



**79. OLAĞAN GENEL KURUL TOPLANTISI  
AÇIŞ KONUŞMASI**

**DURMUŞ YILMAZ**  
**Başkan**

**12 Nisan 2011**  
**Ankara**

## Giriş

1. Bankamızın Sayın Hissedarları, Değerli Konuklar, Değerli Basın Mensupları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 79. Olağan Genel Kurul Toplantısına hoş geldiniz.
2. Konuşmama, küresel ekonomik kriz sonrasında yaşanan uluslararası ekonomik gelişmelere ilişkin kısa bir değerlendirme ile başlayacağım. Ardından, 2010 yılında ülkemizde yaşanan temel makroekonomik gelişmeleri özetleyecek ve konuşmamın son bölümünde yeni dönemde Bankamızın uyguladığı para politikası ve etkileri konusundaki değerlendirmelerimi sizlerle paylaşacağım.

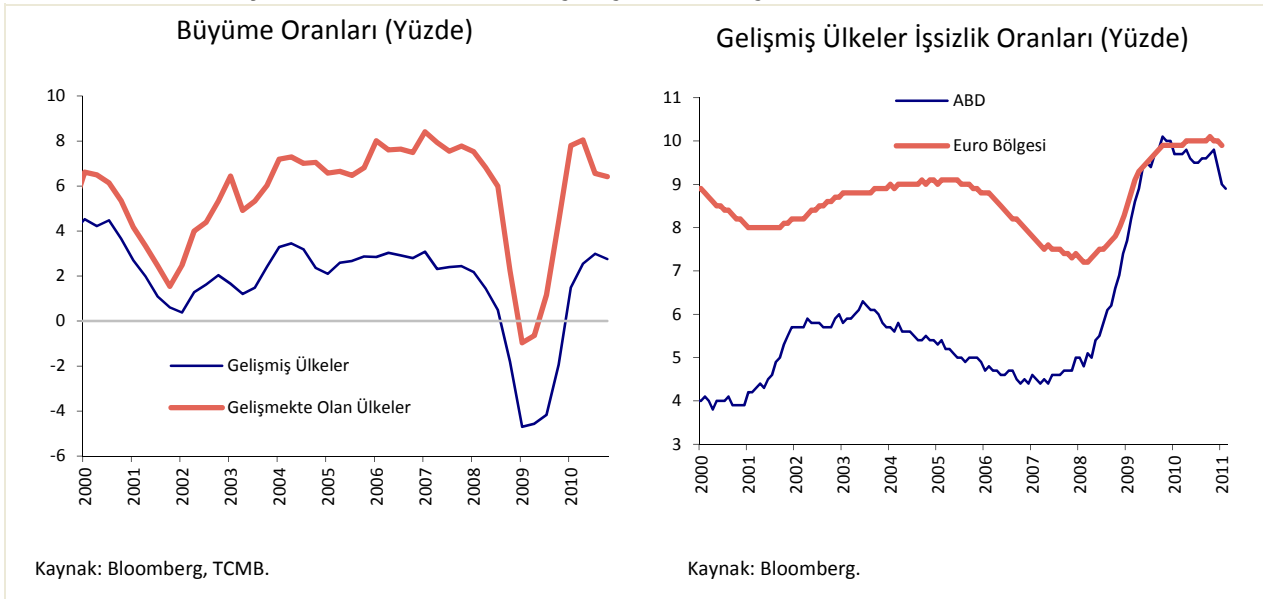
## Küresel Ekonomik Gelişmeler

Değerli Konuklar,

3. 2010 yılında küresel ekonomideki toparlanma süreci devam ederken, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin büyüme hızlarındaki ayrışma belirginleşmiştir. Kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ekonomiler, önemli bölümü iç talep kaynaklı olmak üzere, yüksek büyüme oranları yakalamıştır. Nitekim söz konusu ekonomilerden birçoğu hâlihazırda kriz öncesi üretim seviyelerinin üzerine çıkmış bulunmaktadır. Hızlı toparlanmayla birlikte, bu ekonomilerdeki çıktı açıkları kapanma eğilimine girmiş, istihdam koşulları belirgin bir biçimde iyileşmiştir.
4. Buna karşılık, krizin merkezi konumunda olan gelişmiş ekonomilerdeki toparlanma yavaş ve kademeli bir biçimde gerçekleşmeye devam etmektedir. Bu ekonomilerde toparlanmanın hızına dair aşağı yönlü risklerin, giderek azalmakla beraber, henüz tam olarak ortadan kalkmadığı görülmektedir. Nitekim gelişmiş ekonomilerde özel tüketim ve yatırım harcamalarının toparlanmaya katkısı henüz istenilen seviyelere ulaşabilmiş değildir. Hanehalkı ve şirketlerin bilanço onarım süreçlerinin devam etmesi, bununla ilintili olarak istihdam ve kredi koşullarındaki iyileşmenin yavaş ve gecikmeli bir biçimde gerçekleşmesi, özel tüketim ve yatırımı kısıtlayan etkenler olarak ön plana

çıkılmaktadır. Tüm bunların yanı sıra, ülke borçluluklarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin güçlenerek varlığını koruması, başta euro bölgesi olmak üzere küresel iktisadi faaliyet üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmayı sürdürmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları arasında kriz sonrası süreçte daha da belirginleşen ayrışmanın uzunca bir süre devam etmesi beklenmektedir.

### Büyüme Oranları ve Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları



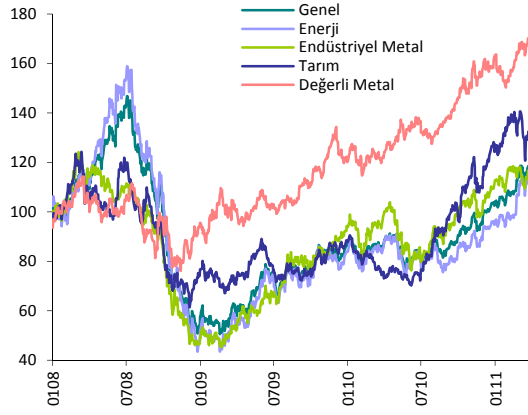
5. Bu iki ülke grubunun toparlanma hızlarındaki farklılaşmanın kuşkusuz ki enflasyon ve para politikaları üzerinde önemli yansımaları bulunmaktadır. Ancak, küresel enflasyon ve para politikası görünümüne geçmeden önce, toparlanma süreciyle birlikte emtia fiyatlarında gözlenen artış eğilimine değinmenin faydalı olacağını düşünmekteyim. Zira emtia fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar, gerek küresel enflasyon görünümü gerekse para politikaları açısından giderek daha önemli bir hal almaktadır.
6. Küresel iktisadi faaliyetteki toparlanma emtia fiyatlarına da yansımış; krizin en yoğun dönemlerini takiben emtia fiyatlarında başlayan artış eğilimi 2010 yılında da devam etmiştir. Bu dönemde, küresel emtia talebinin önemli bir bölümüne sahip olan Çin ve Hindistan gibi büyük ölçekli gelişmekte olan ülkelerde iktisadi

faaliyetin güçlü seyri emtia fiyatlarındaki artış eğilimini belirginleştirmiştir. Bu eğilimin özellikle yılın ikinci yarısında hız kazandığı görülmektedir.

7. Gelişmekte olan ülkeleri ve Türkiye'yi yakından ilgilendiren ham petrol ve tarımsal emtia fiyatlarında da bu dönemde, küresel ekonomideki toparlanmaya bağlı olarak yüksek oranlı artışlar gözlenmiştir. OPEC üyesi ülkelerin kota artırımına gitmek konusundaki isteksizlikleri ve kota üstü üretim yapan bazı üyelerin üretimlerini azaltmaları petrol fiyatlarındaki artışı destekler nitelikte olmuştur. Bunun yanı sıra, Kuzey Afrika ve Ortadoğu'da son dönemde yaşanan siyasi gerilimler petrol fiyatlarındaki artışı hızlandırmıştır. Yılın ikinci yarısında dünyanın önemli bölümünde olumsuz seyreden hava koşulları ise enerji fiyatlarını talep, tarım fiyatlarını arz yönünden etkileyerek fiyatlar üzerinde yukarı yönlü ek baskı oluşturmuştur.
8. Petrol ve tarımsal emtia fiyatlarının yanı sıra, 2010 yılında endüstriyel ve değerli metal fiyatları da artmaya devam etmiştir. Bu dönemde, değerli metal fiyatlarındaki yükselişin önemli bir belirleyicisi, bu metallerin yatırımcılar tarafından enflasyona ve iktisadi risklere karşı bir sigorta aracı olarak görülmeleri olmuştur. Tüm bunlarla birlikte, gelişmiş ülke merkez bankalarının 2010 yılında da sürdürdükleri miktarsal gevşeme politikalarının sonucunda ortaya çıkan finansal piyasalardaki likidite bolluğunun ve enflasyona dair yukarı yönlü risklerdeki artışın da emtia fiyatlarına yatırım amaçlı talebi artırdığı, kısa vadede fiyat hareketlerini güçlendirdiği düşünülmektedir.

