



**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

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

**DURMUŞ YILMAZ  
BAŞKAN**

24 Nisan 2008, Ankara

## I. Giriş

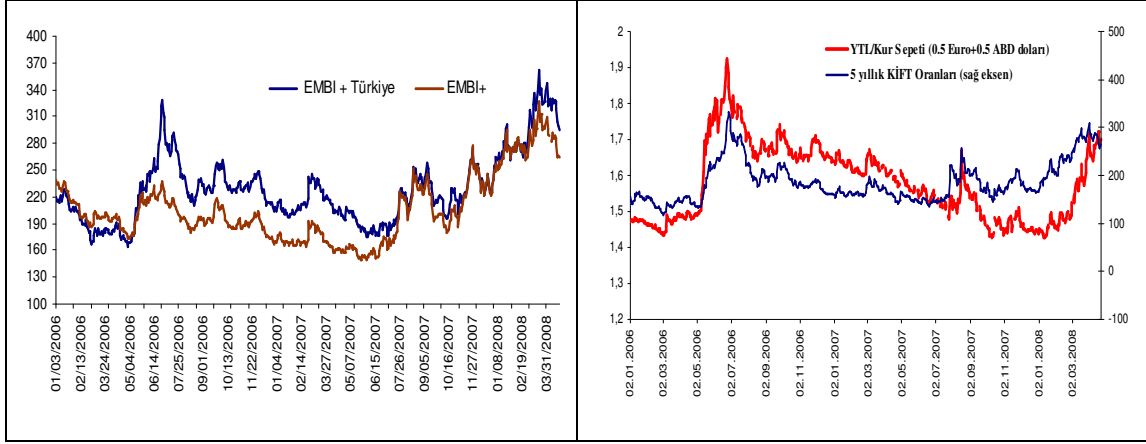
1. Bankamızın Sayın Hissedarları, Değerli Konuklar, Değerli Basın Mensupları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının 76. Olağan Genel Kurul Toplantısına hoş geldiniz.
2. Konuşmama, son dönemde küresel ölçekte önemli çalkantılara neden olan ve ülkemiz ekonomisi üzerinde de doğrudan ve dolaylı etkileri hissedilen uluslararası finansal krizin kısa bir değerlendirmesini yaparak başlayacağım. Ardından, ülkemizde 2007 yılına ilişkin temel makroekonomik gelişmeleri özetledikten sonra, konuşmamın son kısmında da enflasyon gelişmeleri ve para politikası uygulamaları konusundaki değerlendirmelerimi sizlerle paylaşacağım.

## II. Uluslararası Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler

Değerli Konuklar,

3. 2007 yılının Ağustos ayından itibaren ABD emlak piyasalarında yüksek riskli konut kredilerinden başlayan ve ardından para ve sermaye piyasalarına yayılan finansal krizin ilk etkileri reel ekonomide hissedilmeye başlamış, ABD ekonomisinin resesyona gireceği yönündeki beklentiler kuvvetlenmiştir. Buna ilaveten, finansal krizin giderek global ölçekte bir ekonomik yavaşlamaya yol açacağı görüşü de belirginlik kazanmıştır. Ancak, bu yavaşlamanın boyutu ve şiddetine ilişkin belirsizlikler halen devam etmektedir. Bu belirsizlikler, uluslararası bankaların geri ödeyememe riskine odaklanarak, kredi kullandırmakta isteksiz davranmalarına ve finans piyasalarında likidite sıkıntılarının yaşanmasına yol açmıştır.
4. ABD'de emlak piyasalarına kredi sağlayan belli başlı finansal kuruluşların yüksek oranlarda zarara uğraması ve ABD'de resesyon endişelerinin artması, gelişmekte olan ülkelerde risk algılamasının belirgin bir şekilde bozulmasına ve risk primlerinin artmasına neden olmuştur. Türkiye de bu gelişmelerden olumsuz yönde etkilenmiş ve Türkiye'nin risk primi, diğer gelişmekte olan ülkelere paralel olarak artış göstermiştir.

**Grafik 1: Risk Göstergeleri**



Kaynak: Bloomberg.

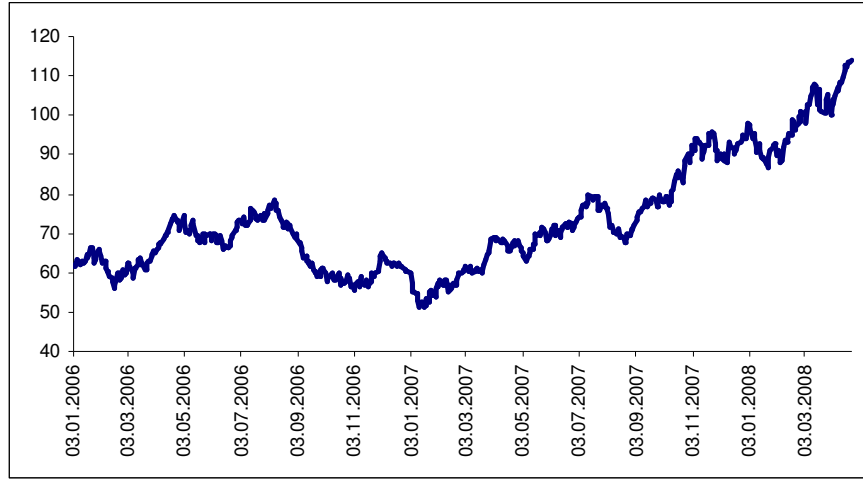
5. Ancak, burada belirtilmesi gereken nokta, uluslararası finansal krizin bu aşamada Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin, 2006 yılının Mayıs-Haziran aylarında global likidite koşullarında yaşanan kötüleşmenin yarattığı etkilere göre daha sınırlı kaldığıdır. Bu da, ülkemiz ekonomisinin uluslararası şoklar karşısında görece olarak daha esnek ve dayanıklı bir hale geldiğini göstermektedir. Bununla birlikte, kırılganlıkların geçmiş dönemlere göre azalmış olmasının, risklerin mevcut olmadığı şeklinde algılanmaması gerektiğini vurgulamak isterim.
6. Risk algılamalarının bozulmaya devam etmesi durumunda ekonomimizin dayanıklılığını koruması için mali disiplin ve yapısal reformların devamlılığı kritik önemini korumaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve ekonomik programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların sürekliliği büyük önem taşımaktadır. Buna ek olarak, kamu maliyesinde elde edilmiş kazanımların ve kurumsal alt yapıda gerçekleştirilen reformların korunmasının ve daha da iyileştirilmesinin bir zorunluluk olduğunu belirtmek isterim.

Değerli Konuklar,

7. 2007 yılında uluslararası piyasalarda gözlenen bir diğer önemli gelişme de, ham petrol, tarım ürünleri ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlardır. Bu artışlar yalnızca ülkemizde değil, dünya genelinde enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır.
8. Uluslararası ham petrol fiyatları, ABD ve Çin'de gerçekleşen sert kış koşulları, ABD ve OECD stoklarında gözlenen hızlı gerilemeler, Nijerya'da baş gösteren jeopolitik belirsizlikler ve ABD dolarında yaşanan hızlı değer kayıpları gibi

unsurların etkisiyle rekor seviyede artış göstermiştir. Jeopolitik belirsizliklerden kaynaklanan ani arz kesintileri atıl kapasite oranlarının düşük olduğu ham petrol piyasasında fiyatlar üzerinde baskı yaratmakta, bu da spekülâtif yatırımcıların ilgisini artırarak fiyat baskısını şiddetlendirmektedir. Ham petrol varil fiyatı 2007 yılının sonunda 95 ABD dolarına kadar yükselmiş, içinde bulunduğumuz ayda ise 114 ABD dolarına kadar çıkarak 1979 yılından bu yana görülen en yüksek seviyeyi reel olarak geride bırakmıştır.

