

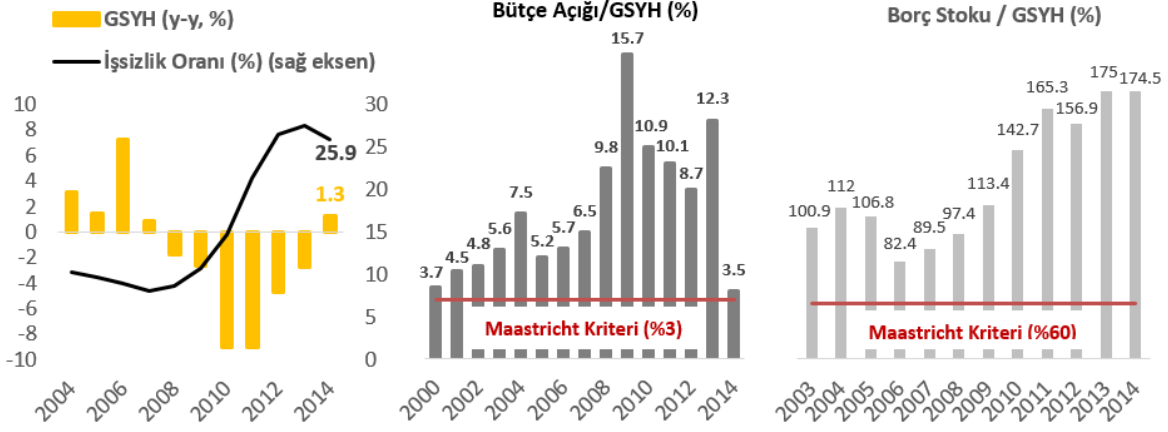
### Yunanistan Çıkmazı

*Son dönemde yurtdışında hükümetin kurulma süreci yakından takip edilirken yurtdışında ise Yunanistan'la ilgili gelişmeler piyasaları meşgul ediyor. Ocak 2015'te yapılan seçimlerde AB ve IMF kemer sıkma programlarına karşı olan aşırı sol parti Syriza'nın kazanmasıyla birlikte Yunanistan borç krizinde yeni bir döneme girildi. Diğer hükümetlerin aksine yeni hükümetin AB ve IMF tarafından yapılacak yardımlar karşılığında alınması istenen mali sıkılaştırma tedbirlerine karşı çıkmasıyla Yunanistan ve kreditorleri arasındaki görüşmeler dört ayı aşkın süredir devam etmesine karşın bir anlaşmaya varılamadı ve bu hafta sonu Yunanistan kreditorlerin istediği reformları halk oylamasına sunma kararı aldı. Peki, Yunanistan'da bu noktaya nasıl gelindi ve çözüme varılamazsa olası sonuçlar ne olacak?*

Yunanistan'da 2009 yılı sonunda göreve gelen yeni hükümetin yaklaşık %120 oranında olan toplam kamu borcunun milli gelire oranının yanında gerçek bütçe açığının milli gelire oranının bir önceki hükümetin açıkladığı oranın yaklaşık iki katı olduğunu açıklamasıyla bir mali kriz patlak vermişti. Bu dönemde Yunanistan'ın sürdürülebilirlikten uzak bütçe açığı endişe konusu olurken, Yunanistan'da ortaya çıkan mali sorunların diğer bölge ekonomilerini de olumsuz yönde etkilememesi için, Yunanistan sıkılaştırıcı mali tedbirler alması için zorlandı. Ayrıca Avrupa Birliği (AB) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) ortaklığıyla Yunanistan için kurtarma paketleri hazırlandı fakat hazırlanan bu kurtarma paketlerinden yararlanabilmesi ve yeni dilimlerin serbest bırakılabilmesi için Yunanistan'ın bütçe açığını azaltıcı yeni reformlar uygulaması zorunlu tutuldu. Örneğin Mart 2010'da AB ve IMF tarafından hazırlanan 110 milyar Euro tutarındaki ilk yardım paketi karşılığında Yunanistan kamu kesiminde maaşların kesilmesi, emekli maaşlarının indirilmesi ve kapsamlı vergi artırımları yapmaya söz verdi. Emeklilik yaşının yükseltilmesi, sosyal güvenlik kurumunun finansman ihtiyacının azaltılması için çeşitli tedbirler, bakanlıkların bütçelerindeki kesintiler de Yunanistan tarafından alınan mali sıkılaştırma tedbirlerinden bazıları. Ancak alınan mali tedbirler halk üzerinde oluşturduğu yükler nedeniyle büyük protestolara neden oldu. Yunanistan'ın her yardım karşılığında daha fazla oranda mali sıkılaştırma tedbiri uygulamaya zorunlu bırakılmasının etkisiyle ülkede AB karşıtlığı arttı ve sonuç olarak 2015 Ocak'ta yapılan erken genel seçimleri IMF ve AB yardım paketleri ile bütçe kısıtlamalarına karşı olan aşırı sol Syriza partisi kazandı.

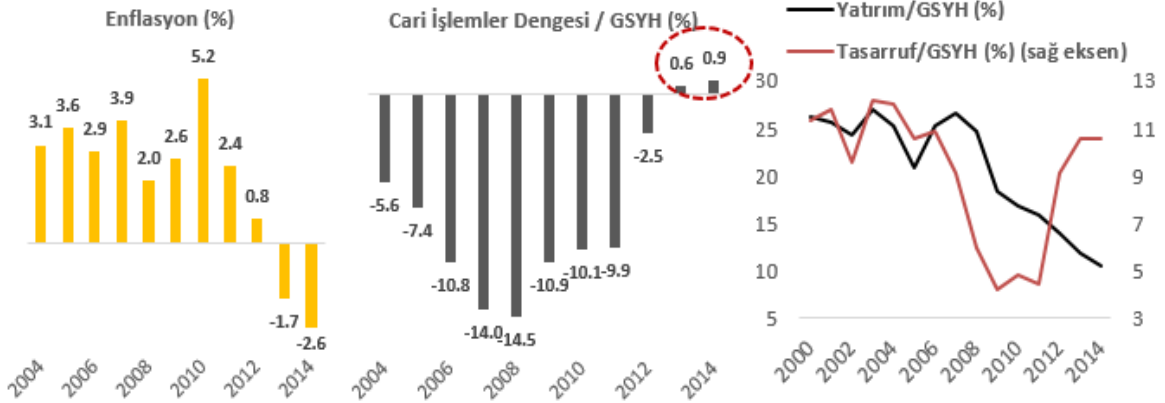
Aşırı sol parti Syriza lideri Tsipras tarafından kurulan hükümetin göreve gelmesiyle birlikte Yunanistan için yeni bir dönem başladı. Yeni hükümet her fırsatta AB kısıtlamalarına karşı olduğunu belirtirken, AB ve IMF'den oluşan kreditorlerle yapılan görüşmeler de çıkmaza girdi. Kreditorler ve Yunan hükümeti arasında bir anlaşmaya varılamaması nedeniyle yeni yardım dilimleri serbest bırakılmadı ve sonuç olarak Yunanistan IMF'ye 5 Haziran'da yapması gereken ödemeyi yapamadı ve Haziran ayında yapılması gereken 4 ayrı taksiti tek bir ödemede birleştirmeyi planladıklarını IMF'ye bildirdi. Yunanistan'ın 30 Haziran'a kadar IMF'ye 1.6 milyar Euro ödeme yapması gerekiyor. Kreditorler ve Tsipras hükümeti alınacak yeni kemer sıkma tedbirleri konusunda bir anlaşmaya varamıyorlar. Tsipras hükümeti seçim vaatlerine uygun olarak daha fazla kemer sıkma tedbiri almak istemezken, kreditorler ise mali açığın kapatılması, emeklilik reformları, toptan işten çıkarılmalara izin verilmesi, özelleştirmelerin artırılması, enerji piyasalarında serbestleştirilmeye gidilmesi ve dolaylı vergilerin artırılması konusunda ısrar ediyorlar. Yunanistan Cuma günü 30 Haziran'da sona erecek mevcut yardım programının uzatılmasını talep etti. Ancak Yunanistan'ın bu talebinin Euro Bölgesi maliye bakanları tarafından kabul edilmemesi sonucu, Yunanistan yeni mali yardımlar karşılığında kreditorlerin istedikleri reformları 5 Temmuz tarihinde referanduma götürme kararı aldı.