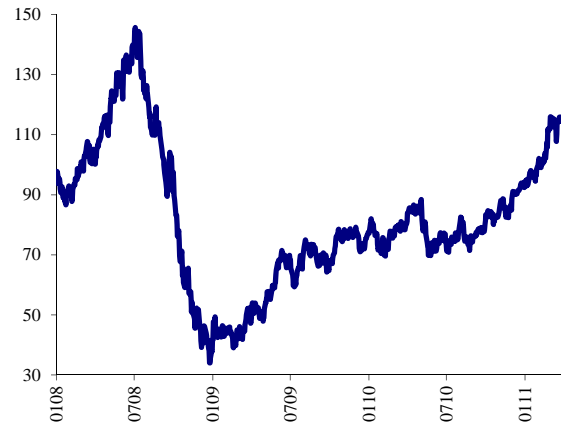
## Emtia ve Ham Petrol Fiyatları

S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri  
(Ocak 2008=100)



Kaynak: Goldman Sachs.

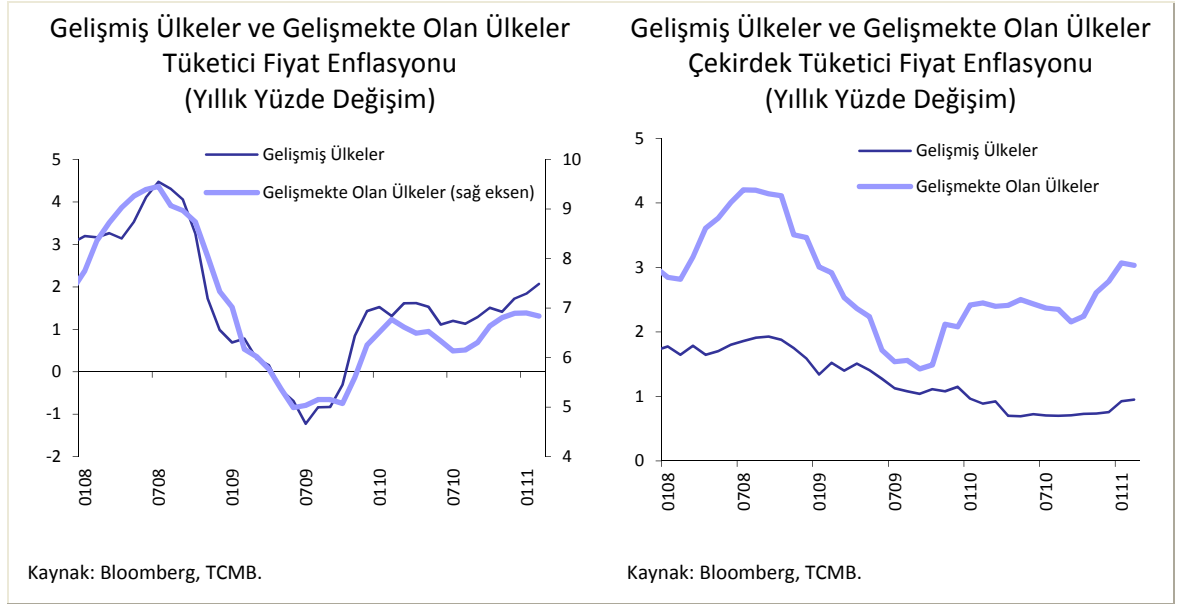
Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg.

9. Emtia fiyatlarındaki yükseliş eğilimi, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru oluşturmaktadır. Nitekim son dönemde emtia fiyatlarındaki artışların enflasyona yansımaları birçok ülkede görülmeye başlamıştır. Ne var ki, bu durum gelişmekte olan ekonomilerde daha belirgin bir biçimde gözlenmektedir. Bunun bir sebebi, gelişmekte olan ekonomilerde gıda ve enerjinin toplam tüketim içindeki payının gelişmiş ekonomilere kıyasla daha yüksek olmasıdır. Diğer taraftan, gelişmekte olan ekonomilerde iktisadi faaliyetin güçlü seyri ve çıktı açıklarının hızlı bir biçimde kapanma eğiliminde olması, emtia kaynaklı arz yönlü şokların fiyatlara daha yüksek oranda yansımaya neden olabilmektedir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyette olduğu gibi, enflasyon görünümü bakımından da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ayrışma dikkat çekmektedir.

## Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları

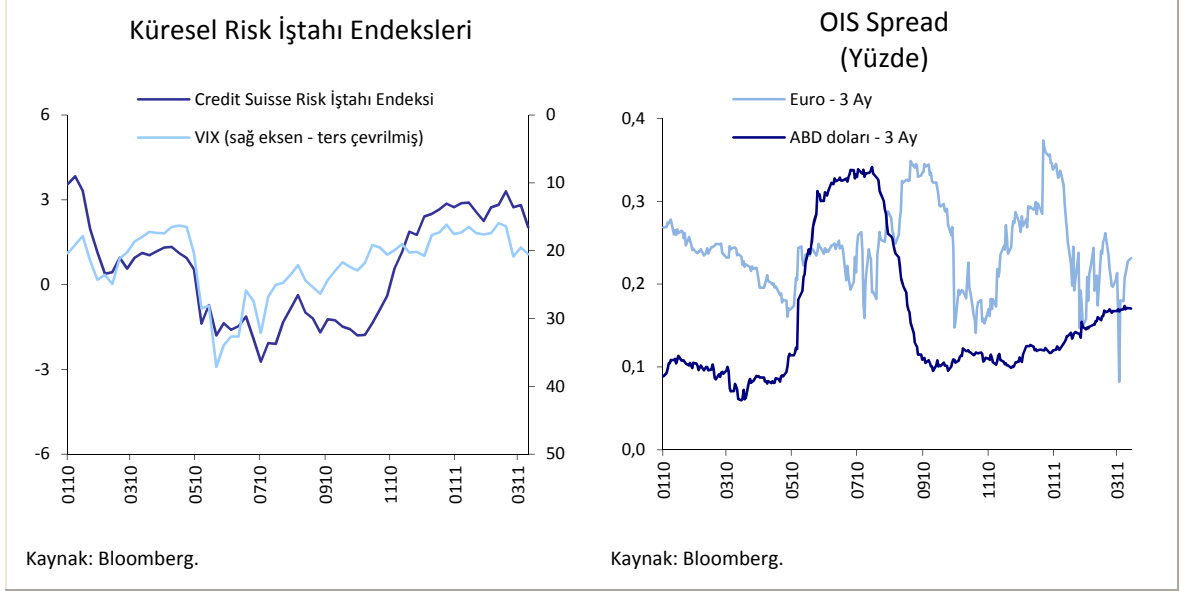


10. Büyüme ve enflasyon görünümündeki bu ayrışma, 2010 yılında gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki para politikası uygulamalarının da farklılaşmasına yol açmıştır. Bu dönemde, gelişmiş ülke merkez bankaları iktisadi faaliyetteki toparlanmayı desteklemeye, istihdam ve kredi koşullarındaki iyileşmeyi hızlandırmaya odaklanmışlardır. Bu kapsamda, 2010 yılında gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz seviyeleri korunmuş, parasal genişleme süreci bu dönemde de devam etmiştir.

11. Gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz seviyeleri ve miktarsal gevşeme sonucunda ortaya çıkan bol likidite koşulları, küresel yatırımcıların getiri arayışına girmelerine, böylelikle riskli varlıklara yönelme eğilimlerinin artmasına yol açmıştır. Bunun sonucunda, 2010 yılında, gelişmekte olan ekonomilere, büyük bölümü kısa vadeli olmak üzere sermaye girişleri gözlenmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında gelişmekte olan ekonomiler lehine gözlenen ayrışma ve kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ekonomilere ilişkin risklilik algılamalarında gözlenen kalıcı iyileşme de söz konusu sermaye girişlerini destekler nitelikte olmuştur. Nitekim başta Türkiye olmak üzere, birçok gelişmekte olan ülkenin risk primi göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinin altında olması ve kredi derecelendirme kuruluşlarının bu

ülkelere dair not artırımları, ülke riskliliklerine dair algılmalardaki kalıcı değişimin bir göstergesidir.

