

### Euro Bölgesi'nde Ekonomik Durum ve Riskler

Avrupa ülkelerinde ekonomilerin başta Almanya ekonomisi olmak üzere son dönemde yavaşladığı görülüyor. Bu durum yılın başında Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin 2019'un ikinci yarısında yapmayı planladığı faiz artırımlarını ertelemesiyle birlikte piyasalarda 2020'den önce faiz artırımına gitmeyeceği beklentisi yarattı. ABD ekonomisi 2019 yılının ilk çeyreğinde yıllıklandırılmış olarak %3.2 oranında büyürken, Euro Bölgesi yıllık bazda %1.2 büyüdü.

Euro Bölgesi ekonomisinin ABD ekonomisine kıyasla daha yavaş büyümesine rağmen Avrupa'nın ekonomik sorunlarının ve siyasi sıkıntılarının geçici olduğu, Çin'in ekonomiyi canlandıracak teşvik tedbirleriyle birlikte başta Almanya ekonomisi olmak üzere Euro ekonomisinin olumlu etkileneceği ve büyümenin tekrar yukarı yönlü ivmeleneceği bekleniyordu. Ancak ABD Başkanı Donald Trump'ın Mayısın ilk haftasında ABD'nin Çin'den yaptığı 200 milyar dolarlık ithalata yönelik gümrük tarifelerini %10'dan %25'e yükseltileceğini açıklaması ve buna karşılık olarak Çin'in bu hafta başında, 1 Haziran'dan itibaren uygulanmak üzere 60 milyar dolar değerinde ABD ürününe gümrük vergisi getireceğini açıklaması ile bu olumlu hava bozuldu. Ayrıca Trump'ın Çin'i ABD'nin geçen hafta devreye aldığı gümrük vergisi artışına karşı misilleme yapmaması konusunda uyarması gerilimi daha da artırdı. Bu gelişmelerin küresel ticaret ve Euro Bölgesi ekonomisi üzerinde yaratabileceği olası olumsuz etkileri göz önüne alarak bu haftaki raporumuzda, Euro Bölgesi ekonomisinin durumunu ve riskleri değerlendireceğiz.

### Avrupa Birliği'nin Tarihçesi

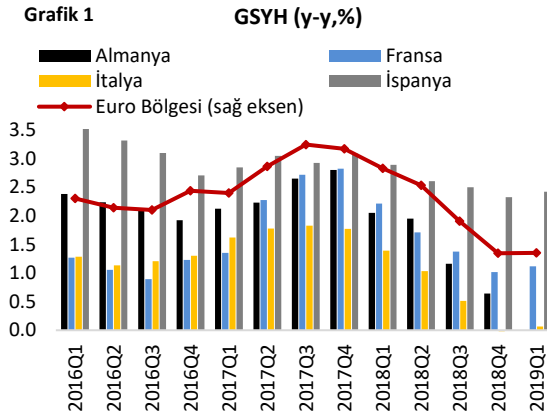
İkinci Dünya Savaşı'nın Avrupa'ya verdiği büyük hasarlar sonrası bir zamanlar birbirleriyle savaşan ülkeler, kömür ve çelik üretimi için ortak bir pazar amacıyla 9 Mayıs 1950'de Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu'nu (AKÇT) kurdu. Belçika, Federal Almanya, Fransa, İtalya, Lüksemburg ve Hollanda kömür ve çelikte ortak pazar kurmak için ilk adımı atan ülkeler oldu. Altı üye devlet, daha sonra Roma Antlaşması'nı imzalayarak çeşitli mal ve hizmetleri içeren ortak bir pazara dayalı Avrupa Ekonomik Topluluğu'nu (AET) kurmaya karar verdi. Altı ülke arasında gümrük vergileri 1 Temmuz 1968'de tamamen kaldırıldı ve 1960'larda özellikle ticaret ve tarımda ortak politikalar oluşturuldu. 1973'te Danimarka, İrlanda ve İngiltere, Avrupa Ekonomik Topluluğu'na katılmaya karar verdi. 1981'de Yunanistan, 1986'da İspanya ve Portekiz AET'ye katıldı. 1989'da Berlin Duvarı'nın yıkılması, 3 Ekim 1990'da Almanya'nın yeniden birleşmesi, Sovyetler Birliği'nin Aralık 1991'de dağılması gibi önemli gelişmeler sonrası 1992 Maastricht Antlaşması ile topluluk kurumları güçlendirildi ve daha geniş yetkilere sahip oldu. Böylece Avrupa Birliği (AB) doğdu. Avusturya, Finlandiya ve İsveç, 1 Ocak 1995'te Avrupa Birliği'ne katıldı.