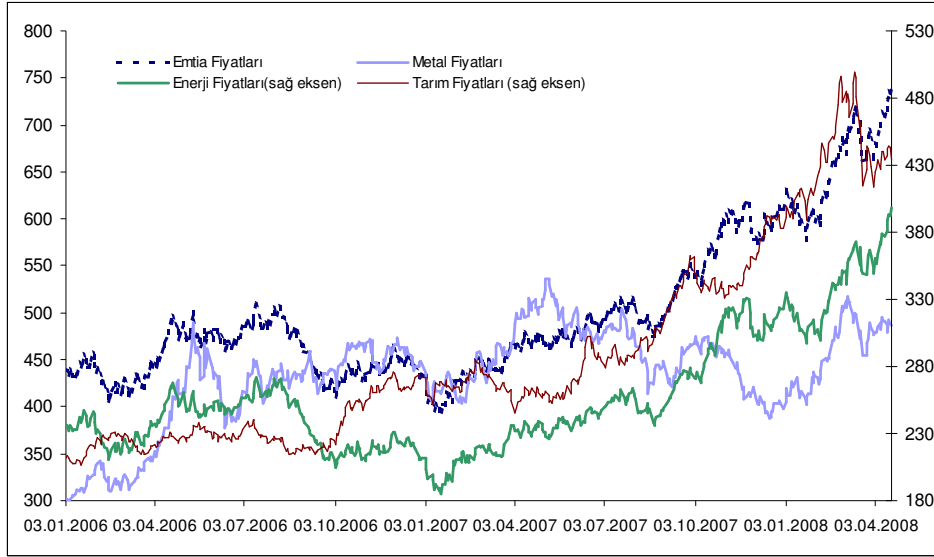
**Grafik 2: Uluslararası Ham Petrol Fiyatları (Brent, ABD doları/Varil)**



Kaynak. Bloomberg.

9. Uluslararası piyasalarda emtia ve tarımsal ürün fiyatları da 2007 yılı boyunca artış eğilimi sergilemiştir. Mısır, buğday ve şeker pancarı gibi tarımsal ürünlerin enerji amaçlı olarak biyoyakıt üretiminde kullanılması ve üretici ülkelerde olumsuz hava koşullarından kaynaklanan rekolte kayıpları, gıda fiyatlarının küresel ölçekte artmasına neden olmuştur. Bunun yanı sıra, başta Çin ve Hindistan olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin genel refah seviyelerindeki iyileşme, emtia fiyatları üzerinde talep kaynaklı baskıların oluşmasına yol açmaktadır. Artan talebe ilave olarak ortaya çıkan arz yönlü sıkıntılar spekülâtif yatırımcıların ilgisini çekmekte ve fiyat hareketlerinin daha da sertleşmesine neden olmaktadır. Uluslararası enerji ve emtia fiyatlarındaki artışın ülkemiz ekonomisi üzerindeki etkilerine, konuşmamın son kısmında enflasyon gelişmelerinden söz ederken daha detaylı olarak değineceğim.

**Grafik 3: Emtia Fiyatları Gelişmeleri**



Kaynak. Goldman Sachs.

Saygıdeğer Konuklar,

10. 2007 yılında uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeleri bu şekilde kısaca özetledikten sonra, konuşmamın bu kısmında ülkemize ilişkin temel makroekonomik gelişmelere değinmek istiyorum.

### III. Makroekonomik Gelişmeler

11. Daha önceki bazı sunum ve konuşmalarım da belirttiğim gibi, Türkiye ekonomisinde 2001 yılındaki krizi izleyen süreçte köklü bir dönüşüm gerçekleşmiştir. Kriz sonrasında uygulanan basiretli para ve maliye politikaları ile birlikte hayata geçirilen kapsamlı yapısal reformlar bu dönüşüm sürecinin temel taşlarını oluşturmuştur. Ekonomide sağlanan istikrar ortamıyla enflasyon hızlı bir düşüş eğilimine girmiş, art arda yüksek büyüme oranları elde edilmiştir. 2002 yılından günümüze kadar geçen sürede yıllık reel büyüme oranı ortalama yüzde 6,8 olarak gerçekleşmiştir.
12. Ekonomimizde 2002 yılından itibaren gözlenen kesintisiz büyüme, 2007 yılında da devam etmiş ve bu yılda Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) yüzde 4,5 oranında artmıştır. Yılın ilk iki çeyreğinde sırasıyla yüzde 7,6 ve yüzde 4,0 olarak gerçekleşen GSYİH büyüme oranı, son iki çeyrekte yüzde 3,4 olmuştur. 2007 yılı GSYİH büyümesi, 2002 yılından itibaren gözlenen en düşük yıllık büyüme olmuştur. Büyüme oranında bu yılda ortaya çıkan yavaşlamada, genel seçimlere ilişkin belirsizlikler, kuraklık nedeniyle tarım

sektörü katma değerinin küçülmesi, uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ve 2006 yılı ortalarından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma etkili olmuştur.

**Tablo 1: Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri  
(1998 Fiyatlarıyla, Yıllık Yüzde Değişim)**

	2006	2007				Yıllık
	Yıllık	I	II	III	IV	
<b>1-Tüketim Harcamaları</b>	5,1	5,5	1,7	7,6	2,7	4,4
<b>Kamu</b>	8,4	4,7	2,1	3,3	1,6	2,8
<b>Özel</b>	4,6	5,6	1,6	8,2	2,9	4,6
<b>2-Sabit Sermaye Yatırımları</b>	13,3	2,8	1,2	2,1	7,2	3,3
<b>Kamu</b>	2,6	4,3	8,4	15,9	2,2	7,6
<b>Özel</b>	15,0	2,6	0,2	0,0	8,1	2,7
<b>Makine-Teçhizat</b>	12,2	-3,2	-3,7	-1,6	11,9	0,7
<b>İnşaat</b>	20,3	12,9	8,2	2,8	2,2	6,3
<b>3- Stok Değişimi<sup>1,2</sup></b>	-0,1	1,9	1,8	0,0	3,2	1,7
<b>4-Mal ve Hizmet İhracatı</b>	6,6	12,5	9,3	4,2	2,5	6,7
<b>5-Mal ve Hizmet İthalatı</b>	6,9	8,6	5,6	14,4	15,7	11,1
<b>Net İhracat<sup>1</sup></b>	-0,3	0,4	0,5	-2,6	-3,7	-1,5
<b>6-Toplam Yurt İçi Talep</b>	7,0	6,8	3,2	5,9	7,0	5,7
<b>7-Toplam Nihai Yurt İçi Talep</b>	7,0	4,8	1,6	6,3	3,8	4,1
<b>8-GSYİH</b>	6,9	7,6	4,0	3,4	3,4	4,5

1:GSYİH büyümesine katkı, yüzde puan.

2: Stok değişimleri istatistiki hatayı da içermektedir.

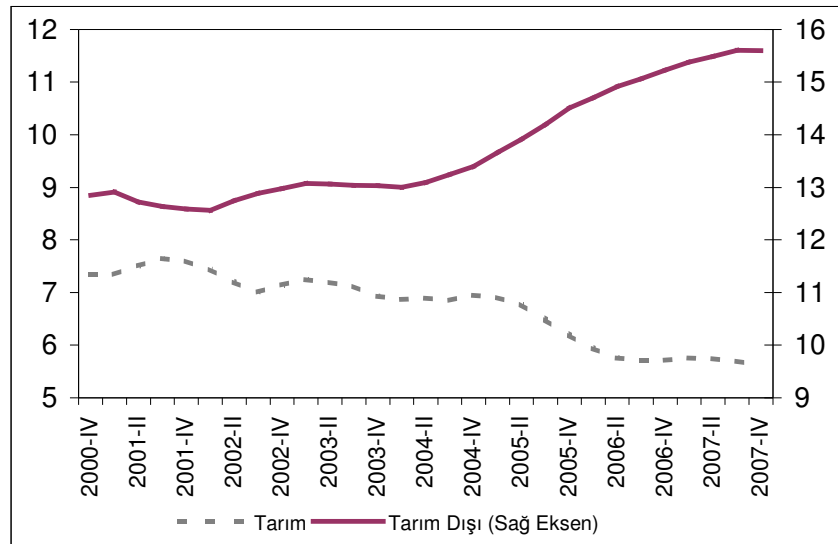
Kaynak: TÜİK.

