



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim

Durmuş YILMAZ

Başkan

**15 Nisan 2010
İnönü Üniversitesi, Malatya**

Sayın Rektörüm, Saygı Değer Akademisyenler, Değerli Konuklar,

Öncelikle bu konferansın gerçekleştirilmesine katkıda bulunan başta İnönü Üniversitesi Rektörü Prof. Dr. Sayın Cemil Çelik ve üniversitenin saygıdeğer çalışanları olmak üzere emeği geçen herkese teşekkür ediyor, aranızda bulunmaktan mutluluk duyduğumu belirtmek istiyorum.

Konuşmama küresel finans krizinin kısa bir değerlendirmesi ile başlayacağım. Ardından son dönemde küresel ekonomide ve Türkiye ekonomisinde meydana gelen gelişmelere ilişkin gözlemlerimi sizlerle paylaşacağım. Kriz süresince Merkez Bankası'nın izlediği para politikası ile aldığı tedbirlere ilişkin özet bir bilgi sunduktan sonra, konuşmama dün kamuoyuna açıkladığımız para politikası çıkış stratejisi ile son vereceğim.

Saygıdeğer Misafirler,

Bildiğiniz gibi 2007 yılının ikinci yarısında ABD eşik altı konut piyasasında başlayan sorunlar, zamanla tüm dünyaya yayılarak hem finansal hem de ekonomik istikrarı tehdit eder boyutlara ulaştı.

Krizin ilk ortaya çıkışından bu yana, piyasa oyuncularının ve kamuoyunun tepkilerinin, sırasıyla dört evreden geçtiğini söyleyebiliriz. Bu aşamaları İnkâr Etme, Hayal Kırıklığı, Panik ve Umut evreleri olarak özetleyebiliriz.

İlk aşamada, piyasalar, krizin yol açtığı tahribatın boyutunu algılamada güçlük çekmiş, bu arızı durumun kısa bir süre sonra atlatılacağı veya önemli boyutlara ulaşmayacağı görüşünü korumuşlardır. Nitekim 2008 yılının özellikle ilk yarısında, uluslararası finans camiasını en çok meşgul eden konulardan biri, ekonomiler arasında bir ayrışma-decoupling yaşanıp yaşanmayacağı sorusu olmuştur. Bu dönemde pek çok iktisatçı ve piyasa uzmanı, gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan krizin gelişmekte olan ülkeleri sınırlı ölçüde etkileyeceğini, gelişmekte olan ülkelerin küresel ölçekte ortaya çıkacak talep açığını bertaraf edecek kapasiteye sahip olduğunu ve sonuç olarak ülke gruplarının büyüme dinamiklerinde belirgin bir ayrışma yaşanacağını savunmuşlardır.

Beklenen ayrışma, en azından tahmin edilen ölçüde gerçekleşmemiştir. Zira dünya ekonomilerinin birbirlerine artan oranda bağımlı olduğu günümüzde, küresel finans piyasalarında ortaya çıkan krizden, gelişmişlik düzeyi ne olursa olsun tüm ülkelerin ciddi boyutlarda etkilenmeleri kaçınılmazdır. Bununla birlikte ekonomilerin krizden etkilenme derecesi ülkeden ülkeye bir takım farklılıklar da göstermiştir.

Geriye dönüp baktığımızda, ülkelerin krize dayanıklılığının esas olarak dört yapısal unsur tarafından belirlendiğini görüyoruz. Bunları (1) Dalgalı kur rejimi (2) Bankacılık sisteminin sağlamlığı (3) Dengeleyici para politikası ve (4) Kriz öncesi izlenen mali disiplinin vermiş olduğu hareket alanı, başlıkları altında incelemek mümkündür.

Kriz sırasında sabit kur rejimi uygulayan ülkeler, dalgalı kur rejimi benimsemiş ülkelere göre krizden daha çok etkilenmişlerdir. Dalgalı kur rejimi, sermaye akışının serbest olduğu ülkelerde, piyasalarda ortaya çıkan likidite sıkışıklığına karşı para otoritelerinin esnek bir yaklaşım göstermesine imkân sağlayarak, hızla kötüleşen uluslararası likidite koşulları altında ekonomilerin aşırı düzeyde daralmasını önleyen bir emniyet supabı görevi görmektedir. Nitekim dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerde iktisadi faaliyette, kriz öncesi ve kriz sırasında daha düşük boyutlu dalgalanmalar yaşandığı gözlenmektedir. Ayrıca dalgalı kur uygulayan ülkelerde iktisadi faaliyetteki toparlanma da, sabit kur uygulayan ülkelere nazaran daha güçlü yaşanmaktadır

Ülkelerin krize dayanıklılığını belirleyen ikinci yapısal unsur bankacılık sisteminin yapısıdır. Bu dönemde bankacılık sektörünün aktif yapısının kalitesi, kaldıraç oranlarının yönetilebilir bir seviyede tutulması ve düzenleme ve denetleme faaliyetlerinin tavizsiz uygulanması gibi etkenler, mali piyasalarda yaşanan tahribatın ve ortaya çıkan kredi tıkanıklığının boyutunun sınırlandırılmasında önemli bir rol oynamıştır.