### Küresel Risk İştahi ve Risk Primi Göstergeleri



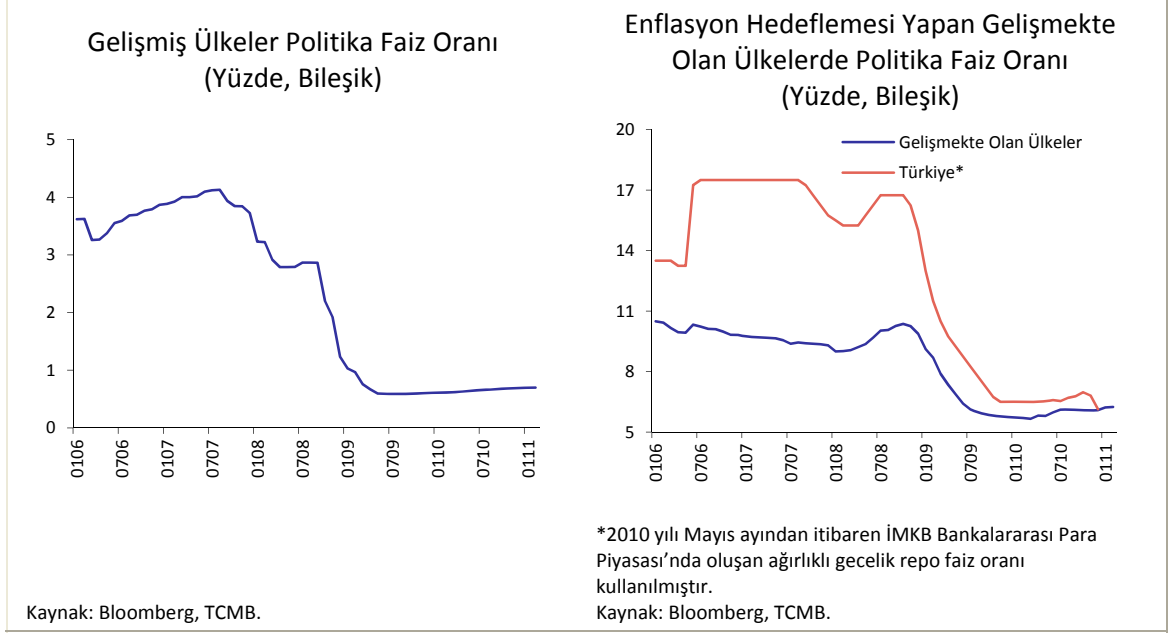
12. Sermaye girişlerinin sonucunda, gelişmekte olan ülke para birimleri değer kazanmış, bu ülkelerde varlık fiyatlarında yüksek oranlı artışlar kaydedilmiştir. Bunun yanı sıra, sermaye girişleri gelişmekte olan ekonomilerde iç talepteki artışı hızlandırarak, hızlı kredi genişlemesi ile birlikte finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmiştir.

13. Bu koşullar altında, gelişmekte olan ülke merkez bankaları bir yandan iç talepteki güçlü artışla birlikte ortaya çıkan enflasyona dair yukarı yönlü riskleri sınırlamayı, diğer yandan yoğunlaşan sermaye akımlarıyla ortaya çıkan finansal riskleri kontrol altına almayı hedeflemişlerdir. Bu kapsamda, 2010 yılında birçoğ gelişmekte olan ülke merkez bankası kriz sürecinde uygulamaya koydukları likidite önlemlerini geri çekmiş ve para politikalarında sıkılaştırma sürecini başlatmışlardır. Diğer taraftan, gelişmekte olan ülke merkez bankaları artan sermaye akımlarının yol ağtığı aşırı kredi genişlemesi, artan cari açık, yabancı sermayenin vadesinin kısılalığı gibi finansal ve makro finansal risklere karşı ek önlemler almışlardır. Bu kapsamda, politika faizinin yanı sıra, zorunlu karşılık

oranları, rezerv biriktirme, sermaye kontrolleri gibi faiz dışı araçların aktif olarak kullanılması yoluyla da para politikası duruşunu sıkılaştırmayı tercih etmişlerdir.

## Gelişmiş ve Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkelerde

### Politika Faiz Oranları



14. Gelişmekte olan ekonomilerde gerek faiz gerekse faiz dışı araçlar vasıtasıyla para politikalarında sıkılaştırma sürecinin önümüzdeki dönemde devam edeceği düşünülmektedir. Diğer taraftan gelişmiş ekonomilerde de genişletici para politikası önlemlerinin 2011 yılında sonlandırılacağı ve para politikalarında normalleşme sürecinin başlayacağı öngörülmektedir. Nitekim Avrupa Merkez Bankası bu yöndeki ilk ciddi adımı atmış ve Nisan ayında politika faizini 25 baz puan artırarak yüzde 1,25'e yükseltmiştir.
15. Bununla birlikte, daha önce değindiğim üzere, küresel ekonomiye dair aşağı yönlü risklerin tam olarak ortadan kalktığını söylemek mümkün değildir. Nitekim son dönemde euro bölgesi çevre ülkelerinin borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin yoğunlaşması, söz konusu risklerin azalarak da olsa varlığını koruduğuna işaret etmektedir. Bunun yanı sıra, başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki artış eğiliminin devamı da küresel ekonomideki toparlanmayı yavaşlatabilecek bir diğer risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır.



Saygıdeğer Konuklar,

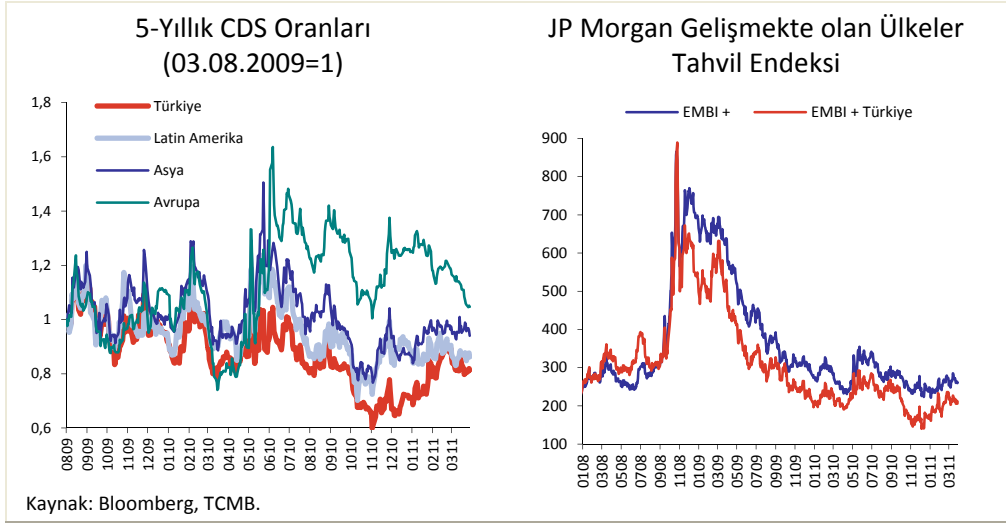
16.Konuşmamın bu bölümünde, 2010 yılında küresel ekonomide ortaya çıkan gelişmeler paralelinde ülkemizin temel makroekonomik gelişmelerini değerlendirmek istiyorum.

### **Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler**

17.Gelişmekte olan ülkelerin ek parasal genişleme önlemleri alması, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentileri güçlendirerek 2010 yılında küresel risk iştahını artırmıştır. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları hızlanmış ve söz konusu ülkelerin risk primlerinde azalış gözlenmiştir. Bununla birlikte, euro bölgesi çevre ülkelerinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair riskler canlı kalmaya ve finansal piyasalar üzerinde belirleyici olmaya devam etmiştir. Nitekim ülke borçluluklarına ilişkin endişelerin Kasım ayından itibaren tekrar yoğunlaşması, riskli varlıklardan kaçınma eğiliminin güçlenmesine ve gelişmekte olan ülke risk primlerinin artmasına yol açmıştır.