AB ortak para birimine geçişte genel anlamda üç aşamalı plan hayata geçirildi. İlk olarak Avrupa Merkez Bankası (ECB) sisteminin altyapısı, yeni para birimi mevzuatının geliştirilmesi ile mali piyasa ve bankacılık sektöründe hazırlıkların yapılması planlandı. İkinci aşamada para politikasında tek söz sahibinin ECB olması, Euro'nun hesap birimi olarak yürürlüğe konulması yer aldı. Son aşamada ise Euronot ve madeni paraların 1 Ocak 2002'de tedavüle çıkarılması, 1 Temmuz 2002'de Euro'nun her alanda milli para yerine kullanılması ve diğer para birimlerinin tedavülden kaldırılması kararlaştırıldı. Böylece, parasal birlik oluşturuldu. Danimarka, Birleşik Krallık ve İsveç birliğe katılmalarına rağmen Euro'yu kullanmayan ülkeler arasında yer aldı.

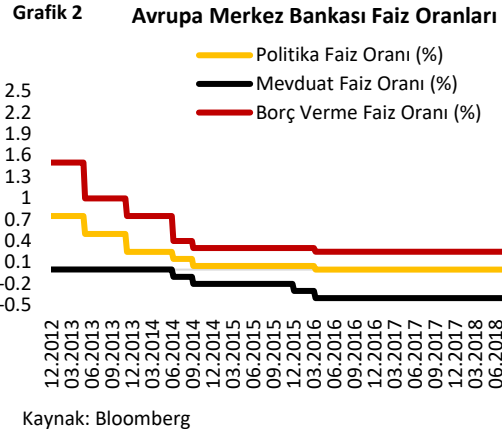
AB 2018 yılında ABD'den sonra dünyanın en büyük ikinci ekonomisi konumunda bulunuyor. Ancak bu başarılı birlik öncelikle 2008 yılı küresel ekonomik kriziyle ve ikinci olarak 2010 yılında Yunanistan, İspanya ve İtalya gibi ülkelerin borç kriziyle birlikte başlıca iki zorlu süreçten geçti. Avrupa'da aşırı milliyetçi sağ partilerin oy oranının artması, AB karşı partilerin doğması, ekonomik ve siyasi belirsizlikler ve İngiltere'nin AB'den ayrılmaya karar vermesiyle sonuçlanan Brexit süreci birliğin gelecekte devam edip edemeyeceğine ilişkin soru işaretleri oluşturdu. Bu yazımızda AB'nin ekonomisini ele alacağız.

