



**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

## **Küresel Kriz ve Merkez Bankası**

**Durmuş Yılmaz  
Başkan**

**18 Mayıs 2009  
İstanbul**

## **Değerli Konuklar,**

Türkiye’de finans piyasalarının gelişmesi için çalışmalar yürüten ve Türk finans dünyasının önemli sivil toplum kuruluşlarından biri olan Türkiye Finans Yöneticileri Vakfı tarafından düzenlenen bu söyleşide, finans dünyasının önde gelen temsilcileri ile birlikte olmaktan büyük memnuniyet duymaktayım.

Konuşmamın ilk kısmında, yaşanan küresel kriz ile ilgili gözlemlerimi sizlerle paylaşmak istiyorum.

Bildiğiniz gibi 2007 yılının ikinci yarısında ABD eşik altı konut piyasasında başlayan sorunlar, zamanla tüm dünyaya yayılarak hem finansal istikrarı, hem de ekonomik istikrarı tehdit eder boyutlara ulaşmıştır. Krizin bu derece yayılmasının ve dünya ekonomileri üzerinde bu ölçüde yıkıcı bir etkide bulunmasının iki temel nedeni olduğunu düşünüyorum.

Bunlardan birincisi, 80’li yıllardan bu yana hızlanarak devam eden ve özellikle 2000’li yıllarda en üst noktasına ulaşan küreselleşme olgusudur. Küreselleşme ile birlikte dünya ekonomileri ve finans sistemleri birbirlerine yüksek oranda entegre olmuşlardır. Bu entegrasyonun doğal bir sonucu, ekonomilerin devresel hareketlerin gittikçe artan ölçüde ortak özellikler taşımasıdır.

İkinci etken ise bu krizin bir finansal kriz olması ve bir çok gelişmiş ülke piyasalarında aynı anda ortaya çıkmasıdır. Yapılan ampirik çalışmalar, finansal krizlerin, diğer kriz türlerine göre, daha şiddetli ve uzun süreli olduğunu ve bu tür krizlerden çıkışların daha yavaş ve kademeli gerçekleştiğini göstermektedir. Finansal kuruluşların bilançolarında büyük yer tutan ve fiyatlanamayacak ölçüde karmaşık türev ürünlerinin varlığı ortaya çıkan zararın boyutunu daha da artırmaktadır. Bu nedenle küresel krizin kısa sürede sona erebileceğine yönelik söylemlere ihtiyatla yaklaşılmasının daha gerçekçi bir yaklaşım olduğunu düşünüyorum.

Son haftalarda finans piyasalarında görece bir iyimserliğin yaşandığı görülmektedir. ABD’de bankalara uygulanan stres testleri sonuçlarının beklentilerden olumlu gelmesi, yine Amerika’da konut sektörü başta olmak üzere iktisadi faaliyete ilişkin açıklanan veriler ve şirket bilançoları, küresel krizin dip seviyelerinin görülmüş olabileceğine ve ekonomilerde canlanmanın beklentilerden daha erken başlayabileceğine yönelik algıları artırmıştır.

Bununla birlikte yaşanan krizin finansal kuruluşların bilançolarında ve hanehalkının varlıklarında çok büyük bir tahribata yol açtığı unutulmamalıdır. Finansal kuruluşların toplam zararı 2 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır ve artmaya devam etmektedir. Sadece Amerika'da 2008 yılının tamamında hanehalkının varlıklarında meydana gelen değer kaybının 11,5 trilyon ABD doları olduğu tahmin edilmektedir. Tüketim harcamaları üzerinde varlık etkisinin 0,04 olduğunu varsayarsak, basit bir hesaplama ABD'de tüketim harcamalarının sadece varlık etkisinden dolayı 500 milyar ABD doları azalması beklenmektedir. Süregelen kriz neticesinde ortaya çıkan güven kaybı ve risk algılamalarının bozulması, bankaların kredi verme eğilimini ve reel sektörün yatırım harcamalarını önemli ölçüde kısımlarına neden olmuştur. Varlık fiyatlarında görülen sert düşüşler ve hanehalkının geleceğe ilişkin olumsuz beklentileri, ihtiyati tasarruf eğilimini artırmış; şiddetli talep daralması ile birlikte üretimde ve istihdamda, 2. Dünya Savaşından bu yana görülmemiş boyutta düşüşler yaşanmıştır.