18.Ancak, burada vurgulamamız gereken önemli bir husus, risk algılamalarında gelişmekte olan ülkeler genelinde gözlenen dalgalı seyre karşın, Türkiye'nin risk primi göstergelerinin diğer birçok ülkeye kıyasla daha olumlu bir performans göstererek kriz öncesi seviyelerinin altında bir seyir izlediğidir. Bu olumlu gelişmede, kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen not artırımları, referandum sürecinin sona ermesiyle siyasi belirsizliğin azalması ve güncellenen Orta Vadeli Program (OVP)'ın mali disiplinin süreceğine işaret etmesi gibi ülkemiz ekonomisine özgü olumlu koşulların etkili olduğunun altını çizmek isterim.

## Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Primi Göstergeleri

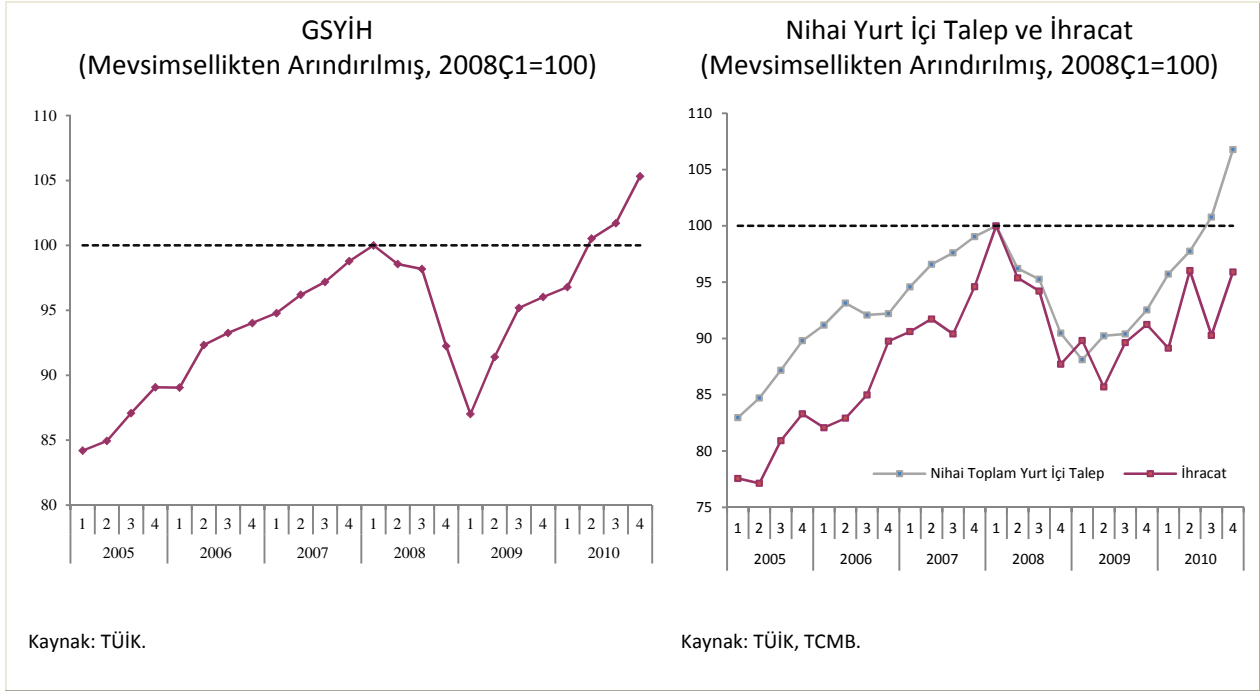


19. Öte yandan, son dönemde Ortadoğu bölgesinde yaşanan sorunların etkisiyle risk primleri artış göstermiştir. Söz konusu bölgede yaşanan olayların çevre ülkelere sıçrayacağı kaygısı ve petrol fiyatlarındaki artışın süreceği beklentisi risk algılamasındaki bozulmada etkili olmuştur. Bu çerçevede, ülkemizin risk primi de artış sergilemiştir.

Saygıdeğer Konuklar,

20. 2010 yılında maliye ve para politikalarının yurt içi talep üzerindeki genişletici etkileri giderek belirginleşmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki zayıf toparlanma eğiliminin yurt içi iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam etmesine rağmen, iç talepteki güçlü toparlanmanın etkisiyle, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), 2010 yılında yüzde 8,9 oranında artış kaydetmiştir. Nitekim, bu dönemde GSYİH büyümesinin en önemli bileşeninin özel kesim yatırım ve tüketim talebi olduğu görülmektedir.

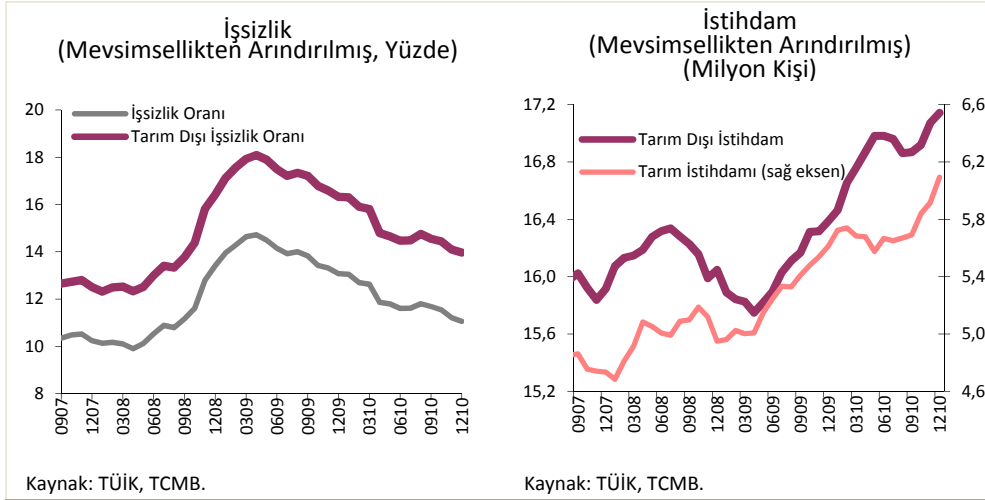
## GSYİH, Nihai Yurt İçi Talep ve İhracat



21. 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren küresel krizin iş gücü piyasası üzerindeki etkileri azalmış ve tarım dışı istihdam hızlı bir şekilde toparlanmaya başlamıştır. 2010 yılında tarım dışı istihdamdaki artışın krizle beraber ortaya çıkan iş kaybını telafi ettiği, tüm sektörlerde istihdamın kriz öncesi seviyelerin üzerine çıktığı görülmektedir.

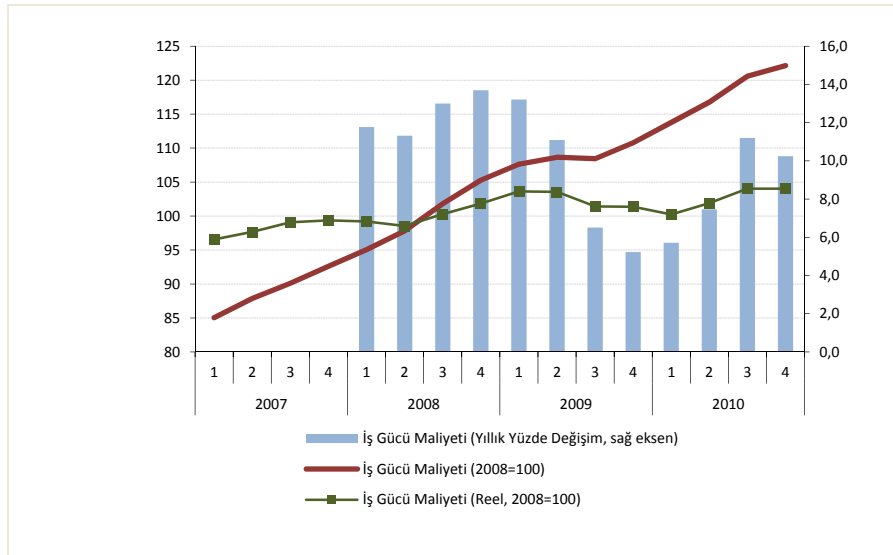
22. 2010 yılında iş gücü piyasalarının sergilediği bu olumlu görünümün önümüzdeki dönemde de sürdürülmesi, daha önce de çeşitli vesilelerle vurguladığım gibi, iş gücü piyasalarında verimliliği ve esnekliği artırıcı reformların yapılmasına bağlıdır. Bu reformlar aynı zamanda istihdamın da kayıt altına alınmasını sağlayarak ülkemizin sosyal güvenlik sistemini destekleyecektir.