Ülkelerin krizden etkilenme derecelerini belirleyen son iki unsur ise ekonomideki devresel hareketleri gözetken para ve maliye politikası uygulamalarıdır. Kriz öncesi dengeleyici bir para politikası uygulanan, özel kesimin borçluluk oranlarında aşırı artışlara izin verilmeyen ve mali disipline özen gösterilen ülkelerde, merkez bankaları ve hükümetler talep şoklarını telafi edici para ve maliye politikaları uygulayacak hareket alanına sahip olmuşlardır.

Yukarıda sıraladığım nedenlerle, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülke, küresel krize beklentilerin ötesinde bir direnç göstermeyi başarmıştır. Ancak krizin olumsuz etkilerinden bütünüyle kaçınmak elbette mümkün olmamıştır. Nitekim dünya ekonomilerinin çeyreklik büyüme hızları incelediğinde, 2008 yılı son çeyreğinde ülkelerin yaklaşık yarısında iktisadi daralma yaşandığı; 2009 yılının ilk yarısında ise dünya ülkelerinin yüzde 90'ından fazlasında ekonomilerin küçüldüğü görülmektedir.

Saygıdeğer Misafirler,

2008 yılının ilk yarısı, krizin yol açacağı problemlerin piyasalar tarafından iskonto edildiği bir dönem olmuştur. Ancak alınan bir takım para politikası önlemlerine rağmen finans piyasalarındaki problemlerin, defalarca ve gittikçe sıklaşan aralıklarla su yüzüne çıkması neticesinde, küresel kriz ikinci evresine girmiş ve bu evrede "inkâr ve reddetme" duygusu yerini "hayal kırıklığı" ve "öfke"ye bırakmıştır. Bu dönemin temel özellikleri, risk algılamalarındaki bozulmanın etkisiyle para piyasalarının durma noktasına gelmesi, bankaların içine düştükleri likidite sorunları, varlık fiyatlarında meydana gelen sert düşüş, tahsili gecikmiş alacaklardaki artış, bilânçolar üzerinde ağır hasar yaratan zararlar, birçok banka ve yatırım kuruluşunun zor duruma düşmesi ve hatta iflâsı olarak özetlenebilir.

Özellikle gelişmiş ülkelerde finans sisteminin çökmesini engellemek amacıyla hükümetlerin uygulamak zorunda kaldığı kurtarma paketleri, kamuoyunda bankalara ve yatırım kuruluşlarına karşı şiddetli bir öfke dalgasına yol açmıştır. 2008 yılı Eylül ayında ABD'de finans kuruluşlarının ellerindeki batık kredileri devletin üstlenebilmesi amacıyla hazırlanan, son yılların en büyük devlet müdahalesi niteliğini taşıyan 700 milyar ABD doları tutarındaki paket, Amerikan kamuoyunun yoğun tepkisi nedeniyle Temsilciler Meclisi tarafından uzun süre kabul edilmemiştir. Aynı zamanda, bankacılık sektörü yöneticilerinin çok yüksek düzeyde ücret almaları büyük tepki görmüş ve yönetici maaşlarının sınırlandırılmasına yönelik düzenleme talepleri kamuoyu tarafından sıkça dile getirilmiştir. Ayrıca, finans sektörünün daha sıkı denetlenmesi ve faaliyetlerinin sınırlandırılması amacıyla yeni düzenlemeler gündeme gelmiştir. Bu gelişmelerin yanı sıra, Amerikan Merkez Bankası FED başta olmak üzere finans sektörünün denetiminden sorumlu olan kamu kurumlarının kriz öncesi dönemde verimli çalışmadıklarına yönelik görüşler, bu kurumların da yoğun bir şekilde eleştirilmesine neden olmuştur. Diğer yandan, finansal korumacılık adı

altında, uluslar arası bankaların yabancı ülkelerdeki faaliyetlerini durdurmaları ve ellerinde bulundurdukları kaynakları kendi ülkelerinde fon bulmakta zorlanan reel sektörlere kullandırmaları gerektiğine yönelik söylemler de bu kriz döneminde dile getirilmiştir.