## Yunanistan'ın Makroekonomik Görünümü



Kaynak: Bloomberg

2009 yılında Yunanistan'da gerçekleşen genel seçimlerin ardından ülkeye ilişkin mali verilere gelen revize piyasalarda güvenin azalmasına ve bu sürecin doğal bir sonucu olarak da borçlanma maliyetlerinin artmasına sebep olmuştu. 2008 yılı küresel krizin de etkisi ile bu süreçten daha derin etkilenen Yunanistan ekonomisine dair bazı makro ekonomik göstergelerin seyri daha önemli hale geldi. Bu bağlamda, Yunan ekonomisine ilişkin bazı göstergelerin gelişimi yakından ele alındığında ilk göze çarpan, Maastricht kriterlerinde baz alınan önemli göstergelerin başında gelen bütçe açığı ve borç düzeyinin toplam büyüme içindeki payının seyri oluyor. Özellikle küresel ekonomik krizin etkileriyle ekonomik zayıflığı daha da derinleşen Yunan ekonomisinde bütçe açığının GSYH içindeki payı küresel kriz ardından %15.7 ile en yüksek seviyesini gördükten sonra 2014 yılına kadar azalma göstermiş ancak kriz sonraki süreçte yapısal yetersizlikler sebebiyle azalış gösterse de yüksek seyretmeye devam etti. 2014 yılında ise kamu harcamalarını azaltıcı yönde alınan bazı önlemlerin etkisi ile söz konusu oran %3.5'e kadar geriledi.



Kaynak: Bloomberg

Öte yandan, 2012 yılına kadar hem yatırımların GSYH içindeki payı hem de tasarrufların GSYH içindeki payı giderek azalış gösteren ülke ekonomisinde sermaye yetersizliğinin borçlanma ile karşılanmış olması da borçlanma maliyetlerinin artmasına sebep oldu. Tasarrufların azalması ise cari işlemler açığının GSYH içindeki payının yüksek seyri tetikledi. Bununla birlikte yatırımların giderek azalması ekonomik aktivitedeki daralmanın derinleşmesine ve işsizlik oranlarının artmasına sebep oldu.

Yakın döneme gelindiğinde ise, geçmişte cari işlemler açığı veren Yunanistan ekonomisinin alınan önlemlerin doğurduğu artan tasarrufların etkisi ile 2013 ve 2014 yıllarında ilk kez cari fazla verdiği dikkat çekiyor. Bununla birlikte Yunanistan ekonomisinin 2008 yılından itibaren ekonomik daralma yaşanmasının ardından 2014 yılında ilk kez %1.3'lük büyüme performansı göstermesi Yunanistan'ın 2010 yılında Avrupa Birliği ve IMF tarafından sağlanan kurtarma paketinin nispeten ekonomiye destek sağladığını işaret ediyor. Ancak ülkede uygulanan sıkı maliye politikasıyla birlikte bütçe açığının düşmesine rağmen hala yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve GSYH büyümesinin çok düşük gerçekleşiyor oluşu borç stokunun GSYH'ye oranının düşmemesine neden oluyor. Bir başka deyişle toplam borç stokunun GSYH içindeki payının %174.5 gibi seviyelerde seyrediyor olması Yunanistan ekonomisinin bir yandan kurtarılmaya çalışılırken bir yandan da borçlanma maliyetlerinin oldukça artış göstermesi borçlarını ödeyememe riskini de beraberinde getiriyor.

### Yunanistan Referandumuna Gidiyor

Bir önceki hafta sonu Yunanistan'ın kreditorlere sunduğu yeni reform paketinin olumlu karşılandığı haberleri gelmiş ve Yunanistan'da anlaşmaya varılacağı beklentileri artmıştı. Bu nedenle Yunanistan'ın referandum kararı piyasalar açısından sürpriz oldu. 5 Temmuz'da referanduma gidecek olan ülkede hükümet "hayır" yönünde oy kullanılması için kampanya yürütecek.

#### Sonuç "EVET" Olursa

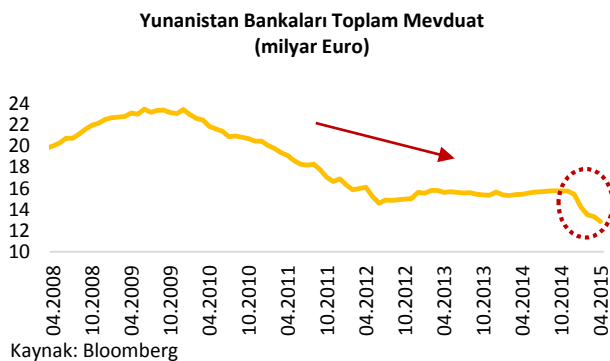
Referandumunun sonucunun "EVET" çıkması piyasalar açısından en tercih edilir sonuç olarak görünüyor. Sonucun evet çıkması durumunda kreditorlerle görüşmeler yeniden başlayacak ve büyük ihtimalle de Yunanistan'a yeniden mali yardımda bulunulacak. Ayrıca böyle bir durumda Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin Acil Likidite Yardım (ELA) miktarının üst sınırını yeniden artırarak Yunan bankalarını desteklemesi de olası görünüyor. Referandumunun sonucunun evet olması ülkede siyasi dengelerin ise değişmesine neden olabilir. Hayır kampanyası yürütecek olan Syriza'ya karşı çoğunluğun evet oyu vermesi ülkede hükümet değişikliğine neden olabilir.

#### Sonuç "HAYIR" Olursa

Referandumun sonucunun "HAYIR" çıkması kreditorler ve ülke arasındaki görüşmelerin çıkmaza girmesine neden olabilecektir. Eğer kreditorler mali yardım karşılığı uygulanmasını istedikleri reformlardan vazgeçmezlerse Yunanistan yeni bir mali yardım alamayacağı için IMF'ye yapması gereken ödemeleri yapamayacak ve bu durumda teknik olarak temerrüde düşecek. Ayrıca böyle bir durumda bankalardan sermaye çıkışları hızlanabileceği için daha sıkı sermaye kontrolleri gerekebilecektir. Son olarak tüm bunlar Yunanistan'ın para birliğinden ayrılması ihtimalini artıracaktır.

### Yunanistan borç krizinde nihai ve kalıcı bir çözüme varılamaması durumunda neler olabilir?

#### Bankacılık Sektörünün Çöküş İhtimali



2010 yılından bu yana Yunanistan'ın borç krizine kalıcı bir çözüm bulamaması, Yunan bankalarından mevduat çıkışına neden oluyor. Özellikle son iki haftada artan çıkışlar nedeniyle bankalardaki mevduatların hızla eridiği görülüyor. Bankalarda mevduatların azalmasında, Yunanistan'ın Euro Para Birliği'nden çıkacağı korkusu etkili oluyor. Bu ortamda, geçtiğimiz hafta sonu Yunanistan ile kreditorleri arasında yapılan görüşmelerin tıkanmasının ardından Yunan hükümeti kurtarma fonu koşullarının 5 Temmuz'da referanduma

sunulacağını açıkladı. Kararın açıklanmasının ardından ülke vatandaşları bankalardan yüklü miktarda mevduat çekti. Söz konusu panik ortamında bankacılık sektörünün çöküşünü engellemek amacıyla 6 Temmuz'a kadar bankaların kapalı kalmasına ve bankamatiklerden çekilebilecek nakit miktarının 60 euro ile sınırlandırılmasına karar verildi. Kararda ECB'nin ELA miktarını sabit tutması da etkili oldu. ECB Yunan bankaları için ELA miktarını 26 Haziran'da 89 milyar Euro seviyesinde sabit bırakma kararı almıştı. 4 ayı aşkın süredir devam eden görüşmeler boyunca söz konusu yardım miktarının üst sınırı Şubat ayının başından bu yana 21 defa artırıldı ve 60 milyar Euro seviyesinden 89 milyar Euro seviyesine ulaştı. Ancak Yunanistan borç krizinde kısa vadede nihai ve kalıcı çözüme varılamaması sonucunda ELA'nın sınırlandırılması, Yunan bankacılık sektörünün çökme riski ile karşı karşıya kalmasını ve bankacılık sektörünü kurtarmak adına sermaye kontrollerinin uzun süre uygulanmasını gündeme getirebilir. Sermaye kontrollerinin kaldırılması durumunda ise çıkışlar tekrar hız kazanabilecektir. Böyle bir durumda banka mevduatlarının hızla azalması, bankaların kredi verebilirliğini azaltabilir ve bankacılık sektörü çökme riski ile karşı karşıya gelebilir.