Finansal kuruluşlarının ve hanehalkının maruz kaldığı zararın büyüklüğü dikkate alındığında, finansal koşullardaki sıkılığın kısa vadede ortadan kalkması, güven ortamının tekrar tesis edilmesi ve küresel talebin yakın dönemde kalıcı bir şekilde canlanması ihtimali düşük görülmektedir. Son dönemde uluslararası piyasalarda gözlenen iyimserlik, açıklanan verilerin bir toparlanma sinyali vermesinden ziyade, bu verilerin beklendiği ölçüde olumsuz gerçekleşmemesinden kaynaklanmaktadır. Bu durum, yaşanan krizin beklentilerde ne derece büyük bir tahribata yol açtığına bir göstergesi olarak algılanmalıdır.

### **Değerli Konuklar,**

Biraz önce ifade ettiğim gibi küreselleşme olgusu ve krizin finans sisteminden kaynaklanması gibi nedenlerle, içinde bulunduğumuz küresel krizin geçmişte yaşanan örneklerinden çok daha derin ve uzun süreli olması beklenmektedir. Bu krizin, olumlu anlamda bir diğer farkı daha bulunmaktadır. Bu fark, küresel ölçekte alınan mali önlemlerin ve parasal tedbirlerin daha önce görülmemiş boyutlarda, süratle ve koordineli olarak uygulamaya konmasıdır. Bu durum, önümüzdeki dönemde finansal piyasaların ve ekonomilerin bu önlemlere nasıl bir tepki vereceğine ilişkin belirsizlikleri de artırmaktadır.

Yakın dönemde beklentilerde kısmi bir iyileşme eğilimi gözlenirse de küresel ekonomide toparlanmanın ne zaman başlayacağı konusu belirsizliğini korumaktadır. Dünya sanayi üretim endekslerinde 2008 yılının ikinci yarısından itibaren ve gittikçe artan hızla gözlenen gerileme eğilimi, 2009 yılının Mart ayında hız kesmiştir; ancak hızı yavaşlamış bile olsa endekslerin aşağı yönlü eğilimi devam etmektedir. Her ay gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarına yönelik açıklanan tahminler, bir önceki aya göre aşağı yönlü güncellenmeye devam etmektedir. Benzer bir şekilde, gelişmiş ülkelerde geleceğe ilişkin sipariş miktarları, reel kesim güven endeksleri, konut satışları ve bankaların kredi koşulları gibi göstergeler, son dönemde gözlenen bir miktar toparlanmaya rağmen, küresel ekonomide daralmanın devam ettiğine işaret etmektedir.

Özetle, Merkez Bankası olarak beklentimiz önümüzdeki dönemde dünyada toparlanmanın kademeli ve yavaş olacağı şeklindedir. Mevcut ortamda uluslararası kredi piyasalarındaki sorunların devam ettiği ve küresel ekonomide henüz belirgin bir toparlanma gözlenmediğine ilişkin değerlendirmemiz geçerliliğini korumaktadır.

### **Değerli Konuklar,**

Küresel gelişmelere yönelik yaptığım bu kısa değerlendirmeden sonra, konuşmamın ikinci kısmında Türkiye ekonomisinde son dönemde yaşanan gelişmeler ile bu dönemde uyguladığımız para politikası konusunda bilgi vermek istiyorum.

