış talep koşulları altında döviz kuru geçişkenliğinin düşük seviyede seyretmesi, reel kesim için finansman koşullarının sıkılaşması, ithalat fiyatlarının düşüş eğilimi göstermesi ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi kontrollü ancak oldukça hızlı bir faiz indirim sürecini mümkün ve gerekli kılmıştır.

TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları ve Kurdaki (TL/USD) Aylık Değişim
(Ocak 2005 – Şubat 2009)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB

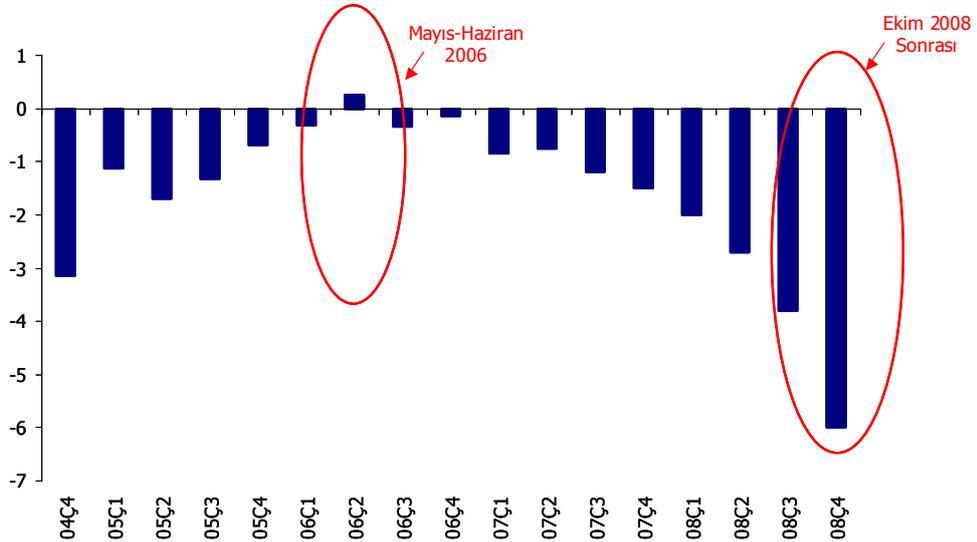
Dayanıklı Mal Fiyatları*
(üç aylık birikimli yüzde değişim)



* Döviz kuru şokunu takiben 2006 yılı için Mayıs-Temmuz, 2008 yılı için Ekim-Aralık dönemindeki kümülatif fiyat değişimleri alınmıştır.

Kaynak: 2009-I Enflasyon Raporu.

Çıktı Açığı



Kaynak: TCMB.

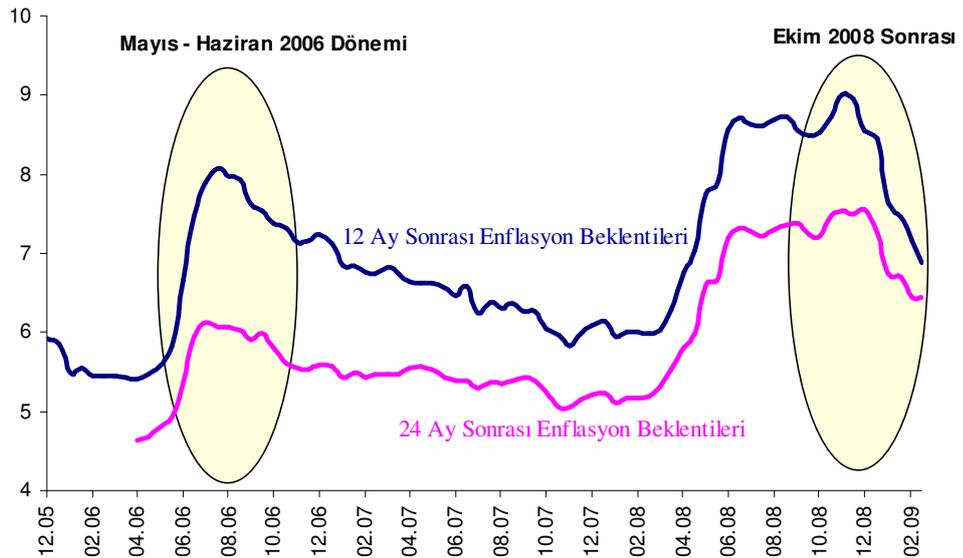
Politika tepkilerindeki bu farklılık enflasyon hedeflemesi rejiminin doğal bir sonucudur. Bu durum “yüksek faiz, düşük kur” olarak özetlenen, döviz kurunu düşürmek için faiz oranlarının yüksek tutulması gibi bir uygulama olmadığını açık bir şekilde göstermektedir.

