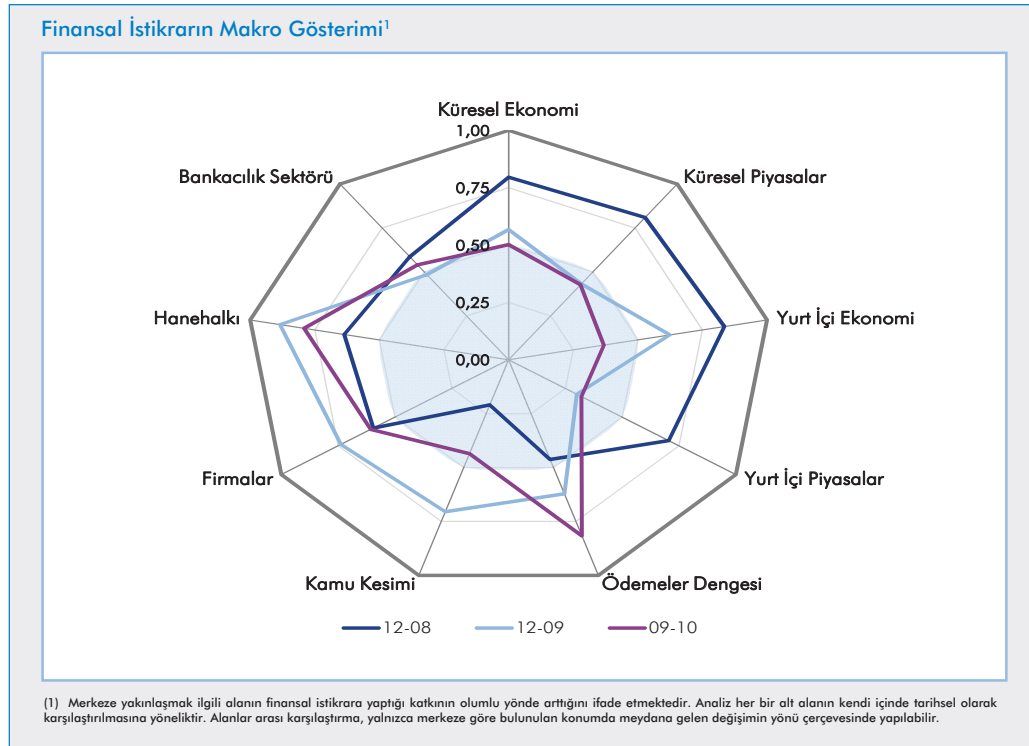


## GENEL DEĞERLENDİRME

Finansal istikrar analizlerinde sistemin bütüncül bir yaklaşım çerçevesinde değerlendirilmesinin önemi göz önünde bulundurularak, Raporda ülkemiz finansal sistem istikrarı uluslararası ve ulusal gelişmeler irdelenerek makro bakış açısı ile ele alınmaktadır.



Yukarıdaki grafikte de görüldüğü üzere, ülkemizde, kriz ilk olarak yurt içi ekonomi ile yurt içi piyasalarda hissedilmiştir. Krizden çıkış sürecinde birçok alanda kriz dönemine göre bir iyileşme söz konusu iken, özellikle ödemeler dengesi alanındaki gelişmeler dikkat çekmektedir. Krizin ilk döneminde maliye politikasındaki gevşeme ile firma ve hanehalkının takipteki alacaklarında gözlenen yükselişe karşın, 2009 yılının son çeyreğinden itibaren vergi gelirlerindeki artış, firmaların artan kârlılık performansı ve işsizlik oranındaki gerileme takipteki alacakların tekrar düşüş eğilimine girmesini sağlamıştır. Raporda yapılan analizler, ülkemiz bankacılık sektörünün hızlı kredi büyümesini destekleyici bir yapıya sahip olduğunu ve şoklara karşı dayanıklılığını koruduğunu göstermektedir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik görünümünde önemli bir ayrışma yaşanmakla birlikte, küresel ekonomide kademeli bir toparlanma gözlenmektedir. Ancak, esas olarak gelişmiş ekonomilerden kaynaklanan riskler devam etmekte, özellikle Avrupa'daki bazı ülkelerin bankacılık ve kamu kesimlerinde artarak süren sorunlar piyasaları olumsuz yönde

