

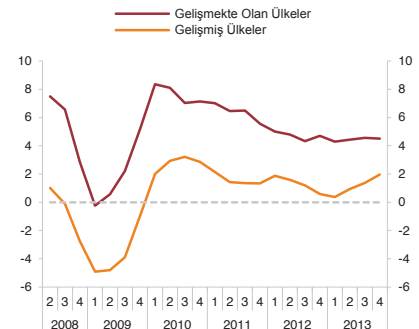
# I. Finansal İstikrarı Etkileyen Uluslararası ve Ulusal Gelişmeler

## I.1. Uluslararası Gelişmeler

İktisadi faaliyetteki toparlanmayla birlikte ABD Merkez Bankası (Fed)'nin para politikasında yaşanan normalleşme süreci gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını olumsuz etkilemiştir. Gelişmekte olan ülke para birimleri genel olarak değer kaybederken, söz konusu ülke merkez bankaları finansal piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla para politikalarında sıkılaşmaya gitmiştir. Sermaye akımlarındaki oynaklık ve para politikalarındaki sıkı duruş gelişmekte olan ülkelerde iç talebi sınırlarken, ABD'deki olumlu ekonomik görünüm ve Euro Bölgesi'nin resesyondan çıkması ise dış talep kanalıyla büyümeyi olumlu etkilemektedir. Fed'in varlık alımlarını sonlandırma sürecine ilişkin belirsizlik azalmakla birlikte önümüzdeki dönemde faiz artırımının zamanlaması ve hızı gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde belirleyici olacaktır. Ancak, ABD'deki toparlanmada destekleyici para politikasının önemini koruması, istihdam piyasasında henüz arzu edilen ölçüde iyileşme sağlanamaması ve enflasyonun hedefin altında seyretmesi nedeniyle faiz artırımlarının ölçülü adımlarla ve muhtemelen 2015 yılının ikinci yarısında başlayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, Euro Bölgesi'nde deflasyonist baskılar nedeniyle, Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin parasal genişlemeye gideceği yönünde beklentiler bulunmaktadır. Diğer yandan, ABD para politikasının normalleşme süreci gelişmekte olan ülkeler için dış finansman risklerini artırmakta, bu ülkelerde sektörlerin kur ve faiz şoklarına dayanıklılığı finansal istikrar açısından önem kazanmaktadır.

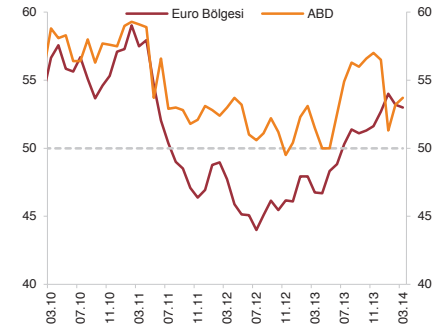
**Küresel ekonomik faaliyetteki toparlanma eğilimi gelişmiş ekonomiler kaynaklı olarak devam etmektedir.** 2013 yılı boyunca büyüme oranları gelişmiş ekonomilerde artarken gelişmekte olan ekonomilerde yatay seyrini korumuştur (Grafik I.1.1). Gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarının artışında ABD ekonomisinin toparlanması ve Euro Bölgesi'nin durgunluktan çıkması rol oynamıştır. ABD ve Euro Bölgesi imalat sanayi PMI

**Grafik I.1.1**  
Küresel Büyüme Oranları<sup>1</sup>  
(Yüzde, Yıllık)



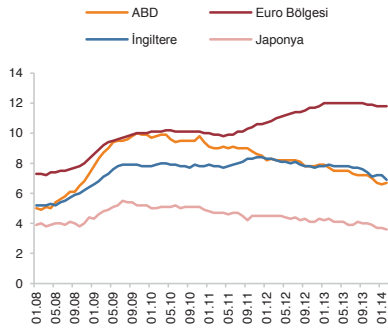
(1) Topulaştırma yapılırken ülkelerin küresel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.  
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