“İnkâr” ve “Öfke” dönemlerinin hemen ardından, 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk çeyreğinde küresel krizin üçüncü ve en çok tedirginlik yaratan aşamasına girilmiştir. Bu dönemde yaygın olarak kamuoyunda paylaşılan hissiyatı, tüm dünyayı içine alan “panik” ve “çöküş korkusu” olarak özetleyebiliriz.

2009 yılının ilk aylarında küresel krizin dünya ekonomileri üzerindeki etkisinin derinleşmesi, dünya ticaret hacminin görülmemiş boyutlarda daralması, ülkelerin hemen hemen tamamının iktisadi küçülme ile karşı karşıya kalması, işsizlik oranlarının hızla yükselmesi; özetle 1929 yılından bu yana dünyanın ilk kez bu boyutta bir iktisadi buhran ihtimali ile yüzleşmesi, küresel ölçekte ve uzun süreli bir depresyon dönemine girildiği yönündeki kaygıların zirve yapmasına neden olmuştur.

Özel sektörün toplam yatırım ve tüketim harcamalarını azaltması ile birlikte ortaya çıkan şiddetli talep daralmasını telafi etmek amacıyla, hükümetler ve merkez bankaları, bugüne kadar eşi görülmemiş ölçüde büyük ve kapsamlı önlem paketleri hazırlamışlardır. 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. Küresel kriz boyunca finans sektörüne aktarılan kamu kaynakları ve uygulamaya sokulan canlandırma paketleri kamu bütçelerine önemli bir maliyet getirmektedir. Uluslararası Para Fonu tarafından yapılan bir çalışmaya göre; mali sektöre yapılan toplam sermaye aktarımı 4 trilyon ABD doları, devletlerin menkul kıymet piyasalarını desteklemek amacıyla yaptıkları alımlar 6 trilyon ABD doları, finansal kuruluşlara ve reel sektöre verilen devlet garantileri 14 trilyon ABD doları, vergi indirimi ve yeni kamu harcamaları gibi mali önlemler ise 6 trilyon ABD doları seviyesine ulaşmıştır.

Saygıdeğer Misafirler,

2009 yılının ikinci yarısından itibaren küresel krizin dördüncü ve son aşamasına girmiş bulunmaktayız. Bu dönemi kısaca, iktisadi faaliyette beliren “yeşil filizlerin” desteği ile dünya kamuoyunda ortaya çıkan “umut” dönemi olarak özetleyebiliriz.

2009 yılının Nisan ayından itibaren küresel iktisadi faaliyete ilişkin açıklanan veriler, krizin dip noktasının geride kaldığına ve dünya ekonomilerinin toparlanma eğilimine girdiğine dair beklentileri kuvvetlendirmiştir. Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere, küresel ölçekte uygulamaya koyulan parasal ve mali teşvik programlarının yanı sıra stok eritme sürecinin de sona ermesi, küresel ekonomide canlanma sinyallerinin temel kaynağını oluşturmaktadır. 2010 yılının ilk çeyreği itibarıyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin Satınalma Yöneticileri endekslerindeki iyileşme, iktisadi faaliyetteki canlanmanın sürdüğünü göstermektedir. Uluslararası kuruluşların büyüme tahminlerine baktığımızda, ABD'nin 2010 yılında uzun dönem ortalamasına yakın bir büyüme performansı sergileyeceği beklenirken, Avrupa'daki toparlanmanın ABD'ye göre çok daha yavaş olacağına beklediğini görüyoruz. Avrupa Birliği'nin en büyük ihracat pazarımız olduğu göz önüne alındığında, bu durumun ekonomimiz için önemli bir risk unsuru olduğunu dikkatinize sunmak istiyorum.

Küresel ekonomiye ilişkin önümüzdeki dönemdeki risklere baktığımızda, gelişmiş ülkelerin bankacılık kesiminde sorunlu varlıkların çözüme kavuşturulamamış olması ve kırılmalıkların halen devam etmesi, kredi mekanizmasının etkin bir şekilde işlemesine engel olan nedenlerin başında gelmektedir. Öte yandan birçok ülkede hızla artan ve yüksek seviyesini koruyan işsizlik oranları, hanehalkı harcamalarını azaltarak toplam talebi olumsuz yönde etkilemektedir. Olağanüstü parasal ve mali tedbirlerden çıkış stratejilerine dair belirsizliklerin sürmesi, toparlanmanın kalıcılığına ilişkin risklerin devam etmesine neden olan bir diğer etkidir.

Özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan genişleyici maliye politikalarının bir sonucu olarak hızla büyüyen bütçe açıkları ve kamu borç stokları, uzun vadeli faiz oranlarını artırarak özel talebi olumsuz yönde etkileyebilecek önemli bir risk unsuru haline gelmiştir. Öte yandan, son dönemde Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya gibi borç yükü yüksek ülkelerin risk primlerinde, mevcut bütçe açıklarının sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların artması nedeniyle sert yükselişler gözlenmektedir.

Saygıdeğer Misafirler,

Küresel krizin 2007 yılının ortasından itibaren geçirdiği evreleri bu şekilde özetledikten sonra, konuşmamın bu bölümünde krizin çıkış nedenleri konusuna, bu konferansın ana teması olan yönetim kavramı çerçevesinde kısaca değinmek istiyorum.

Kriz öncesi dönemde finansal piyasaların inanılmaz bir hızla geliştiği, derinleştiği ve karmaşıklaştığı, buna rağmen denetim ve gözetimden sorumlu kurumların bu hıza ayak uyduramadıkları konusunda bir görüş birliği bulunmaktadır. Bunların yanında Basel 2 düzenlemeleri derecelendirme kuruluşlarını düzenlemelerin bir parçası haline getirmiş, karmaşık türev ürünleri ve risk ölçüm metotları da aşırı borçlanmayı desteklemiştir. Aynı zamanda, kriz öncesi dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının düşük faiz yüksek likidite çevresinde uyguladıkları gevşek para politikası tercihleri de finansal piyasalarda moral hazard, yani ahlâki zafiyet oluşmasına neden olmuştur.

Bu çerçevede küresel krizin nedenlerini finansal piyasaların her zaman verimli işlediği kabulü çerçevesinde, deregülasyon, finansal yenilikler, sorunlu muhasebe standartları ve küresel dengesizlikler olarak sıralayabiliriz. Deregülasyonun getirdiği serbestlik, aşırı güvene dayalı kısa görüşlülüğe neden olmuş ve kısa dönemli karlar finansal sistemin uzun dönemde tehlikeye girmesine tercih edilmiştir. Finansal yenilikler ise kimin, kime, ne miktarda borçlu olduğunun belli olmadığı ve riskin dağıtılmasına değil katlanmasına yol açan karmaşık türev ürünleri yaratmış, “Adil Değer” esasına dayalı muhasebe standartları ise konjonktür ile aynı yönlü etki göstererek krizin yıkıcı etkisini artırmıştır.

Değerli Katılımcılar,

Küresel krizin evreleri ve nedenleri konusuna değindikten sonra, şimdi de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kriz sürecinde uyguladığı para politikası ve Türkiye ekonomisindeki son gelişmelere ilişkin değerlendirmemi sizlerle paylaşmak istiyorum.

2008 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngören Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama temel amacımız ile çelişmeksizin, küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde oluşturacağı tahribatı sınırlamaya odaklı bir para politikası uygulamıştır. Bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranları süratli bir

şekilde aşağı çekilirken, diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izlenerek kredi piyasasındaki tıkanıklığın giderilmesi hedeflenmiştir. Bu çerçevede, Merkez Bankası 2008 yılının Kasım ayından 2009 yılının Kasım ayına kadar olan süreçte politika faizinde toplam 1.025 baz puan indirmeye giderek, diğer gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları arasında öncü bir rol oynamıştır.

Risk algılamalarındaki sınırlı iyileşme ve Merkez Bankasının öngörülerinin enflasyon gerçekleştirmeleri ile desteklenmesi sonucunda piyasa faizleri belirgin bir düşüş eğilimi göstermiştir. Küresel krizin yaşandığı bu dönemde, politika faizleri piyasa faizlerinin temel belirleyicilerinden biri olmuştur. Tüm dünyada kamunun artan borçluluk oranlarının orta ve uzun vadeli faizler üzerinde yukarı yönlü baskı yapmasının beklendiği, piyasaların risk iştahına olan duyarlılığının halen yüksek seviyelerde seyrettiği bir dönemde, Türkiye’de piyasa faizlerinin temel belirleyicisinin TCMB’nin politika faizleri olmaya devam etmesi, para politikasının etkinliğinin bir göstergesidir.