etkilemektedir. İleriye yönelik küresel büyüme görünümünde aşağı yönlü riskler mevcudiyetini korumaktadır. Bununla birlikte, genişletici para politikaları ile likidite bolluğu "ikinci dip" kaygılarını azaltarak finansal piyasaları olumlu yönde etkilemiştir. Kamu maliyeleri, finansal yapıları ve büyüme potansiyelleri görece olarak daha iyi durumda olan gelişmekte olan ekonomiler, krizin etkilerini hızla atlatarak nispeten daha hızlı bir toparlanma sürecine girmişlerdir. Ancak, küresel ekonominin bütünleşik yapısı dikkate alındığında, gelişmiş ülkelerdeki sorunlar tam anlamıyla çözülmediği sürece, gelişmekte olan ülkelerde daha ziyade iç talebe dayalı olan mevcut hızlı toparlanma eğiliminin ne kadar sürdürülebileceği konusu belirsizliğini korumaktadır.

Küresel büyümenin zayıf görünümü gelişmiş ülke merkez bankalarının genişletici para politikası uygulamalarının uzun süre devam etmesine neden olmuş, merkez bankalarının bilançoları yüksek oranda büyümüştür. Buna bağlı olarak artan küresel likidite ile gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları hızlanmıştır. Gelişmiş ülkelerde kısa vadeli faiz oranlarının uzun süre düşük kalacağına yönelik beklentiler, yatırımcıları yüksek getiri arayışına sevk etmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yatırım araçlarına talep artmıştır. Varlık fiyatlarının oynaklık göstergelerinde iyileşme yaşanırken bankalar arası piyasalardaki rahatlama da uluslararası piyasalardaki iyileşmeye katkı sağlamıştır. Ancak özellikle euro bölgesinde kamu borçlarını ödemekte zorlanan ülkelere ilişkin risk algılamaları uluslararası piyasalarda kaygıların sürmesine neden olmaktadır.

Ülkemizde, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden hızlı olması, orta vadeli programın mali disiplinin süreceğine işaret etmesi, finansal sistemin istikrarı, kredi derecelendirme kuruluşlarının olumlu değerlendirmeleri, risk primi göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinin de altında seyretmesi ülkemiz ekonomisi açısından oldukça olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Bu gelişmeler sonucunda uyarılan tüketim ve yatırım talebiyle birlikte hem firmaların hem de hanehalkının kredi kullanımı hız kazanmakta, ekonomi büyük ölçüde yurt içi talebe bağlı olarak büyümektedir. Bu unsurlarla birlikte, küresel risk iştahındaki artışın da etkisiyle sermaye girişi hızlanırken, piyasa faizleri düşmekte, varlık fiyatları yükselmekte ve Türk lirası güçlenmektedir.

Ekonominin daha çok yurt içi talebe bağlı olarak canlanması hanehalkı ile firmaların borçluluğunu yükseltmekte ve cari işlemler açığını artırmaktadır. Önümüzdeki dönemde, kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarının ve cari işlemler açığının seyri, finansal istikrar açısından daha yakından takip edilmesi gereken göstergelerdir. Bu göstergelerin dikkatle izlenerek makro-f finansal riskleri azaltıcı önlemlerin zamanında ve etkili bir şekilde alınması önem arz etmektedir.

Güçlenen sermaye akımlarına karşı gelişmekte olan ülkelerin başvurduğu politika araçları genel olarak sermaye girişlerini engellemeye çalışmak şeklinde olmuştur (Özel Konu IV.2). Ülkemizde ise diğer gelişmekte olan ülkelere farklı olarak, sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde finansal istikrarı güçlendirecek tedbirlerin de hızlandırılması tercih edilmektedir. Mevcut konjonktürde hem kamu hem de özel kesim için aşırı borçlanma yoluna gitmemek, tüm borçlanmalarda uzun vadeyi tercih etmek, olabildiğince Türk lirası cinsinden borçlanmayı yeğlemek ve riskleri doğru yönetmek bu dönemde ekonomimizin dış şoklara karşı dayanıklılığını önemli ölçüde pekiştirecektir.

Ekonomik birimlerin daha az borç, daha çok özkaynak kullanmalarının (düşük kaldıraç) teşvik edilmesi bu yönde alınması gereken en önemli tedbirlerden biridir. Kamu kesiminde güncellenen Orta Vadeli Program'ın (OVP) mali disiplinin süreceğine işaret etmesi, hanehalkında tüketici kredilerine uygulanan Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu (KKDF) kesintilerindeki artırım, konut finansmanı kullanımında borç/değer oranı üst sınırının yüzde 75 olarak belirlenmiş olması, bankalarımız için sermaye yeterlilik oranının yüzde 12 olarak hedeflenmesi bu kapsamda alınmış tedbirlerdir.