**Grafik I.1.2**  
İmalat Sanayi PMI Endeksleri



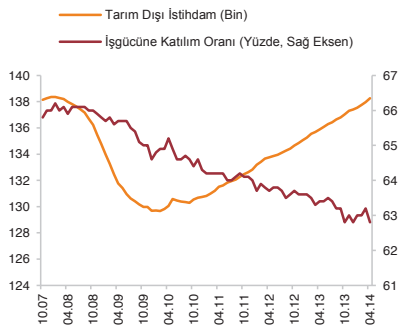
Kaynak: Markit

**Grafik I.1.3**  
Seçilmiş Gelişmiş Ekonomilerde İşsizlik Oranları (Yüzde)



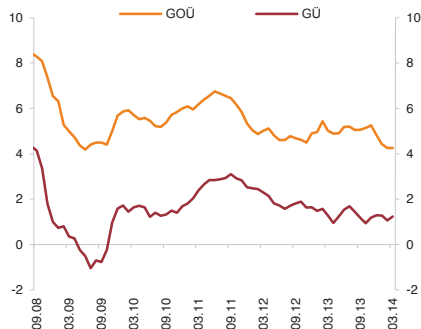
Kaynak: Bloomberg

**Grafik I.1.4**  
ABD'de Tarım Dışı İstihdam ve İşgücüne Katılım Oranı



Kaynak: ABD Çalışma Bakanlığı

**Grafik I.1.5**  
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu (Yüzde, Yıllık)



Kaynak: Bloomberg

endeksleri gelişmiş ekonomilerin küresel büyümeye katkısının devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik I.1.2). Gelişmiş ülkelerdeki, özellikle Euro Bölgesi'ndeki toparlanmanın dış talep yoluyla, gelişmekte olan ülke büyüme oranlarını olumlu etkilemesi beklenmektedir. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelerdeki büyüme halen kırılgan olup, büyük ölçüde destekleyici para politikalarına dayanmaktadır. Destekleyici para politikalarından çıkışın ve politika faizlerindeki olası artışların zamanlaması, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın sürdürülebilirliği açısından önem arz etmektedir.

**ABD başta olmak üzere gelişmiş ekonomilerde büyüme hızının artması istihdam piyasasına olumlu yansımıştır.** ABD'de tarım dışı istihdamın artmasıyla birlikte işsizlik oranı 2014 yılı Nisan ayında yüzde 6,5'in altında gerçekleşmiştir (Grafik I.1.3). Ancak, ABD'de işsizlik oranının düşüşünde işgücüne katılım oranındaki aşağı yönlü eğilim önemli rol oynamıştır (Grafik I.1.4). Yarı zamanlı çalışanların ve altı aydan uzun süredir iş arayanların sayısının artması ABD istihdam piyasasının kalıcı bir şekilde iyileşmediğini göstermektedir. Euro Bölgesi'nde ise işsizlik oranları halen yüksek seviyelerde olup yatay seyrini sürdürmektedir.

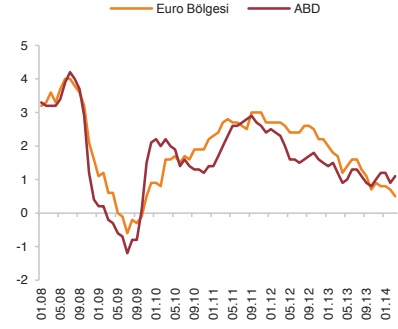
**Gelişmiş ekonomilerdeki olumlu büyüme performansına rağmen, enflasyon hedeflerin altında seyretmektedir.** Küresel iktisadi faaliyetin kriz öncesi seviyelerin altında seyretmesi ve gelişmekte olan ülkelerdeki yavaşlama ile emtia fiyatlarında talep yönlü baskı oluşmaması, enflasyon oranlarının hedefin altında kalmasında etkili olmaktadır (Grafik I.1.5). ABD'de ücretler enflasyona yukarı yönlü bir baskı oluşturmamaktadır (Grafik I.1.6). Bu durum, iktisadi faaliyetteki toparlanmaya rağmen halen önemli bir atıl kapasitenin olduğuna işaret etmektedir. Euro Bölgesi'nde ise enflasyonun düşük seyri deflasyon tehdidini ortaya çıkarmaktadır. ABD'de enflasyonun düşük olması Fed'in faiz artışlarını erken gerçekleştirmemesine neden olurken, Euro Bölgesi'ndeki deflasyon tehdidi ECB'nin parasal genişlemeye gitmesini gündeme getirmektedir.

İktisadi faaliyetteki toparlanmaya rağmen, ABD ve Euro Bölgesi finansal istikrar açısından bazı risklerle karşı karşıyadır. ABD'de düşük faiz ortamının etkisiyle yatırımcıların getiri arayışı sürmekte, riskli finansal ürünlere talep artmakta ve kredi standartlarında gevşeme gözlenmektedir. Kamu tahvilleri ile şirketler kesimi borçlanma senetleri arasındaki getiri farkı tarihsel olarak düşük seviyelerdedir. ABD'de yüksek getirili şirket tahvil ihraçlarının ve standartları daha gevşek kredi oranının kriz öncesi döneme göre daha yüksek olduğu görülmektedir (Grafik I.1.7). Euro Bölgesi'nde ise bankalar ve şirketler kesimi bilançolarındaki zayıflığın devam etmesi kredi piyasasının işleyişini olumsuz etkilemektedir (Grafik I.1.8). Reel sektör borçluluğunun yüksek olması ve ekonomik büyümenin düşük seviyelerde seyretmesi tahsili gecikmiş alacaklar miktarını artırmaktadır. Bu durum, kredi kanalının sağlıklı bir şekilde çalışmasını engelleyerek bankaların kredi sunma kapasitesini ve kârlılığını sınırlandırmaktadır.