2007 yılının ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan küresel kriz, finansman imkanlarını ve dış talebi olumsuz etkileyerek, diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye’de de iktisadi faaliyette belirgin bir yavaşlamaya yol açmıştır. Toplam talebin zayıf seyri ve emtia fiyatlarındaki hızlı gerilemeye paralel olarak enflasyonda da sert bir düşüş gözlenmiştir.

Enflasyona ilişkin kaygıların hızla azalması, fiyat istikrarını sağlama temel amacımız ile çelişmeksizin, krizin ekonomimiz üzerinde yaratabileceği muhtemel olumsuzlukları sınırlamaya odaklanmamıza ve bu çerçevede gerekli politikaları uygulamamıza imkan sağlamıştır. Mevcut zayıf talep koşulları altında, döviz kuru geçişkenliğinin düşük seviyede seyretmesi finansman koşullarının sıkılaşması, ithalat fiyatlarının düşüş eğilimi göstermesi, Türkiye’deki finansal sistemin görece olarak

sağlam durumda olması ve enflasyon bekleyişlerinin iyileşmesi, kontrollü ancak oldukça hızlı bir faiz indirim sürecini gerekli ve mümkün kılmıştır.

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. Merkez Bankası bünyesinde yapılan analizler, politika faizlerinde yapılan toplam 750 baz puanlık indirimin iktisadi faaliyetteki aşırı dalgalanmaların şiddetinin hafifletilmesine önemli ölçüde yardımcı olduğunu göstermektedir. Kasım 2008 tarihinden bu yana finans piyasalarımızda 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.

Bu dönemde Merkez Bankası faiz indirimlerine ek olarak, finansal sistemdeki akışkanlığın ve kredi piyasalarının etkin bir şekilde çalışmasına yönelik bir dizi önlemler almıştır. Piyasada ortaya çıkan Türk Lirası cinsi likidite ihtiyacı düzenli olarak gerçekleştirilen ihaleler ile karşılanmış ve gecelik piyasadaki faizlerin Merkez Bankası borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşması sağlanmıştır. Döviz likiditesine yönelik önlemler ile küresel belirsizliklerin arttığı dönemlerde döviz likiditesinde sıkıntı yaşanmaması ve döviz piyasalarının etkin işleyişinin korunması amaçlanmıştır. Merkez Bankası, küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla da bazı önlemler almış, ihracat reeskont kredisi uygulamasına yönelik yeni düzenlemeler yapmıştır. Bu çerçevede, Türk Eximbank aracılığı ile kullanılan ihracat reeskont kredisi tutarında hızlı bir artış meydana gelmiş, kullanılan kredi 2008 yılının tamamında 1,7 milyon ABD doları iken, 2009 yılının ilk dört ayında 550 milyon ABD dolarına ulaşmıştır.

Alınan önlemler ve risk algılamalarında son dönemde gözlenen sınırlı iyileşme sonucunda, piyasa faizlerinin reel seviyesi küresel mali kriz öncesi dönemin altına gerilemiştir. Denge reel faizin durgunluk dönemlerinde daha düşük gerçekleşmesi sağlıklı işleyen ekonomilerde olması beklenen, Türkiye’de ise şimdiye kadar yaşanmamış bir olgudur. Bu gelişmeyi Türkiye ekonomisinin normalleşmeye başladığının bir göstergesi olarak değerlendiriyoruz.

Politika faizlerinde ve devlet borçlanma faizlerinde gözlenen belirgin düşüşün kredi faizlerine aynı oranda yansımaması, finansal koşullardaki ek sıkılığın azalarak da olsa devam etmesine neden olmaktadır. Bankaların kredi verme eğilimini