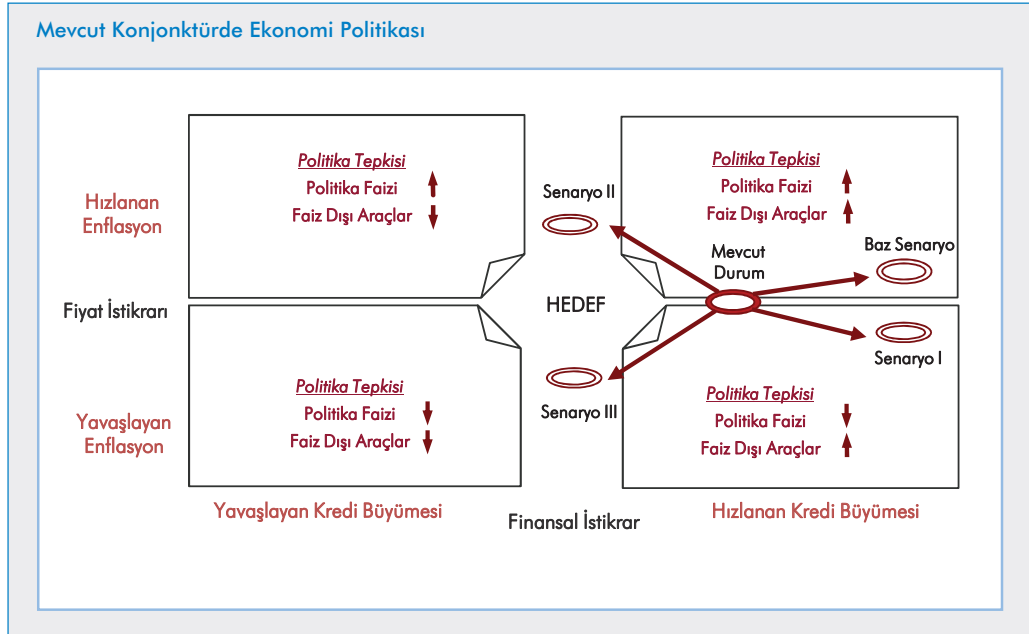
İkinci olarak ekonomik birimlerin borçlanmalarında vade uzatımı teşvik edilmektedir. Kamu borcuna yönelik Hazinesin vade uzatma çalışmaları başarılı bir şekilde devam etmektedir. Bankacılık kesimine yönelik olarak, yükümlülük vadesinin uzatılması için, Türk lirası tahvil ihracına izin verilmesinin yanı sıra yapılacak yeni düzenlemelerle uzun vadeli mevduata zorunlu karşılıklar kullanılarak avantaj sağlanması ile 2010 yılı Kasım ayında yapılan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranının 400 baz puan indirilmesi neticesinde kısa vadeli swap faizlerinin gerektiğinde düşmesine imkan sağlanması bu yöndeki tedbirler kapsamındadır.

Diğer bir tedbir olarak borçlanmalarda Türk parasının teşvik edilmesi ve net döviz borçlarının azaltılması temel bir politika tercihi olmuştur. Kamu kesimi için Hazinesin Türk lirası cinsi borçlanmaya ağırlık vermesi ve Merkez Bankasının sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde rezerv birikimini hızlandırması bu amaca yöneliktir. Dalgalı kur rejimi ve kur riski bilincinin yerleşmesi, enflasyon ve Türk lirası faizlerinde düşüş ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarının daha yüksek belirlenmesi gibi gelişmeler ve tedbirler hanehalkı ve firmaların Türk lirası borçlanmalarını teşvik etmektedir. Hanehalkının döviz cinsinden borçlanamamasına ilave olarak, dövize endeksli kredi kullanımına izin verilmemesi de bu süreci pekiştirmiştir. Bankacılık kesimine yönelik yabancı para net genel pozisyonu (YPNGP) düzenlemesi ve bankalarımızın Türk lirası tahvil ihracına BDDK tarafından yakın zamanda kontrollü bir şekilde izin verilmesi bu kapsamda değerlendirilebilir.