## Euro Bölgesi Ekonomisinin Büyümesi 2008 Yılı Küresel Krizi Sonrasında Yavaş Seyretti.

Grafik 1

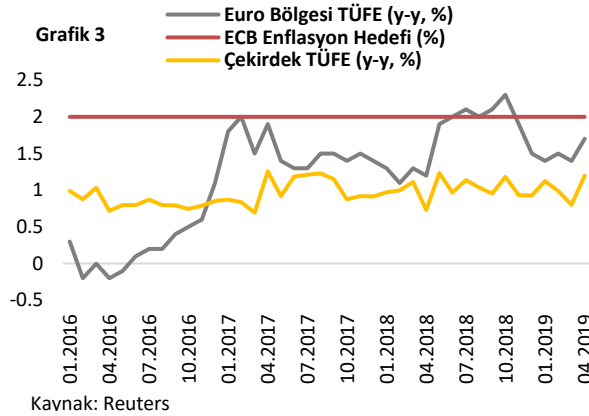


Grafik 2

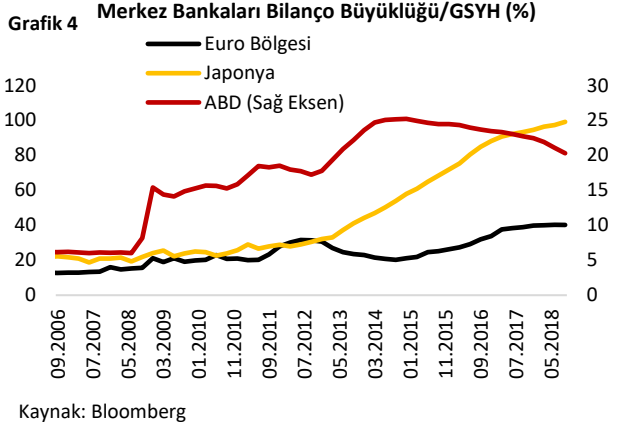


Dünyanın karşılaştığı en büyük ikinci kriz olan 2008 Mortgage krizinin ardından hızla yavaşlayan ve resesyon riski ile karşı karşıya kalan Euro Bölgesi ekonomisinin canlandırılması için hem geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları hem de maliye politikaları ile uzun yıllar boyunca çaba sarf edildi. Bu doğrultuda, Avrupa Merkez Bankası (ECB) politika faiz oranını sıfır seviyesine indirdikten sonra bankaların tuttıkları cari hesaplardan faiz alınması yoluyla tasarrufların azaltılmasını ve kredi hacminin genişletilmesini hedefleyerek mevduat faiz oranını 2014 yılı Haziran ayında sıfırın altına (Grafik 2) çekti. Bununla birlikte geleneksel olmayan para politikaları ile merkez bankalarının uzun vadeli tahvil satın aldı. Alınan önlemlere rağmen kriz öncesi dönemdeki büyüme oranlarına ve hedeflenen %2 enflasyon oranına (Grafik 3) ulaşılamadı.

Grafik 3

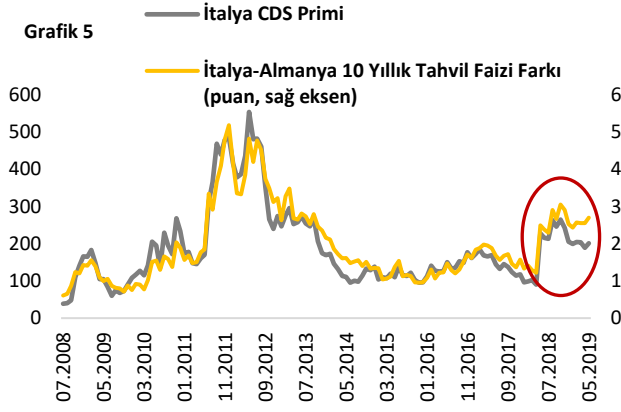


Grafik 4



Bölge ekonomisinin toparlanmasını geciktiren Bölge içi ve dışından kaynaklanan pek çok sebep bulunuyor. Bölge'nin iç dinamiklerinden kaynaklanan sebeplerin başında, tarihte ilk kez uygulanan tahvil alım programının ECB'nin bilançosunda yükselişe sebep olması sonucunda (Grafik 4) üye ülkelerde kamu borçlarının artması geliyor. Bu bağlamda, yüksek borçluluk oranına sahip İtalyan ekonomisi kaynaklı riskler ön plana çıkıyor. 2018'in son aylarında İtalya'nın 2019 bütçe tasarısına ilişkin endişelerin risk yarattığı görülüyor. Ağır bir borç yükü olan İtalya'nın 2019 yılı için başlangıçta %2.4 olan bütçe açığı/GSYH oranı hedefinin AB Komisyonu tarafından reddedilmesi endişelere neden oldu. Bütçe açığı/GSYH hedefini %2.04'e indiren İtalya ile AB Komisyonu arasında bütçe konusunda anlaşmaya varılsa da söz konusu anlaşmazlık üye ülkeler arasında maliye politikaları arasındaki uyumsuzluğu göstermesi açısından olumsuz bir gelişme oldu. Ayrıca İtalya bankacılık sistemi en sorunlu olan Avrupa ülkelerinden biri arasında yer alıyor. İtalyan bankalarının geri dönmeyen kredilerindeki yüksek oran bankacılık rasyolarını olumsuz etkiliyor. Ayrıca İtalyan bankacılık sektörünün tuttuğu devlet tahvili miktarının Almanya ve Fransa gibi ülkelerle kıyaslandığında oldukça yüksek olduğu görülüyor.