**ABD'de ekonomik göstergelerin olumlu seyrini sürdürmesiyle birlikte varlık alımlarının azaltılmasına Ocak ayında başlanmıştır.** Fed, 2013 yılı Mayıs ayında varlık alımlarını azaltmaya başlayacağı sinyalini vermiş ve 2014 yılı Ocak ayında başladığı azaltımlara, takip eden aylarda devam etmiştir. Fed politikasındaki belirsizliğin azalmasıyla ABD uzun vadeli faiz oranları Ocak ayı sonlarından itibaren yatay bir seyir izlemiştir (Grafik I.1.9). Önümüzdeki dönemde temel risk faktörünün, Fed'in faiz artırımının zamanlaması ve hızı olduğu değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, Fed Mart ayı toplantısında politika faizinde hemen bir değişiklik olmayacağını duyurmuş ve sıkılaşıma için yüzde 6,5 işsizlik oranına atıfta bulunmayı bırakmıştır. Fed'in politika faizine dayalı vadeli işlem oranları, faiz artışlarına 2015 yılında başlanacağı beklentisine işaret etmekte olup, Fed kurul üyelerinin öngörülleri de bu beklentiyi teyit etmektedir (Grafik I.1.10). Faiz artışının zamanlaması ve hızı, hem ABD ekonomisindeki toparlanma hem de gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları üzerinde yaratabileceği olumsuz etkiler bakımından önem arz etmektedir.

Grafik I.1.6

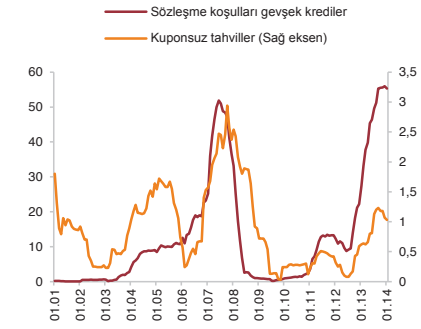
ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon Oranları (Yüzdeler, Yıllık)



Kaynak: Bloomberg

Grafik I.1.7

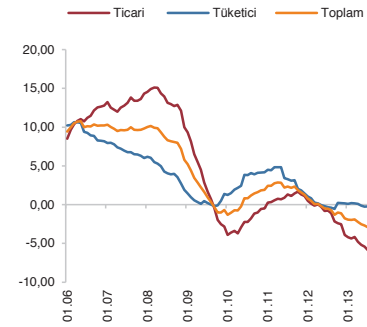
ABD Yüksek Getirili Tahvil ve Kaldıraçlı Kredi İhracı (12 aylık toplam ihracatın yüzdesi olarak)



Kaynak: IMF Küresel Finansal İstikrar Raporu

Grafik I.1.8

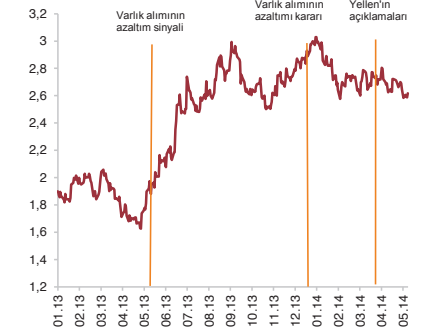
Euro Bölgesi Kredi Büyümesi (Yüzdeler, Yıllık)



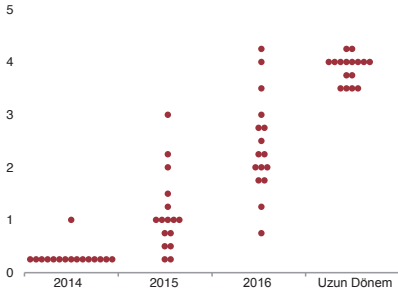
Kaynak: AMB

Grafik I.1.9

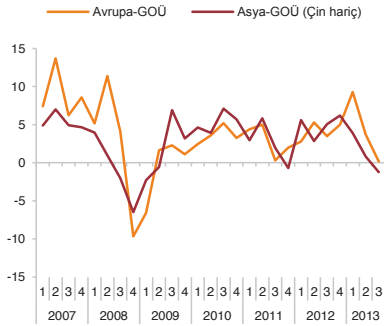
ABD 10 Yıl Vadeli Hazine Tahvil Getirisi (Yüzdeler)



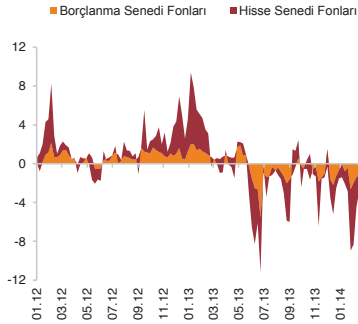
Kaynak: Bloomberg

**Grafik I.1.10**Fed Kurul Üyelerinin Faize İlişkin Tahminleri  
(Yıl sonu, yüzde)

Kaynak: Fed

**Grafik I.1.11**Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları  
(Yüzde GSYİH)

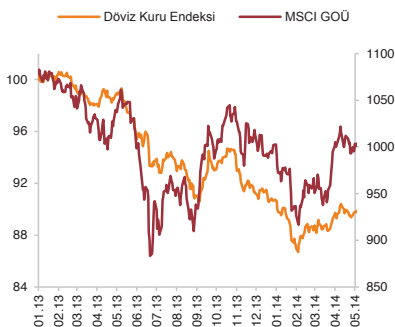
Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünümü Raporu