Konuşmamın bu kısmında son dönemde uygulanan para politikası hakkında daha detaylı bilgi vermek istiyorum. 2008 yılının ikinci yarısında küresel krizin etkisiyle toplam talepteki yavaşlama belirginleşmeye başlamıştır. Buna rağmen küresel emtia ve finans piyasalarındaki belirsizlikler ve bu belirsizliklerin enflasyon üzerindeki yansımalarına ilişkin risklerin devam etmesi, para politikasının temkinli davranmasını gerektirmiştir. Bu çerçevede 2008 yılı Eylül ve Ekim aylarında politika faizleri değiştirilmemiştir. Benzer bir şekilde gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları da aynı dönemde temkinli bir tavır izlemiş ve 2008 yılının ilk aylarında başladıkları parasal sıkılaştırma eğilimine devam etmişlerdir.

Takip eden dönemde, küresel piyasalardaki belirsizliğin devam etmesine rağmen döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin sınırlı kalacağını, iç ve dış talepte belirgin bir yavaşlama yaşanacağını, emtia fiyatlarındaki hızlı gerilemenin devam edeceğini ve sonuç olarak enflasyondaki düşüşün önceki tahminlere göre daha hızlı gerçekleşeceğini öngören Merkez Bankası, 2008 yılı Kasım ayında 50 baz puan ile faiz indirimi sürecini başlatmış ve sonraki iki Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizlerini sırasıyla 125 ve 200 baz puan indirmiştir.

12 ve 24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri

(Aralık 2005 – Şubat 2009, yüzde)



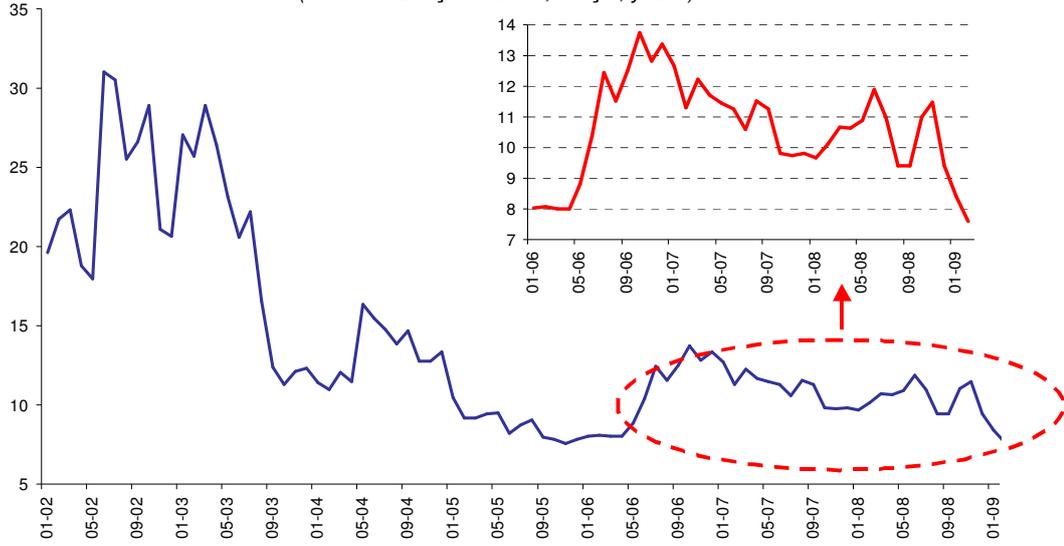
Kaynak: TÜİK, TCMB

2009 yılı Ocak ayında yayımlanan Enflasyon Raporunda önümüzdeki aylarda yapılması öngörülen faiz indirimlerinin önemli bir kısmının erkene alınarak, finansal koşullardaki ek sıkılaşmanın telafi edilmesinin hedeflendiği açıklanmış, faiz indirimlerinin yılın ilk aylarında yavaşlayarak süreceği bir faiz patikasının temel alındığı özellikle vurgulanmıştır. Nitekim Şubat ayında yapılan Para Politikası Kurulu toplantısında faiz indirimi 200 baz puandan 150 baz puana çekilmiş, diğer bir deyişle önceden açıklandığı gibi faiz indirimlerine azalan bir hızla devam edilmiş ve bir sonraki faiz indiriminin daha yavaş olabileceği 3 Mart 2009 tarihinde açıklanan Para Politikası Kurulu toplantı özetinde kamuoyuna duyurulmuştur.

