



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

**“Küresel Ekonomide Beklentiler”
Değişim Liderleri Zirvesi**

**Durmuş YILMAZ
Başkan**

**15 Mart 2011
İstanbul**

Değerli misafirler,

Alanlarında çok önemli roller üstlenmiş ve dünya toplumlarına ilham kaynağı olmuş politikacıları, karar alıcıları, gazetecileri, ekonomistleri ve bürokratları biraraya getiren Değişim Liderleri Zirvesi'ne konuşmacı olarak katılıyor olmaktan büyük mutluluk duyuyorum.

Bugün sizlerle, kriz sonrasında küresel ekonominin görünümü ve yükselen piyasaların karşı karşıya kaldığı zorluklarla ilgili görüşlerimi paylaşmak istiyorum. Daha sonra bu yeni dönemde merkez bankalarının rolü üzerinde duracağım. Konuşmamı, Türk ekonomisi deneyimi ve para politikası tepkisiyle bitireceğim.

Değerli misafirler,

Lehman Brothers'ın iflasının üzerinden iki yıldan fazla bir süre geçmesinin ardından, uluslararası finansal sistemin üzerindeki kara bulutlar bir ölçüde dağılmış görünmektedir. Merkez bankaları ve mali otoritelerin aldıkları daha önce benzeri görülmemiş önlemler sayesinde, mali piyasalar 2009 sonu itibariyle göreceli olarak yeniden istikrara kavuşmuştur. Euro bölgesinde artan ülke riskine, Amerika Birleşik Devletleri'nde konut ve işgücü piyasalarına ilişkin endişelere, gelişmiş ekonomilerde finansal kuruluşların sağlamlığına ilişkin belirsizliklere, yükselen piyasalarda yüksek miktarda sermaye girişlerine ve buna bağlı risklere ve küresel ekonomideki talep döngüsü hızına ilişkin soru işaretlerine karşın, ekonomik aktivite hızlandıkça risk algılamaları da kademeli olarak düzelmiştir. Ne şekilde uygulamaya geçirilecekleri yoğun tartışma konusu olsa da, finansal istikrar konusunda öğrenmemiz gerekenler uzun bir liste halinde önümüze çıkmıştır. Küresel ölçekte işbirliği, mevcut sorunların çözümü ve gelecekte karşılaşılabilecek sorunlara hazırlıklı olunmasında kilit rol oynamaktadır. Ancak; krizin anıları silikleştikçe ülkeler arasında işbirliği ruhunu korumak giderek zorlaşmaktadır.

Yükselen Piyasaların Görünümü

Hepimizin bildiği gibi, olumlu büyüme tahminleri, faiz farkları, ve büyük şoklar karşısında sağlamlıklarını ve esnekliklerini koruyan finansal kuruluşların görece istikrarlı yapısı sayesinde, yükselen piyasalara doğru sermaye akımları son zamanlarda yoğunluk kazanmıştır. Küresel finans sistemindeki likiditenin önde gelen para birimlerine sahip ülkelerdeki para tabanı genişlemesi nedeniyle artması, açık ekonomi modeline sahip küçük ülkelerin merkez bankalarını, para koşulları

üzerindeki kontrollerini yitirme riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır. Enflasyonist baskıları sınırlamak ve kredi genişlemesini frenlemek amacıyla politika faizlerinde yapılan artışlar, faizler arasındaki farkın daha da açılmasına ve nihayetinde sermaye girişlerinin daha da artmasına, daha çok borçlanmaya ve varlık fiyatları ve enflasyonda yükselişe neden olacaktır. Sonuç olarak yükselen ekonomiler bugün, giderek büyüyen varlık balonu, aşırı borçlanma ve enflasyonist baskı riskleriyle karşı karşıyadırlar ve tüm bunlar da finansal istikrar için tehdit oluşturmaktadır. Cari açığa sahip ülkelerin önündeki sorunlar, cari fazlası olan ülkelere kıyasla çok daha zorlayıcıdır. Zira bu ülkeler aynı anda hem finansal istikrara ilişkin güçlü sermaye akımları kaynaklı sorunlarla, hem de ani duraksamalarla mücadele etmek durumundadırlar.