**Grafik I.1.12**Gelişmekte Olan Ülkeler Haftalık Fon Akımları  
(Milyar ABD Doları)

Kaynak: EPFR

**Grafik I.1.13**

Gelişmekte Olan Ülkeler Kur\* ve MSCI Endeks Değişimleri



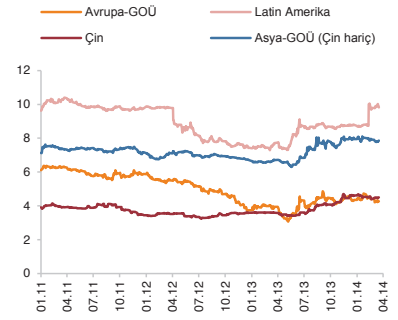
\*Döviz kur endeksi Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye'nin yerel para birimlerinin ABD doları değerinin bastırılarak ortalaması alınarak oluşturulmuştur. (01.01.2013=100)  
Kaynak: Bloomberg, TCMB Hesaplamaları

**2013 yılı Mayıs ayında Fed'in varlık alımlarını azaltacağı sinyaliyle birlikte başlayan gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışı, 2014'ün ilk çeyreğinde de sürmüştür.** Fed'in para politikasında normalleşme adımlarıyla gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahı azalmış ve sermaye çıkışları belirgin biçimde hızlanmıştır (Grafik I.1.11 ve I.1.12). Diğer taraftan Nisan ayıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerinin yeniden başladığı görülmektedir. Bu durumun oluşmasında ABD'de faiz artırımının yakın bir zamanda yapılmayacağı ve düşük faiz ortamının süreceği beklentisinin rol oynadığı düşünülmektedir. Zayıf seyreden portföy akımları ve sıkışan finansal koşullar gelişmekte olan ülkelere yurt içi talebi sınırlayarak büyümelerini olumsuz etkilemektedir. Önümüzdeki dönemde Fed'in faiz artış hızı ve zamanlamasının, ECB'nin olası varlık alımlarının ve jeopolitik risklerin sermaye hareketleri üzerinde etkili olması beklenmektedir.

**Gelişmekte olan ülkelere yaşanan portföy çıkışlarının etkisiyle finansal piyasalarda oynaklık artmıştır.** Sermaye çıkışları bu ülkelerin ulusal para birimlerinin değer kaybetmesine neden olmuştur (Grafik I.1.13). 2013 yılı Mayıs ayındaki dalgalanmadan hızlı kredi büyümesine, yüksek cari açığa ve yüksek enflasyona sahip ülkelerin para birimleri daha çok etkilenmiştir. Fed'in varlık alımlarını fiilen azaltmaya başladığı Ocak ayındaki dalgalanmada ise gelişmekte olan ülkelere yönelik büyüme kaygıları ile jeopolitik gelişmeler önemli rol oynamıştır. Gelişmekte olan ülkeler, enflasyonu kontrol altında tutmak ve makro finansal riskleri sınırlandırmak amacıyla politika faizlerinde artışa gitmiştir. Fed'in tahvil alımlarının sonlandırılmasına ilişkin belirsizliğin azalması ve gelişmekte olan ülke para politikalarındaki sıkışmayla birlikte finansal piyasalar Ocak ayından sonra bir miktar istikrar kazanmıştır. ABD'de faiz oranı artırımına erken gidilmeyeceği ve artırımın ölçülü olacağı yönündeki beklentilerle yılın ikinci çeyreğinde portföy girişleri tekrar başlamış olup borçlanma senedi getirilerinde düşüşler gözlenirken, para birimlerindeki değer kayıpları kısmen telafi edilmiştir (Grafik I.1.14).

**ABD para politikasının normalleşme süreci gelişmekte olan ülkeler için dış finansman risklerini artırmakta, bu ülkelerde kur ve faiz şoklarına dayanıklılık önem kazanmaktadır.** Küresel kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin geleneksel olmayan para politikası uygulamalarıyla küresel likidite bolluğu, gelişmekte olan ülkelerin dış finansman imkânları genişlemiş, hızlı kredi büyümesi ve borçluluk oranlarında artış yaşanmıştır (Tablo I.1.1). Kriz sonrasında gelişmekte olan ekonomilerdeki şirketler kesimi, düşük faiz ortamında borçlanma maliyetlerinin azalması ile kaldıraçlarını artırarak 2009 - 2013 yılları arasında borcunu önemli ölçüde artırmıştır. Ancak, ekonomik büyümenin yavaşlaması, şirketlerin kârlılık ve borç ödeme kapasitesini sınırlandırmaktadır. Kurlarda ve faizlerdeki artışlar firmaların finansal giderlerini artırmaktadır. Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin para politikalarının seyrine bağlı olarak gelişmekte olan ekonomilerin kur ve faiz duyarlılığı önemli bir risk unsuru olmaya devam edecektir.