Kasım 2008 tarihinden bu yana yaşanan gelişmeler ve özellikle enflasyona ilişkin açıklanan veriler Merkez Bankasının öngörülerinin ve bu doğrultuda gerçekleştirdiği faiz indirim kararlarının doğruluğunu teyit etmiş ve para politikasına duyulan güveni artırmıştır. 2008 yılının son çeyreğinde döviz kuru hareketlerinin fiyatlar üzerindeki etkisi, ithalat fiyatlarındaki keskin gerilemenin katkısıyla, tahminlerimizden de düşük gerçekleşmiştir. Enflasyonun, 2008 yılı Ekim ayından bu yana Türk Lirasında görülen değer kaybına rağmen, gerilemeye devam etmesi kayda değer bir gelişmedir. Bu dönemde hem risk algılamalarındaki sınırlı iyileşme, hem de Merkez Bankasının faiz indirimlerinin açıklanan enflasyon verileri ile desteklenmesi sonucunda piyasa faizleri de hızlı bir düşüş eğilimine girmiş ve Ekim ayının sonuna kıyasla 900 baz puan gerilemiştir. Son dönemde getiri eğrisinin dikleşmesi küresel düzeyde azalan risk iştahı nedeniyle beklenen bir gelişme olarak görülmektedir. Özellikle içinde bulunduğumuz krizin niteliği, parasal aktarım mekanizmasının Hazine'nin borçlanma faizlerinden ziyade mevduat ve kredi faizleri kanalıyla özel kesim harcama eğilimine olan etkileri açısından izlenmesini gerektirmektedir.

Bugün itibarıyla piyasa faizlerinin reel seviyesi küresel mali kriz öncesi dönemin altındadır. Denge reel faizin durgunluk dönemlerinde daha düşük gerçekleşmesi normal işleyen ekonomilerde olması gereken, ancak geçmişte Türkiye ekonomisinde hiç yaşanmamış bir durumdur. 1994 ve 2001 krizlerine kıyasla Türkiye'de reel faizlerin bugün bulunduğu düzey, Türkiye ekonomisinin normalleştiğinin bir göstergesi olarak algılanmalıdır.

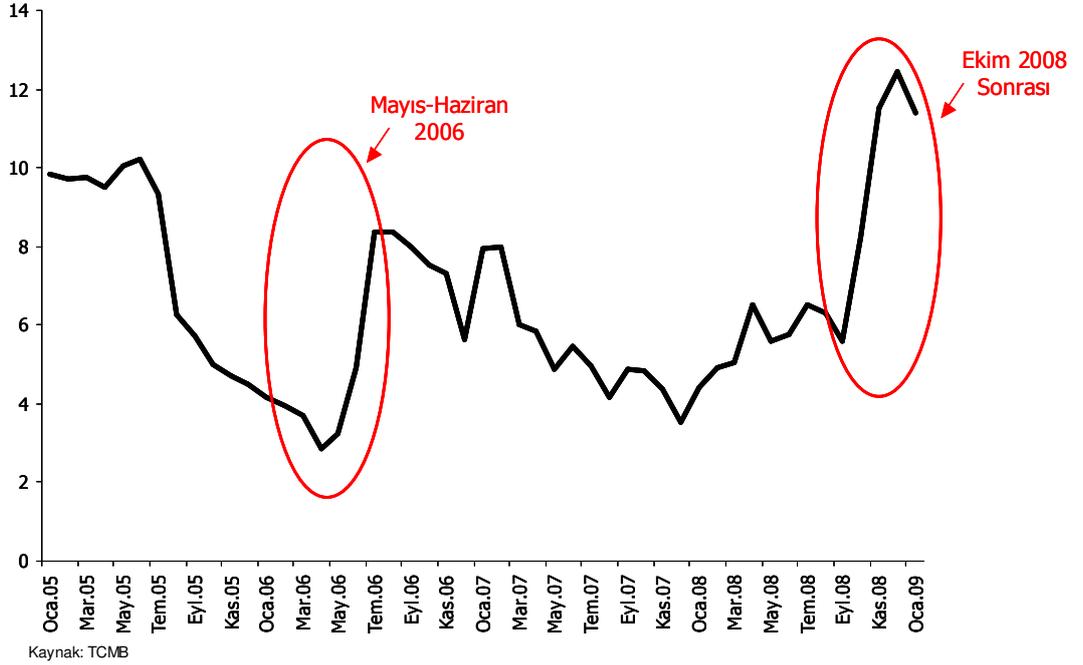
Reel Borçlanma Faiz Oranı
(Ocak 2002 – Şubat 2009, bileşik, yüzde)