Türkiye’de para politikasının artan etkinliğinin bir diğer göstergesi de reel faizlerin ve finansal sıkılık derecesinin kriz sürecinde izlediği seyirdir. Bu dönemde, piyasa faizlerinin reel seviyesi, TCMB’nin faiz indirimlerinin sonucunda istikrarlı biçimde gerilemiş ve tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmiştir. Reel faizin durgunluk dönemlerinde düşük düzeylerde gerçekleşmesi, sağlıklı işleyen ekonomilerde beklenen bir gelişme olmakla birlikte, Türkiye ekonomisinde daha önce gözlenmemiş bir durumdur. Bu çerçevede, reel faizlerin mevcut düzeyini, para politikasının etkinliği bakımından olumlu bir gösterge olarak görüyoruz.

Kriz boyunca gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının politika faizi kararlarının kendi para birimleri üzerinde kısa vadedeki etkisi sınırlı kalmıştır. Bu dönemde para birimlerinin değerlerinin temel belirleyicisi küresel risk algılamaları olmaya devam etmiştir. Ne var ki, finansal piyasaların normalleşmesiyle beraber önümüzdeki dönemde, ülkelerin ayrıştırıcı özelliklerinin ön plana çıkacağını, riskliliği düşük, ekonomik ve finansal temelleri sağlam ve yüksek büyüme potansiyeline sahip ülkelerin para birimlerinin daha olumlu bir performans sergileyeceğini öngörüyoruz. Bu anlamda önümüzdeki dönemde Türkiye’nin kredi notunun, fiili kredi riskliliğinin ima ettiği ve “yatırım yapılabilir” olarak adlandırılan seviyelere çıkmasının sürpriz olmayacağını belirtmek isterim.

Ekonomimizdeki son gelişmelere baktığımızda, iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma sürecinin devam ettiğini görüyoruz. GSYİH, 2009 yılının 4. çeyreğinde dönemlik büyüme eğilimini sürdürmüştür. İktisadi faaliyeti desteklemek amacıyla yapılan vergi indirimlerinin kademeli biçimde geri alınmasıyla birlikte özel tüketim talebi, yılın ikinci çeyreğine göre daha ılımlı bir artış göstermiş ve özel tüketim harcamalarında gözlenen kademeli toparlanma yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Özel yatırım harcamaları ise son çeyrekte toparlanmaya devam etmekle birlikte, güçlü büyüme dönemlerine kıyasla düşük seviyesini korumaktadır. Mevcut ortamda iç ve dış talebe ilişkin belirsizlikler ve düşük kapasite kullanım oranları dikkate alındığında, yatırım harcamalarının krizden önceki seviyelerine ulaşmasının uzun süreceği tahmin edilmekte ve kısa vadede belirgin bir ivmelenme beklenmemektedir. Son dönemde ithalatın ihracattan daha hızlı bir artış eğilimi göstermesi, ekonomide gözlenen canlanmanın esas olarak iç talepten kaynaklandığını göstermektedir. Önümüzdeki dönemde ihracatın izleyeceği seyir küresel toparlanmanın hızına bağlı olacaktır. Küresel risklerden bahsederken de değindiğim gibi, en büyük ticaret ortağımız olan Avrupa Bölgesine ilişkin tahminler, dış talebin eski düzeylerine dönmesinin uzun zaman alacağına işaret etmektedir.

Sanayi üretimi, 2009 Mart ayından bu yana ılımlı bir artış sürecine girmiştir. Bankamızın düzenlediği son iktisadi yönelim anketi sonuçlarına göre iç piyasa ve ihracat siparişlerinde ılımlı toparlanma sürmektedir. Beklentiler tarafında ise, hem reel kesim hem de tüketici güven endekslerinde iyileşme gözlenmektedir. Bununla birlikte dış talebin hala güçlü olmaması ve ihracatımızda küresel ekonominin devresel hareketlerine duyarlı ürünlerin ağırlıklı olması, sanayi üretiminin kriz öncesi seviyelere geri dönmesini geciktirmektedir. Toplam talebe ilişkin belirsizlikler, imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaları ihtiyatlı bir duruş sergilemeye sevk etmekte, stok biriktirme konusunda güçlü büyüme dönemlerine kıyasla daha isteksiz davranmalarına neden olmaktadır.