**Grafik I.1.14**  
Gelişmekte Olan Ülkelerde Kamu Tahvil Getirileri  
(10 Yıl Vadeli)



Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünümü Raporu

**Tablo I.1.1** Seçilmiş Gelişmekte Olan Ekonomilerin Brüt Borçluluk Seviyelerindeki ve Bankacılık Sektörü Kredilerindeki Değişim<sup>1</sup> (GSYİH'nin Yüzdesi)

	Brezilya	Çin	Endonezya	G. Afrika	Hindistan	Meksika	Polonya	Rusya	Tayland	Türkiye
Kamu	2,9	5,4	-7,1	18	-7,8	3,6	10,4	5,5	8	-4,1
Hanehalkı	8,2	13,6	4,2	-5,4	-1,8	0,8	5	3,6	24,1	7,1
Reel Sektör	7,2	42	2,3	-3,2	2,8	1,4	2,3	3,4	1,1	11,4
Bankacılık Sektörü Kredileri	22,8	28,8	5,7	-12,7	0,5	1,1	3,6	5,4	20,6	24,2

(1) 2008-2013 yıl sonu değişimi veya 2008- en son veri itibarıyla değişimi  
Kaynak: IMF Küresel Finansal İstikrar Raporu

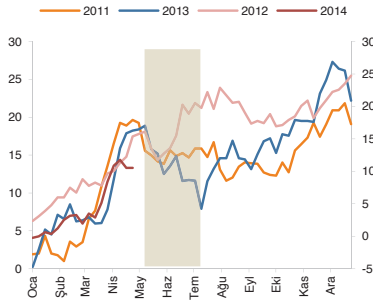
## I.2. Ulusal Gelişmeler

Para politikalarına ilişkin küresel belirsizlikler, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında gözlenen zayıflık, ulusal piyasalarda yılın ilk çeyreğindeki belirsizlik ve buna bağlı olarak ülke risk primindeki artışlar ulusal ekonomik görünümü etkileyen temel gelişmeler olmuştur. Aynı zamanda, döviz kuru hareketleri, enflasyon görünümündeki nispi bozulma, finansal piyasalardaki oynaklık da makro-finansal istikrarın görünümünü etkilemiştir. Ancak, yakın zamanda para politikasının temkinli duruşunun devam etmesi ve azalan belirsizliklerle birlikte finansal piyasalardaki oynaklıkta ve risk priminde kısmi düşüş sağlanmıştır.

**Küresel para politikalarına ilişkin belirsizlikler ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarının görece olarak düşük seyretmesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları azalmaya devam etmiştir.** Ancak, FED'in varlık akımlarını kademeli olarak azaltmaya devam etmesi, faiz artışlarını da bir süre daha ötelemesi ve Euro bölgesinde mevcut para politikası çerçevesinin korunması gibi hususlara bağlı olarak sermaye akımları yılın ilk çeyreğinde sınırlı ölçüde gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyreğinde Türkiye'de artan belirsizlik ve risk primlerindeki artış sonucunda portföy çıkışları gözlenirken, son dönemde para politikasının sıkı duruşu ve ulusal ekonomiye ilişkin belirsizliklerin nispeten azalması ile birlikte portföy akımlarında bir miktar ivmelenme görülmüş, ancak akım tutarları önceki yıllara göre düşük seyretmiştir (Grafik I.2.1).

**Grafik I.2.1**

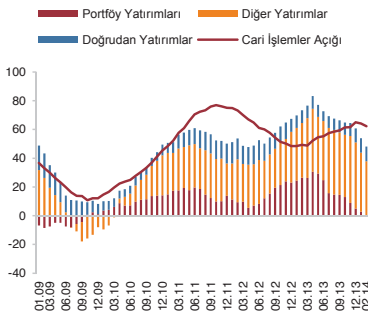
Birikimli Portföy Akımları<sup>1</sup>  
(Milyar ABD doları)



(1) Haftalık net portföy akımlarından hesaplanmaktadır. Repo, DİBS ve hisse senedi portföyü ile banka bilanço dışı YP pozisyon verisini içermektedir.  
Kaynak: BDDK, TCMB

**Grafik I.2.2**

Cari Açık ve Finansman Kalemleri<sup>1</sup>  
(12 Aylık Kümülatif Milyar ABD doları)



(1) Portföy; hisse senetleri ve hükümetin yabancı borç senetlerini kapsamaktadır. Diğer; bankalar ve diğer sektörlerin kısa ve uzun vadeli net kredileri, bankalar ve Hazine'nin yurtdışına araç etlikleri tahvil ve bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.  
Kaynak: TCMB