## İşsizlik ve İstihdam



23. 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren kademeli bir artış gösteren reel iş gücü maliyeti son çeyrekte yatay seyretmiştir. İşsizlik oranlarının kriz öncesi düzeylerinin üzerinde seyretmeye devam etmesi birim iş gücü maliyetindeki artışı sınırlamaya devam etmiştir. Bu durum 2010 yılında hizmet fiyatlarındaki artışları sınırlayan temel unsur olmuştur.

## Saatlik İş Gücü Maliyeti



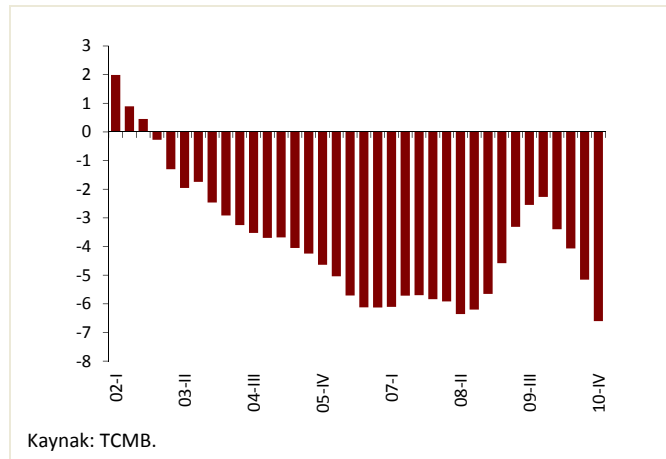
Değerli Konuklar,

24. Dış talebin zayıf seyrini korumasına karşın, iç talepteki güçlü toparlanma sonucu, 2010 yılında dış ticaret açığı hızla genişlemiştir. Dış ticaret açığındaki hızlı büyümenin yanı sıra hizmet giderlerindeki artış da cari açığa olumsuz

katkıda bulunmuştur. Bunun yanı sıra, ithalat artışının etkisiyle taşımacılık giderleri de bu dönemde artış göstermiştir. Böylece, 2009 yılında 14,3 milyar ABD dolarına gerileyen cari işlemler açığı, 2010 yılında 48,6 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

25. Son dönemde açıklanan veriler, 2011 yılı Ocak-Şubat döneminde iç talepteki güçlü seyir doğrultusunda ithalattaki hızlı artışın devam ettiğini, ihracatta ise dış talepteki görece zayıf seyre bağlı olarak kademeli bir toparlanmanın sürdüğünü göstermektedir. Bununla birlikte Kuzey Afrika'da yaşanan siyasi gerginlikler bir yandan dış talep kanalıyla ihracatımızdaki toparlanmayı yavaşlatırken, diğer yandan petrol fiyatlarındaki artışlar kanalıyla ithalatımızı artırmaktadır. Dolayısıyla, kısa vadede geçtiğimiz yılın düşük bazının da etkisiyle cari açığındaki artış eğiliminin devam edeceğini tahmin etmekteyiz. Bununla birlikte, son dönemde aldığımız politika tedbirlerinin krediler ve ithalat üzerindeki sınırlayıcı etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren görülmeye başlayacağını öngörmekteyiz.

### Cari İşlemler Dengesi/GSYİH



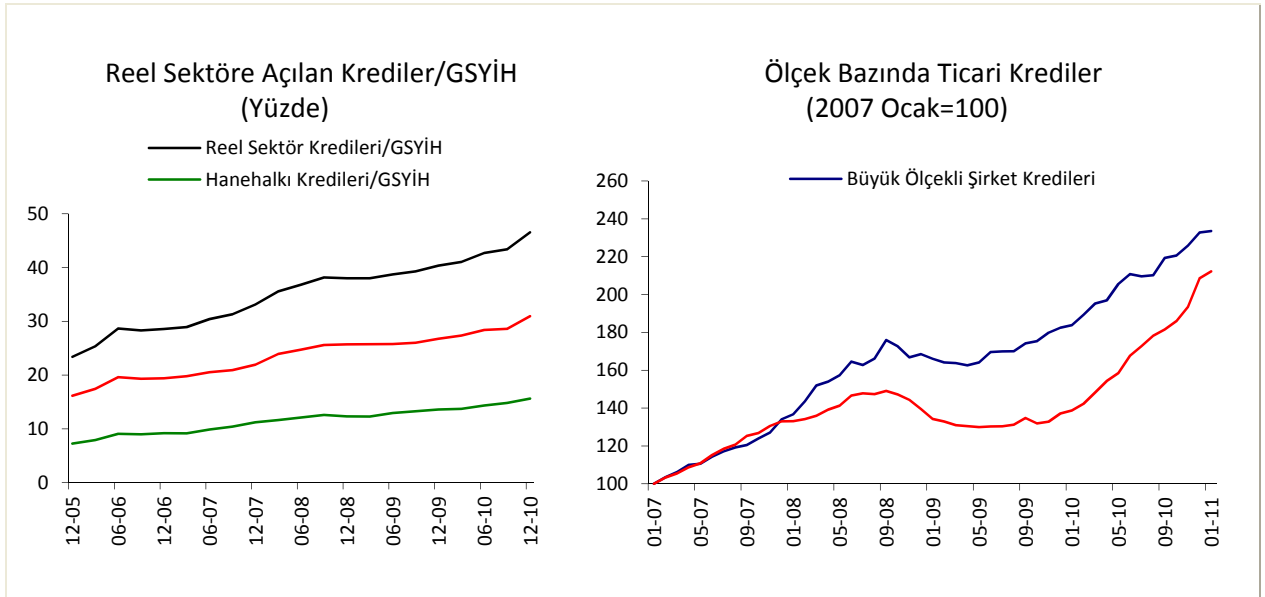
Değerli Konuklar,

26. Yurt içi kredi hacmi, 2010 yılında yüksek oranda artış gösterirken, özellikle yılın son çeyreğinde belirgin bir ivme kazanmıştır. Krizin etkilerinin hafiflemesiyle birlikte kredi kullanan sektörlerin sayısı hızla artmış ve kredi vadeleri uzamıştır.

Reel sektöre açılan kredilerdeki artış alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, gerek tüketici kredileri, gerek ticari kredilerdeki yükselişin bu artışa katkı sağladığı görülmektedir. Krizin etkilerinin en çok hissedildiği küçük ve orta ölçekli işletmelerin kredi kullanımı da artış göstermiştir.

27. Kredilerin kullanımının canlanmasında, Bankamızın kriz sonrasında kredi piyasalarının işlevselliğinin devamını sağlamaya yönelik olarak aldığı önlemlerin ve bu çerçevede iktisadi faaliyette görülen hızlı toparlanma ile olumlu ekonomik görünümün etkili olduğunun altını çizmekte fayda görüyorum. Buna ek olarak, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan parasal genişleme politikaları sonucu bollaşan küresel likidite ile olumlu ekonomik görünümün faiz oranlarını düşük ve öngörülebilir kılması kredi kullanımının canlanmasını sağlayan diğer etkenler olarak ön plana çıkmaktadır. Bu noktada, bollaşan küresel likiditenin yol açtığı hızlı kredi genişlemesinin olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla 2010 yılı içerisinde uygulamaya koyduğumuz önlemlerin, finansal istikrarı gözetmek ve dış şoklara karşı dayanıklılığı artırmak açısından önemli olduğu; ancak, söz konusu önlemlerin krediler üzerindeki etkilerinin gecikmeli olarak gerçekleşeceğinin öngörülmesi hususunu önemle vurgulamak isterim. Bu konuya konuşmanın ilerleyen bölümünde tekrar döneceğim.

### Reel Sektöre Açılan Krediler ve Ölçek Bazında Ticari Krediler



Kaynak: TCMB.