13. 2007 yılının ikinci yarısında özel kesim talebindeki canlanmaya bağlı olarak nihai yurt içi talebin büyümeye katkısı, yılın ilk yarısına göre artış göstermiştir. Öte yandan, 2007 yılının ilk yarısında büyümeye pozitif katkı sağlayan net dış talep, yılın ikinci yarısında ithalattaki hızlanmayla birlikte büyümeye negatif yönde katkıda bulunmuştur. 2006 yılının ikinci yarısından itibaren yavaşlama eğilimine giren yurt içi talep, 2007 yılında kademeli bir toparlanma göstermekle birlikte, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği destek sürmüştür.
14. Türkiye ekonomisinde 2001 yılından itibaren gözlenen dönüşüm süreci, istihdamın yapısında da önemli değişikliklere yol açmıştır. 2002 yılında toplam çalışanların yüzde 35'i tarım sektöründe istihdam edilirken, bu oran 2007 yılının sonunda yüzde 25'e gerilemiştir. Tarım dışı sektörlerin istihdam talebindeki artış, tarım istihdamındaki gerilemenin önemli unsurlarından biri olmuştur. Bu bağlamda, bir üretim girdisi olarak kullanılan emeğin sektörler arasında yeniden dağılımının yapıldığı gözlenmektedir. Düşük verimliliğe sahip tarım sektöründeki iş gücünün daha yüksek verimliliğe sahip tarım dışı sektörlerle kayması iktisadi gelişim açısından olumlu bir süreçtir. Ancak bu

durum, 2001 sonrası dönemde ortaya çıkan hızlı büyümenin işsizlik oranında belirgin bir gerileme yaratamamasının temel nedenlerinden biri olmuştur.

15. Tarım istihdamındaki gerilemenin yanı sıra istihdamın yapısında ortaya çıkan önemli değişimlerden bir diğeri de kayıt dışı istihdam oranındaki azalmadır. 2002 yılında toplam çalışanların yüzde 52'si herhangi bir sosyal güvenlik kuruluşuna kayıtlı olmadan istihdam edilirken, bu oran 2007 yılının son çeyreği itibarıyla yüzde 45'e gerilemiştir.
16. 2007 yılında ekonomik faaliyetlerde meydana gelen yavaşlama, tarım dışı sektörlerdeki istihdam artışının duraksamasına neden olurken, tarımda yaşanan kuraklığın da etkisiyle tarım sektörü istihdamındaki gerileme hızlanmıştır. 2007 yılında tarım dışı sektörlerin istihdam artış oranının yüzde 2,3'e gerilemesi ve tarım sektörü istihdamının yüzde 2 oranında azalması sonucunda toplam istihdam artışı yüzde 1,1 olarak gerçekleşmiştir.

**Grafik 4: Tarım ve Tarım Dışı İstihdam**  
(12 Aylık Ortalama, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

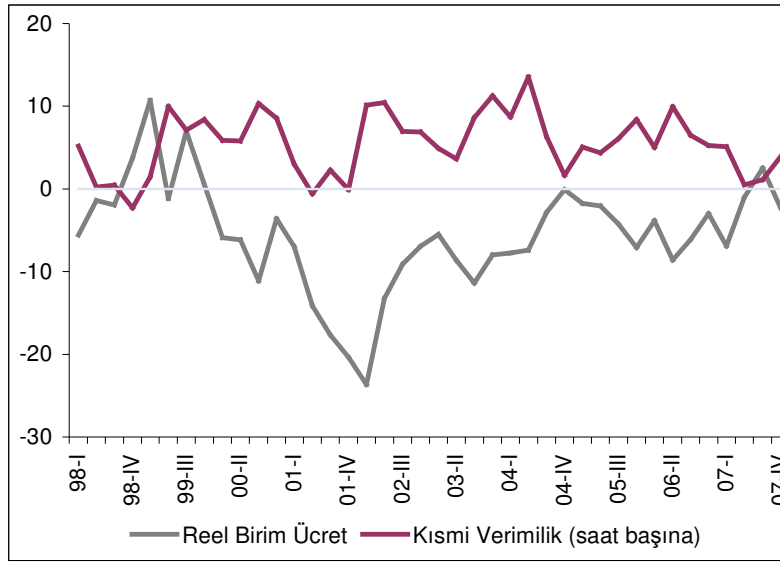
17. Ülkemizin yaşadığı demografik değişim süreci, toplam nüfus içinde çalışan nüfusun payının artmasına, bu da işsizlik oranının belli bir düzeyde katılık göstermesine yol açmaktadır. Önümüzdeki dönemde kadınların iş gücüne katılım oranının artacağı ve emeğin sektörler arasındaki yeniden dağılımının devam edeceği göz önünde tutulduğunda, tarım dışı iş gücü arzındaki artışın sürmesi beklenmektedir. Artan iş gücü arzına yeni istihdam olanaklarının yaratılmasının, büyük ölçüde iş gücü piyasalarında esnekliği artırıcı ve maliyetleri düşürücü reformların yapılmasına bağlı olduğu unutulmamalıdır.

Bu aynı zamanda, kayıtlı istihdamı artırarak sosyal güvenlik sistemimizdeki sorunların giderilmesine önemli ölçüde katkıda bulunacaktır.

18. Reel birim ücretler, imalat sanayiinde ortaya çıkan verimlilik artışlarının bir sonucu olarak, 2001 sonrası dönemde aralıksız olarak düşüş kaydetmiştir. Ancak, 2007 yılının ikinci çeyreği itibarıyla bu eğilimde bir yavaşlama gözlenmiş ve yılın üçüncü çeyreğinde imalat sanayiinde reel birim ücretler yüzde 2,5 oranında artmıştır. Yılın son çeyreğinde ise reel birim ücretlerde yüzde 2,3 oranında bir düşüş olmuştur.

19. Reel birim ücretlerin enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaya devam edebilmesi için orta vadede verimliliği destekleyecek ve yatırım ortamını iyileştirecek düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

**Grafik 5: İmalat Sanayiinde Verimlilik ve Reel Birim Ücretler**  
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

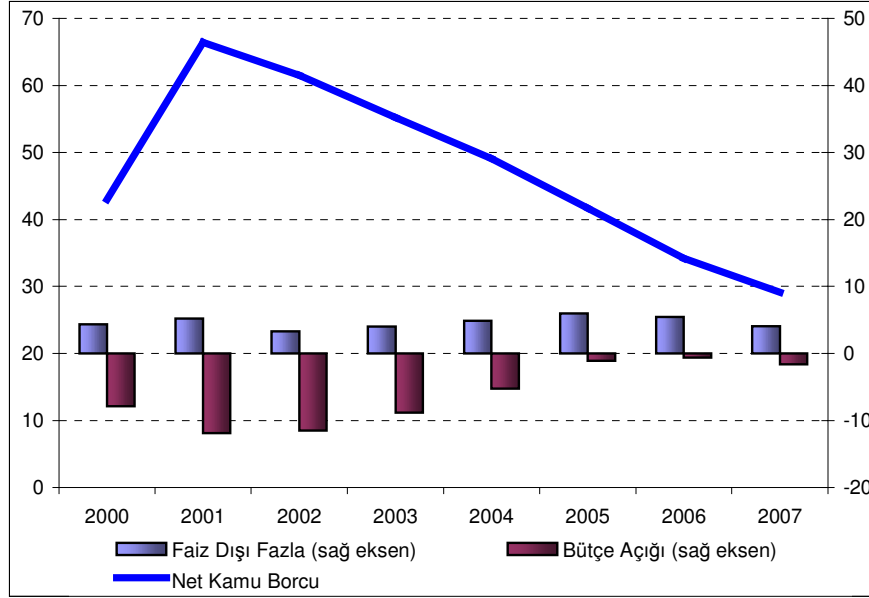
Değerli Konuklar,

20. Bilindiği gibi, 90'lı yıllar boyunca kamu maliyesinde kalıcı bir disiplin sağlanamamış, yüksek düzeylere ulaşan kamu açıkları temelde iç borçlanma ile finanse edilmiştir. Bunun sonucunda kamunun toplam borç stoku hızla artmış, 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında bankacılık kesiminin yeniden yapılandırılmasıyla birlikte toplam net kamu borç stokunun GSYİH'ye (1998 temel yıllı milli gelir serisi) oranı yüzde 66,4 gibi oldukça yüksek sayılabilecek bir düzeye ulaşmıştır. Ancak, daha önce de belirttiğim gibi, kriz