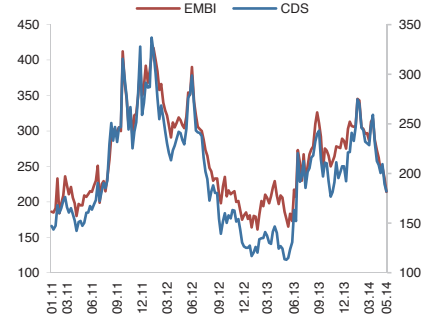
**Cari işlemler açığında dengelenmenin sağlanmasına yönelik tedbirler sonuç vermeye başlamıştır.** Son dönemlerde uygulanan sıkı para politikası, finansal koşullarda görülen sıkılaşma ve alınan makro ihtiyati önlemler kredi büyümesinin makul seviyelerde gerçekleşmesini sağlamış, yurt içi özel kesim talebindeki genel ivme kaybının eklenmesiyle ithalat talebi azalmıştır. Diğer taraftan, dış talep ve kur gelişmeleri ihracatı desteklemekte ve net ihracat büyümeye katkı sağlamaktadır. Cari işlemler açığının finansmanında dengeli bir seyir gözlenmektedir (Grafik I.2.2).

**Son bir yıllık dönemde küresel finansal piyasalardaki belirsizlik ve artan risk primi nominal döviz kurlarında dalgalanmaya sebep olmuştur (Grafik 1.2.3).** Özellikle 2013 yılı Mayıs ayından itibaren Fed'in genişletici para politikasından çıkış sinyalleriyle birlikte Türk lirasının değer kaybı belirgin hale gelmiştir. 2013 yılı sonunda yerel piyasadaki belirsizlik, Türk lirasında ikinci bir değer kaybına ve oynaklıkta artışa yol açmıştır. Ancak, 2014 yılı Ocak ayı sonunda önden yüklemeli sıkı para politikası adımları ve küresel piyasalardaki normalleşme sinyalleri ile birlikte Türk lirasında değerlenme ve ima edilen oynaklıkta düşüş gözlenmiştir (Grafik 1.2.4 ve 1.2.5). Para politikasının temkinli duruşunun devam etmesinin ve küresel piyasalardaki normalleşme ile birlikte ekonominin dinamikleriyle uyumlu ve istikrarlı bir döviz kuru seviyesinin sağlanmasının önümüzdeki dönemde finansal istikrara katkıda bulunacağı değerlendirilmektedir.

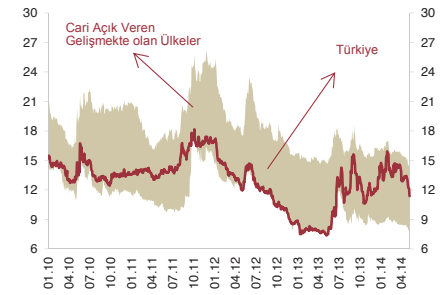
Nominal döviz kuru 2012 sonundan, 2013 yılı ilk çeyreğine kadar ılımlı bir seyir izlemiş, 2013 yılı Nisan ayından itibaren yükseliş eğilimine girmiştir. Bu artış trendi ise, 28 Ocak 2014 tarihli Para Politikası Kararı'nın ardından tekrar tersine dönerek, 2014 yılı Mayıs ayı ortası itibariyle 2013 yıl sonu değerlerini yakalamıştır. Nominal kurlardaki bu gelişmelere bağlı olarak, reel efektif döviz kurlarında 2013 yılı Nisan ayından itibaren sergilenen düşüş eğilimi 2014 yılı Ocak ayından itibaren yerini artış eğilimine bırakmıştır. Son dönemdeki geçici olduğu düşünülen hareket dışında dönemin tamamı incelendiğinde, reel efektif döviz kurundaki bu gelişme ve dış talepteki toparlanmanın cari açık ve ekonomik büyümeye olumlu katkı yapması beklenmektedir (Grafik 1.2.6 ve 1.2.7).

**Grafik 1.2.3**

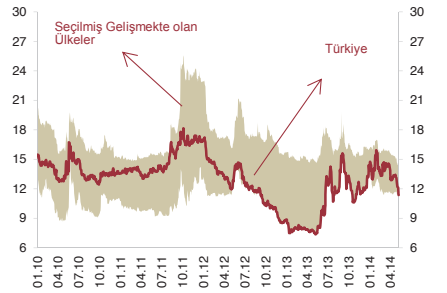
EMBI-Türkiye ve Türkiye 5 Yıllık CDS Fiyatları



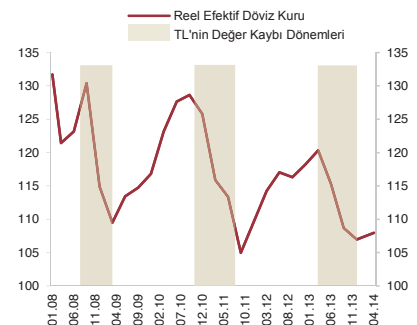
Kaynak: Bloomberg

**Grafik 1.2.4**Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı<sup>1</sup>  
(12 Ay Vadeli)

[1] Cari açık veren gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, Güney Afrika, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Polonya, Romanya, Şii ve Türkiye yer almaktadır.  
Kaynak: Bloomberg