Son olarak, tüm ekonomik birimlerin risk yönetimi kültürünün geliştirilmesinin önemi daha da belirginleşmiştir. Bu kapsamda finansal eğitim konusunda atılabilecek adımlar sistemin sağlıklı işleyişi açısından önem arz etmektedir (Özel Konu IV.7).

Merkez Bankasının uyguladığı para politikası, fiyat istikrarı ve finansal istikrarın birbirini tamamlayıcı olduğu bir çerçevede şekillenmektedir.

Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde Merkez Bankasının politika araçlarını nasıl kullanacağını, geçmiş dönemlerde kamuoyu ile paylaşılan enflasyon raporlarında ele alınan olası senaryolar çerçevesinde özetlemek mümkündür.



Yukarıdaki şekilde de görüldüğü üzere, mevcut konjonktür, politika faizlerinin uzun süre düşük seviyelerde tutulmasını desteklerken, toplam talebin kompozisyonundaki gelişmeler politika faizi dışındaki araçların küresel kriz öncesi seviyelerine getirilmesini gerektirmektedir. Bu doğrultuda Merkez Bankası 2010 yılı Nisan ayında açıkladığı çıkış stratejisi önlemlerini büyük ölçüde tamamlamış bulunmaktadır.

2010 yılı Ekim ayında yayımlanan Enflasyon Raporunda ortaya konulan **Baz senaryoda**, “iç talebin bir önceki döneme kıyasla daha güçlü seyrettiği, dış talepteki zayıf seyrin yurt içi iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam ettiği, bu çerçevede toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azalarak da olsa sürdüğü bir görünüm” esas alınmıştır. Söz konusu baz senaryo, yılın kalan döneminde çıkış stratejisinde öngörülen tedbirlerin tamamlandığı, politika faizlerinin ise bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak 2011 yılının son çeyreğinden itibaren sınırlı artışlar gösterdikten sonra tahmin ufku (üç yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı bir politika çerçevesi çizmektedir. Bu çerçeve içinde, hızlı kredi genişlemesinin cari açık ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği risklere karşı faiz dışı araçlar da, finansal istikrarı sağlama amacıyla aktif olarak kullanılacaktır.

Parasal genişleme sürecine, Fed, BoE ve BoJ’dan sonra Avrupa’daki borç problemlerinin hızla büyümesini müteakip ECB’nin de aldığı kararlar ile katılmış olması sonucunda şekilde görülen **Senaryo I**’in gerçekleşme olasılığı ön plana çıkmıştır. Bu durumda, birinci niceliksel genişleme süreci sonrasında 2009 yılı Ekim ayında yayımlanan Enflasyon Raporu’nda tarif ettiğimiz “Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin kredi riskindeki nispi iyileşme sonucunda bu ülkelere sermaye akımlarının güçlenmeye devam etmesi de olası bir senaryodur. Küresel ölçekte, parasal ve mali genişleme sonucunda piyasaya sürülen yüksek miktarlı ve düşük maliyetli likidite, risk iştahındaki artışla birlikte gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi artırmaktadır. Ekonomimizde halen kaynak kullanımının düşük düzeyde olması ve ithal girdi fiyatlarını aşağı yönde etkileyecek maliyet şoklarının nihai ürün fiyatlarına yansıma eğiliminin güçlü olması nedeniyle, sermaye girişlerinin hızlanması durumunda kısa vadede enflasyon üzerinde aşağı yönlü riskler artabilecektir. Böyle bir durumla karşılaşılması halinde politika faizleri geçici olarak baz senaryoda öngörülene kıyasla daha düşük seviyelere çekilebilecektir” (2009 ER-IV) senaryosu yeniden güncel hale gelmiştir. Böyle bir durumda, geçici faiz indirimleriyle eşgüdüm içerisinde kredi büyümesini yavaşlatmak amacıyla faiz dışı araçların sıkılaştırıcı yönde, etkili bir biçimde kullanılması yerinde olacaktır.