### **Sermaye Kontrollerinin Uzun Süre Uygulanması İhtimali**

Bankacılık sektöründe çöküş yaşanmasının önüne geçilmesi için sermaye kontrollerinin uzun süre uygulanması piyasalarda son dönemlerde en çok tartışılan çözümlerden biri olarak karşımıza çıkıyor. Ülkelerin yerleşik olan ve yerleşik olmayanlarının gerçekleştirdiği sermaye işlemleri üzerine getirdiği kısıtlama ve düzenlemelerden oluşan sermaye kontrolü uygulaması çok fazla tercih edilen bir çözüm değil. Bu düşüncenin temel sebebi ise, sermaye kontrollerinin kısa vadede Yunanistan'a borç ödemeleri için zaman kazandıracağı ancak orta ve uzun dönemde maliyetinin yüksek olacağı beklentisidir. Kontrollerin uygulanması durumunda, mevduat çıkışlarına ve firma işlemlerine uygulanacak sınırlamalar, turizm ve sanayi sektörü başta olmak üzere tüm reel sektöre olumsuz etkide bulunabilir.

Sermaye kontrolü uygulamasının geçmiş yıllarda birçok örneği bulunurken sermaye kontrolleri en yakın zamanda Güney Kıbrıs'ta uygulandı. Euro Bölgesi'nde ilk defa 27 Mart 2013 tarihinde finansal sistemi istikrara kavuşturmak ve sarsıntı yaşayan bankacılık sistemine güveni yeniden sağlamak adına Güney Kıbrıs'ta uygulanan sermaye kontrolleri ile mevduat sahiplerinin banka hesaplarından çekebileceği ve yurtdışına taşıyabileceği paraya sınırlama getirilmişti. Söz konusu uygulama 6 Nisan 2015'te kaldırıldı. Son dönemde Yunanistan için de gündeme gelen sermaye kontrolünün Güney Kıbrıs'a benzer şekilde uygulanabileceği tartışılıyor. Ancak Şubat 2013'te Güney Kıbrıs'ta uygulama başlamadan önceki bankacılık sektörünün borçluluk yapısı ile Yunanistan'ın şu anki borçluluk yapısı karşılaştırıldığında önemli farklılıklar olduğu görülüyor. Yunanistan'ın bankacılık sektörünün borçluluk yapısına bakıldığında, Euro Bölgesi'nden alınan borçlar toplam borçluluğun %28.6'sını oluştururken Güney Kıbrıs'ta bu oranın %8.7 seviyesinde olduğu görülüyor. Bu durum, Yunanistan'ın borç krizi süresince ELA'dan aldığı yardımın Güney Kıbrıs'a göre oldukça fazla olduğunu ve Yunanistan'ın nakit ihtiyacını karşılamada ELA'ya bağımlı olduğuna işaret ediyor. Bununla birlikte Yunanistan bankacılık sektörü borçluluk yapısında mevduatların payının Güney Kıbrıs'a göre daha düşük olması sermaye kontrolünün Güney Kıbrıs'a göre daha az etkili olacağını düşündürüyor. Aynı zamanda Yunanistan'daki sermaye çıkışının Güney Kıbrıs ile kıyaslandığında çok daha hızlı bir şekilde ve yüksek tutarda gerçekleşmesi, Yunanistan'ın nakit ihtiyacını ve ELA'ya olan bağımlılığını artıran bir diğer unsur olarak karşımıza çıkıyor. Ancak ELA'nın Yunan ekonomisine verdiği desteğin daha fazla sürdürülemeyeceği göz önünde bulundurulduğunda, sermaye kontrollerinin Yunanistan'da uygulanmasına yönelik tüm bu endişelere rağmen gelinen noktada söz konusu uygulamanın kaçınılmaz hale geldiği görülüyor. Bu çerçevede, Yunanistan borç krizinde nihai ve kalıcı bir çözüme ulaşılamaması durumunda, hafta sonunda Yunan hükümeti tarafından alınan sermaye kontrolünün 6 Temmuz'a kadar uygulanması kararının belirsiz süreli olarak uzatılabileceğini düşünüyoruz. Kaldı ki ülkenin Euro Para Birliği'nden çıkması gündeme gelse bile yeni para basmak için zamana gereksinimi olacağından sermaye kontrolleri uygulanmasına daha fazla ihtiyaç olabilir.

## Yunanistan'ın Euro Para Birliğinden Ayrılması İhtimali (GREXIT)

Yunanistan ile kreditorleri arasında yapılan görüşmelerde istenilen ilerlemenin sağlanamaması sonucunda Yunanistan'ın Euro Para Birliğinden ayrılması tartışılan bir diğer önemli ihtimal olarak karşımıza çıkıyor. Söz konusu ihtimalin gündeme gelmesinde, Yunanistan'ın borç krizine kısa vadede nihai ve kalıcı çözüm bulamaması halinde borç ödemelerini gerçekleştiremeyecek olması etkili oldu. Bu bağlamda, çözüme varılamaması durumunda uluslararası yardımdan mahrum kalacak olan ülkede ödemelerin gerçekleştirilmesi için para basılamayacağından dolayı ülkenin para birliğinden çıkması ve eski para birimi Drahmi'ye dönmesi gerekebilir.

Yunanistan'ın kendi para birimine dönerek drahmi kullanmaya başlaması, drahminin Euro karşısında değersizleşmesi nedeniyle ilk etapta ülkede yüksek bir enflasyona neden olacaktır. Bu durum ülkede alım gücünü azaltırken hane halklarının durumunun daha da kötüleşmesine neden olacaktır. Öte yandan Yunanistan'ın Euro para birliğinden ayrılması, ülkeye rekabet avantajı sağlayarak kısa vadede turizm ve ihracattan sağlanan gelirleri artıracak uzun vadede Euro para birimi cinsinden borçlanan Yunanistan'ın borçluluğunu artırabilir. Bu çerçevede, borçlarını ödemekte daha fazla zorlanacak olan Yunanistan için dış borçlanma imkânı azalacakken iflas ihtimali artabilecektir. Ülkenin iflası ise ülkenin bugüne kadar borçlandığı ülke ekonomilerine de zarar verebilir. Önemli bir kreditor olan Almanya gibi güçlü ekonomiler borçların ödenmemesinden çok fazla sarsılmayabilir. Ancak Slovenya, Malta, İspanya, İtalya ve Estonya gibi ülkelerin Yunanistan'a verdikleri borcun geri dönmemesinin maliyeti bu ülkelerin ekonomileri için ciddi bir yük oluşturabilir. Bu durum, kırılganlığı yüksek olan Bölge ülkelerinin de para birliğinden çıkmasını gündeme getirebilir.


