



**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

**Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Uygun Politika  
Bileşimi Arayışları: Küresel Finans Krizi Sonrası  
Türkiye’de Para Politikası**

**Durmuş Yılmaz  
Başkan**

**18 Ocak 2011  
Viyana**

## **Değerli Misafirler,**

Küresel mali kriz sırasında birçok ülke gibi Türkiye’de de politika yapıcılarını, krizin ulusal ekonomiler üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri sınırlandırmaya odaklanmıştır. Krizin derinleşmesiyle birlikte, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) önden yüklemeli bir yaklaşım ile Kasım 2008-Kasım 2009 döneminde politika faizinde toplam 1025 baz puan indirime gitmiştir. Buna ek olarak, para ve kredi piyasalarının işleyişini desteklemek amacıyla dengeleyici bir para politikası izlenerek faiz oranlarındaki düşüşün iktisadi faaliyet üzerindeki olumlu etkisi artırılmıştır.

Bu önlemler, küresel krizin ardından Türkiye ekonomisinin hızlı bir toparlanma sürecine girmesine katkıda bulunmuştur. Hanehalkı bilânçolarının ve bankacılık sisteminin sağlam yapısı, iç talepteki hızlı artışa destek olmuş ve Türkiye ekonomisi 2009 ortasından itibaren güçlü bir toparlanma sürecine girmiştir. Takip eden dönemde, artan sermaye girişleri iç taleple dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirginleştirerek yeni politika güçlüklerini gündeme getirmiştir. Kısa vadeli sermaye akımları ve döviz kurlarında yaşanan değerlenme ile birlikte hızla artan cari açık, yeni bir para politikası yaklaşımını gerekli kılmıştır.

Bu yeni durum karşısında, hedef fonksiyonumuzda finansal istikrarın artan rolüne açıkça dikkat çekerek mevcut enflasyon hedeflemesi çerçevemizde sınırlı bir değişikliğe gittik. Öncelikle Nisan 2010’da krizden çıkış stratejimizin detaylarını kamuoyuna duyurduk. Bu bağlamda ilk adım olarak, Bankamız tarafından bankacılık sistemine sağlanan likidite desteğini normalleştirerek, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını kriz öncesi seviyesi olan yüzde 6’ya yükselttik. İkinci olarak, makro-finansal risklere ve öngörülemeyen olaylar karşısında verilecek politika tepkilerine artan ölçüde vurgu yapmaya başladık. Örneğin, politika metinlerimizde gelecek dönemde iç talep ile dış talep artış hızları arasındaki farklılaşmanın artması ve bu farklılaşmaya hızlı kredi genişlemesi ve cari işlemler dengesinde bozulmanın eşlik etmesi halinde, zorunlu karşılık oranları ve likidite yönetimi araçları gibi diğer politika araçlarının daha etkin kullanılmasına gerek duyulabileceğini birçok kez vurguladık.

Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Ne var ki, son yaşanan küresel ekonomik kriz, makroekonomik ve finansal istikrarın sağlanmasında bu temel amacın tek başına yeterli olamayabileceğini göstermiştir. Nitekim kamuoyuna yaptığımız açıklamalarda finansal istikrarın sağlanmasının, TCMB kanununda da belirtildiği üzere Banka'nın temel görevlerinden biri olduğunu ve finansal istikrarı makroekonomik açıdan değerlendirdiğimizi hatırlatmıştık.

“Faiz dışı araçlar” kavramı gelişmekte olan ülkeler açısından, gelişmiş ekonomilere kıyasla benzer şekilde algılanmayabilir. Bu nedenle her ülkenin kendine özgü karakteristik özellikleri olduğunu ve kendi gereksinimleri doğrultusunda bir politika çerçevesi oluşturması gerektiğini özellikle vurgulamak istiyorum. Türkiye açısından mevcut konjonktürde finansal istikrara yönelik riskler, artan kısa vadeli sermaye girişleri sonucu hızla yükselen cari açık sebebiyle daha da belirginleşmiştir. Kredilerdeki hızlı genişlemenin yanısıra iç ve dış talep büyümesindeki ayrışma cari açığı genişletmekte ve bu durum finansal istikrara ilişkin endişelerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Buna ek olarak, Avrupa ve ABD'de yaşanan son gelişmeler ve bu ekonomilerde merkez bankalarının aldıkları para politikası kararları söz konusu riskleri artırmaktadır. Sonuç olarak, mevcut durumda geçmişteki uygulamalardan farklı bir politika bileşimine ihtiyaç duyulmaktadır.

Peki burada politika bileşimi ifadesi ne anlama gelmektedir? İç ve dış dengeyi sağlayacak faiz oranlarının farklılık arz etmesi, para politikasında birden fazla aracın kullanılmasını gerektirir. Bizim durumumuzda, kısa vadeli sermaye girişlerinin yanısıra, para birimindeki değerlenme ve cari açığı artışıyla bağlantılı makro-finansal riskleri sınırlandırabilme için iki araç daha kullanılmaya başlanmıştır. Konuşmamın bu bölümünde bu ilave araçlara sırasıyla değinmek istiyorum.

Güçlü iç talebi ve yükselen cari açığı frenlemek için hızlı kredi artışını kontrol altına almak, mevcut politika bileşimimizin başlıca amaçlarından biridir. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının etkin bir politika aracı olarak kullanılması gerekli görülmektedir. Buna ek olarak, zorunlu karşılık oranlarının makroekonomik ve finansal risklerin azaltılmasında başvurulan araçlardan biri olarak etkinliğinin artırılması amacıyla Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir.