sonrası süreçte istikrar programının kararlılıkla uygulanması ve mali disiplinin sürdürülmesiyle birlikte bütçe açıkları belirgin bir şekilde azalırken, bir yandan da yüksek düzeyde faiz dışı bütçe fazlası hedeflerine büyük ölçüde ulaşılması sonucunda, toplam net kamu borç stokunun GSYİH'ye oranı 2007 yılında yüzde 29,1'e kadar gerilemiştir.

**Grafik 6: Bütçe Açığı, Faiz Dışı Fazla ve Net Kamu Borç Stoku (GSYİH'ye Oranlar)**



Kaynak: Maliye Bakanlığı, Hazine.

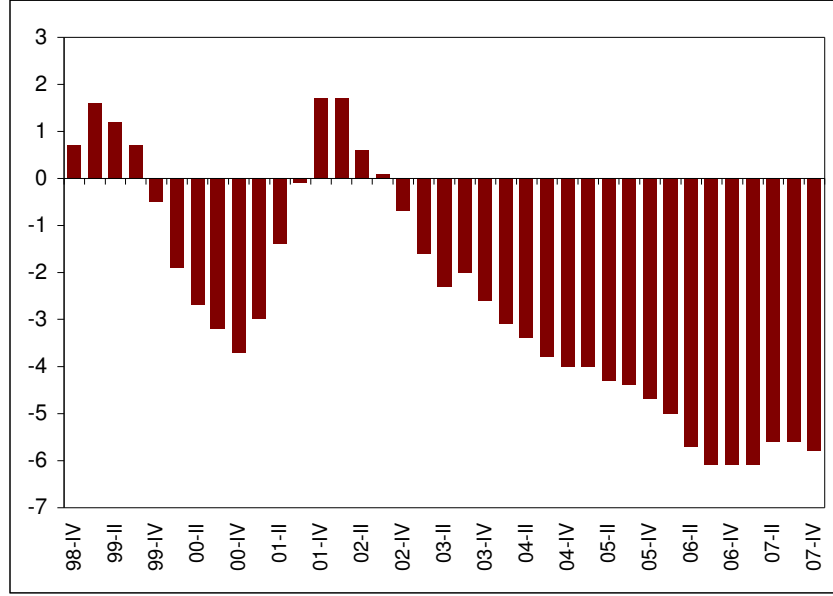
21. 2006 yılı ve öncesinde, bazı harcama kalemlerinde gözlenen sapmalara karşın, faiz dışı fazla hedeflerine ulaşılmasında yurt içi talepteki canlılığın dolaylı vergilerden sağlanan gelirleri artırmasının önemli katkısı olmuştur. Ancak, 2007 yılında yurt içi talebin yavaşlamasıyla birlikte vergi gelirleri hedeflenen düzeyin altında gerçekleşmiştir. Buna ilaveten, kamu kesimindeki yapısal sorunları gidermeye yönelik reformların sonuçlandırılmamasına bağlı olarak, esas olarak sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderleri kalemlerinin öngörülen düzeyin üzerinde artması sonucunda faiz dışı harcamalar hedefin üzerinde gerçekleşmiş ve program tanımlı faiz dışı fazla hedefinden sapılmıştır.
22. Kamu kesiminde maliye politikasının etkinliğinin artırılmasına ve kurumsal yapının güçlendirilmesine yönelik önemli reformlar yapılmasına karşın, özellikle sosyal güvenlik sistemindeki yapısal sorunlardan kaynaklanan harcamaların kontrol altına alınmasını sağlayacak önlemlerin etkin olarak hayata geçirilememesi sonucunda 2007 yılında maliye politikasının fiyat

istikrarını sağlamaya yönelik katkısı sınırlı düzeyde gerçekleşmiştir. Nitekim, 2007'nin seçim yılı olması dolayısıyla bazı kalemlere ait harcamaların öngörülen düzeyden fazla artması ve 2007 yılının Kasım ayında tütün ve petrol ürünlerine yapılan dolaylı vergi artışları, enflasyon oranını artırıcı yönde etkide bulunmuştur. Bu değerlendirmeden de görüleceği üzere, kamu kesimine ilişkin reformların tamamlanması, bir yandan kamu maliyesini daha sağlam temellere oturtmak, diğer yandan da fiyat istikrarının kalıcılığını sağlamak açısından hayati önemini korumaktadır.

Değerli Konuklar,

23. Konuşmamın bu kısmında, son zamanlarda sıkça tartışma konusu olan cari işlemler açığı ve finansmanına ilişkin son gelişmelere kısaca değinmek istiyorum.
24. Son yıllarda ihracat performansında gözlenen artışlar 2007 yılında da devam etmiştir. Bu yılda ihracat, tekstil ve giyim gibi geleneksel sektörlerin yanı sıra kara taşıtları ve demir çelik sektörlerinin güçlü performans sergilemesi sonucunda geçen yıla göre yüzde 23,1 oranında artarak 113,2 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. İthalat ise, yılın ikinci yarısında iç talepteki kısmi toparlanma ve güçlü YTL'nin etkisiyle hızlanmış, 2007 yılında önceki yıla göre yüzde 20,6 oranında artarak 160,7 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 47,5 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.
25. İhracattaki olumlu performans, güçlü sanayi üretimi ve Eylül ayından itibaren petrol fiyatlarının 2006 yılı seviyesinin üzerinde seyretmesi, ara malı ithalatının yıl genelinde yüksek oranda artmasına neden olmuştur. Diğer yandan, turizm gelirlerinin 2007 yılında 18,5 milyar ABD dolarına yükselmesine bağlı olarak hizmet gelirleri artmış, ancak gelir dengesi açığı genişlemiştir. Bu gelişmeler sonucunda, 2007 yılında cari işlemler açığı 38 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 2006 yılı sonunda yüzde 6,1'e ulaşan cari işlemler açığının GSYİH'ye oranı, 2007 yılı sonunda bir miktar azalarak yüzde 5,8'e gerilemiştir.

**Grafik 7: Cari İşlemler Dengesi / GSYİH\* (Yüzde)**



\* Yıllıklandırılmış veriler ile.  
Kaynak: TCMB.