* Devlet iç borçlanma ihalelerinde belirlenen borçlanma faizleri ile Beklenti Anketi'nde tahmin edilen 12 aylık enflasyon oranları kullanılarak hesaplanmıştır.
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB

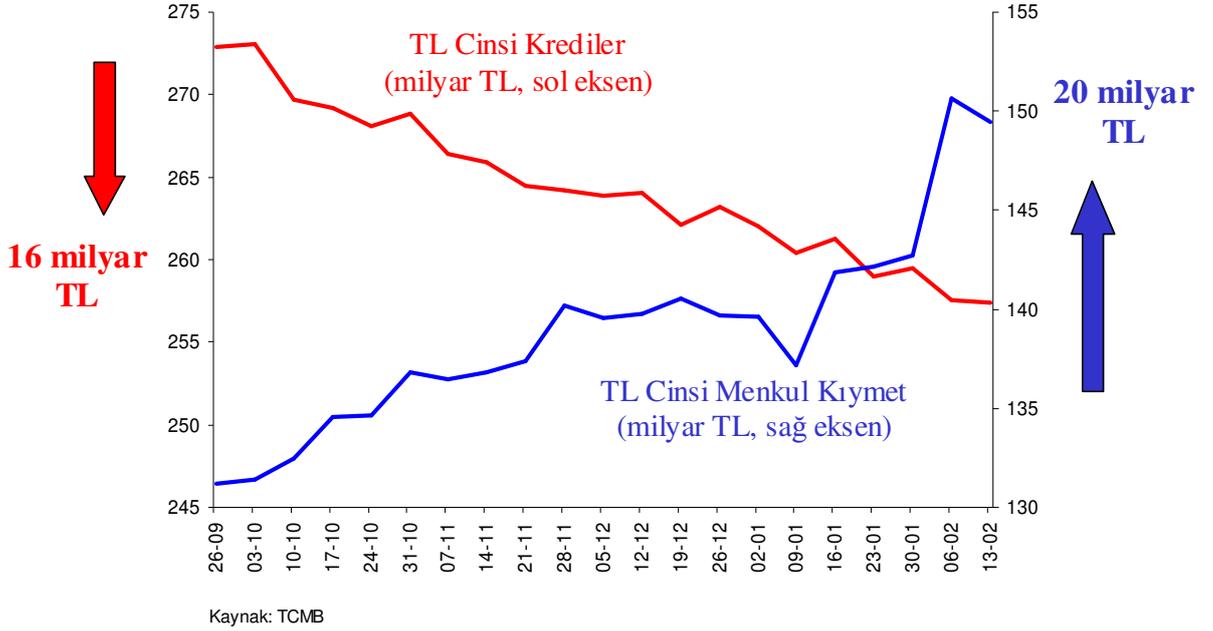
Son dönemde gerçekleştirilen faiz indirimlerine rağmen finansal koşullardaki ek sıkılık kısmen devam etmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki indirimlerin ticari kredi faiz oranları üzerindeki etkisinin tüketici kredilerine kıyasla daha sınırlı kaldığı ve ticari kredi faizleri ile merkez bankası politika faizleri arasındaki farkın yüksek seviyelerde seyrettiği dikkat çekmektedir. Kredi arzındaki sıkılığa ek olarak şirketler kesimi kredi talebinin önemli bir bölümünün firma borçlarının yeniden yapılandırılmasına yönelik olması, mevcut dönemde kredi kanalının üretim faaliyetlerini destekleyici rolünün sınırlı kaldığına işaret etmektedir

Ticari Kredi ve Gecelik Borçlanma Faizi Farkı (Ocak 2005 – Ocak 2009, puan)



Küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin yanı sıra iktisadi görünüme ilişkin beklentilerin bozulması, kredi koşullarının sıkılaştırılması ve harcanabilir gelirin görece olarak zayıf seyretmesi, kredi hacminin daralmasına neden olmuştur. Bu dönemde bankalar kredi faizleri ile devlet borçlanma faizleri arasındaki farkın belirgin bir şekilde açılmasına rağmen, plasmanlarını daha az riskli olarak gördükleri devlet iç borçlanma senetlerine kaydırmayı tercih etmişlerdir. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren bankaların TL cinsi menkul kıymet portföyleri yaklaşık 20 milyar TL artarken, TL cinsi kredilerde 16 milyar TL seviyesinde bir gerileme yaşanmıştır.

TL Cinsi Banka Kredileri ve Bankaların TL Cinsi Menkul Kıymet Portföyleri (26 Eylül 2008 - 13 Şubat 2009)



Enflasyon hedeflemesine geçilen 2002 yılından bu yana Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının izlediği para politikasının anlaşılabilmesi için şu hususu özellikle vurgulamak istiyorum. Para politikasının, ekonominin uzun dönem büyüme performansı üzerinde, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesinin getirdiği fayda dışında, kalıcı bir etkisi yoktur. Para otoriteleri ancak kısa vadede ekonominin potansiyel büyüme trendinin etrafında aşağı veya yukarı yönlü salınımının dengelenmesine katkıda bulunabilir.

Eğer likidite koşullarının olumlu olduğu 2006-2007 arası dönemde, Merkez Bankası risk priminin azalmasına paralel olarak politika faizlerinde kuvvetli bir gevşemeye gitmiş olsaydı, Türkiye ekonomisi hem varlık fiyatlarındaki ilave artış hem de hızlı iç tüketim eğiliminin yol açacağı daha yüksek borçlanma oranları nedeniyle bugün yaşadığımız krize daha olumsuz başlangıç koşullarında girmiş olacaktı. Merkez bankalarının ekonominin aşırı ısınma belirtileri gösterdiği durumlarda fiyat istikrarını korumak için parasal sıkılaştırma uygulaması ve ekonominin aşırı yavaşladığı durumlarda fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla parasal gevşetmeye gitmesi, iktisadi faaliyette istenmeyen dalgalanmaların şiddetini hafifleterek, büyüme hızının uzun dönem trendine geri dönmesine yardımcı olmaktadır. Aksi yönde davranmak bilakis iktisadi dalgalanmaların şiddetinin artmasına yol açabilecektir.

Bu şekilde bir para politikası uygulaması enflasyon hedeflemesi rejiminin de doğal bir sonucudur. Merkez Bankasının 2008 yılı Kasım ayından bu yana sürdürdüğü kademeli faiz indirim süreci de bu çerçevede değerlendirilmelidir. Merkez Bankası, fiyat istikrarının sağlanması için enflasyon hedeflemesi rejiminin gerektirdiği para politikasını kararlı bir şekilde uygulamaktadır.

Fiyat istikrarının sağlanması sadece enflasyon ile mücadeleyi değil aynı zamanda deflasyonist baskıların önüne geçilmesini de gerektirmektedir. Mevcut enflasyon hedefleri, deflasyon riskinin önüne geçilmesi açısından yeterince yüksek bir seviyededir. Benzer şekilde önümüzdeki 3 yıl boyunca birer puan azalarak 2011 yılı sonu itibarıyla yüzde 5,5 olarak belirlenen enflasyon hedefleri, içinde bulunduğumuz zorlu dönemde ülkemizi deflasyon riskinden uzak tutmak için yeterli görülmektedir.