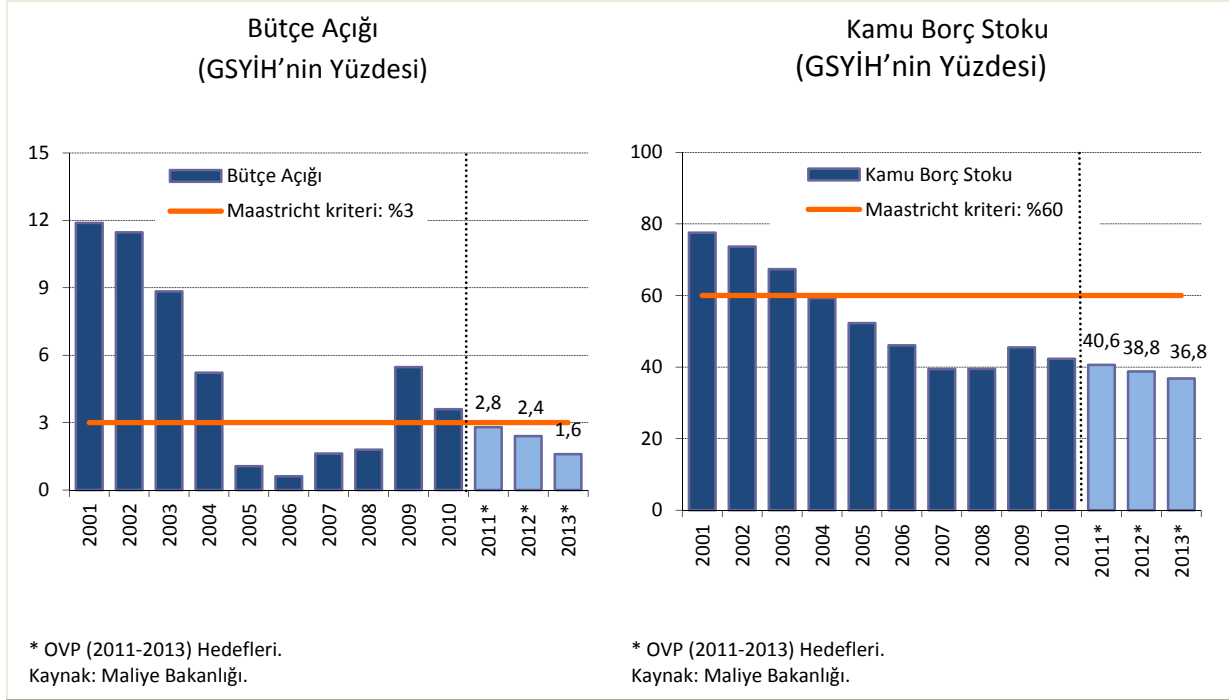
Değerli Konuklar,

28. Küresel ekonomik kriz nedeniyle iktisadi faaliyette ortaya çıkan daralmanın kamu gelirlerini önemli ölçüde azaltması ve krizin etkilerini hafifletmeye yönelik olarak uygulanan geniş kapsamlı mali teşvik paketleri, gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere, küresel ölçekte kamu mali açığının ve borç stokunun artmasına yol açmıştır. Aralarında ülkemizin de yer aldığı birçok gelişmekte olan ülke ise, uyguladıkları mali teşvik programlarının görece olarak daha küçük çaplı olması, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın daha hızlı gerçekleşmesi ve küresel krize görece düşük bütçe açığı ve borç stoku ile girmeleri nedeniyle kamu maliyesi dengeleri açısından daha olumlu bir görünüm sunmaktadır.

29. 2011-13 dönemini kapsayan ve 2010 yılının Ekim ayında kamuoyuna açıklanan OVP'ye göre, faiz dışı bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranının 2010 yılından itibaren kademeli olarak azaltılması öngörülmektedir. Bunun yanı sıra, iç borçlanma faizlerinde gerçekleşen düşüşle birlikte faiz giderlerinde de azalma beklenmektedir. Vergi gelirlerinin ise vergi denetimlerinin güçlendirilmesi ve vergi tabanının genişletilmesine yönelik yasal ve idari düzenlemelerle artırılması amaçlanmaktadır. Bütçe açıklarının aşamalı olarak azaltılmasıyla birlikte kamu borcunun GSYİH'ye oranının da 2010 yılından itibaren düşüş eğilimine geri döndüğü gözlenmektedir.

30. Nitekim 2010 yılında iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın öngörülenden daha hızlı gerçekleşmesi ve faiz giderlerindeki düşüşler, ülkemiz ekonomisinde kamu maliyesi dengelerini olumlu etkilemiştir. Ekonomideki hızlı büyüme eğilimine ve yapılan vergi ayarlamalarına bağlı olarak artan vergi gelirleri bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluştururken, faiz dışı harcamaların artış hızının görece olarak yavaşlaması ve iç borçlanma faiz oranlarındaki gerilemeye bağlı olarak faiz giderlerinin belirgin olarak azalması da kamu maliyesi dengelerine olumlu katkıda bulunmuştur.

## Merkezi Yönetim Bütçe Açığı ve AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku



31.OVP'de kamu maliyesine ilişkin göstergeler, 2010 yılında ekonominin öngörülenden daha güçlü bir biçimde toparlanmasının da katkısıyla ortaya çıkan iyileşmenin önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir. Nitekim son dönemde açıklanan veriler, iktisadi faaliyetteki canlılığın sürmesine bağlı olarak kamu maliyesindeki olumlu görünümün devam ettiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, mali disiplinin kalıcılığının sağlanabilmesi ve Türkiye'nin diğer ülkelerden olumlu yönde ayrılmaya devam edebilmesi açısından, mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin önem taşıdığı hususunu hatırlatmak isterim.

Saygıdeğer Konuklar,

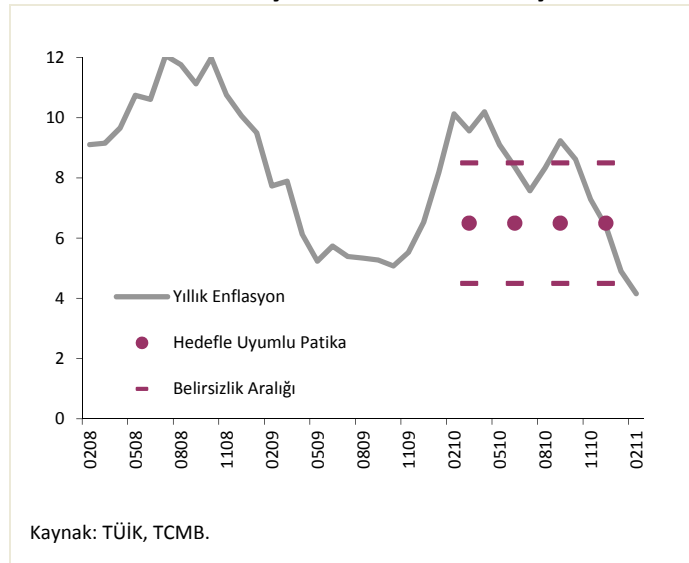
32.Konuşmamın son bölümünde, 2010 yılı para politikası kararlarına ve mevcut durumda uyguladığımız para politikası stratejisine değinmek istiyorum. Bu kapsamda, enflasyon gelişmelerini özetledikten sonra enflasyon hedeflemesi çerçevesinde para politikası uygulamalarını değerlendireceğim.



## Para Politikası Kararları ve Uygulamaları

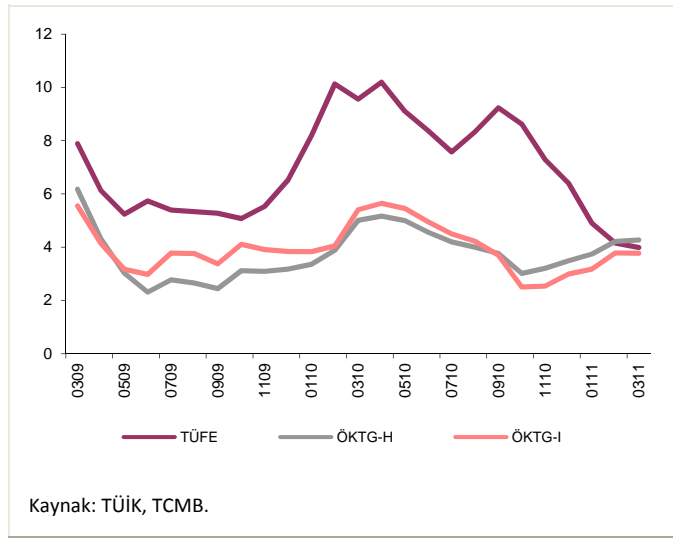
33.2010 yılı genelinde vergi düzenlemeleri ve işlenmemiş gıda fiyatlarının seyri enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Temel enflasyon göstergeleri ise işsizlik ve kapasite kullanım oranlarının kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmesinin etkisiyle düşük ve istikrarlı seyrini korumuştur. Böylece, enflasyon 2010 yılı sonunda yüzde 6,4 düzeyine gerileyerek yüzde 6,5 olan yılsonu hedefine oldukça yakın gerçekleşmiştir. Gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü düzeltmenin de katkısıyla enflasyondaki düşüş 2011 yılının ilk üç ayında da sürmüştü ve Mart ayı itibarıyla enflasyon yüzde 3,99'a gerilemiştir.