26. Türkiye’de son yıllarda artan özel yatırımların daha çok ithal girdi payı yüksek olan otomotiv, makine-teçhizat, elektronik gibi sektörlerde yoğunlaşması, cari işlemler açığının artmasında etkili olmuştur. Ham petrol başta olmak üzere enerji ithalatı fiyatlarının hızlı yükseliş göstermesi de cari işlemler açığının yükselmesine önemli katkıda bulunmuştur.
27. Cari açığın yükselmesine karşın, açığın finansman yapısında özellikle 2006-2007 döneminde kayda değer bir iyileşme olduğu gözlenmektedir. Doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli kredi kullanımları, cari işlemler açığının tamamını karşılayabilir bir düzeye gelmiştir. Portföy yatırımlarının ve kısa vadeli kredilerin ise finansman kaynakları içindeki ağırlığı önemli ölçüde azalmıştır. Finansman tarafında gözlenen bu olumlu gelişmeler, cari açığın sürdürülebilirliği konusundaki endişeleri azaltmaktadır. Ancak unutulmamalıdır ki, cari işlemler dengesinin daha sağlıklı bir yapıya kavuşması ve sürdürülebilir büyümenin devamlılığının sağlanması, orta ve uzun vadede verimlilik ve rekabet artışına dayanan ihracat performansına bağlıdır.
28. Ülkemizde 2001 krizi sonrası süreçte uygulamaya konulan kapsamlı yapısal reformlar, kredi mekanizmasının işleyişini daha etkin ve sağlıklı bir hale getirmiştir. Bankacılık sisteminin ve bireylerin beklentileri olumlu yönde değişmiş, kredilerin vadelerinde ve tutarlarında artış gözlenmiştir. Bu olumlu gelişmelerin bir yansıması olarak kredi hacmi 2003 yılının ikinci çeyreğinden

itibaren belirgin olarak yükselmiştir. Bankacılık kesimine yabancı sermaye girişlerinin devam etmesinin ve kamu borç yükündeki düşüşün sürmesinin de katkılarıyla kredi hacmindeki genişleme 2007 yılında da sürmüştür. Tüketici kredilerinde de artış eğilimi devam etmekle birlikte, yılın son çeyreğinde artış hızı bir miktar yavaşlamıştır.

**Tablo 2: Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar**  
(Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2006		2007			
	III	IV	I	II	III	IV
<b>Tüketici Kredileri</b>	1,5	3,6	2,6	9	10	6,6
<b>Konut Kredileri</b>	0,9	2,2	2,7	7,5	10,2	5,4
<b>Taşıt Kredileri</b>	-6,4	-5	-8,9	-3,4	-2	-1,4
<b>Diğer Krediler</b>	6	8,9	6,6	14,5	12,8	9,9
<b>Kredi Kartları</b>	2,1	2,1	-1,6	7,7	2,4	3,2

Kaynak: TCMB.

29. Tüketici kredilerinin yılın son çeyreğinde yavaşlamasında, uluslararası finans piyasalarında yaşanan dalgalanmalara bağlı olarak azalan finansman olanaklarının ve belirsizlik algılamalarındaki artışın etkili olduğu gözlenmektedir. Son dönemde küresel piyasalarda ortaya çıkan çalkantılar, aynı zamanda bankaların likidite riski yönetiminin önemini de bir kez daha ortaya koymuştur. Bu kapsamda bankaların etkin likidite yönetimini özenle sürdürmeleri büyük önem taşımaktadır. Buna ilaveten, reel sektörün yabancı para cinsinden açık pozisyonunun bankacılık sektörü için dolaylı kredi riski oluşturduğu da unutulmamalıdır. Firmaların tek yönlü kur varsayımında bulunmamaları, çeşitli finansal araçların yardımı ile kur riskine karşı koruma sağlamaları kritik önem taşımaktadır.

Saygıdeğer Konuklar,

30. Konuşmamın son bölümünde, ekonomimizde geçtiğimiz yıl ve içinde bulunduğumuz dönem itibarıyla enflasyon gelişmeleri ve para politikası uygulamalarına ilişkin değerlendirmelerimi sizlerle paylaşmak istiyorum.

#### IV. Enflasyon Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları

31. Bilindiği üzere, Bankamız, 2001 yılında yaşanan finansal krizin ardından uygulamaya konulan ekonomik program çerçevesinde, dalgalı kur rejimi altında, fiyat istikrarını hedef alan bir politika yürütmektedir. Bu çerçevede, 2002 yılından itibaren örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmış, mali disiplin, makroekonomik ve finansal istikrarın sağlanması gibi gerekli önkoşulların oluşması ve tüm kurumsal, teknik ve operasyonel hazırlıkların tamamlanmasının ardından 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Bu dönemde, enflasyonu düşürme yolunda önemli bir mesafe alınmış, 30 yıl sonra enflasyon oranı 2004 yılında tek haneli rakamlara düşmüştür. Ancak, enflasyondaki bu düşüş süreci 2006 yılında kesintiye uğramış ve enflasyon hedeflemesinin ilk iki yılında enflasyon hedefleri önemli ölçüde aşılmıştır.
32. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin deneyimlerine bakıldığında, enflasyonun hedefi aşmasının sıkça karşılaşılan bir durum olduğu görülmektedir. 2005 yılında yapılan, yirmiden fazla enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeyi inceleyen bir çalışma, fiyat istikrarını sağlamış olan ülkelerin yüzde 30, enflasyonu düşürme aşamasında olan ülkelerin ise yüzde 60 oranında hedeften belirgin ve uzun süreli sapma yaşadığını ortaya koymaktadır.<sup>1</sup> Bu ülkelerin hiçbirisinde, sapmanın büyüklüğü, süresi ve sıklığı ne olursa olsun, operasyonel çerçevesinde birtakım ayarlamalar yapılmış olsa bile, enflasyon hedeflemesi rejiminden vazgeçilmemiştir.
33. Öte yandan, enflasyon hedefinden sapılması durumunda, şeffaflık ve hesap verme mekanizmalarının etkin olarak işletilmesi kritik öneme sahiptir. Merkez Bankası, 2006 yılı Temmuz ve Ekim aylarında ve 2007 yılı Ocak ayında Hükümet'e yazılan açık mektuplarla hedeften sapmanın nedenlerini ve tekrar hedefe yakınsanabilmesi için alınması gereken önlemleri kamuoyu ile paylaşmıştır.

Değerli Konuklar,

34. Ülkemizde 2006 ve 2007 yıllarında enflasyonun belirlenen hedeflerin üzerinde gerçekleşmesinin temel nedenleri büyük ölçüde dışsal etkenlere bağlıdır. 2006 yılının ilk aylarından itibaren petrol fiyatları, işlenmemiş gıda fiyatları ve altın fiyatlarında görülen yüksek artışlar enflasyonu olumsuz etkilemeye başlamıştır. Bu etki, Mayıs ayından itibaren küresel risk algılamalarındaki

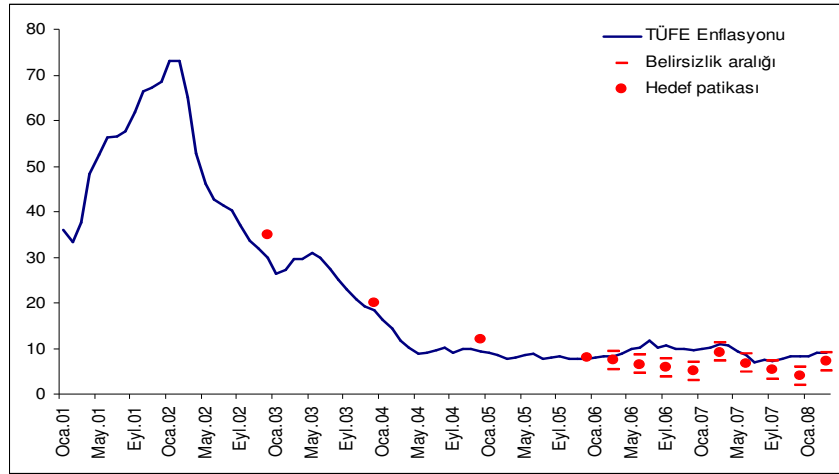
---

<sup>1</sup> Roger, S. and Stone, M. (2005), "On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets", IMF Working Paper No. 05/163.

değişim ve uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönmesiyle YTL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi sonucu daha da güçlenmiş, enflasyon bekleyişleri belirgin olarak bozulmuştur.

35. Bu olumsuz gelişmeler karşısında Merkez Bankası, gerek politika faiz oranlarını yükselterek gerekse piyasadaki fazla Türk lirası likiditesini çekerek, güçlü bir parasal sıkılaştırma yoluna gitmiştir. 2006 yıl sonu enflasyon hedefi aşılma ile beraber, enflasyon kontrol altına alınmış, 2007 yılının ilk üç çeyreğinde enflasyon oranı hedefle uyumlu patika etrafında belirlenen belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. Ancak, süregelen arz şokları ve yönetilen/yönlendirilen mal fiyatlarındaki artışlar, ki bunlar para politikasının kontrol edemediği gelişmelerdir, enflasyondaki düşüşte duraklamaya neden olmuştur. 2007 yılı sonunda tüketici fiyatları ile ölçülen enflasyon oranı yüzde 8,4 ile hedef etrafında açıklanmış olan belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır.