İçinde bulunduğumuz konjonktür itibarıyla yurt dışı iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlar, orta vadeli tahminlerimizin oluşturulmasında her zamankinden daha önemli bir rol oynamaktadır. 2009 yılı Ocak ayında yayımladığımız Enflasyon Raporunda baz senaryo olarak küresel toparlanmanın 2010 yılının ilk çeyreğinde başlayacağı bir çerçeveyi esas aldığımızı belirtmiştik. Aynı raporda baz senaryoya ilaveten, küresel ekonomideki toparlanmanın zamanlamasına ve boyutuna ilişkin farklı varsayımlar altında iki alternatif senaryo daha oluşturmuştuk. Geç toparlanma senaryosunda, küresel krizin 2009 yılının ilk yarısında daha da derinleşeceği ve dünya ekonomisinin ancak 2010 yılının ikinci yarısından itibaren toparlanmaya başlayacağı varsayılmış, bu durumda 2009 yılı boyunca ölçülü faiz indirimlerine devam edileceği ifade edilmişti. Son veriler ışığında orta vadeli öngörülerimiz, baz senaryoya yakın ancak geç toparlanmayı da gündeme alan bir çerçevede şekillenmektedir. Bu nedenle mevcut veriler ışığında, enflasyonun belirgin bir şekilde hedefin altında kalma ihtimalinin devam ettiğini ve şartlara bağlı olarak para politikasının aşağı yönlü esnekliğini uzunca bir süre sürdürmesinin gerekli olabileceğini düşünmekteyiz. Bundan sonraki olası faiz indiriminin miktarı ve zamanlaması enflasyon görünümünü etkileyen unsurlardaki gelişmelere bağlı olacaktır.

Enflasyon Tahminleri: Baz senaryo ve Alternatif senaryolar



5. Dengeleyici Maliye Politikası

Mevcut ortamda ülkemizde geçmişteki krizlerde görmeye alışık olduğumuz politika uygulamalarının dışına çıkılması, hem para politikasının hem de maliye politikasının dengeleyici bir rol oynaması gerekmektedir.

Geçmişte birçok ülkede gözlenen yüksek yatırım harcamaları dünyada üretim kapasitesinde önemli bir genişlemeye neden olmuştur. Son dönemde küresel düzeyde kapasite kullanım oranlarının tarihi dip seviyelerine inmesi, kısa vadede yatırım harcamalarında kayda değer bir artış yaşanmasını geciktirecek bir unsurdur. İhtiyati tasarruf eğiliminin arttığı mevcut ortamda, aşırı tasarruf eğiliminde normalleşme yaşanması güven ortamının tesisine bağlı olacaktır. Özel sektörün toplam yatırım ve tüketim harcamalarını azaltması ile birlikte ortaya çıkan şiddetli talep daralmasının en kısa sürede telafi edilmesi gerekmektedir. Bunun için gerekli hareket alanına sahip ülkelerde, merkez bankalarının faiz indirimleri yoluyla özel tüketimi canlandırması veya güven artırıcı tedbirler ile birlikte kamu harcamalarının artırılması politika yapıcıların gündemindeki seçeneklerdir. Bununla birlikte kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin belirgin olarak artmasının, orta vadeli piyasa faizlerindeki düşüşü sınırlayarak para politikasının etkinliğini azaltabileceği unutulmamalıdır. Bu dönemde özellikle gelişmekte olan ülkelerde (i) öncelikleri açık olarak belirlenmiş, (ii) güven artırıcı önlemlere ağırlık veren ve (iii) orta vadede

sürdürülebilir bir maliye politikası uygulanması önem taşımaktadır. Ekonomideki devresel hareketleri dengeleyici bir maliye politikasının, orta vadede sürdürülebilir bir mali disiplin çerçevesinde uygulanması, ekonomi politikalarına ilişkin beklentileri olumlu yönde etkileyerek orta vadeli faizlerin düşmesine ve kredi mekanizmasının etkin bir şekilde çalışmasına katkıda bulunacak, para politikasının etkinliğini artıracaktır.

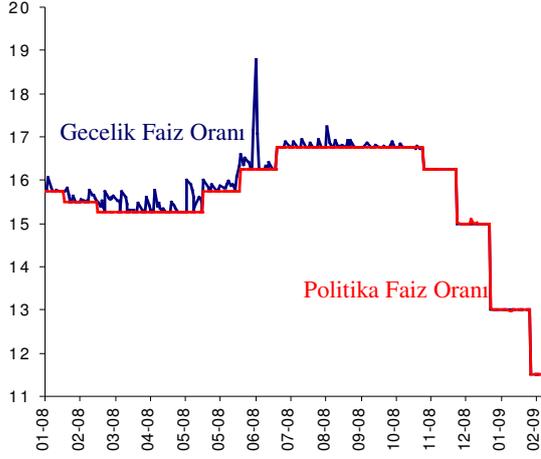
Türkiye’de 2001 yılından bu yana stratejik ölçütler çerçevesinde uygulanan borç ve risk yönetimi politikalarının ve sağlanan makroekonomik istikrarın katkısıyla kamu borç portföyünün likidite, faiz oranı ve döviz kuru risklerine karşı duyarlılığı önemli ölçüde azalmış, kamu borç yükünde kayda değer bir iyileşme sağlanmıştır. Bununla birlikte Türkiye’nin maliye politikalarında hareket alanının gelişmiş ülkelere oranla daha kısıtlı olduğu unutulmamalıdır.