Ülkemizin en önemli sorunlarından biri olan işsizlik, 2009 yılı üçüncü çeyreği ile birlikte sınırlı bir iyileşme eğilimine girmiştir. Bu iyileşmede, ekonominin tekrar istihdam yaratmaya başlaması etkili olmuştur. Krizden en çok etkilenen ve tarım dışı istihdamdaki daralmanın temel belirleyicisi olan sanayi istihdamında ılımlı bir artış eğilimi başlamıştır. Hizmet ve inşaat sektörleri de tarım dışı istihdama olumlu katkı sağlamıştır. Bununla birlikte, son dönemdeki kısmi iyileşmeye rağmen işsizlik

oranının, kriz öncesi döneme kıyasla halen oldukça yüksek olduğunu da vurgulamak istiyorum. İşsizlik oranının bu yüksek seviyesi tüketim talebini de sınırlamaktadır. Türkiye'nin işgücü piyasasındaki kronik sorunları iyileştirici yapısal reformların bir an önce uygulamaya konulması, küresel kriz sırasında yükselen işsizlik oranlarının kriz sonrasında kalıcı hale gelmesini önleyecek ve ekonominin potansiyel büyüme oranının artmasına destek verecektir.

Küresel finansal kriz esnasında oluşan risk iştahındaki azalma ile birlikte meydana gelen güven kaybı ve belirsizlik nedeniyle bankaların kredi verme iştahı belirgin şekilde azalmıştır. Ancak 2008 yılı Kasım ayından bu yana sürdürülen faiz indirimlerinin etkisi ve küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin desteği ile kredi piyasasında olumlu gelişmeler gözlemlendiğini söyleyebiliriz. Özellikle son dönem gelişmelerine baktığımızda, şirket kredilerinde gözle görülür bir canlanmanın olduğu gözlenmektedir. Buna paralel olarak istihdam piyasasında önemli bir ağırlığı olan KOBİ firmalarına verilen kredilerin de artış eğilimine girmesi, iktisadi faaliyette ılımlı bir toparlanma yaşandığına işaret etmektedir. Kriz döneminde en yüksek seviyeleri gören TGA oranları ise son dönemde yavaş ve kademeli de olsa düşmektedir. Sonuç olarak banka kredilerinde 2009 yılının ikinci çeyreğinde ortaya çıkan artış eğilimi istikrarlı bir şekilde devam etmektedir.

Değerli Konuklar,

Bildiğiniz gibi, 2008 yılı son çeyreğinde finansal piyasalarda, küresel ekonomik krizin etkisi çok şiddetli bir şekilde hissedilmiş, ülke risk primleri tarihi yüksek seviyelere çıkmış, birçok gelişmekte olan ülke para birimlerinde aşırı oynaklıklar meydana gelmişti. Bununla birlikte tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan Türk lirasının, küresel kriz boyunca sergilediği görece istikrarlı seyir, krizin en yoğun olduğu dönemleri takiben 2010 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Küresel risk algılamalarında dördüncü çeyrekte gözlenen iyileşme ise, birçok gelişmekte olan ülke para biriminin değer kazanmasına neden olmuştur. Bu dönemde, Türk lirası, değer değişimleri bakımından, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden belirgin bir biçimde ayrılmamıştır.

Küresel krize karşı alınan önlemler ve düşen vergi gelirleri nedeniyle tüm dünyada bütçe açıkları ve kamu borçları yüksek artışlar göstermiştir. Dünyanın birçok ülkesinde kamu borcunun milli gelire oranının, sürdürülebilir olarak kabul edilen

yüzde 60 seviyesinin (Maastricht Kriteri) üzerinde seyretmesi kamu maliyesine ilişkin kaygıları artırarak piyasa faizleri üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilecektir. Piyasa faizlerinin artış göstermesi durumunda, küresel krizin şiddetinin ve süresi olumsuz yönde etkileneceğini düşünüyorum.

Geçmiş dönemde Türkiye'nin kamu maliyesinde sağladığı disiplin, kamunun dış şoklara karşı direncini ve borcun sürdürülebilirliğine dair güveni önemli ölçüde artırmıştır. Kamu mali yapısında ve borcun sürdürülebilirliğindeki bu iyileşmeler, küresel krizin etkilerini hafifletmek üzere, sınırlı da olsa, genişletici mali tedbirler alınmasına imkân vermiştir. Bu çerçevede, bazı ürünlerde ÖTV ve KDV oranları geçici bir şekilde düşürülerek firmaların ellerinde biriken stokların eritilmesi sağlanmış, yatırım ortamını iyileştirmek amacıyla yeni bir yatırım teşvik sistemi oluşturulmuştur. Bunlara ek olarak, istihdamın artırılmasına yönelik vergi indirimleri ve teşvikler getirilmiş ve KOBİ'lere ve ihracatçı firmalara kredi ve garanti destekleri sağlanmıştır. Bu dönemde dengeleyici bir maliye politikası uygulanabilmiş olması, geçmiş senelerde sağlanan mali disiplinin bir sonucudur.