Ülkede drahmi kullanılmaya başlanması bankacılık sektöründe sermayenin erimesine sebep olabilir. Ülkenin drahmi kullanmaya başlaması durumunda bankalar da yabancı para olarak tutulanlar da dahil olmak üzere aktif ve pasiflerini drahmiye çevirmek zorunda kalacaklardır. Böyle bir durumda bankalar sermaye yapılarını güçlendirmek için aktif ve pasiflerini drahmiye çevirirken kullandıkları kur değeri farklı olacaktır. Örneğin mevduatları cari Euro/drahmi seviyesinin altında bir değerden drahmiye çevirirken, kredileri ise cari değerden drahmiye çevirmeyi tercih edebilirler. Ayrıca böyle bir durumda Yunan kanunları çerçevesinde ihraç edilen kağıtlarla elde edilen borçlar da drahmiye çevrilebilir. Ancak İngiltere veya Lüksemburg kanunlarına göre çıkarılan eurobondlarla elde edilen borçların drahmiye çevrilmesi mümkün olmayacağından temerrüt söz konusu olabilir.

### Para Birliğinin Dağılıma İhtimali

Yunanistan'ın Euro Para Birliği'nden çıkışının gerçekleşmesi, birliğin yeterince kuvvetli olmayabileceği algısını güçlendirecek olup birliğe olan güvenin sarsılmasına ve üye ülkelerin para birliğinden çıkış ihtimalinin gündeme gelmesine sebep olabilir. Böyle bir durum ise İtalya, İspanya ve Portekiz gibi kırılgan ülke ekonomilerinin de para birliğinden çıkışını tetikleyebilir. Bununla birlikte dış ticaret, faiz oranları ve döviz kuru üzerindeki etkiler yoluyla da Yunanistan borç krizinin diğer ülkelere bulaşma ihtimali bulunuyor. Yunanistan'ın kamu borcunun büyük kısmının yabancı kreditorlere ait olması bu yayılma ihtimalini güçlendiriyor. Para birliğinin dağılıma ihtimalinin ise Avrupa Birliği'nin geleceği için önemli bir risk oluşturduğunu düşünüyoruz. Bu düşüncemizde İngiltere'de son yapılan seçimlerde iktidara gelen muhafazakâr partinin, seçim sürecinde İngiltere'nin Avrupa Birliği üyeliğini 2017 yılının sonuna kadar referanduma götürebileceklerini ifade etmesi de etkili oldu. Avrupa Birliği'nin bütünlüğünü koruyamaması ise, deflasyondan kurtulan ancak hala düşük büyüme ile mücadele Euro Bölgesi ekonomisi için önemli bir tehdit oluşturabilir.

### ABD'de faiz artırımlarının ertelenme ihtimali

Yunanistan'ın para birliğinden çıkması ve Yunanistan'da başlayan olumsuzluğun diğer ülkelere sıçrama ihtimali küresel risk algısında artışa neden olacaktır. Böyle bir durumda yatırımcılar güvenli liman olarak gördükleri ABD tahvillerine yönelecektir. Küresel ekonominin olumsuz etkilenmesi ihtimaline karşı şu an için beklenmemekle birlikte ABD Merkez Bankası Eylül ayında başlayacağı düşünülen faiz artırımını erteleyebilir.



---

Sonuç olarak piyasada Yunanistan'ın para birliğinden çıkma ihtimali uzun süredir konuşuluyor ve bu ihtimal satın alınmış görünüyordu. Ancak referandum kararının ardından piyasalarda yaşanan dalgalanma aslında yatırımcıların Yunanistan'da son dakikada da olsa bir anlaşmaya varılmasını beklediklerini gösterdi. Ayrıca referandum kararının ardından İtalya, İspanya ve Portekiz borsalarında yaşanan düşüş ve faizlerindeki yükseliş Yunanistan'ın birlikten ayrılması durumunda diğer ülkelere de bulaşabileceğine ilişkin bir işaret olarak görüldü. Referanduma gidilen süreçte her an sürpriz bir anlaşma yapıma ihtimali bulursa da Yunanistan IMF'ye bugünkü ödemeyi yapamayacağı için teknik olarak temerrüde düşmüş olacak. Referandumda evet ya da hayır kararının çıkması ülkenin kesin olarak temerrüde düşüp düşmeyeceğini göstermesi açısından da önemli görünüyor. Ülke temerrüde düşer ve para birliğinden ayrılırsa yüksek bir enflasyon ortaya çıkabilir, ayrıca bankalar da ciddi sıkıntılarla karşı karşıya kalabilir. Tüm bu yaşanabilecek olumsuzluklar nedeniyle Yunan halkının para birliğinde kalma isteği referandumdan evet oyu çıkma ihtimalini de artırıyor. Eğer bu durum referanduma ilişkin yapılacak anketlerde de ortaya çıkarsa olumsuz görünüm bir miktar azalabilir ve evet oyu çıkması durumunda kriz aşılabılır. Ayrıca Yunanistan IMF'ye bugünkü ödemesini yapamayacağı için temerrüde düşse bile bunun Güney Kıbrıs'ta olduğu gibi kriz derinleşmeden çözüleceğini düşünüyoruz.

Yunanistan'da hali hazırda yaşanan kriz mali birlik oluşturulmadan tek başına parasal birliğin yeterli olmadığını gösterdi. Görece daha yüksek işgücü verimliliğine sahip Almanya ve Hollanda gibi ülkeler ile daha düşük işgücü verimliliği olan Yunanistan'ın aynı para birimini kullanıyor olmaları bu krizi tetikleyen önemli faktörlerin başında geliyor. Bir anlamda bunun farkında olan Avrupa Birliği'nin beş önemli başkanı (Avrupa Komisyonu Başkanı Jean-Claude Juncker, Euro Zirvesi Başkanı Donald Tusk, Euro Grubu Başkanı Jeroen Dijsselbloem, ECB Başkanı Mario Draghi ve Avrupa Parlamentosu Başkanı Martin Schulz) 22 Haziran'da Ekonomik ve Parasal Birliğin derinleştirilmesine yönelik yeni planlar açıkladılar. 1 Temmuz'dan itibaren başlayacak sürecin en geç 2025'de tamamlanması planlanıyor ve bankacılık birliği, sermaye piyasaları birliği, mali birlik ve ortak Hazine'nin kurulması amaçlanıyor. Böylece üye ülkeler arasındaki ekonomik ve sosyal farklılıkların en aza indirildiği, ortak yasalar ve ortak kurumların çalıştığı bir anlamda Avrupa Birleşik Devletleri olabilecek yeni bir birlik oluşturulması hedefleniyor.