**Grafik 8: Yıllık TÜFE Enflasyonu ve Hedef Patikası**

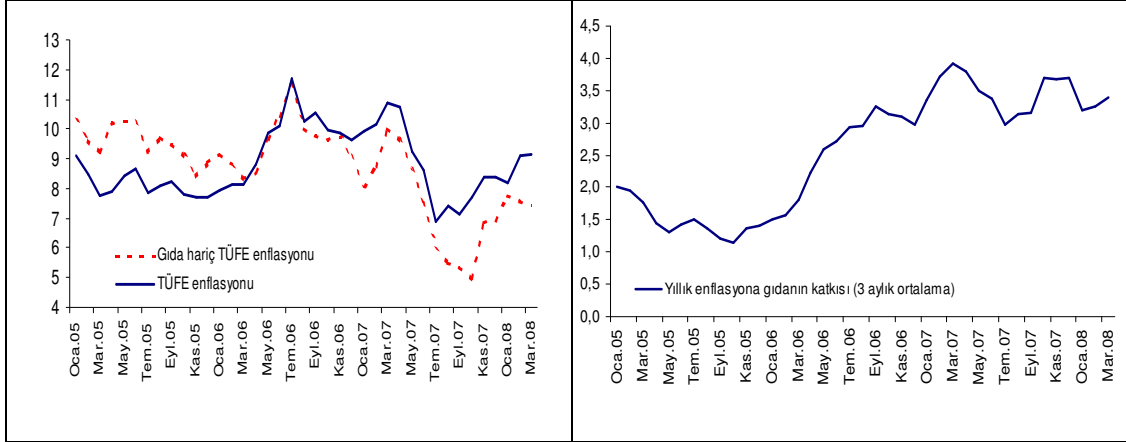


Kaynak: TÜİK, TCMB.

36. 2007 yılındaki enflasyon gelişmelerinde, gıda fiyatlarındaki artış enflasyondaki düşüşü sınırlayan en önemli faktör olmuştur. Gıda fiyatlarındaki artış da biri iç, diğeri dış kaynaklı olmak üzere iki temel nedene dayanmaktadır: İlk olarak, ülkemizde 2007 yılında etkili olan kuraklık nedeniyle tarım ürünleri rekoltesinde yaşanan düşüş arz yönlü bir şok oluşturmuştur. İkinci olarak, konuşmamın ilk kısmında da belirttiğim gibi, mısır, buğday ve şeker pancarı gibi bazı tarım ürünlerinin alternatif yakıt üretiminde kullanılması, dünyada gıda talebinin artması ve tarımsal emtia fiyatlarındaki yükselişler dış ticaret kanalıyla yurtiçi gıda fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Bu gelişmeler hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. 2007 yılında

tüketici fiyatlarındaki artışın 3,4 puanı gıda fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Gıda fiyatları hariç tutulduğunda enflasyon oranınının 2007 yılında önemli ölçüde yavaşladığı görülmektedir.

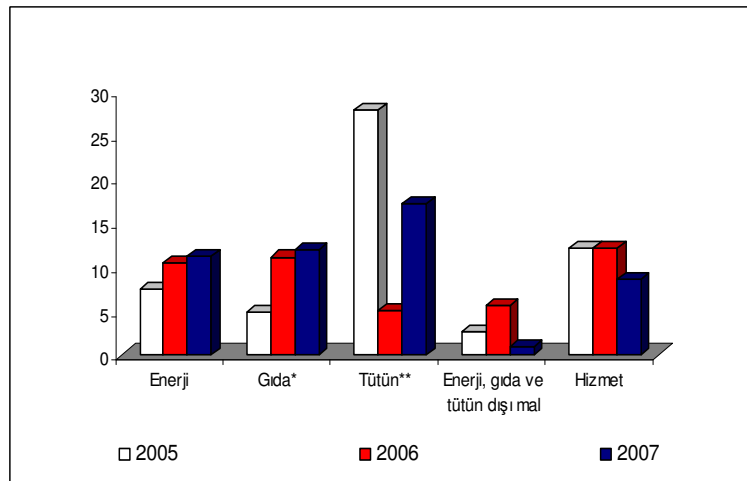
**Grafik 9: Gıda Fiyatları ve TÜFE Enflasyonu**



Kaynak: TÜİK, TCMB.

37. Ham petrol fiyatlarındaki artışlar ve özellikle yılın son çeyreğinde akaryakıt ürünlerinden alınan özel tüketim vergisindeki ayarlamalar ve belediyelerin su fiyatlarına yaptığı zamlar, 2007 yılında enflasyondaki düşüşü yavaşlatan diğer önemli gelişmeler olmuştur. Enerji fiyatlarındaki bu artışlar enflasyon oranına 1,6 puan katkıda bulunmuştur. Benzer şekilde tütün ürünlerinden alınan özel tüketim vergisinde yıl içinde yapılan artışlar, enflasyon üzerinde baskı yapan bir diğer unsur olmuştur.

**Grafik 10: Seçilmiş TÜFE alt kalemleri (Yıllık yüzde değişim)**



Kaynak: TÜİK.

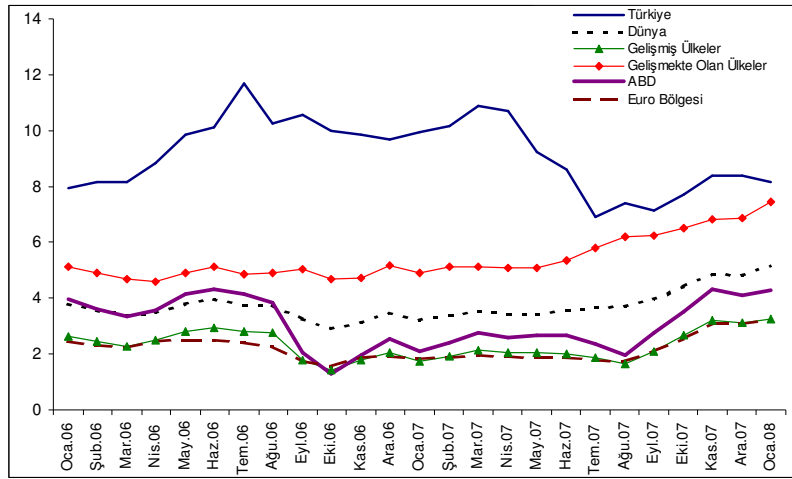
\* Gıda ve Alkolsüz İçecekler.

\*\* Tütün ve Alkollü İçecekler.

Değerli Konuklar,

38. Konuşmamın başlarında da söz ettiğim nedenlerden dolayı, 2007 yılından itibaren dünya genelinde enflasyon yükselme eğilimine girmiştir. Hem ABD ve Euro bölgesinde, hem de enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranları özellikle 2007 yılının son çeyreğinde belirgin olarak yükselmiştir. Türkiye’de yılın son çeyreğindeki yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarına rağmen, 2007 yılında enflasyon oranı gerek 2006 yılına, gerekse diğer ülkelere kıyasla daha olumlu seyretmiştir.