Öte yandan, hem Avrupa’da son haftalarda yaşanan ekonomik gelişmelerin hem de gelişmiş ülke merkez bankalarının alınan yukarıda belirtilen kararların ekonomik belirsizliği önemli ölçüde artırdığı da belirtilmelidir. Eğer alınan tedbirler küresel düzeyde istenmeyen enflasyonist etkiler yaratırsa şekilde görülen **Senaryo II** gerçekleşebilecektir. Bu durum 2010 yılı Ekim ayında yayımlanan Enflasyon Raporu’ndaki “Son dönemde gıda ve emtia fiyatları hızlı bir artış eğilimi göstermiştir. Toplam talebin henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturacak düzeye gelmemiş olması ve Türk lirasının güçlü konumu, gıda ve emtia fiyatlarındaki artışların temel mal ve hizmet fiyatları üzerindeki yansımalarını sınırlamaktadır. Bununla birlikte, gıda ve emtia fiyatlarındaki artışların uzun sürmesi halinde ikinci aşama etkilerin ortaya çıkması riski bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde böyle bir riskin gerçekleşmesi ve fiyatlama davranışlarını bozarak orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde politika faizlerinin baz senaryoda öngörülenden daha erken artırılması söz konusu olabilecektir” (2010 ER-IV) senaryosuna karşılık gelmektedir. Böyle bir durumda yurt içi kredi genişlemesi zayıflayacağından faiz dışı araçların sıkılaştırma yönünde kullanımı gerekli olmayabilecektir.

Gelişmiş ülkelerde alınan tedbirlerin yetersiz kalması durumunda ise **Senaryo III** gerçekleşebilecektir. Bu durum 2010 yılı Ekim ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'ndaki "Son dönemlerde küresel iktisadi faaliyete dair öncü göstergelerdeki zayıflama eğilimi sürmekte, özellikle ABD ekonomisinde aşağı yönlü risklerin henüz ortadan kalkmadığına dair algılamalar güçlenmektedir. Bunun yanı sıra, gelişmiş ülkelerde gerek kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunların devam etmesi gerekse olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel ekonomide öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme dönemi yaşanması halinde baz senaryoda 2011 yılının son çeyreğinde başlaması öngörülen parasal sıkılaştırma ötelenebilecektir. Küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde politika faizlerinde yeni bir indirim süreci söz konusu olabilecektir" (2010 ER-IV) senaryosuna karşılık gelmektedir. Böyle bir durumda da yurt içi kredi genişlemesi zayıflayacağından faiz dışı araçların sıkılaştırma yönünde kullanımı gerekli olmayabilecektir.

Küresel kriz sırasında, gelirlerdeki azalma ve mali genişlemenin etkisiyle, kamu bütçe açığı ve kamu borçlanma oranları, tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de sınırlı bir artış gösterse de, iktisadi faaliyetteki canlanmayla birlikte artan vergi gelirleri ve ılımlı artış gösteren harcamalar kamu maliyesini olumlu etkilemektedir. Cari işlemler açığının arttığı bir ortamda, Orta Vadeli Programda ortaya konulan perspektifle uyumlu olarak kamu tasarruflarının artırılması ve mali disiplinin sürdürülmesi finansal istikrar açısından önem arz etmektedir.

Güçlü kamu maliyesi, firmaların artan kârlılık performansı, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında hanehalkı yükümlülüklerinin milli gelire oranının düşük düzeylerde ve ağırlıklı olarak Türk lirası cinsinden olması ekonominin olası şoklara karşı dayanıklılığını artırmaktadır.

Türkiye'de finansal sistemin ağırlıklı yapısını oluşturan bankacılık sektörüne bakıldığında, krizden çıkış sürecinde iktisadi faaliyetteki toparlanma ve düşük düzeyde seyreden faiz oranları sonucunda sorunlu kredi oranlarının gerilediği görülmektedir. Bankacılık sektörünün yurt dışından kaynak sağlama imkanları iyileşirken, kamu menkul kıymetlerinin bilanço içindeki payı azalmıştır. Kredilerin hızlı artışıyla birlikte sermaye yeterlilik rasyosu bir miktar gerilemekle birlikte asgari ve hedef rasyoların oldukça üzerindedir. Önümüzdeki dönemde artan rekabet nedeniyle bankaların kredi verme süreçlerinde risk yönetiminde gösterdikleri titizliği sürdürmeleri aktif kalitesindeki iyileşmenin devam etmesi açısından önem taşımaktadır.

Raporda yapılan analizlerde ülkemiz bankacılık sektörünün iç ve dış şoklara karşı dayanıklılığını koruduğu gözlenmektedir. Bununla birlikte, artan sermaye girişleri, hızlanan kredi büyümesi ile iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışmanın belirginleşmesi finansal istikrara ilişkin temkinli bir yaklaşımı gerektirmektedir. Bu çerçevede Merkez Bankası, makro-finansal riskleri azaltıcı politika araçları olarak özellikle zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimini önümüzdeki dönemde de aktif biçimde kullanmaya devam edecektir.