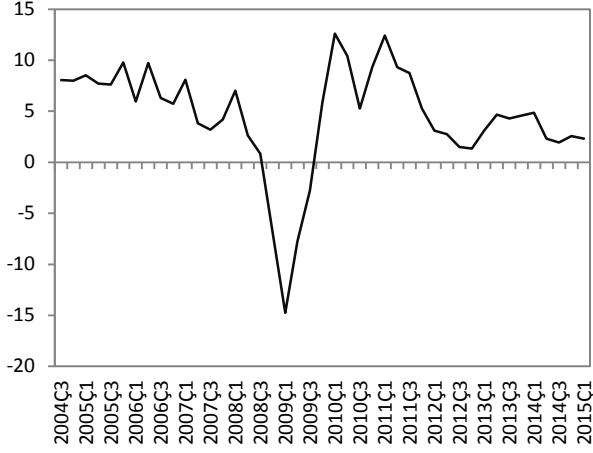
## Haftalık Veri Takvimi (29 Haziran-03 Temmuz 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
29.06.2015	ABD	Bekleyen Konut Satışları (Mayıs, a-a)	%3.4	%1.0
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Haziran)	-20.8	-16.0
	Euro Bölgesi	Tüketici Güveni (Haziran)	-5.6	--
	Almanya	TÜFE (Haziran, y-y, öncül)	%0.7	%0.6
	İngiltere	M4 Para Arzı (Mayıs, a-a)	%0.4	--
	Japonya	Perakende Satışlar (Mayıs, a-a)	%0.3	--
			Sanayi Üretimi (Mayıs, a-a, öncül)	%1.2
30.06.2015	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-4.9 Milyar Dolar	-6.8 Milyar Dolar
	ABD	ISM İmalat Endeksi (Haziran)	47.70	--
		S&P Case Shiller Konut Fiyat Endeksi (Nisan, y-y)	%5.04	%5.50
		Chicago PMI Endeksi (Haziran)	46.2	50
		Tüketici Güven Endeksi (Haziran)	95.4	97.4
	Euro Bölgesi	İşsizlik Oranı (Mayıs, a-a)	%11.1	%11.1
		Çekirdek TÜFE (Haziran, y-y)	%0.9	%0.8
	Almanya	İşsizlik Oranı (Haziran, a-a)	%6.4	%6.4
		Perakende Satışlar (Mayıs, a-a)	%1.3	%0
	Fransa	ÜFE (Mayıs, y-y)	-%2.0	--
	İtalya	İşsizlik Oranı (Mayıs, a-a, öncül)	%12.4	%12.3
		TÜFE (Haziran, y-y, öncül)	%0.2	%0.1
	İngiltere	Cari İşlemler Dengesi (1.çeyrek)	-25.3 Milyar £	-24.0 Milyar £
		GSYH (1.çeyrek, y-y)	%2.4	%2.5
01.07.2015	Türkiye	İmalat PMI (Haziran)	50.2	--
	ABD	İmalat PMI (Haziran)	53.4	53.4
		ADP Özel İstihdam (Haziran)	201 Bin Kişi	218 Bin Kişi
		ISM İmalat Endeksi (Haziran)	52.8	53.1
	Euro Bölgesi	İmalat PMI (Haziran)	52.5	52.5
	Almanya	İmalat PMI (Haziran)	51.9	51.9
	Fransa	İmalat PMI (Haziran)	50.5	50.5
	İtalya	İmalat PMI (Haziran)	54.8	54.3
			Dış Ticaret Dengesi (Haziran)	-4.3 Milyar Euro
	İngiltere	İmalat PMI (Haziran)	52.0	52.5
		Japonya	İmalat PMI (Haziran)	49.9
02.07.2015	ABD	Tarımdışı İstihdam (Haziran, a-a)	280 Bin Kişi	230 Bin Kişi
		İşsizlik Oranı (Haziran)	%5.5	%5.4
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	271 Bin Kişi	270 Bin Kişi
		ISM New York Endeksi (Haziran)	54.0	--
		Fabrika Siparişleri (Mayıs)	-%0.4	-%0.5
	Euro Bölgesi	ÜFE (Mayıs, y-y)	-%2.2	-%2.0
03.07.2015	Türkiye	TÜFE (Haziran, a-a)	%0.56	%0.27
		ÜFE (Haziran, a-a)	%1.11	--
	Euro Bölgesi	Hizmet PMI (Haziran)	54.4	54.4
		Perakende Satışlar (Mayıs, y-y)	%2.2	%2.3
	Almanya	Hizmet PMI (Haziran)	54.2	54.2
	Fransa	Hizmet PMI (Haziran)	54.1	54.1
	İtalya	Hizmet PMI (Haziran)	52.5	52.3
	İngiltere	Hizmet PMI (Haziran)	56.5	52.5
	Japonya	Hizmet PMI (Haziran)	51.5	--

## TÜRKİYE

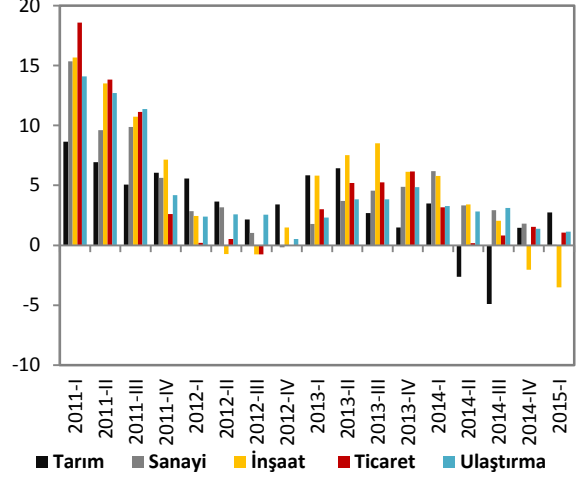
### Türkiye Büyüme Oranı

#### Reel GSYH (y-y, %)



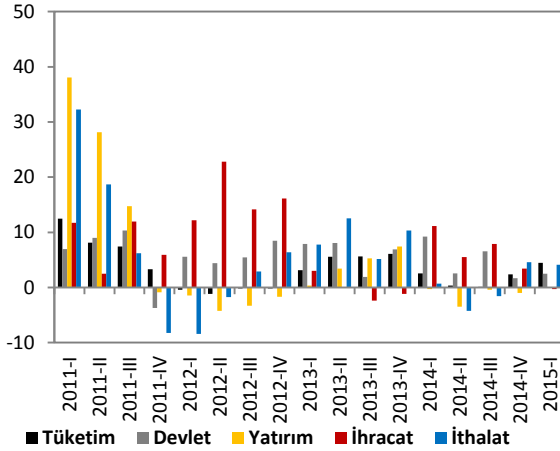
### Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)

#### Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



### Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)

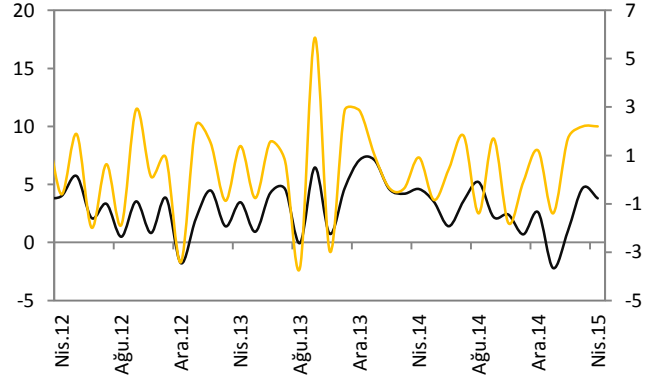
#### Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)



### Sanayi Üretim Endeksi

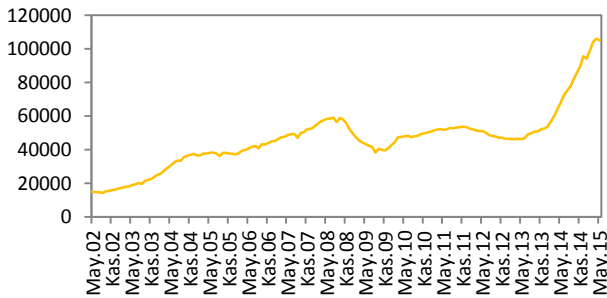
#### Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %)

#### Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (a-a, %) (Sağ Eksen)