**Grafik 1.2.5**Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı<sup>1</sup>  
(12 Ay Vadeli)

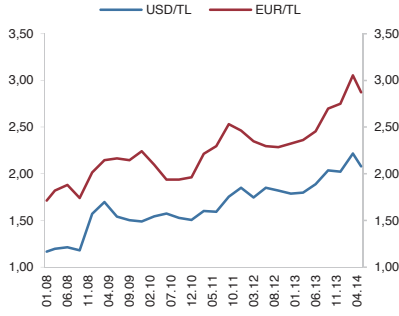
[1] Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye yer almaktadır.  
Kaynak: Bloomberg

**Grafik 1.2.6**Reel Efektif Döviz Kuru  
(TÜFE Bazlı, 2003=100)

Kaynak: TCMB.

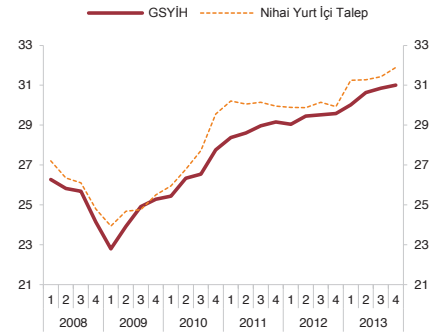


Grafik 1.2.7

Nominal Döviz Kuru  
(TÜFE Bazlı, 2003=100)

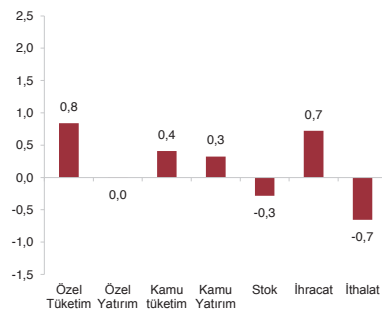
Kaynak: TCMB.

Grafik 1.2.8

GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep  
(Mevsimsellikten Anndırılmış, Milyar TL, 1998 Fiyatlarıyla)

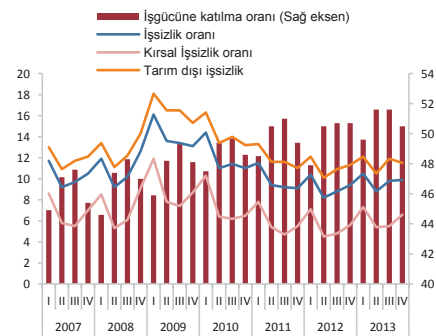
Kaynak: TCMB, TÜİK

Grafik 1.2.9

Çeyreklik GSYİH Büyümesine Katkıları  
(Mevsimsellikten Anndırılmış, Yüzde Puan)

Grafik 1.2.10

İşsizlik ve İş Gücüne Katılım Oranları



Kaynak: TÜİK

**2013 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,4 oranında artan GSYİH, 2013'te yıllık bazda yüzde 4'lük büyüme kaydetmiştir.** 2013 yılı son çeyreğinde iktisadi

faaliyetteki artış eğilimi azalarak devam ederken, nihai yurt içi talepteki yükseliş bir miktar hızlanmıştır (Grafik 1.2.8). 2013 yılının son çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyette ılımlı bir artışın devam ettiğini göstermektedir. İktisadi faaliyetin bileşenlerine bakıldığında, özel kesim talebinde zayıflama görülmektedir. Özel kesim talebindeki zayıflama temel olarak özel kesim yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte net ihracat ve kamu kesim talebinin, yurt içi özel kesim talebindeki zayıflamayı telafi edebileceği öngörülmektedir (Grafik 1.2.9). Kamu kesimi talebi hem tüketim hem de yatırım talebinde destekleyici yönde katkıda bulunmaktadır. Yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü risklerin bir süre daha devam etmesinin, 2014 yılında enflasyona düşüş yönünde destek vermesi ve cari açığa son dönemde gözlenen iyileşmeye katkıda bulunması beklenmektedir. Özel kesim talebinin zayıf seyretmesi aynı zamanda kredi talebinde makul büyüme oranlarının gerçekleşmesine katkı sağlayacaktır.

**Genel ekonomik görünüm ve makro finansal istikrar için önem arz eden istihdam ve işsizlik göstergeleri olumlu seyrini**

**korumaktadır.** 2013 yılı ilk çeyreğinden itibaren, tarım dışı istihdamda görülen artış nedeniyle, yılın ikinci yarısında işsizlik oranları düşmüştür. 2013 yılının üçüncü çeyreği ise işsizlik oranı kırsal ve tarım dışı işsizlik oranlarının artması ile yıl içindeki en yüksek düzeyine ulaşmıştır. 2013 yılının son çeyreğinde işsizlik oranları, tarım dışı işsizlik oranının bir önceki çeyrekteki düzeyini koruması nedeniyle, yaklaşık aynı düzeyde kalmıştır. Özellikle tarım dışı istihdamda artışın devam etmesi sayesinde toplam istihdamda önemli bir iyileşme görülürken iş gücüne katılım oranının son yıllardaki görece yüksek düzeyini koruduğu gözlenmektedir. İstihdam oranlarındaki olumlu gelişme sayesinde işsizlik oranları yüzde 10'un altında kalmaya devam etmiştir (Grafik 1.2.10).