**Grafik 11: Dünyada Enflasyon Gelişmeleri**  
(Tüketici Enflasyonu, Yıllık Yüzde Değişim)

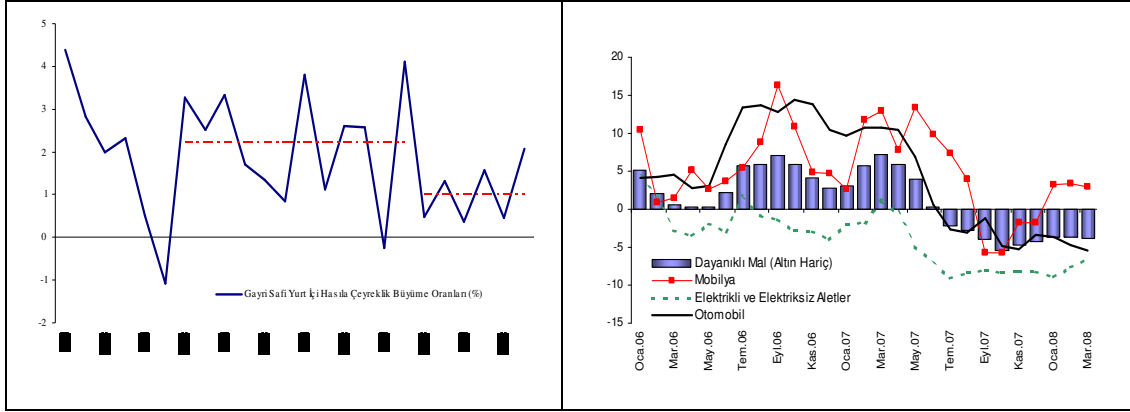


Kaynak: IMF, TCMB.

39. Para politikası kararlarının ekonomik faaliyet ve enflasyon üzerindeki etkileri ancak belli bir gecikme ile görülebilmektedir. Son gözlemlerimize göre para politikasındaki bir sıkılaştırmanın ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi yaklaşık bir yıla, enflasyon üzerindeki etkisi ise yaklaşık iki yıla kadar sürmektedir. Bu doğrultuda, 2006 yılı ortalarındaki parasal sıkılaştırmanın etkileri de geçtiğimiz yıl içinde gözlenmiştir. 2003 yılı üçüncü çeyreği ile 2006 yılı ikinci çeyreği arasında dönemlik bazda ortalama yüzde 2,2 oranında büyüyen GSYİH, güçlü parasal sıkılaşmayı takip eden 2006 yılı üçüncü çeyreği ile 2007 yılı dördüncü çeyreği arasında ortalama yüzde 1 oranında çeyreklik büyüme kaydetmiştir. Dayanıklı tüketim malları ve hizmetler sektörlerinde gözlenen yavaşlamayla beraber, güçlü YTL'nin de desteğiyle, bu malların fiyatlarındaki artış da yavaşlamıştır.



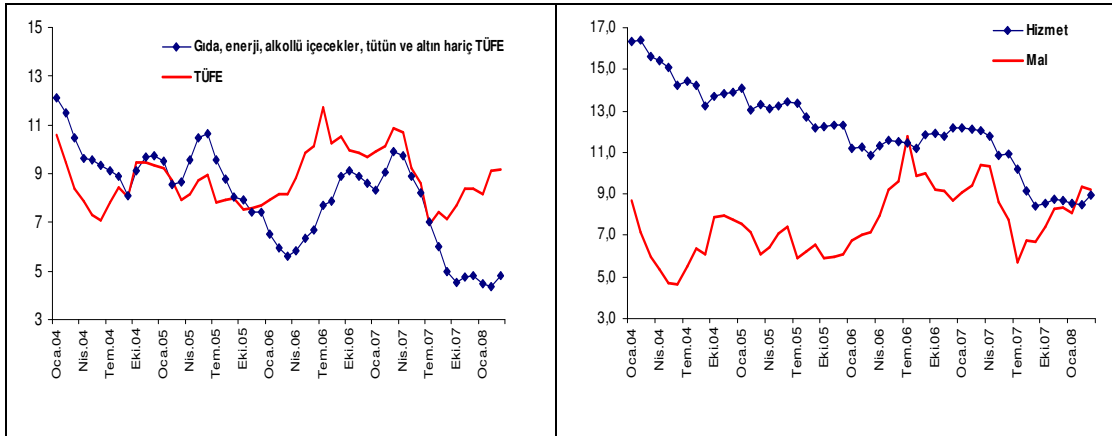
**Grafik 12: Toplam Talep ve Mal Fiyatları**



Kaynak: TÜİK.

40. Tüketici enflasyonu, gıda, enerji, tütün ürünleri ve altın gibi para politikasının kontrol edemediği arz yönlü şokların etkilerinden arındırıldığında, 2007 yılında belirgin bir düşüşe işaret etmektedir. Mal grubu fiyatları, dışsal ve arz yönlü etkilerle daha dalgalı bir görünüm sergilese de hizmet fiyatlarında 2007 yılında önceki yıllara kıyasla beklenenden daha belirgin bir iyileşme gözlenmiştir. Bu iyileşmenin kira gibi en fazla katılık gösteren kalemler de dahil tüm alt kalemlere yayılmış olması da ayrıca olumlu bir gelişmedir. Hizmet fiyatlarında yılın sonlarındaki yukarı yönlü hareket, temel olarak gıda ve haberleşme hizmetleri fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanmıştır.

**Grafik 13: Çekirdek Enflasyon ve Hizmet Fiyatları**  
(Yıllık yüzde değişim)

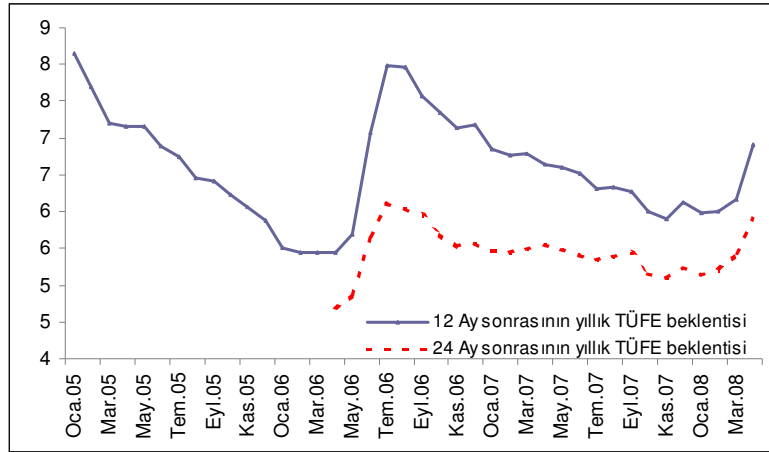


Kaynak: TÜİK.

Değerli Konuklar,

41. Enflasyon beklentileri, fiyatlama ve ücret kararlarına temel teşkil etmesi sebebiyle, enflasyon üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Bu nedenle beklentiler, para politikası kararları alınırken yapılan analiz ve değerlendirmeler için önemli bir bilgi sağlamaktadır. Enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde de para politikası kararları ve enflasyon gelişmeleri etkili olmaktadır. Bu çerçevede baktığımızda, 2006 yılındaki parasal sıkılaştırmayı takip eden dönemde enflasyon beklentilerinin hızla kontrol altına alınmış olduğu, orta vadeli beklentilerin 2007 yılı boyunca düşüş eğilimine girdiği ve yılın son aylarına kadar hedefe doğru yakınsamaya başladığı görülmektedir. Ancak 2007 yılının son çeyreğinde beklentilerdeki iyileşme sınırlı kalmıştır. Bu gelişmede fiyatlama davranışlarının geçmiş enflasyona kısmen endeksli olmasının yanı sıra yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda yapılan ve yapılması planlanan ayarlamaların da etkisi olmuştur.

**Grafik 14: Enflasyon Beklentileri**



Kaynak: TCMB

42. Enflasyon ve enflasyon beklentilerine ilişkin olumlu gelişmelere rağmen, para politikası aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler ve süregelen arz şoklarının genel fiyatlama davranışlarına dair oluşturduğu riskler para politikasının uzunca bir süre sıkı tutulmasını gerektirmiştir. Bu çerçevede, 2006 yılının ortalarındaki parasal sıkılaştırmadan sonra 2007 yılının Eylül ayına kadar faiz oranı değiştirilmemiş ve para politikasının sıkı duruşu korunmuştur. Toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin devam etmesi, yılın ikinci çeyreğinden itibaren özellikle hizmet enflasyonundaki iyileşmenin beklenenden daha olumlu olması ve Ağustos ayından itibaren gelişmiş piyasalarda görülen dalgalanmaların küresel

ekonomideki yavaşlamanın beklenenden daha erken görülme ihtimalini artırması gibi gelişmelere dayanılarak, Eylül ayında ölçülü faiz indirimlerine başlanmıştır.