Yükselen ekonomilere yönelen sermaye akımlarının geçici mi kalıcı mı olduğu konusunda değerlendirme yapmak güçtür. Mevcut sermaye akımları, hem küresel itici faktörlerin (gelişmiş ekonomilerde likidite bolluğu ve düşük faiz oranları gibi etkenler de dahil olmak üzere) hem de ülke-özü çekici faktörlerin (yüksek büyüme tahminleri, görece daha sağlam mali durum, düşen ülke risk algılamaları gibi) yansımasıdır. Orta vadede, çekici faktörlerin etkinliklerini sürdüreceği tahmin edilmektedir. Zira, yükselen ekonomilerin gelişmiş ekonomilere göre daha hızlı büyümesi beklenmektedir ki, bu da faiz oranları ve döviz kurları üzerinde yukarı yönlü baskı yaratacak ve bu ülkeleri uluslararası sermaye için cazip kılmaya devam edecektir. Bazı gelişmiş ekonomilerde parasal gevşeme eğiliminin orta vadede de sürüp sürmeyeceği kesinlik kazanmamakla birlikte bu ülkelerdeki para otoritelerinin yakın dönemde uyumlu duruşlarını sürdürecekleri tahmin edilmektedir. Sonuç olarak mevcut görünüm, yükselen ekonomilere yönelik sermaye akımlarının kalıcı olabileceğine, ancak akımların boyutunun risk algılamalarındaki değişimlere göre farklılık gösterebileceğini işaret etmektedir.

Yoğun sermaye girişlerini yönetmek amacıyla kullanılan araçlar çok iyi bilinmekle birlikte, uygun politika bileşimi ülke-özü koşullara göre farklılık göstermektedir. Maliye politikaları, para politikası, döviz kuru politikaları, döviz piyasasına müdahale, faiz-dışı araçlar ve sermaye kontrolü bu araçlardan bazılarıdır. Ancak bu seçeneklerden herbiri başka şeylerden feragat edilmesini gerektirir ki, bu da cari açığı olan yükselen ekonomiler için çok maliyetli olabilir. Bazı ülkeler sermaye kontrolünün farklı şekillerini tercih etmişlerdir, Ancak ilk önce, bu önlemlerin ne ölçüde etkili

olacağı, birincil uygulama amacı ışığında değerlendirilmedi. Yapılan bazı çalışmalar, sermaye kontrollerinin bir takım bileşisel etkileri olduğunu ve yeni yatırımların vadesini değiştirebildiğini göstermiştir. Sermaye girişlerinin miktarını azaltıp azaltmadığı konusunda deneysel bilgi de bulunmamaktadır. Sermaye hesapları tamamen otoritelerin kontrolü altında olmadığı sürece kısmi engellemeler sermaye akımlarının etkisini dengeleyememekte, yerel para biriminin değer kazanmasını önleyememekte ve bağımsız para politikasının uygulanmasına katkıda bulunamamaktadır.

Prensip olarak, gelişmiş ekonomilerden yükselen ekonomilere doğru sermaye hareketleri ve gelişmekte olan ülkelerin para birimlerindeki değer artışı, güçlü ekonomik temeller, daha iyi büyüme tahminleri ve yüksek verimlilik farklılıklarıyla desteklendiği takdirde, her iki tarafın da lehine olacak güvenli bir trenddir. Bu eğilimle kısıtlayıcı sermaye kontrolleri ya da aşırı rezerv birikimi yoluyla mücadele etmek yerine, finansal riskleri azaltıcı önlemler yoluyla, sermaye akımlarındaki oynaklığın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini –özellikle de spekülasyon yapıda olanları- azaltmaya çalışmak daha mantıklı görünmektedir. Yükselen ekonomilerden bazıları, kredi büyümesini ve varlık fiyatı balonlarını sınırlayabilmek amacıyla bu tür önlemler uygulamaya başlamışlardır. Bunların arasında daha yüksek gelir gerektiren zorunlu karşılıkların mevduat-borç oranlarının artırılması ve sermaye yeterlilik oranı ile likidite oranlarının sıkılaştırılması; işlemler üzerinden ücret ve vergi alınmaya başlanması gibi önlemler yer almaktadır. Bu önlemlerin ne ölçüde yeterli olacağı henüz bilinmemekle birlikte, politika yapıcıların hızlı ve proaktif tepkiler, ileri doğru atılmış olumlu bir adımdır. Nitekim yaşanan son olaylar, bir kriz patlak vermeden alınan koruyucu önlemlerin maliyetinin, krizin ardında bıraktığı enkazı toplamanın maliyetinden çok daha düşük olduğunu açıkça göstermiştir.