**Yıllık TÜFE Enflasyonu ve Hedefle Uyumlu Patika**



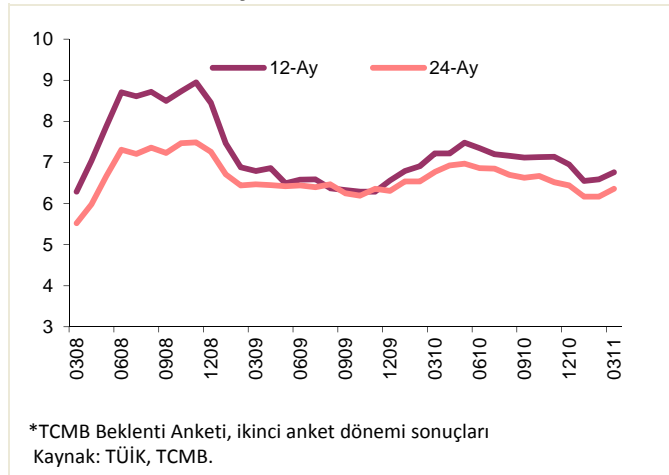
34.2010 yılı sonunda, temel fiyat göstergelerinden enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ile tütün ve altını dışlayan göstergenin (H endeksi) yıllık artış oranı yüzde 3,49 olarak gerçekleşirken, bu endeksten işlenmiş gıda çıkarılarak hesaplanan göstergenin (I endeksi) yıllık enflasyonu yüzde 2,99 ile endeksin oluşturulduğu tarihten bu yana en düşük yılsonu seviyesinde gerçekleşmiştir. 2011 yılının ilk üç aylık döneminde çekirdek göstergelerin yıllık artış oranı bir miktar yükseliş gösterse de görece olarak düşük seyrini korumuştur.

## Temel Enflasyon Göstergeleri ve TÜFE Enflasyonu



35.2010 yılı boyunca gıda fiyatlarının dalgalı seyri nedeniyle yıl sonu enflasyon beklentilerinde dalgalanmalar görülse de orta vadeli beklentilerde önemli bir değişim gözlenmemiştir. 2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla 24 ay sonrası için enflasyon beklentisi yüzde 6,29 düzeyinde olup orta vadeli hedefimiz olan yüzde 5'in bir miktar üzerinde seyretmektedir.

### 12 ve 24 Ay Sonrası TÜFE Beklentileri\*



36.Önümüzdeki kısa dönemde enflasyonun petrol fiyatlarının gecikmeli yansımaları ve baz etkisiyle yukarı yönlü bir hareket sergilemesi beklenmektedir. Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin güncel değerlendirme ve öngörülerimizi ise olası riskler ve politika önlemleri ile birlikte 28 Nisan 2011 tarihinde yayımlayacağımız Enflasyon Raporu'nda ayrıntılı bir şekilde kamuoyu ile paylaşacağımızı hatırlatmak isterim.

Değerli Konuklar,

37. Küresel finans krizinin derinleşmesini takiben bir yandan fiyat istikrarı hedefini gözetirken, diğer yandan krizin iktisadi faaliyet ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik politikalara odaklandık. Bu çerçevede, Bankamız, bir yandan destekleyici likidite önlemlerini devreye sokarken diğer yandan politika faizlerini hızla indirmiş ve uzun süre düşük seviyelerde tutmuştur.

38. 2010 yılının başlarından itibaren krizin finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin hafiflemesiyle para ve kredi piyasalarımızdaki normalleşmeyi göz önüne alarak, 14 Nisan 2010 tarihinde, kriz sırasında aldığımız önlemlerin geri alınmasını ve para politikasını normalleştirme operasyonlarını içeren çıkış stratejimizi kamuoyu ile paylaştık. Ülkemiz kriz dönemine diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla güçlü ve iyi denetlenen bir bankacılık sisteminin yanı sıra geçmiş krizlerde edindiği tecrübeler doğrultusunda oluşturduğu esnek ve etkin likidite yönetimiyle girmiştir. Bu bağlamda, krize karşı alınan önlemler nedeniyle Bankamızın bilanço yapısı çok fazla bozulmamış ve kriz süresince radikal önlemler alması gerekmemiştir. Dolayısıyla, kriz döneminden çıkış stratejimiz birçok merkez bankasına göre daha sade olmuştur.

39. Çıkış stratejisi kapsamında, kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeler ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimi de dikkate alınarak, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite destekleri geri çekilmeye başlanmıştır. Ayrıca, bu kapsamda piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likidite, normalleşmeye paralel olarak, kademeli biçimde azaltılmıştır. Buna ek olarak, Mayıs ayında teknik faiz ayarlaması sürecinin ilk adımı atılarak 1-hafta vadeli repo ihale faiz oranlarının politika faiz oranı olarak belirlenmesine karar verilmiştir.

40. 2010 yılı Mayıs ayından itibaren euro bölgesinde öne çıkan mali sorunların etkisiyle dış talebe ilişkin belirsizlikler yeniden artmaya başlamıştır. Bu

görünüm, politika faizlerinin uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerekebileceğine dair öngörümüzü doğrulamıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, Mayıs-Ağustos 2010 döneminde mevcut para politikası duruşu korunmuş; politika faiz oranları düşük düzeylerde sabit tutulmaya devam edilmiştir.

#### 2010-2011 Döneminde Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Faiz Oranları

Toplantı Tarihleri	Gecelik Borçlanma Faiz Oranı	1 Hafta Vadeli Repo İhale Faiz Oranı
14 Ocak 2010	6,5	-
16 Şubat 2010	6,5	-
18 Mart 2010	6,5	-
13 Nisan 2010	6,5	-
18 Mayıs 2010	6,5	7
17 Haziran 2010	6,5	7
15 Temmuz 2010	6,5	7
19 Ağustos 2010	6,5	7
16 Eylül 2010	6,25	7
14 Ekim 2010	5,75	7
11 Kasım 2010	1,75	7
16 Aralık 2010	1,5	6,5
20 Ocak 2011	1,5	6,25
15 Şubat 2011	1,5	6,25
23 Mart 2011	1,5	6,25

\* 18 Mayıs 2010 tarihli Para Politikası Toplantısında 1-hafta vadeli repo ihale faiz oranı para politikası açısından politika faiz oranı niteliği kazanmış olup gecelik işlemler için ilan edilen borçlanma faiz oranının 50 baz puan üzerinde, yüzde 7 olarak belirlenmiştir.

Kaynak: TCMB.

41.2010 yılı Eylül ayında, çıkış stratejisi kapsamında öngörülen teknik faiz ayarlaması sürecinin ikinci adımının atılması için gerekli koşulların oluşmasıyla gecelik faiz oranlarında 25 baz puan indirim yapılmasına karar verilmiştir. Çıkış stratejisi çerçevesinde aşamalı teknik faiz ayarlaması sürecinin tamamlanmasıyla birlikte temel fonlama aracının 1 hafta vadeli repo ihaleleri olması, buna karşın kısa vadeli diğer borç verme ve borçlanma imkanlarının gecelik vadeli olması nedeniyle, benzer nitelikteki likidite yönetimi araçları arasındaki vade uyumunu sağlamak amacıyla, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara tanınan repo imkânının sadece gecelik vadede kullanılmasına karar verilmiş ve üç ay vadeli repo ihalelerine son verilmiştir.

42. Buna ek olarak, çıkış stratejisi kapsamında, döviz likiditesine ilişkin sağlanan imkânların, ölçülü ve kademeli olarak kriz öncesi seviyelere getirilmesi hedefi doğrultusunda yabancı para zorunlu karşılık oranı, 2010 yılı Nisan, Temmuz ve Eylül aylarında yapılan düzenlemelerle toplamda 2 puan artırılarak yüzde 11 seviyesine çıkarılmıştır. Ayrıca, uluslararası likidite koşullarında gözlenen iyileşme ve bankacılık sisteminin döviz likiditesindeki artış dikkate alınarak, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren Bankamızın Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemlerine son verilmiştir. Bunun yanı sıra, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Bankamızdan alabilecekleri döviz depo işlemlerinin vadesi, Ekim 2008 dönemi öncesinde olduğu gibi, bir haftaya indirilmiştir.