**Tablo 3: PPK Faiz Kararları (2006-2007)**

	Karar	Faiz Oranı
<b>23 Ocak-23 Mart 2006</b>	Değişiklik yapılmadı	13,5
<b>27-Nis-2006</b>	-0,25	13,25
<b>25-May-2006</b>	Değişiklik yapılmadı	13,25
<b>7-Haz-2006</b>	1,75	15
<b>20-Haz-2006</b>	Değişiklik yapılmadı	15
<b>25-Haz-2006</b>	2,25	17,25
<b>20-Tem-2006</b>	0,25	17,5
<b>24 Ağustos 2006- 14 Ağustos 2007</b>	Değişiklik yapılmadı	17,5
<b>13-Eyl-2007</b>	-0,25	17,25
<b>16-Eki-2007</b>	-0,5	16,75
<b>14-Kas-2007</b>	-0,5	16,25
<b>13-Ara-2007</b>	-0,5	15,75
<b>17-Oca-2008</b>	-0,25	15,5
<b>14-Şub-2008</b>	-0,25	15,25
<b>14-Mar-2008</b>	Değişiklik yapılmadı	15,25
<b>17-Nis-2008</b>	Değişiklik yapılmadı	15,25

Kaynak: TCMB.

Değerli Konuklar,

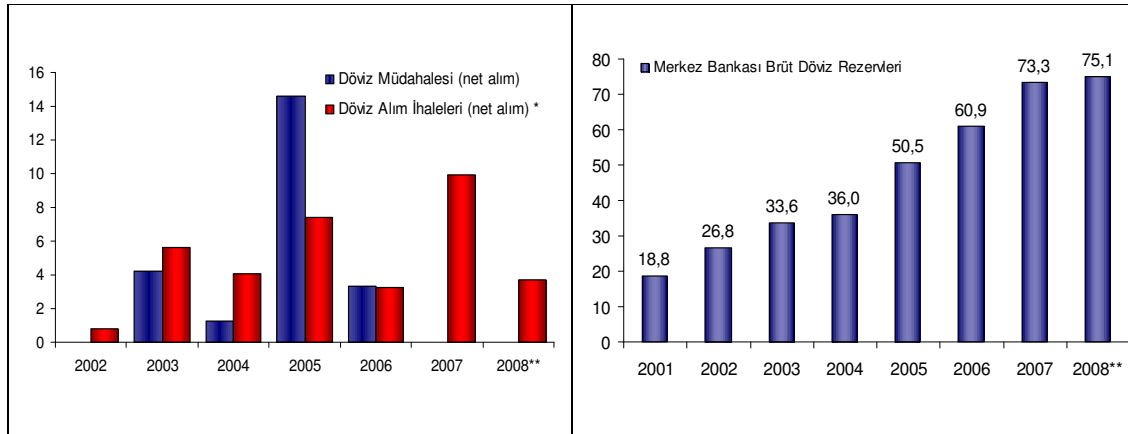
43. Mart ayı itibarıyla yıllık enflasyon oranı yüzde 9,15 düzeyindedir. Gıda ve enerji fiyatları enflasyon üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir. Ayrıca, 2007 yılı Ağustos ayından itibaren yoğunlaşan küresel finans piyasalarındaki dalgalanmaların devam etmesi ve YTL'nin değer kaybetmesi de enflasyon ve beklentiler üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. Bu gelişmelerin gecikmeli etkilerinin kısa vadede temel enflasyon göstergelerini olumsuz etkilemeye devam etmesi kaçınılmazdır. Öte yandan, finansal piyasalardaki oynaklığın ve kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın önümüzdeki dönemde kredi genişlemesini ve iç talebi sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Ancak, ekonomik birimlerin beklentilerini oluştururken geçmiş enflasyona ağırlık vermeye başlaması, arz şoklarının ve küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesi, enflasyon görünümüne ilişkin riskler oluşturmaktadır. Bu nedenle Merkez Bankası Mart ayı itibarıyla politika faizlerindeki indirim sürecine ara vermiştir. Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin güncel değerlendirme ve öngörülerimizi, olası riskler ve politika önlemleri ile birlikte 30 Nisan'da yayımlayacağımız Enflasyon Raporu'nda daha geniş bir şekilde kamuoyu ile paylaşacağız.

Değerli Konuklar,

44. Konuşmamın son kısmında, döviz kuru politikamızdan da kısaca bahsetmek istiyorum. Bilindiği üzere, 2001 yılından itibaren uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi altında, döviz kurları döviz piyasasındaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Ancak, Merkez Bankası döviz kurlarında aşırı oynaklık görüldüğünde ya da aşırı oynaklığa neden olabilecek gelişmeler yaşandığında, döviz piyasalarına doğrudan alım ya da satım yönünde müdahale edebilmektedir. 2006 yılında Mayıs-Haziran dönemindeki uluslararası finansal piyasalardaki dalgalanma sırasında yapılan satım müdahalesinden sonra bugüne kadar döviz piyasasına doğrudan müdahale edilmemiştir.

45. Döviz kuru politikasının ikinci ayağını rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri oluşturmaktadır. Döviz piyasasındaki arz talep koşullarını mümkün olduğunca etkilemeyecek şekilde yapılan ihaleler 2005 yılından itibaren önceden açıklanan yıllık programlar çerçevesinde yapılmaktadır. Ancak, döviz arzında öngörülenin dışında gelişmeler olması durumunda ihale programında önceden duyurularak değişiklikler yapılabilmektedir. Bu çerçevede, 2007 yılı için belirlenen ihale programı, Temmuz ayından itibaren üç kez değiştirilmiştir. İhaleler yoluyla 2007 yılında alınan toplam döviz tutarı 9,9 milyar ABD doları olmuştur. Merkez Bankası döviz rezervleri 2007 yılı sonu itibarıyla 73,3 milyar ABD dolarına, 18 Nisan 2008 itibarıyla ise 75,1 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.

**Grafik 15: Merkez Bankasınca Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları ve Rezervler  
(Milyar ABD Doları)**



Kaynak: TCMB

\* 2006 yılı Haziran ayındaki toplam 1 milyar dolar tutarındaki iki ihale dışında döviz satım ihalesi düzenlenmemiştir.

\*\* 18 Nisan 2008 itibarıyla.

Değerli Konuklar,

46. Açıktır ki, bugün bulunduğumuz noktada, uzun yıllar boyunca iki haneli seviyelerde seyreden enflasyon oranlarını düşürme konusunda önemli bir mesafe katedilmiş olsa da, henüz fiyat istikrarını sağlama konusunda arzulanan noktaya gelinmemiştir. Merkez Bankası, enflasyon hedeflerine ulaşılması ve kalıcı fiyat istikrarının sağlanması için gerekli para politikalarını kararlılıkla uygulamaya önümüzdeki dönemlerde de devam edecektir. Kuşkusuz, ekonomik birimlerin, orta vadeli hedeflere ulaşma konusunda Merkez Bankasının kararlılığına inanmaları ve bekleyişlerini ona göre oluşturmaları için para politikası karar ve uygulamalarının dikkatli ve doğru bir şekilde yorumlanması hayati öneme sahiptir. Maliye politikası ve para politikası arasındaki koordinasyon, enflasyon bekleyişlerinin oluşturulmasında kullanılan en önemli çapalardan biridir. Bu itibarla, mali disiplinin korunmasının enflasyon hedeflemesindeki kritik önemini bir kez daha vurgulayarak konuşmamı sonlandırıyorum.

Teşekkür ederim.