Grafik 5

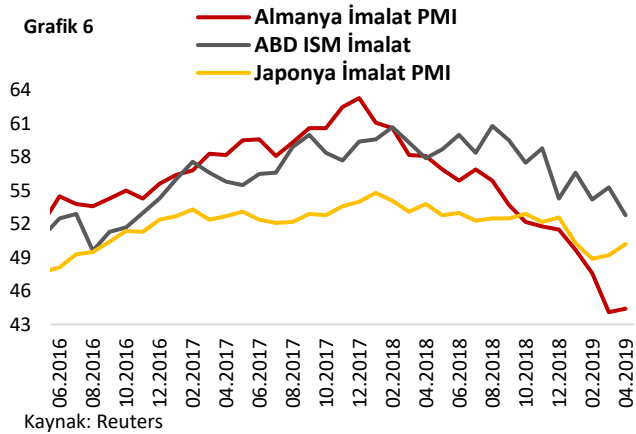


Kamu borcunun %135 seviyesinde olduğu ve bankaların ellerinde yüksek miktarda devlet tahvili bulunduğu İtalya'nın kredi notunun düşmesi halinde ülke risk primi de artacağından bankacılık sektörü önemli tutarda zarar edebilir. Böyle bir durumun gerçekleşmesi ve Euro Bölgesi ekonomisini de etkileyecek derecede etki yaratması halinde yeni bir krizi tetikleyebilir. Mali politikalar arasındaki uyumsuzluğun tahvil piyasasına yansdığı görülüyor. Bu bağlamda İtalya ile Almanya 10 yıllık tahvil faiz oranları arasındaki farkın yaklaşık 6 yılın en yüksek seviyesine ulaştığı (Grafik 5) dikkat çekiyor. Öte

yandan son yıllarda Avrupa Birliği üyesi ülkeler arasında ayrılıkçı seslerin yükselmesi ve özellikle 2016 yılında yapılan referandumla İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılma (Brexit) kararı alması ve devam eden süreçte Brexit'e ilişkin belirsizlikler Bölge ekonomisinin toparlanmasını yavaşlatan bir diğer önemli faktör oldu. Ekonomik risklerin yanı sıra AB üyesi ülkelerde yaşanan siyasi krizler de Bölge ekonomisi büyümesine olumsuz yansıdı. AB'nin en önemli savunucularından Fransa Cumhurbaşkanı Emmanuel Macron'a karşı akaryakıt zamları ve ekonomik şartların kötüleşmesine tepki olarak Kasım ayında Sarı Yelekliler tarafından yapılan protestolar siyasi istikrarsızlık yarattı.

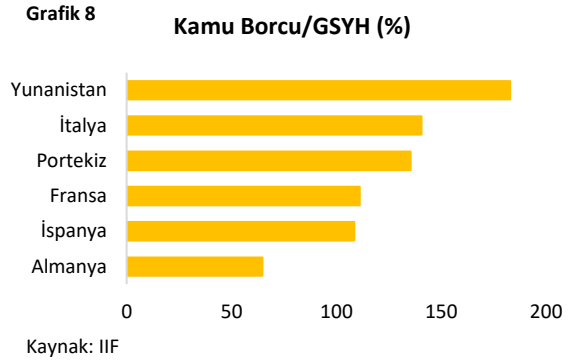
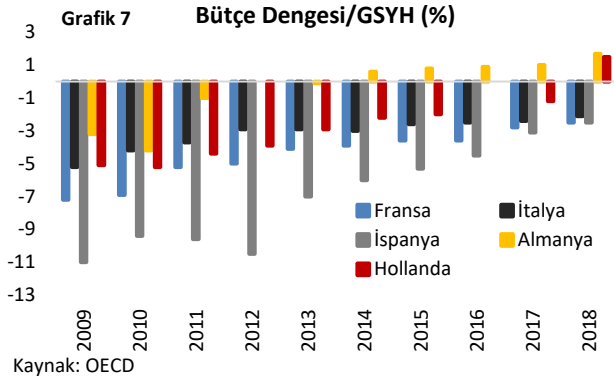
Euro Bölgesi ekonomisine bir diğer darbeye Alman ekonomisinden geldi. Avrupa'nın lokomotif ülkesi olan Almanya'da büyümenin yavaşlaması Euro Bölgesi'nin tamamını etkiledi. Dünyanın en büyük otomobil üreticilerinden biri olan Volkswagen'in emisyon testlerinde hile yaptığı skandalının ortaya çıkması sadece şirketin değil Alman ekonomisinin de yara almasına neden oldu. Öncelikle diğer Alman araba üreticilerinin de bu skandal sonrası olumsuz etkilenebileceği endişesi başladı. Ayrıca, Almanya'nın en büyük işvereni konumunda olan Volkswagen şirketinde işten çıkarmaların olabileceği ihtimali ortaya çıktı. Son olarak, Almanya'nın en önemli ihracat kaleminin otomobil ve araba parçaları olması nedeniyle bu skandal Alman ekonomisine büyük ölçüde zarar verdi. Sadece otomobil sektörü değil birçok küçük ve orta büyüklükte şirkette bu skandaldan olumsuz etkilendi.