Yılbaşında yürürlüğe giren vergi düzenlemeleri ile emtia fiyatlarındaki artışlar, son dönemde enflasyonun yükselmesinde belirleyici bir rol oynamıştır. Yıllık enflasyondaki yükseliş genel fiyatlamada davranışlarındaki bozulmadan ziyade birçok geçici unsurun bir arada ortaya çıkmasından kaynaklanmıştır. Temel enflasyon göstergeleri ise orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini sürdürmüştür. Ayrıca, hizmet fiyatlarının yıllık artış oranı ve enflasyon yayılma endeksi tarihsel olarak düşük düzeylerde seyretmiştir. Bütün bu gözlemler, enflasyonda yılın son çeyreğinden itibaren gözlenen artışın, enflasyonun temel bileşenlerinden ziyade para politikasının etki alanı dışında kalan kalemler ile geçici unsurlardan kaynaklandığını göstermektedir.

Önümüzdeki aylarda, baz etkisi nedeniyle enflasyonda gözlenecek yükselişin beklentiler üzerindeki olası etkisini önemli bir risk unsuru olarak görmekteyiz. Bununla birlikte, ekonomideki kaynak kullanımının bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı, istihdam ve kredi koşullarının tüketim talebinde güçlü bir genişlemeye imkân tanımayacağı ve maliye politikasının kademeli şekilde daraltıcı yönde etkili olacağı varsayımı altında, bir seferlik şoklardan kaynaklanan fiyat artışlarının genel fiyatlamada davranışları üzerindeki etkisinin sınırlı olacağını düşünmekteyiz. İktisadi

birimlerin söz konusu unsurların geçici niteliğini doğru algılaması ve orta ve uzun vadeli beklentilerin bozulmaması önem taşımaktadır. TCMB, enflasyonun geçici de olsa yüksek seviyelerde seyretmesi nedeniyle fiyatlama davranışlarını yakından takip etmektedir. Enflasyonun bir müddet hedefin belirgin şekilde üzerinde dalgalı bir seyir izledikten sonra yılın son çeyreğinden itibaren geçici etkilerin kalkmasıyla tekrar düşüş sürecine gireceğini ve 2011 yılının ilk aylarında hedeflerle uyumlu seviyelere gerileyeceğini öngörmekteyiz.

Değerli Katılımcılar,

Konuşmamın son bölümünde dün kamuoyu ile paylaştığımız, para politikası çıkış stratejisinin genel çerçevesi hakkında sizlere bilgi vermek istiyorum.

Bildiğiniz gibi son dönemde küresel bazda para politikaları açısından en fazla tartışılan konulardan biri, küresel kriz sırasında uygulamaya konulan önlemleri geri alma ve para politikalarını normalleştirme operasyonlarını içeren “çıkış stratejileri”dir. Bankamızın çıkış stratejisinin, kriz süresince radikal önlemler almak zorunda kalmaması ve bilanço yapısının bozulmaması nedeniyle daha sade ve kolay olacağını düşünüyoruz.

Çıkış stratejimizi döviz ve Türk Lirası olarak iki grupta ele almak istiyorum.

Döviz likiditesi konusunda temel prensibimiz, Türk Lirası için nihai kredi mercii olan ve Türk Lirası likidite yönetimi konusunda geniş esnekliklere sahip bulunan Merkez Bankasının, diğer para birimleri için nihai kredi merci olarak görülmemesidir. Bu nedenle, bankacılık sistemi döviz likiditesinin yönetiminde çok daha hassas ve temkinli davranmak durumundadır. Merkez Bankası'nın kriz döneminde sağladığı imkânlar, rehavete yol açmamalı ve bankacılık sistemi etkin döviz likiditesi yönetimini sürdürmelidir. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde, küresel piyasalardaki normalleşme ile birlikte döviz likiditesinde sağlanan imkânların kontrollü ve aşamalı olarak kriz öncesi seviyelere getirilmesi planlanmaktadır.

Merkez Bankası olarak döviz likiditesi konusundaki çıkış stratejimiz, ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre değişebilecekse de, genel çerçevesinin şu şekilde olmasını öngörmekteyiz;

1. Yabancı para zorunlu karşılık oranları ölçülü ve kademeli olarak artırılabilir.
2. Merkez Bankası'nın döviz depo piyasasında ilan ettiği döviz depo borç verme faiz oranları, küresel faiz oranlarındaki gelişmelere bağlı olarak artırılabilir.
3. Son olarak da, gelişmiş ülke merkez bankalarının çıkış stratejilerinin etkileri gözlemlendikten sonra, Merkez Bankası'nın döviz depo piyasasındaki aracılık işlevine son verilecek, ancak bankalar kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan döviz depo alabileceklerdir. Bankaların borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilecektir.