Değerli Konuklar,

43. 2010 yılının son çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının miktarsal genişleme sürecine girmesi ve buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının güçlenmesi, para politikası stratejimizde önemli değişiklikler yapmamızı gerektirmiştir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışmayı beslemesi, cari işlemler açığının hızla artmasına neden olmuş ve makro finansal riskleri azaltıcı yönde önlem almamızı gerekli kılmıştır. Bu doğrultuda, gerek politika faizi gerekse likidite yönetimi araçları ile zorunlu karşılık oranlarını, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla yönelik olarak birlikte kullanılmaktayız.

44. Yeni politika tasarımı çerçevesinde, Türk lirası zorunlu karşılık oranı Eylül ve Kasım aylarında 0,50'şer puan artırılarak yüzde 6 düzeyine yükseltilmiştir. Buna ek olarak, zorunlu karşılık oranlarının makroekonomik ve finansal riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak daha etkin şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla Eylül ayında Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir.

45. Sermaye girişlerinin artarak devam etmesi üzerine, Kasım ayında Bankamızın gecelik piyasada uyguladığı borçlanma faiz oranı yüzde 5,75'ten yüzde 1,50'ye indirilmiş; borç verme faiz oranı ise 0,25 puan artırılarak yüzde 9'a çıkarılmıştır. Benzer bir düzenleme geç likidite penceresi faiz oranlarında da uygulanmıştır. Bu önlemlerin yanı sıra, Aralık ayında kapsamlı bir düzenlemeye gidilerek Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmış, daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. Söz konusu düzenlemeyle bankacılık sisteminde yükümlülüklerin vadesinin uzatılarak banka bilançolarındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması ve yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi amaçlanmıştır.

**Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Alınan Kararlar**  
(Yüzde)

Karar Tarihi	Vadesiz	1 yıl ve					Birikimli	Mevduat/Katılım fonu dışı diğer*	Ağırlıklı Ortalama
		1 aya kadar	3 aya kadar	6 aya kadar	1 yıla kadar	daha uzun			
<b>16 Ekim 2009</b>	5	5	5	5	5	5	5	5	<b>5</b>
<b>23 Eylül 2010</b>	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	<b>5,5</b>
<b>12 Kasım 2010</b>	6	6	6	6	6	6	6	6	<b>6</b>
<b>17 Aralık 2010</b>	8	8	7	7	6	5	5	8	<b>7,4</b>
<b>24 Ocak 2011</b>	12	10	9	7	6	5	5	9	<b>9,4</b>
<b>23 Mart 2011</b>	15	15	13	9	6	5	5	13	<b>13,7</b>

\*17 Aralık 2010 tarihli düzenlemeyle bankaların TCMB ve kendi aralarında yaptıkları hariç olmak üzere repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.  
Kaynak: TCMB.

46. Mart ayı itibarıyla, gerek kredilerin gerekse diğer iç talep göstergelerinin görece güçlü seyrini korumaya devam etmesi, ilâve bir parasal sıkılaştırmanın gerekli olduğuna işaret etmiştir. Bankamız, söz konusu sıkılaştırmanın politika faizinden ziyade zorunlu karşılıklar vasıtasıyla yapılmasının iç ve dış talepteki ayrışmadan kaynaklanan makro finansal risklerin azaltılması açısından daha etkili olacağını değerlendirmiştir. Bu doğrultuda, kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında güçlü bir artışa gidilmesine karar verilmiştir. Bu kapsamda, Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadesiz ve kısa vadeli mevduatlar/katılım fonları ile diğer yükümlülükler için artırılmıştır. Zorunlu

karşılıklara dair aldığımız tedbirler toplulaştırılmış olarak yansıda gösterilmektedir. Bu çerçevede, 15 Nisan'da yürürlüğe girecek son düzenleme ile birlikte, Ekim 2010 tarihinden itibaren yapılan zorunlu karşılık düzenlemeleriyle piyasadan yaklaşık 38 milyar TL likidite çekilmiş olacaktır.

47. Aldığımız tedbirlerin, yılın ikinci çeyreğinden itibaren iç talep ve krediler üzerinde etkisini göstermesi beklenmektedir. Alınan politika tedbirleri, temel olarak toplam talebin bileşenlerinin daha dengeli bir büyüme patikasına oturtulması yoluyla makro finansal risklerin azaltılmasına katkıda bulunmayı amaçlamaktadır. Son dönemde iç ve dış piyasaya yönelik sipariş beklentilerinin giderek daha dengeli bir görünüm arz etmesi, uygulanan politikaların kısmen de olsa etkisini göstermeye başladığına işaret etmektedir.

Saygıdeğer Konuklar,

48. 2010 yılında, enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam ettiğimizi hatırlatmak isterim. Bankamız güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olma politikası çerçevesinde döviz arzının döviz talebine oranla arttığı dönemlerde serbest piyasa koşullarını en az düzeyde etkileyecek şekilde döviz alım ihaleleri düzenlemektedir. Bu çerçevede, diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte, Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin daha istikrarlı bir şekilde güçlenmesi sebebiyle Ağustos ayında günlük döviz alım ihale tutarı artırılmıştır. 4 Ekim 2010 tarihinden itibaren ise, döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla ülkemize yönelik sermaye akımlarından daha etkin bir şekilde faydalanmak ve söz konusu akımların değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek amacıyla döviz alım ihalelerinde yöntem değişikliğine gidilmiştir. Bu çerçevede, uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının iyileşmesi ve yurt içine sermaye akışının güçlü seyretmesi durumunda döviz alımlarının hızlandırılabilmesi için düzenli döviz alım ihalelerinde tutar artırılabilir. Döviz alımlarının hızlandırılmasına karar

verilmesi durumunda ilave alım tutarı haftanın ilk iş gününde belirlenerek kamuoyuna duyurulmaktadır.

### Yeni İhale Yöntemi Sonrası Döviz Alım Tutarları

Dönem	İlave Döviz Alımı	Toplam Döviz Alımı
Ekim 2010	1.500	2.220
Kasım 2010	1.340	1.940
Aralık 2010	420	1.691
Ocak 2011	-	1000
Şubat 2011	-	950
Mart 2011	-	1150
Toplam	3260	8951

Kaynak: TCMB.

49.Yeni yöntemin rezerv birikimi açısından döviz arzının döviz talebine oranla arttığı dönemlerde yeterli esnekliği sağladığı dikkate alınarak, 3 Ocak 2011 tarihinden itibaren gerçekleştirilecek düzenli ihalelerde bankaların opsiyon hakkı olmayacağı karara bağlanmıştır. Ayrıca, aynı kararlar günlük ihale alım tutarı 50 milyon ABD dolarına yükseltilerek opsiyon uygulamasının sona erdirilmesi nedeniyle döviz alım miktarlarında oluşabilecek keskin düşüş önlenmiştir. 2010 yılında ihaleler yoluyla alınan toplam döviz miktarı 14,9 milyar ABD dolarıdır. 2010 yılsonu itibarıyla 80,7 milyar ABD doları düzeyinde olan altın hariç brüt döviz rezervleri, Mart 2011 itibarıyla 86,2 milyar ABD doları düzeyine yükselmiştir.

#### Değerli Konuklar

50.2011 yılında para ve kur politikasının genel çerçevesi TCMB'nin 21 Aralık 2010 tarihli "2011 Yılında Para ve Kur Politikası" başlıklı duyurusu ile kamuoyuna açıklanmıştır. Bu çerçevede, 2011 yılında da enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru rejimlerinin uygulanmasına devam edilmektedir. 2011 yılsonu için belirlenen enflasyon hedefi yüzde 5,5 olup, belirsizlik aralığı hedef etrafında her iki yönde 2 yüzdelik puan olarak korunmuştur.

51.Fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme temel amacımız doğrultusunda, 2011 yılında da, makroekonomik riskleri ve finansal istikrarı gözetmeye devam



etmekte, bu amaçla para politikası ve likidite yönetiminin etkinleştirilmesine yönelik uygulamalarımızı sürdürmekteyiz. Bu bağlamda, ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre, gelecek dönemde de likidite yönetimi stratejisinde değişikliklere gidilebilecek; temel para politikası aracı olan 1-hafta vadeli repo ihale faiz oranının etkinliğini desteklemek ve finansal istikrara ilişkin riskleri sınırlamak amacıyla borçlanma ve borç verme faiz oranları koridoru ile zorunlu karşılık oranları gibi diğer araçlar da aktif olarak kullanılabilir.

52. Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya devam edecektir. Bu süreçte, Bankamız ve ilgili kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri de dikkatle değerlendirilecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Mali disiplinin devamı aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımların büyük önem taşıdığını hatırlatarak konuşmamı sonlandırmak istiyorum.

Teşekkür ederim.