sınırlayan etkenler arasında, kredi kullanıcıların geri ödeme riskindeki artışın, mevduat ile krediler arasındaki vade uyumsuzluğunun ve bankaların fon kaynaklarına ilişkin kısıtların önemli bir rol oynadığını düşünüyoruz. Biraz önce ifade ettiğim gibi piyasada Türk Lirası cinsi likidite sıkıntısı yaşanmaması için gerekli önlemler seri bir şekilde alınmıştır. Ancak Merkez Bankasının sağladığı likidite imkanlarının, piyasadaki likidite sıkışıklığını hafifletmekle beraber, bankaların vade açısından daha önce kullandıkları fon kaynaklarının yerini tutamayacağı unutulmamalıdır. Bankamızın yaptığı Kredi Eğilim Anketleri, son dönemde yatırım kaynaklı kredi talebinin belirgin bir şekilde azaldığını, kredi talebinin esas olarak firmaların mevcut kredilerini yeniden yapılandırma isteklerinden kaynaklandığını, bankaların kredi standartlarını sıkılaştırmalarında ekonomiye ilişkin risk algılamalarının önemli bir rol oynadığını göstermektedir.

### **Değerli Konuklar,**

Konuşmamın ilk kısmında küresel ekonomiye ilişkin beklentilerimizi anlatmış, önümüzdeki dönemde dünyada büyüme hızlarının artıya geçmesinin vakit alacağını öngördüğümüzü belirtmiştim. Konuşmamın son kısmında Türkiye ekonomisi için beklentimizi sizlerle paylaşmak istiyorum.

Son dönemde politika faizlerindeki indirimler ve alınan mali tedbirler sonrasında, içinde bulunduğumuz yılın ikinci çeyreğinde ülkemizde yurt içi talebin görece olarak istikrar kazanabileceğini ve son çeyrekte itibaren büyümenin pozitif rakamlara geçeceğini öngörmekteyiz. Diğer bir deyişle Türkiye ekonomisinde toparlanmanın, küresel ekonomiye göre daha erken başlayabileceğini düşünüyoruz. Bu öngörümüze destek verecek iki temel unsur bulunmaktadır.

Bunlardan birincisi finansal sistemimizin sağlam ve istikrarlı yapısıdır. Dünyadaki örneklerinin aksine, bugüne kadar Türkiye’de bankacılık sistemine yönelik bir önlem paketine ihtiyaç duyulmamıştır. Tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk algılamalarına en duyarlı gelişmekte olan ülkelerden biri olan Türkiye’nin finans piyasalarındaki oynaklık, krizin zirve yaptığı Ekim 2008 tarihinden bu yana görece olarak sınırlı kalmaya devam etmiştir. Ülkemizde 2001 yılında yaşanan krizin ardından, kamu maliyesine getirdiği ağır yük pahasına, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve gerçekleştirilen düzenleyici ve denetleyici reformlar, diğer birçok

gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sistemine kıyasla Türkiye’de bankacılık sektörünün dış şoklar karşısındaki dayanıklılığını artırmıştır. Bankalarımızın bilançolarında sorunlu yabancı menkul kıymetlerin bulunmaması, sermaye yeterlilik rasyolarının ve likidite yeterlilik oranlarının yüksek seviyesi Türkiye’de kredi piyasalarının, dünyadaki örneklerine göre, daha erken normalleşmesine destek verecektir. Kriz boyunca Türkiye’nin risk priminde gerçekleşen artışın, diğer bir çok yükselen piyasa ekonomisinin gerisinde kalması ve Türkiye’nin krize, kredi notunun ima ettiğinden çok daha fazla direnç göstermesi, Türkiye’nin geçirdiği yapısal dönüşümün bir sonucudur.

Önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisinin görece olarak daha hızlı toparlanmasına destek verecek diğer bir unsur, Türkiye’de hanehalkının borçluluk oranının, bir çok yükselen piyasa ekonomilerine kıyasla düşük bir düzeyde olmasıdır. Tüketici kredileri içerisinde döviz cinsi ve dövize endeksli kredilerin son derece sınırlı bir paya sahip olması, hanehalkının kur şoklarından görece olarak daha az zarar görmesine neden olmuştur. 2006 yılının ortasından itibaren, uygulanan basiretli para politikasının da desteği ile, Türkiye’de kredi genişlemesinin diğer ülke örneklerine göre daha ılımlı gerçekleşmiş ve bu durum hanehalkının tüketim talebini ertelemesine neden olmuştur. 2006 yılının ilk çeyreği ile 2008 yılı son çeyreği arasında hanehalkı tüketimindeki artış, ekonominin büyüme hızının gerisinde kalmış ve hanehalkı tüketiminin GSYİH içindeki payı yüzde 72’den yüzde 69,7’e gerilemiştir. Dolayısıyla, kısa vadede iktisadi faaliyetlerdeki canlanmanın esas olarak özel tüketim harcamalarındaki artıştan kaynaklanacağını öngörüyoruz. Nitekim güven endeksleri ve talep beklentilerine ilişkin güncel göstergeler, yılın ikinci çeyreğinden itibaren sınırlı bir toparlanmanın başlayabileceğine işaret etmektedir.

Bununla birlikte, geçmişte Türkiye ekonomisinde 1994 ve 2001 krizlerinin ardından iktisadi faaliyette gözlemediğimiz hızlı toparlanmanın aksine, bu krizden çıkışın yavaş ve kademeli olacağını, kısa vadede toplam talepte belirgin bir ivmelenme yaşanmasını beklemediğimizi tekrar vurgulamak isterim. Dış finansmana erişim imkanlarının sınırlı kalmaya devam etmesi, başlıca ihracat pazarlarımızda toparlanmanın daha geç ve kademeli olması ve ihracatımızda dış talebe duyarlı dayanıklı tüketim ve sermaye mallarının yüksek payı, Türkiye ekonomisindeki toparlanmanın, alışlagelmiş tecrübelerimizden farklı olacağını göstermektedir. Benzer bir şekilde, krizlerden çıkışta belirleyici bir rol oynayan özel sektörün yatırım

harcamalarında önümüzdeki dönemde hızlı bir toparlanma beklenmemektedir. İşsizlik oranlarındaki olumsuz seyrin 2009 yılı boyunca devam ederek, harcanabilir geliri ve birim işgücü maliyetlerini uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği, tarım dışı istihdam göstergelerindeki toparlanmanın, toplam talebe kıyasla, daha gecikmeli gerçekleşeceği düşünülmektedir.

Bu dönemde çeşitli mal gruplarına uygulanan vergi oranlarında geçici olarak indirime gidilmesi, gelecekteki talebin öne çekilmesini sağlayarak, yurt içi piyasada bir miktar olumlu beklentilerin oluşmasına katkıda bulunmuştur. Küresel krizin etkilerini hafifletmek üzere alınan mali tedbirler ve vergi gelirlerinin azalması, son dönemde bütçe açıklarının artmasına neden olmuştur. İçinde bulunduğumuz iktisadi konjonktürde, maliye politikasında bir miktar gevşeme yaşanması beklenen bir durumdur. Kamu kesiminin mevcut borç yapısı dengeleyici maliye politikası uygulamak için sınırlı da olsa bir miktar manevra alanı sunmaktadır. Ancak ülkemizde kamu kesimi borcunun ortalama vadesinin halen kısa olduğu ve finansal derinlik görece düşük olduğu unutulmamalıdır. Kamu borçlanmasının belirgin ve kalıcı olarak artması, iç talebin toparlanmaya başlaması ile birlikte, piyasa faizleri üzerinde yukarı yönlü baskı yaratacak ve para politikasının etkinliğini azaltabilecek bir gelişmedir. İktisadi faaliyetteki devreselliği gözetken, ancak orta vadede mali disiplinden taviz vermeyen bir mekanizma kurulması, kısa vadede ortaya çıkan mali gevşemenin orta vadeli somut bir mali çerçeve ile desteklenmesinin önemini bir kez daha vurgulamak istiyorum.

Konuşmama burada son verirken bu organizasyonu düzenleyen Türkiye Finans Yöneticileri Vakfı mensuplarına ve katkısı bulunan herkese teşekkür ediyorum.