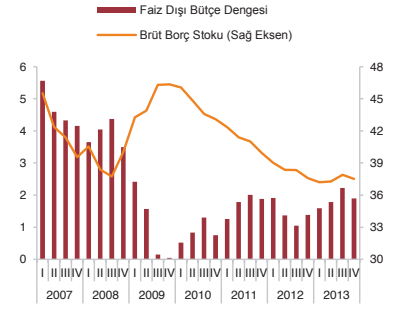
**Bütçe performansı ve kamu borç stoku göstergeleri olumlu seyrini korumaya devam etmektedir.** Genel ekonomik görünümdeki kısmi bozulmaya rağmen kamu kesimi bütçe dengesi ve kamu borç stoku göstergelerinin olumlu görünüm sergilediği görülmektedir. AB tanımlı nominal borç stokunun GSYİH'ye oranının azalma eğilimini koruduğu, borçların vadesinin uzamaya devam ettiği ve borç stokunun kompozisyonunda önemli bir değişikliğin olmadığı gözlenmektedir (Grafik 1.2.11 ve 1.2.12).

**Son dönemlerde ulusal ekonomik görünüme ilişkin temel göstergelerin seyrinde ve para politikasının duruşunun belirlenmesinde enflasyona ilişkin yukarı yönlü riskler belirleyici olmuştur.** Özellikle yılın ilk çeyreğinde Türk lirasında gözlenen değer kaybı sonucunda temel mal fiyatlarındaki artış enflasyonun yüksek seyretmesine neden olmuştur (Grafik 1.2.13). Bununla birlikte, gıda fiyatlarında olumsuz hava koşullarına bağlı olarak gerçekleşen yukarı yönlü hareket enflasyon eğiliminde ve beklentilerinde kısmi bozulmaya yol açmıştır. Enflasyon gelişmeleri ve beklentilerindeki bu değişim finansal varlıkların fiyatlamalarında da etkili olmuş, ancak para politikasındaki sıkı duruşun devam etmesi ve önümüzdeki dönemlerde enflasyon baskısındaki azalmaya ilişkin beklentiler yakın zamanda finansal piyasalardaki kısmi düzeltmeyi beraberinde getirmiştir.

Sıkı para politikası duruşunun devam etmesi ve yakın zamanda risk primlerindeki iyileşme tüm vadelerde faiz oranlarının düşmesini ve getiri eğrisinin daha yatay seyretmesini sağlamıştır (Grafik 1.2.14).

Grafik 1.2.11

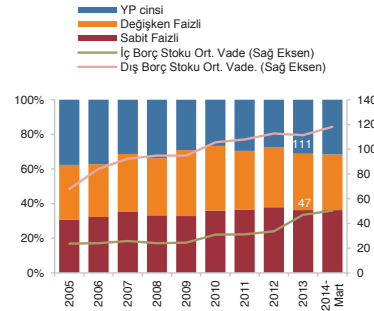
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi-Borç Stoku  
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran Olarak, Yüzde)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı

Grafik 1.2.12

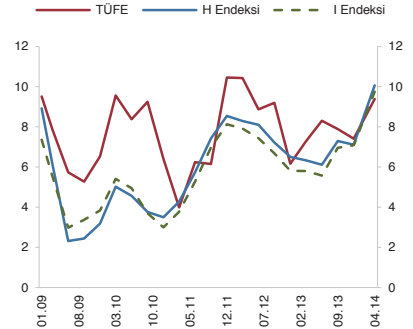
Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu ve Vadeye Kalan Ortalama Süresi<sup>(1)</sup> (Ay)



(1) Vadeye Kalan Süre verisi Aralık 2013 tarihine aittir.  
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik 1.2.13

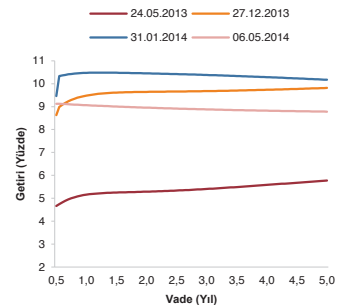
Fiyat Endeksleri (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK

Grafik 1.2.14

DİBS Getiri Eğrisi<sup>(1)</sup>  
(Yüzde)



(1) BİST Tahvil ve Bono Piyasasında işlem gören tahvillerin fiyatları kullanılarak, Extended Nelson-Siegel (ENS) yöntemiyle oluşturulmuştur.  
Kaynak: BİST, TCMB