Kuşkusuz, ekonomik koşullar ve kurumlar ülkelere göre farklılık göstermektedir. Bir ülkede verimli sonuçlar doğuran bir faiz dışı araç, başka bir ülkede etkili olmayabilir. Bu nedenle politika yapıcıların, kendi politika çerçevelerini oluştururken ülkelerine özgü etkenleri dikkate almaları gerekmektedir. Akademisyenler ve uluslararası kuruluşların da bu konuya eğilip ulusal kurumların sistemik riskleri tanımlamak, değerlendirmek ve yönetmek için kullanabileceği, güvenilir politika araçları geliştirmeleri de zorunludur.

Finansal İstikrar ve Merkez Bankaları

Merkez bankaları açısından finansal istikrarın taşıdığı hayati önem, yeni bir durum değildir. Finansal sistemin ve ödeme mekanizmasının düzgün işleyişinin sağlanması, kuruldukları zamandan bu yana merkez bankalarının asli görevi olmuştur. Nitekim, finansal kurumlar tarafından kendilerine "bankaların bankası" ya da "son kredi mercii" denmesinin nedeni de budur. Ne var ki, zamanla mali sistem karmaşıklaşmış genişledikçe denetleme ve düzenleme görevleri kısmen başka kurumlara devredilmiştir. Merkez bankalarının sorunu, temel amaçları olan fiyat istikrarı ve finansal istikrarını birleştiren bir çerçeve oluşturmak; ve çelişiyor gibi göründükleri zamanlarda dahi her ikisini de hedefleyen politika araçlarını tanımlamaktır.

Merkez bankaları, para politikası duruşlarını ortaya koymak için temel politika aracı olarak genelde kısa vadeli faiz oranlarını tercih etmişlerdir. Politika faizleri tüm ekonomiyi etkileyen fazlasıyla keskin araçlar olduklarından, her iki hedef yönünde kullanılması istenmeyen sonuçlar doğurabilir. Fiyat istikrarını sağlamak için gerekli olan faiz oranı, finansal istikrarını korumak için gereken orandan farklı olabilir. Örneğin, yüksek verimlilik ve finansal yenilik şoklarının tetiklediği yükseliş dönemlerinde düşük bir faiz oranı, enflasyonu sınırlamak için yeterli olabilirken aynı oran, finansal risklerin atmasına yol açabilmektedir. Ayrıca, yükseliş dönemlerinde, gelişmekte olan piyasalar daha düşük faiz oranlarıyla daha fazla sermaye akışı çekmektedir. Bu dönemlerde iç ve dış dengeler yalnızca farklı faiz oranlarını değil, para politikasında birden fazla araç kullanımını da gerekli kılar.. "Tinbergen Kuralı"na göre bir araç, yalnızca tek bir hedefe ulaşmak için kullanılabilir. Bizim durumumuzda da bu hedef fiyat istikrarıdır. Bu noktada ikinci bir politika aracı bileşiminin gerekli olduğu açıkça görülmektedir. Bence bu ikinci araç, doğrudan finansal faaliyetlere yönelik faiz dışı araçlar olmalıdır.

Finansal istikrarla ilgili tüm yetki ve sorumluluklar tek bir kurumda toplanarak merkez bankalarına mı verilmelidir? Öte yandan, karar alma yetkisi ve sorumluluğun tek bir kuruma, merkez bankasına, verilmesinin avantajları ortadadır; eşgüdüm sorunu ortadan kalkmakta; daha etkin bir iletişim sağlanmakta ve acil durumlara daha hızlı karşılık verilebilmektedir.

Ancak bu yaklaşımın da çekinceleri vardır. Bizim bugün merkez bankası bağımsızlığı dediğimiz kavramın temelinde "amaç bağımsızlığı" ve "araç bağımsızlığı" arasındaki ayrım yatmaktadır. Merkez bankaları finansal sistemle ilgili tüm düzenleme ve

denetleme faaliyetlerini üstlenip bunların denetlenmesi açısından tek yetkili kurum oldukları takdirde, bu hedefe ulaşmak için gerek duyulan araçlar, demokrasinin ilkelerinin hükümetle daha yakın işbirliği ve eşgüdümü gerektirecek noktaya ulaşabilir ki, bu da merkez bankasının bağımsızlığına gölge düşmesi anlamına gelmektedir. Ekonomide merkez bankalarının rolünü artırılması, seçilmiş yetkililerin hesap verebilirliklerine ve sorumluluklarına vurgu yapan bir demokraside güçlü ve sıra dışı bir kurum yaratılmasına olanak sağlayabilir.