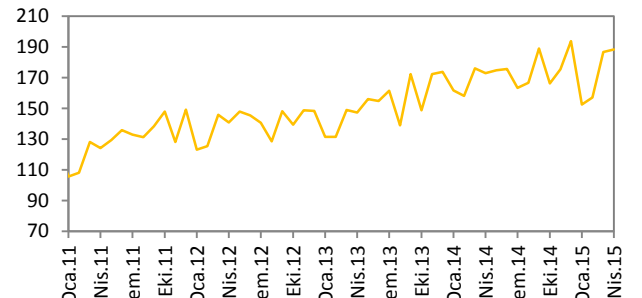
### Toplam Otomobil Üretimi

#### Toplam Otomobil Üretimi (Adet) (12 aylık Har. Ort.)



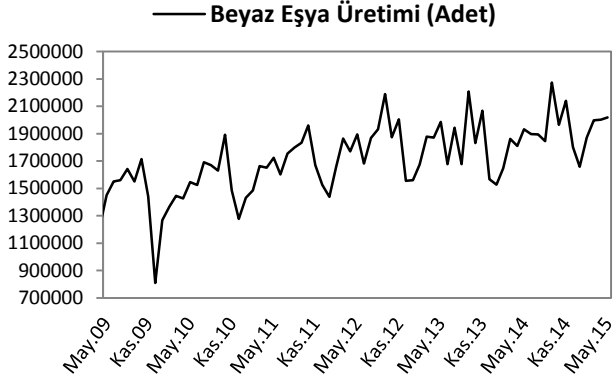
### Sanayi Ciro Endeksi

#### Aylık Sanayi Ciro Endeksi (2010=100)



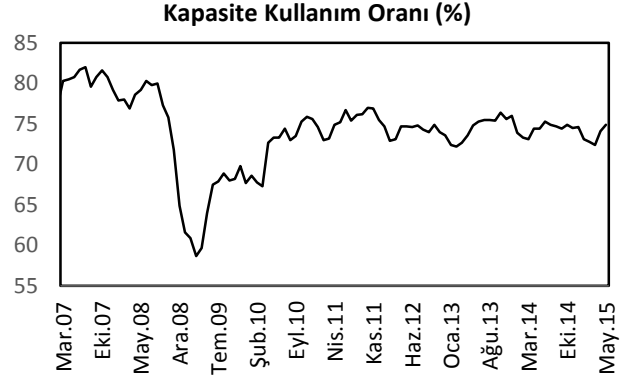


## Beyaz Eşya Üretimi



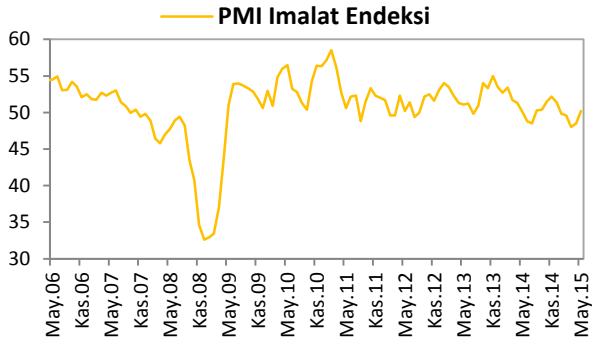
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

## Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak:TCMB

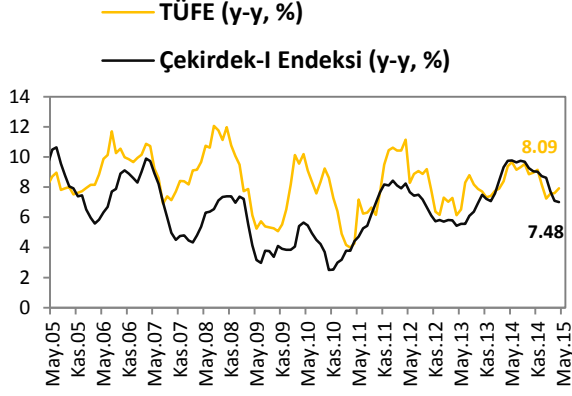
## PMI Endeksi



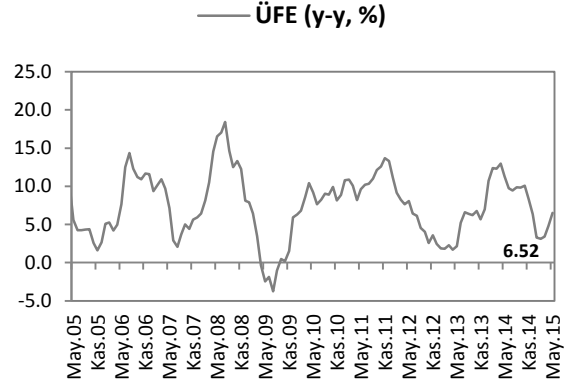
Kaynak:Reuters

## ENFLASYON GÖSTERGELERİ

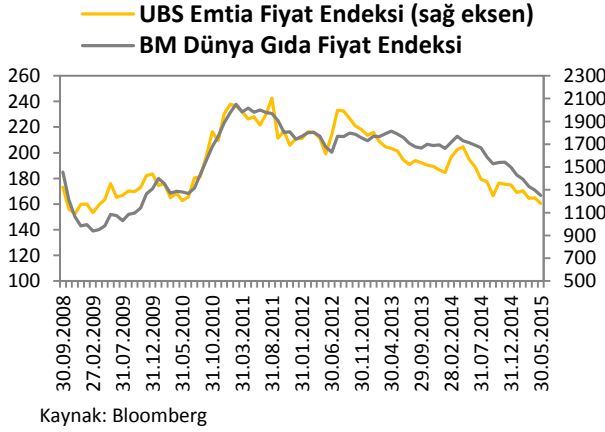
### TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



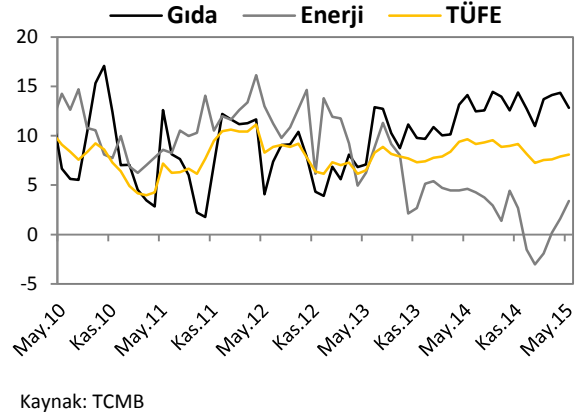
### ÜFE



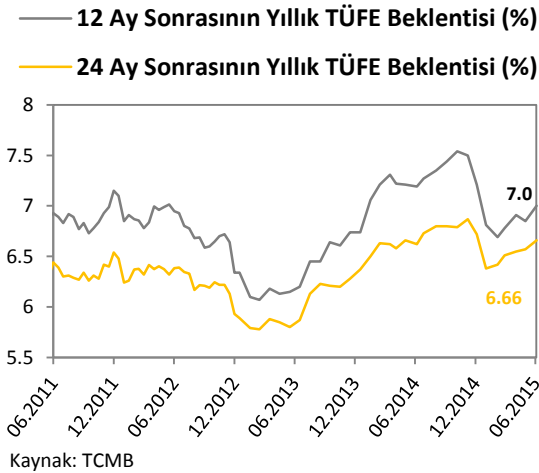
### Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



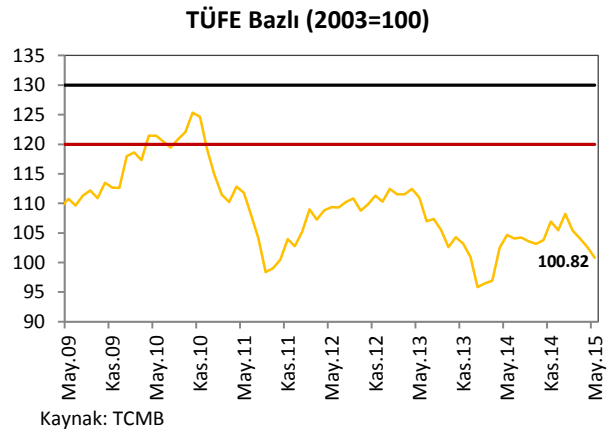
### Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)