Grafik 6



Euro bölgesi üretiminin üçte birini oluşturması ve Almanya'nın büyüme motoru olması sebebiyle otomobil sektörünün durumu ECB'nin de takibinde bulunuyor. Bununla birlikte yağışsız geçen sonbahar sonucu Almanya'da su seviyesi düşen Ren Nehri'nde su taşımacılığı olumsuz etkilendi. Ren Nehri üzerinden geçen tankerlerin kapasitelerinin altında yük taşınması sonucu petrol kıtlığı oluştu ve akaryakıt fiyatları yükseldi. Yağış azlığı sonucu 2018 yılının Ekim ayında tarihi düşüş yaşayan su seviyesi kargo gemi taşımacılığında aksamalara neden oldu. Söz konusu gelişmelerin yansıması Almanya imalat

sektöründe açık bir şekilde hissediliyor. Almanya imalat PMI verisinin son aylarda sert bir düşüş kaydederken ABD ve Japonya imalat sektörü PMI ve ISM verilerinde daha sınırlı bir gerileme olduğu (Grafik 6) görülüyor.



Euro Bölgesi'nde para birliği olması ve ortak bir merkez bankası olmasına rağmen ortak bir maliye politikası izlenememesi, Bölge ekonomisinin toparlanmasının önündeki en önemli engel. Örneğin Almanya dışında birçok Avrupa Birliği üyesi ülkenin devlet borçlarının GSYH'sine oranının %60'ı, bütçe açığının GSYH'sine oranının ise %3'ü geçmemesi kurallarını içeren Maastricht Kriteri'ni (Grafik 7) karşılamıyor. Bununla birlikte bütçe açığı veren ülkeler bütçe fazlası veren ülkelerin daha fazla harcama yapmasını istiyor. Öte yandan Almanya, Lüksemburg ve Hollanda gibi bütçe fazlası veren ülkeler de bütçe gelirlerinin bütçe açığı veren ülkeleri kaldırmak yerine ülke ekonomilerine faydası olacak alanlara harcanması gerektiğini savunuyor. Bu bağlamda, maliye politikalarındaki farklılığın önemli tartışmalara yol açtığı görülüyor.

Bölge ekonomisini etkileyen dış faktörlere bakıldığında, öncelikle dünyanın en büyük iki ekonomisi ABD ve Çin arasındaki ticaret savaşının, 2008 küresel krizinin etkilerini henüz tam olarak atlatamamış dünya ve Euro Bölgesi ekonomisine olumsuz yansıdığı görülüyor. Bunun yanı sıra Bölge ekonomisi, dünyada korumacı politikaların yükselmesinden olumsuz etkilendi. ABD'nin 2018 yılı Haziran ayı itibarıyla AB'den yapılan çelik ithalatından %25, alüminyum ithalatından ise %10 gümrük vergisi almaya başlaması, AB'nin buna karşılık olarak ABD menşeli 2.8 milyar Euro tutarındaki üründen %25 gümrük vergisi alınması kararını uygulamaya koymasıyla ipler gerildi. Trump ve AB Komisyonu Başkanı Jean-Claude Juncker'in Temmuz'da yaptıkları toplantıda AB ile otomobil harici endüstriyel ürünlere yönelik tarifelerin ve sübvansiyonların sıfırlanmaya çalışılması konusunda anlaşma sağlansa ve çelik ve alüminyum tarifelerine yönelik meselelerin çözüleceği açıklansa da ticaret savaşlarının olumsuz etkisi sürdü. Özellikle yılın ikinci yarısından sonra yavaşlayan büyüme ve siyasi sorunlar AB üzerinde risk oluşturdu. Ticaret savaşlarının yanı sıra Çin'deki kredi genişlemesinin yarattığı riskler ve büyümesinin yavaşlaması da Euro Bölgesi ekonomisinin toparlanmasını yavaşlattı.