Merkez bankaları, finansal istikrarın sağlanmasında bugüne değin oynadıkları önemli rolü gelecekte de sürdüreceklerdir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanmasında politika faizlerinin ve faiz dışı araçların en uygun şekilde kullanılması merkez bankalarının kriz sonrası dönem başarıları için ölçüt olacaktır. Kriz süresince merkez bankaları tarafından yeni para politikası araçları keşfedilmiştir. Politika yapıcı kurumlar bir taraftan bu yenilenmeyi sürdürürken, diğer taraftan finansal istikrarı tehdit eden risklerin sınırlandırılması için düzenleyici kurallara başvurmak ve Merkez bankası bağımsızlığından ödün verilmesi riskiyle ve (Merkez Bankası ile düzenleyici ve denetleyici kuruluş arasında) eşgüdüm açısından sorun çıkması riski arasındaki mükemmel dengeyi bulmak için en elverişli kurumsal yapıyı tasarlamak durumundadırlar.

Türkiye’de Finansal İstikrar ve Para Politikası

Konuşmamın ikinci bölümünde Türkiye’de finansal istikrar ve küresel mali kriz sonrasında uygulamaya koyduğumuz para politikası konularına değinmek istiyorum.

Türkiye, 1990’lar boyunca ve 2000’lerin başlarında hem oynaklığı hem de küresel risk algılamalarına karşı duyarlılığı yüksek olan gelişmekte olan piyasalar arasında yer almaktaydı. Ne var ki, bu sefer finansal sistemin sağlam yapısı ve basiretli makro politikalar sayesinde küresel krizin yarattığı sarsıntı diğer ekonomilerdekine göre daha hafif olmuştur. Ekonominin büyüme oranında çok keskin bir düşüş kaçınılmaz olmuş, ancak ne fiyat istikrarı ne de finansal istikrara yönelen ciddi bir risk doğmuştur. Aslında Türkiye, kriz öncesi döneme göre daha yüksek kredi notu alan bir kaç gelişmekte olan ülkeden biri olmuştur.

Farkı yaratan, çeşitli etkenlerin bir bileşimi olsa da, kilit unsur ülkemizde aşırı borçlanma yaşanmamış olmasıdır. Emsallerinden farklı olarak Türkiye’de kaldıraç

oranları, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ile Merkez Bankası'nın uyguladığı ihtiyatlı politikalar sayesinde, tüm dünyada likidite fazlasının olduğu dönemde ılımlı seviyelerde kalmıştır. Esasen, Türkiye'de 2002 senesinden beri uygulanmakta olan dengeleyici mekanizmalar (Türkiye'de, oranları yasal asgari oranın en az dört puan üstünde olmayan bankalar büyüyemiyor) ve (hem Türk lirası hem döviz cinsinden) likidite oranları gibi politikaların çoğu, Basell III prensipleri içinde yer almıştır. Kamu sektörü borç oranı da oldukça iddialı bir finansal disiplin sayesinde belirgin bir şekilde azalmıştır. Bununla birlikte ekonomi, asıl gücünü dışa açık, küçük bir ekonomi için en kritik unsuru olan döviz risklerinin başarılı bir şekilde yönetilmesinden almıştır. İhtiyatlı düzenlemeler ve gözetim sayesinde Türk bankacılık sektörünün toplam yabancı para pozisyonu dengelenmiştir. Hanehalkları, yabancı para pozisyon fazlasına sahip olmuş; bu da onların döviz şoklarına daha az maruz kalmalarını sağlamıştır. Reel sektörün yabancı para pozisyonu önemli boyutta olsa da, daha çok uzun vadeli niteliktedir.

Tüm bu etkenler, Türkiye ekonomisinin küresel kriz karşısındaki dayanıklılığını artırmış ve sonuç olarak Merkez Bankası'na, fiyat istikrarı hedefinden ödün vermeksizin önden yüklemeli ve etkili bir parasal gevşeme politikası uygulaması için yeterince alan sağlamıştır. Bankacılık sistemini desteklemek üzere herhangi bir kurtarma paketine ihtiyaç duyulmamıştır. Böylelikle hükümet, küresel çalkantının ortasında, ılımlı ancak oldukça etkili olan dengeleyici mali politikaları uygulayabilmiştir.