Bu önlemler hususunda kamuoyuna karşı şeffaf olmaya çalıştık. TCMB olarak aldığımız bu önlemlerin finansal istikrarı korumak için gerekli olduğunu; ancak tek başına yeterli olmayacağını belirttik. Tüm kurumlar arasında yakın bir eşgüdümüne ihtiyaç olduğunun altını çizdik. Bu kapsamda, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun aldığı (kredi/değer oranlarının sınırlandırılması ve kredi kartlarında asgari ödeme oranlarının artırılması gibi) bir dizi önlemin Bankamızın uygulamakta olduğu para politikasına destek olduğunu belirtmek isterim. Aynı zamanda 2010 yılı Ekim ayından itibaren Türk bankalarının TL cinsi senetler ihraç etmesine olanak tanınmıştır. Ayrıca, hükümet küresel kriz sürecinde alınan önlemleri geri alarak tüketici kredilerine uygulanan Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu (KKDF) kesintilerini artırmıştır. Son olarak, iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı gerçekleşen toparlanma sonucu elde edilen ilave gelirlerin büyük bölümünün kamu borcunun azaltılmasında kullanılması uygulamakta olduğumuz politikalara destek vermiştir.

Mevcut politika bileşimini formüle ederken göz önünde bulundurduğumuz diğer bir husus da sermaye girişlerinin vadesinin uzatılmasıdır. Bu husus, sermaye hesabının kalitesinin artırılması ve döviz kurunun ekonomik temellerden bağımsız hareket etmesinin engellenmesi açısından önem arz etmektedir. Bu amaca yönelik olarak uyguladığımız politika bileşimi çerçevesinde, ihtiyaç duyulduğunda kısa vadeli faiz oranlarında dalgalanmaya imkân sağlamak amacıyla politika faizini indirip gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki koridoru genişlettik. Uyguladığımız bu politika şu ana kadar oldukça etkili oldu ve kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerinde belirgin bir düşüş gözlemlendi. Ayrıca yükümlülüklerin vade yapısını uzatmak ve vade uyumsuzluğunu azaltmak üzere, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını da mevduatların vade yapılarına göre ayırtırdık.

Hiç kuşkusuz, bu süreç esnasında ihmal edilmemesi gereken önemli bir konu da, aldığımız önlemlerin öncelikli görevimiz olan fiyat istikrarını göz ardı ettiğimiz anlamına gelmediğine kamuoyunu ikna etmektir. Dolayısıyla, enflasyon görünümüne ilişkin temkinli duruşumuzu muhafaza ederken, hızla artan iç talep ve yükselen emtia fiyatlarından dolayı genel fiyatlandırma davranışının yakından takip edilmesi gerektiğini açıkça belirttik. Bu açıdan, hem TCMB hem de diğer kurumlarca uygulanan –ve

uygulanacak olan– faiz dışı politika tedbirlerinin net etkisinin sıkılaştırma yönünde olması gerektiğini önemle vurguladık.

Zorunlu karşılık oranlarındaki artışların, maliyet ve likidite kanalları yoluyla kredi genişlemesini sınırlandırması beklenmektedir. Tabii ki aldığımız önlemlerin yaratacağı etkinin zamanlaması ve miktarsal büyüklüğü ile ilgili pek çok belirsizlik bulunmaktadır. Bu belirsizlikle ilgili olarak olası iletişim sorunlarını çözebilmek için, aldığımız kararların etkilerini hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar açısından izleyeceğimizi ve gerektiğinde de ilave önlemler alacağımızı önceden açıklamıştık.

İlk bakışta oldukça karmaşık görünmesine karşın, benimsediğimiz bu çerçeve, özünde geleneksel enflasyon hedeflemesi çerçevesinden çok da farklı değildir. Bu iki çerçeve arasındaki tek fark; politika aracı olarak daha önce tek başına bir haftalık repo faiz oranını kullanırken, mevcut durumda kısa vadeli faiz oranları, zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru araçlarını içeren bir “politika bileşimi” kullanılmasıdır. Hem enflasyonla hem de makro-finansal risklerle başa çıkmak için elimizdeki araçları doğru bileşimle kullanmaya hedeflemekteyiz. Bu çerçevedeki para politikası duruşu, yalnızca politika faiz oranlarının seyri ile değil, bahsetmiş olduğum tüm politika araçlarının bir bileşimi ile belirlenmektedir. Geleneksel enflasyon hedeflemesi çerçevesi gibi, bu politika da ileriye dönük bir yapı arz etmekte ve ekonominin orta vadede izleyeceği görünüme dayanmaktadır. Önümüzdeki dönemde politika bileşiminin seyri, fiyat istikrarı ile finansal istikrarını etkileyen unsurlara bağlı olacaktır.

Özetle, içinde bulunduğumuz konjonktürde “yeni normal”le yüzleşirken merkez bankası politikalarının yaratıcı olmasının gerektiği bir dönemden geçmekteyiz. Bununla birlikte, bu politikaları tasarlarken her ülkenin kendine özgü şartlarının da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Bu kapsamda, Türkiye açısından yüksek zorunlu karşılık oranları ile birlikte uygulanan düşük politika faizi ve daha geniş bir faiz koridorunun, kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olarak hızla artmakta olan makro düzeydeki dengesizlikleri giderme konusunda etkin bir politika bileşimi olduğunu düşünüyoruz.

Teşekkür ederim.