### Enflasyon Beklentileri

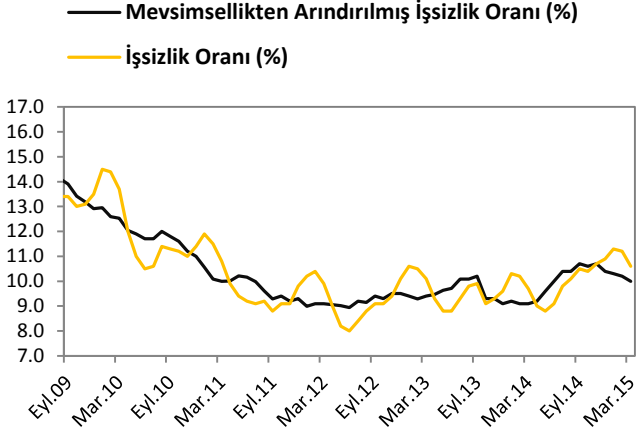


### Reel Ektif Döviz Kuru

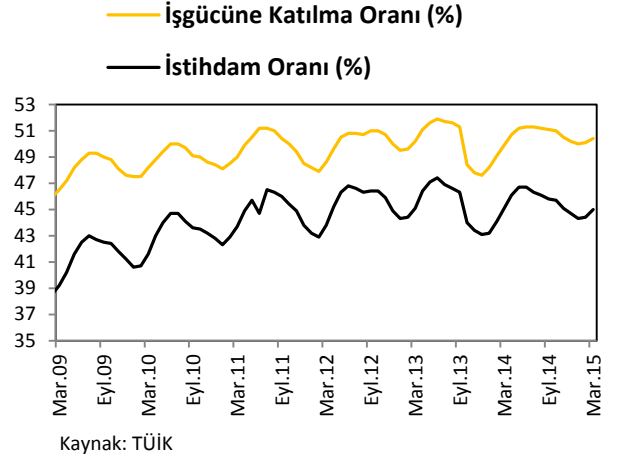


## İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

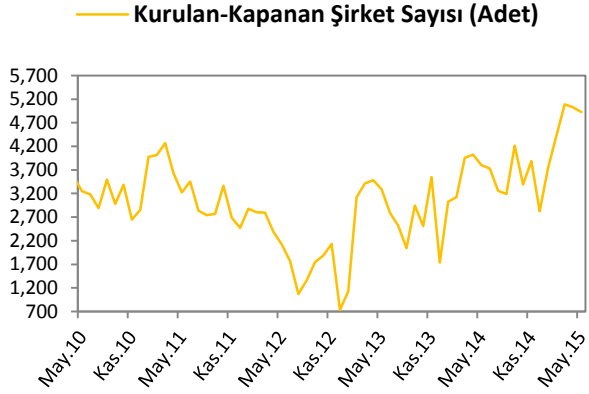
### İşsizlik Oranı



### İşgücüne Katılım Oranı

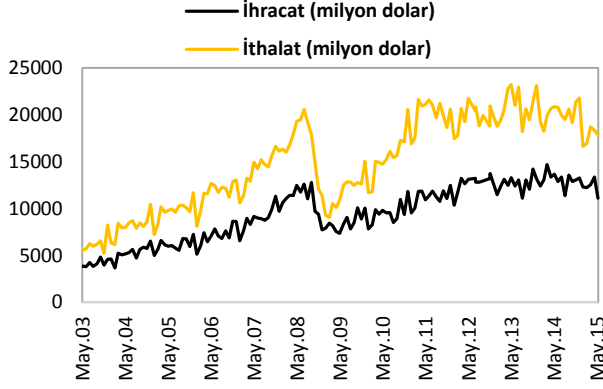


### Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı

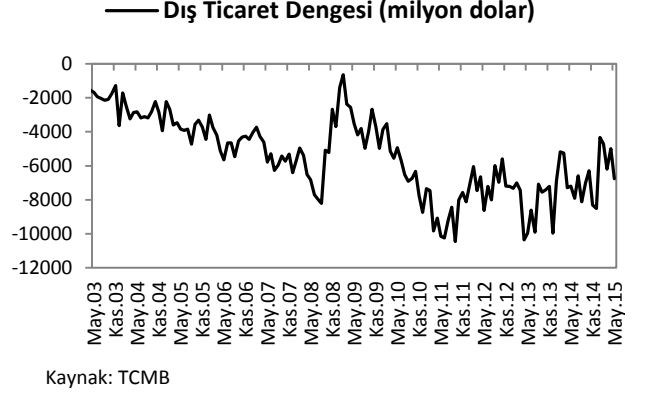


## DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

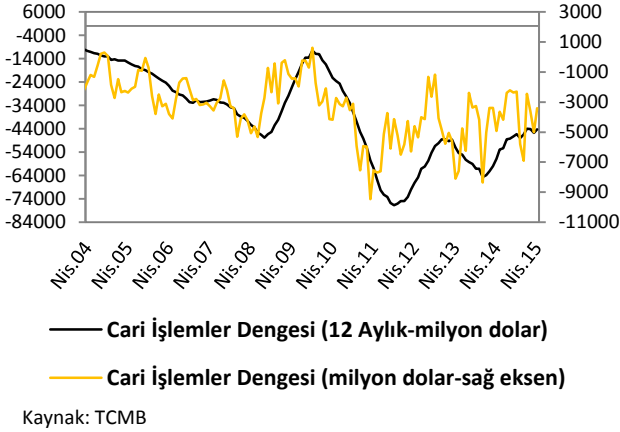
### İthalat-İhracat



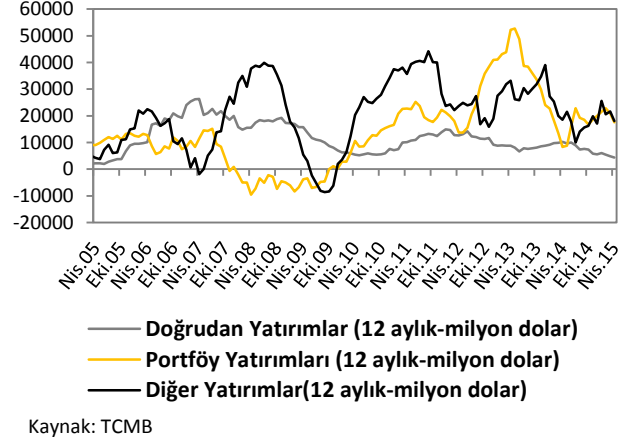
### Dış Ticaret Dengesi



### Cari İşlemler Dengesi

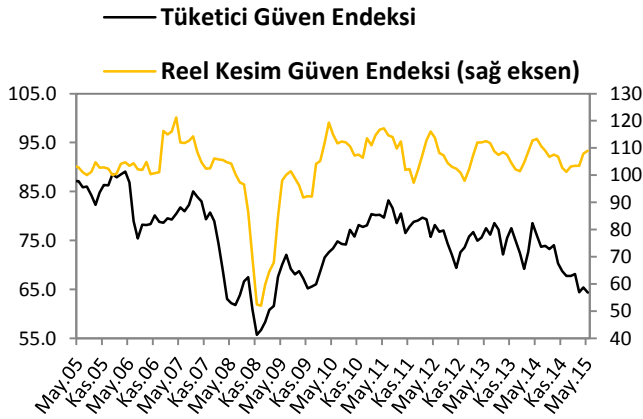


### Sermaye ve Finans Hesabı



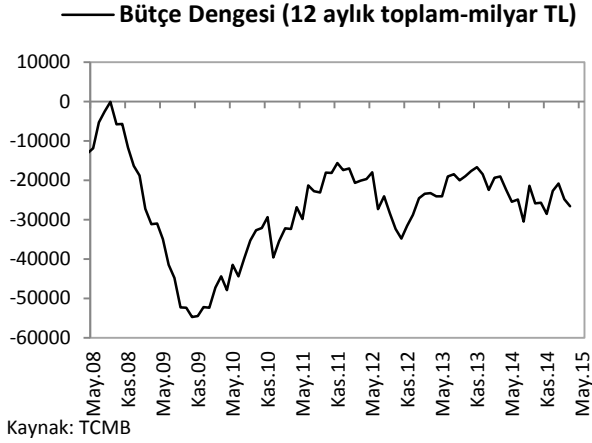
## TÜKETİM GÖSTERGELERİ

### Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni

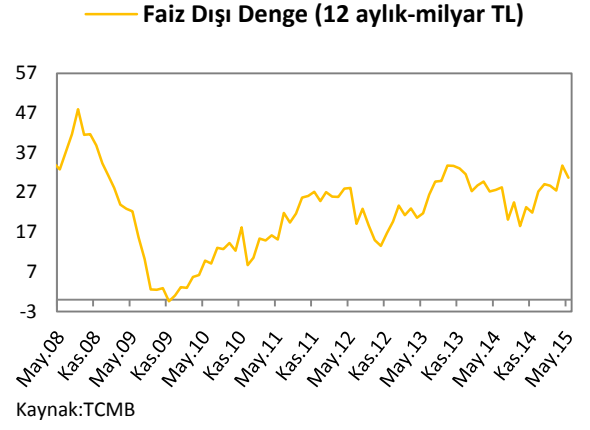


## KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

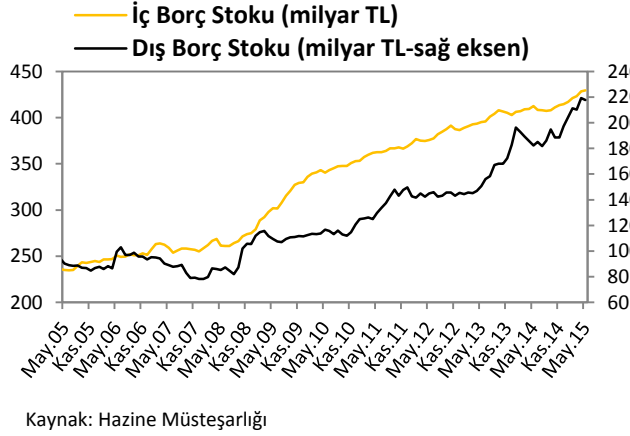
### Bütçe Dengesi



### Faiz Dışı Denge



### İç ve Dış Borç Stoku

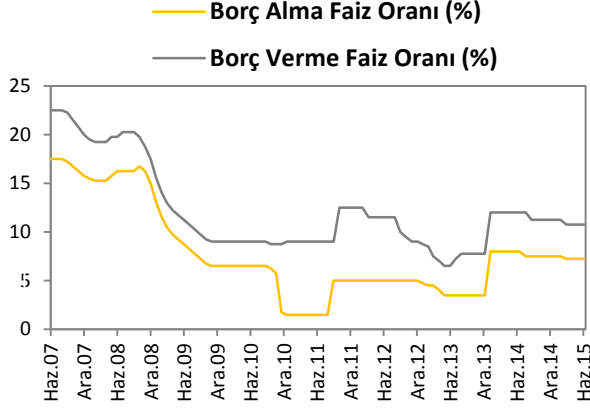


### Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



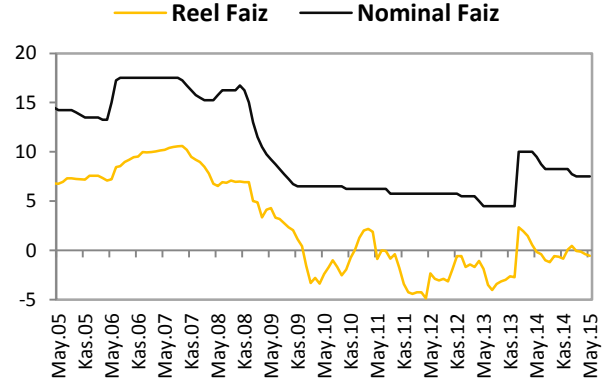
## LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

### TCMB Faiz Oranı



Kaynak:TCMB

### Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB, VakıfBank

## Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

	Reel Büyüme (y-y,%)	Enflasyon (y-y,%)	Cari Denge/GSYH (%)	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	2.9	0	-2.36	0.25	95.4
Euro Bölgesi	1	0.3	2.34	0.05	-5.60
Almanya	1	0.70	6.73*	0.05	103
Fransa	0.80	0.30	-1.05	0.05	-17.80
İtalya	0.13	0.20	0.96*	0.05	109.50
Macaristan	3.50	0.50	4.14*	1.65	-27.00
Portekiz	1.50	1.00	0.60	0.05	-18.40
İspanya	2.70	0.10	1.44*	0.05	-0.40
Yunanistan	0.40	-1.40	0.92	0.05	-46.80
İngiltere	2.40	0.10	-4.47	0.50	1.00
Japonya	-0.90	0.50	0.53	0.10	41.40
Çin	7.00	1.20	1.93*	4.85	107.60
Rusya	-2.20	15.80	1.64*	11.50	--
Hindistan	5.30	5.79	-1.44	6.25	--
Brezilya	-1.56	8.47	-3.88	13.75	98.70
G.Afrika	2.10	4.60	-5.8*	5.75	-3.50
Türkiye	2.30	8.09	-7.9*	7.50	66.40

Kaynak: Bloomberg. \*: Cari denge verileri IMF'den alınmaktadır ve 2013 verileridir.

## Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

	2013	2014	En Son Yayınlanan	2015 Yılı Sonu Beklentimiz	
<b>Reel Ekonomi</b>					
GSYH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	1 567 289	1 749 782	443 189	(2015 1Ç)	--
GSYH Büyüme Oranı (Sabit Fiyatlarla, y-y%)	4.2	2.9	2.3	(2015 1Ç)	--
Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %)(takvim etk.arnd)	7.0	2.6	3.8	(Nisan 2015)	--
Kapasite Kullanım Oranı (%)	76.0	74.6	74.9	(Mayıs 2015)	--
İşsizlik Oranı (%)	9.2	9.9	10.6	(Mart 2014)	--
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>					
TÜFE (y-y, %)	7.40	8.17	8.09	(Mayıs 2015)	--
ÜFE (y-y, %)	6.97	6.36	6.52	(Mayıs 2015)	--
<b>Parasal Göstergeler (Milyon TL)</b>					
M1	225,331	251,991	289,600	(19.06.2015)	--
M2	910,052	1,018,546	1,139,078	(19.06.2015)	--
M3	950,979	1,063,151	1,186,173	(19.06.2015)	--
Emisyon	67,756	77,420	88,154	(19.06.2015)	--
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	112,002	106,314	101,726	(19.06.2015)	--
<b>Faiz Oranları</b>					
TCMB O/N (Borç Alma)	3.50	7.50	7.25	(26.06.2015)	--
TRLIBOR O/N	8.05	11.27	11.23	(26.06.2015)	--
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>					
Cari İşlemler Açığı	64,658	45,846	3,408	(Nisan 2015)	--
İthalat	251,661	242,182	17,866	(Mayıs 2015)	--
İhracat	151,802	157,627	11,113	(Mayıs 2015)	--
Dış Ticaret Açığı	99,858	84,508	6,753	(Mayıs 2015)	--
<b>Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)</b>					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku	403.0	414.6	429.4	(Mayıs 2015)	--
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	182.8	197.3	217.8	(Mayıs 2015)	--
Kamu Net Borç Stoku	197.6	187.4	187.4	(2014)	--
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon TL)</b>					
	2013 Mayıs	2014 Mayıs			
Bütçe Gelirleri	34,901	37,555	41,752	(Mayıs 2015)	--
Bütçe Giderleri	30,337	36,080	40,113	(Mayıs 2015)	--
Bütçe Dengesi	4,564	1,475	1,639	(Mayıs 2015)	--
Faiz Dışı Denge	8,107	8,556	5,486	(Mayıs 2015)	--

<b>Cem Erođlu</b>	<b>Müdü</b>	<a href="mailto:cem.eroglu@vakifbank.com.tr">cem.eroglu@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 98</b>
<b>Fatma Özlem Kanbur</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr">fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 91</b>
<b>Bilge Pekçađlayan</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr">bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 19 02</b>
<b>Elif Engin</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:elif.engin@vakifbank.com.tr">elif.engin@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 92</b>
<b>Sinem Ulusoy</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:sinem.ulusoy@vakifbank.com.tr">sinem.ulusoy@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 19 05</b>

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değışiklik yapma hakkına sahiptir.