6. Merkez Bankasının Aldığı Likidite Önlemleri

İçinde bulunduğumuz dönemin geçmişte yaşanan finansal çalkantılardan farklı olan bir özelliği, hem Türk Lirası hem de yabancı para cinsi fonlama ihtiyacının birlikte ortaya çıkmasıdır. Bu ortamda finansal sistemdeki akışkanlığın ve kredi piyasalarının etkin bir şekilde çalışmasının devam etmesi için Türk Lirası ve döviz likiditesinin de ne denli önem taşıdığı farkında olan Merkez Bankası, bu dönemin en az sorunla atlatılabilmesi için hem Türk Lirası hem de döviz likiditesine ilişkin gerekli tedbirleri zamanında ve eksiksiz olarak uygulamaya koymaktadır.

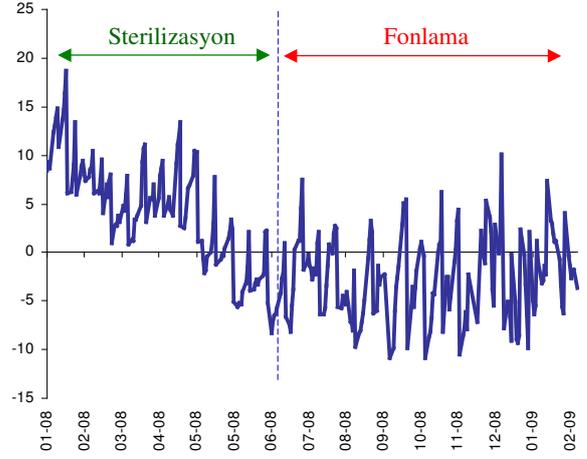
Merkez Bankası Türk Lirası likiditesini doğrudan kontrol edebildiğinden, gerekli likiditeyi sağlayarak finans ve kredi piyasalarımızın akışkanlığını destekleyebilmektedir. Türk Lirası tarafında alınan önlemler ile piyasanın ihtiyaç duyduğu likidite zamanında ve gerekli miktarda sağlanmış, gecelik faiz oranlarının Merkez Bankası borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşmasına özen gösterilmiş, para piyasasında ortaya çıkabilecek faiz oynaklıklarına müsaade edilmemiştir.

Politika Faiz Oranı ve Repo-Ters Repo Piyasasında Oluşan Gecelik Faiz Oranı
(1 Ocak 2008 – 2 Mart 2009 arasında, yüzde)



Kaynak: İMKB, TCMB

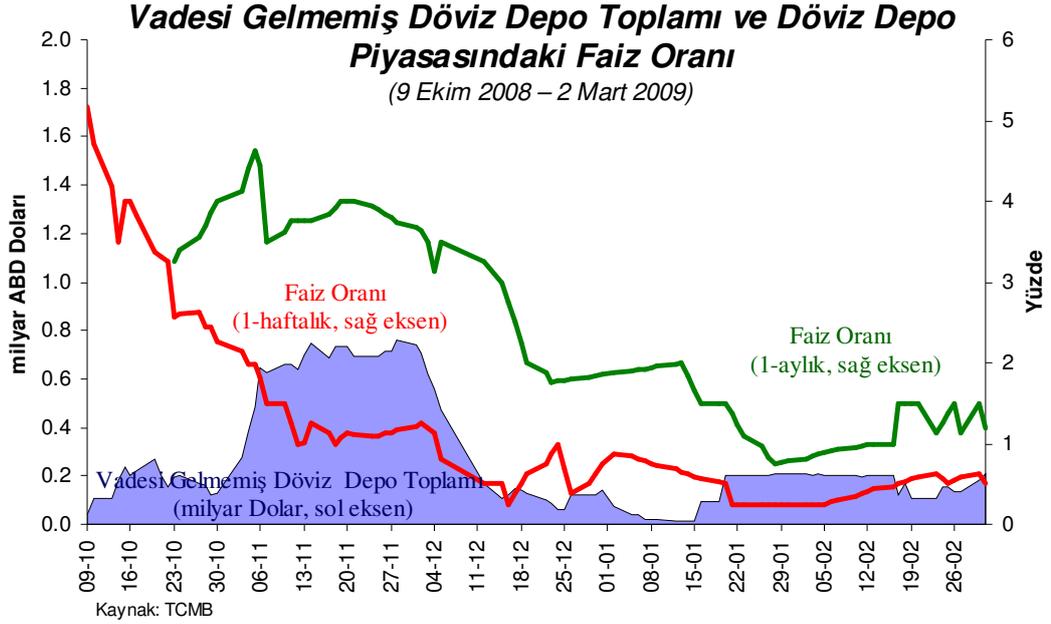
Merkezi Bankasınca Sağlanan YTL Likiditesi
(1 Ocak 2008 – 2 Mart 2009, milyar YTL)