Değerli Dinleyiciler,

Türk Lirası işlemlerine ilişkin çıkış stratejimiz, likiditenin sistem içindeki dağılımını dikkate alan, bankacılık sisteminin teknik faiz ayarlaması sürecine hazırlanmasını, para piyasalarında ortaya çıkabilecek olası dalgalanmaların azaltılmasını ve öngörülemeyen likidite gelişmeleri karşısında likidite yönetimi esnekliğinin korunmasını amaçlayan bir şekilde hazırlanmıştır. Bu nedenle, gerek çıkış stratejisi çerçevesinde fazla fonlamanın azaltılması gerekse de teknik faiz ayarlaması operasyonlarını bir bütün olarak ele alınmasına ve aşamalı bir çıkış stratejisi uygulanmasına karar verdik.

İlk aşamada, kriz süresince etkin olarak kullandığımız piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması aşamalı olarak azaltılacaktır. Bu dönemde, mevcut durumda olduğu gibi, gecelik para piyasası faiz oranlarının ilan edilen borçlanma faiz oranı civarında oluşmasına özen gösterilecek, Merkez Bankası'nın ilan ettiği gecelik borçlanma faiz oranı para politikası açısından referans faiz oranı olma niteliğini sürdürecektir.

İkinci aşamada ise, son günlerde sıkça gündeme getirilen teknik faiz ayarlaması sürecine geçilecektir. Bu çerçevede, likidite yönetimindeki operasyonel yapı değişikliklerinin para piyasalarında herhangi bir dalgalanma yaratmaması ve öngörülemeyen likidite gelişmeleri karşısında likidite yönetimi esnekliğinin korunması amaçlarıyla iki adımda yapılmasını planlanmaktadır.

İlk adımda, Merkez Bankası'nın gecelik işlemler için ilan ettiği borçlanma ve borç verme faiz oranları değiştirilmeyecek, ancak bir hafta vadeli repo ihaleleri yöntemi değiştirilerek, ihaleler geleneksel yöntemle değil, sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemine göre gerçekleştirilmeye başlanacaktır. Bu aşamada, bir hafta vadeli ihaleler için ilan edilecek sabit faiz oranı, gecelik işlemler için ilan edilen borçlanma faiz oranının 50 baz puan üzerinde tespit edilecektir. Dolayısıyla, bir hafta vadeli repo ihaleleri için ilan edilen sabit faiz oranı para politikası açısından referans faiz oranı olma niteliği kazanacaktır.

İkinci adımda, teknik faiz ayarlamasının daha sonraki aşaması olarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik vadeli işlemler için ilan edilen borçlanma faiz oranı arasındaki fark artırılabilir, ikincil piyasada oluşan gecelik faiz oranları ortalamasının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı civarında oluşması hedeflenebilecektir. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik borçlanma faiz oranı arasındaki fark; Para Politikası Kurulu tarafından parasal sıkılaştırmanın gerekli görülmesi halinde politika faiz oranı niteliğindeki bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yükseltilmesi suretiyle artırılabilir. Aynı zamanda, Kurul tarafından politika faiz oranında herhangi bir değişikliğe gerek duyulmaması halinde, gecelik borçlanma faiz oranının düşürülmesi yoluyla da bu fark artırılabilir. Bu dönemde, gecelik vadeli işlemler için belirlenen borçlanma ve borç verme faiz oranları ile bir hafta vadeli repo ihale faizi arasındaki fark her zaman simetrik olmayabilecek, para politikasının operasyonel çerçevesinin bir unsuru olarak Kurul tarafından belirlenecektir.

Sonuç olarak, kriz sürecinde döviz ve Türk lirası piyasalarına yönelik alınan tedbirlerin bir bölümünün aşamalı olarak geri çekilmesi planlanmaktadır. Bu çerçevede öncelikle doğrudan kriz yönetimi kapsamında devreye sokulan tedbirler geri alınacak, bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de çıkış stratejisi temkinli, zamana yayılan ve finansal istikrarı gözetilen bir nitelikte gerçekleştirilecektir.

Değerli Dinleyiciler,

Konuşmama burada son verirken, "Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim" kongresine katılan tüm akademisyenlere ve politika yapıcılara katkılarından dolayı saygılarımı sunuyorum ve bu organizasyonu düzenleyen İnönü Üniversitesi mensuplarına ve emeği geçen herkese bir kez daha teşekkür ediyorum.