2010 başlarından bu yana, dış talepteki durgunluk sebebiyle cari denge hızla bozulurken çekirdek enflasyon düşük seyretmekte ve çıktı açığı devam etmektedir. Türkiye de dahil olmak üzere gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında son dönemde görülen yükseliş, iç ve dış talebin toparlanma hızları arasındaki ayrışmayı arttıracak gibi görünmektedir. Bu duruma, hızlı kredi artışı ve cari dengedeki bozulmanın eşlik etmesi finansal istikrarla ilgili endişelere yol açabilecektir. Bu gelişmeler, politika faiz oranlarından başka politika araçlarının etkin bir şekilde kullanımını gerektirmektedir. Sonuç olarak, yakın gelecekte de sürmesi beklenen günümüz zorlu mali ortamında Merkez Bankası, finansal istikrarı korumak için para politikalarının dayanacağı dört temel prensibin altını çizmiştir.

Bunlardan ilki, yüksek kaldıraç oranlarının önüne geçmek ve bankalarla reel sektörün borçluluk oranlarını ılımlı seviyelerde tutmaktır. İkinci prensip, hanehalkı

mevduatlarının yanısıra özel sektörün ve kamu sektörünün borçlanma vadelerini uzatmaktır. Üçüncü prensip, yüksek cari açığı bulunan yükselen ekonomilerin yumuşak karnı olan yabancı para pozisyonunun hem kamu sektörü hem de özel sektör açısından güçlendirilmesidir. Dördüncü prensip ise reel sektörün, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası gibi araçların yardımıyla döviz riskini daha iyi yönetebilmesidir.

Kısa vadeli sermaye girişleri ve kredi büyümesindeki hızlanma sonucu hızla artan makro dengesizlikleri gidermek üzere Kasım 2010'da miktarsal sıkılaştırma sürecini başlattık. Bu amaçla, borç verilebilir fon arzını kısıtlayarak hızlı kredi artışını kontrol altına almak için zorunlu karşılık oranlarını yükselttik. Göz önünde bulundurduğumuz diğer bir husus, sermaye girişlerinin vadesini uzatmak oldu. Bu husus, sermaye hesabının kalitesinin artırılması, vade uyumsuzluklarının azaltılması ve döviz kurunun ekonomik temellerden bağımsız hareket etmesinin engellenmesi açısından önem arz etmektedir. Bu amaca yönelik olarak, ihtiyaç duyulduğunda kısa vadeli faiz oranlarında fazladan dalgalanmaya imkân sağlamak amacıyla politika faizini indirip gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki koridoru genişlettik.

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 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 kullanmayı hedeflemekteyiz. Bu çerçevede para politikası duruşu, yalnız 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 ekonomik görünüme dayanmaktadır. Politika bileşiminin tam kompozisyonu, fiyat istikrarına ve finansal istikrara etki eden unsurlara göre belirlenmektedir. Bu politikaların başarısını değerlendirmek için henüz erken olsa da, gözlemlediğimiz ilk etkiler umut vaat etmektedir.

Sonuç

Yaşanan son kriz gelişmekte olan ülkelerin yükselen ekonomik gücünü ön plana çıkarmıştır. Aynı zamanda küresel sistemdeki, özellikle de finans piyasalarındaki

kırılganlıkları göstermiştir. Finansal istikrarın politika yapıcılar için endişe yaratan bir konu haline gelmiş olması merkez bankalarının para politikası çerçevelerinin yeniden şekillendirmesinde etkili olabilecektir. Küresel dengesizliklerin üstesinden gelebilmek için önemli adımlar atılmış olsa da daha katedilmesi gereken bir yol bulunmaktadır. Bu yolda, yalnızca ekonomi politikalarının değil, aynı zamanda onları şekillendiren ekonomik ve kurumsal altyapının da gözden geçirilmesi gerekmektedir. Yeni bir dünya düzenine yönelik arayışlar, hem teorik hem de pratik düzlemde devam ederken; bu yeni düzenin öngörülebilirliği, dengesi ve sürdürülebilirliği, onu en iyi şekilde yansıtacak bir altyapı oluşturmaya yönelik işbirliği ve eşgüdüm çabalarına bağlı olacaktır.

Teşekkür ederim.