Kaynak: TCMB

Döviz likiditesine ilişkin gelişmelerde ise daha çok dış dünya koşulları belirleyici olmaktadır. Bu nedenle Merkez Bankası küresel ekonomideki belirsizliklerin yüksek seviyelerde olduğu bir dönemde döviz rezervlerini öncelikli olarak bankacılık sistemimizin döviz likiditesini desteklemek amacıyla kullanma stratejisini benimsemiştir. Bu çerçevede Merkez Bankası nezdindeki Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, bu piyasadaki borç verme faizleri düşürülmüş ve vadeler uzatılmıştır. Bunun yanında, döviz piyasasında derinliğin kaybolduğu ve sağlıksız fiyat oluşumlarının görüldüğü dönemlerde piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmıştır.

Alınan önlemlerin döviz likiditesine ilişkin endişeleri önemli ölçüde giderdiği, Döviz Depo Piyasasında gerçekleşen faizlerin gelişimi incelendiğinde açık bir şekilde görülmektedir. Merkez Bankasının Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerine başladığı 9 Ekim 2008 tarihinde ortalama yüzde 5,18 olan bir haftalık ABD Doları cinsi faizler, takip eden günlerde hızla gerilemiş ve 3 Mart 2009 tarihinde yüzde 0,63 olarak gerçekleşmiştir. Bankalararası 2 ay vadeli ABD Doları cinsi ilk döviz depo işlemi ise yüzde 2 faiz ile 3 Mart 2009 tarihinde gerçekleşmiştir.



Merkez Bankası, bundan sonra da döviz piyasasının sağlıklı çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesi amacıyla gerektiği takdirde ilave önlemleri imkanları ölçüsünde ve basiretli bir şekilde almaya devam edecektir. Gerektiğinde başvurulabilecek önlemler “2009 Yılında Para ve Kur Politikası” ve “Ocak 2009 Enflasyon Raporu” metinlerinde kamuoyuna duyurulmuştur. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde uluslararası piyasalardaki sorunların derinleşmesi ve bu durumun ülkemizi de olumsuz yönde etkilemesi halinde, dalgalı döviz kuru rejimi ile çelişmeyecek şekilde döviz satım ihalelerine başlanması veya döviz piyasasına doğrudan müdahale edilmesi, bankaların Döviz ve Efektif Piyasalarında işlem yapma limitlerinin artırılması, Döviz Depo Piyasasında borçlanma vadelerinin uzatılması ve borç verme faiz oranlarının düşürülmesi, yabancı para zorunlu karşılık oranlarının sınırlı bir miktar daha indirilmesi gündeme gelebilecektir. Merkez Bankasının döviz kurlarının piyasada belirlenmesi ilkesine bağlı kalacağını, özellikle döviz satım ihaleleri ve döviz piyasasına doğrudan müdahale gibi önlemlerin, döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıksız fiyat oluşumları gözlemlendiği takdirde dikkate alınacağını özellikle vurgulamak istiyorum.

Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama temel amacı ile çelişmemek kaydıyla, uluslararası piyasalardaki sorunların ekonomimiz üzerindeki etkilerini sınırlamak için üzerine düşen tedbirleri almaya devam edecektir. Bununla birlikte, gerek beklenti

yönetiminin etkinleştirilmesi gerekse para politikası kararlarının olumlu etkilerinin desteklenmesi ve küresel krize karşı ekonomimizin direncinin daha da artırılması için, mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi de önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam ettirilmesi ve Orta Vadeli Program'da öngörülen yapısal düzenlemelerin güncellenerek bir an önce hayata geçirilmesi konusundaki çabaların sürekliliği önemini korumaktadır.