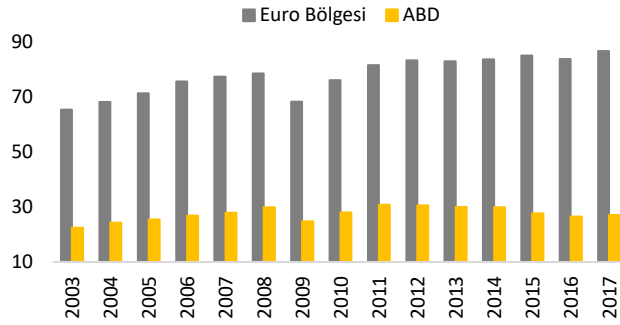
### ***Avrupa Ekonomisi İçin "Japonlaşma Riski"***

Küresel kriz sonrasında hala istenilen hızda toparlanamayan Avrupa ekonomisinin, 1989 yılında girdiği resesyondan aradan geçen 30 seneye rağmen çıkmayan Japonya ekonomisi ile benzer bir kaderi paylaşabileceğinden korkuluyor. Japonlaşma riski olarak adlandırılan bu endişe Avrupa'nın hala gevşek olan para politikasıyla birlikte düşük büyüme ve enflasyon ortamı bakımından Japonya'ya benzemeye başlayabileceği düşünülüyor. Ticaret savaşları, Brexit, AB'den ayrılıkçı hareketlerin gündeme gelmesi, aşırı sağ partilerin yükselişe geçmesi, yavaşlayan Alman ekonomisi, İtalya gibi yüksek borçluluğu olan ülkeler, Avrupa nüfusunun yaşlanması, para politikasının etkisizleşmesi, Fransa'da yaşanan protestolar gibi siyasi gerilimler, zayıf seyreden iç talep ve bunlar gibi pek çok sebep Avrupa ekonomisinin toparlanmasını geciktiriyor.

Yaklaşık 20 yıl önce Avrupa Birliği'nin ekonomik ve parasal birlik politikası çerçevesinde Euro'nun kullanılmaya başlanması, Bölge ekonomisinde ülkeler arası uyumsuzluğa neden olan bir diğer önemli konu. Devletlerarasında ticari ilişkileri kolaylaştırmak, AB üyesi ülkelerin ekonomik refahını arttırmak, Bölge'de bütünleşmeyi sağlamak hedefiyle getirilen para birliği, 2008 küresel krizi sonrasında Yunanistan başta olmak üzere, İspanya, Portekiz, İrlanda gibi ülkeler borçlarını ödeyememesiyle darbe aldı. Ekonomik ve parasal birliğe katılımın koşullarını

belirleyen Maastricht kriterlerini karşılayamayan bu ülkeler krizi atlama için IMF ve ECB'den borçlandılar ve kemer sıkma politikaları uyguladılar. Örneğin Yunanistan faiz oranlarını oldukça yüksek bir seviyeye çıkarmasına karşın Euro para birliğinde olması ve eski yerel para birimi olan Yunan Drahmis'i kullanmadığı için devalüasyon gibi yöntemlerle paranın değerini etkileyemedi. Dolayısıyla devalüasyon yoluyla dış ticarete rekabet gücünü artırmayan Yunanistan ekonomisini tekrar ayağa kaldırmak için başta kamu sektörü çalışanları, emekli kesiminin maaşlarında ciddi miktarlarda kesinti yapmak zorunda kaldı. Tüm bunlar sonucunda oluşan toplumsal gerilim krizden çıkılmasını daha da güç hale getirdi.

Grafik 9 Dış Ticaret Hacmi/GSYH (%)



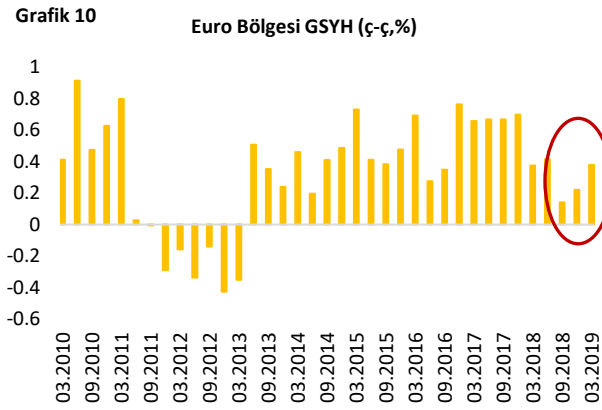
Kaynak: OECD

Bunun dışında geçmiş deneyimler göz önüne alındığında, ECB'nin karar alma süreçlerinde Fed gibi proaktif olmadığı tıpkı Japonya Merkez Bankası gibi ekonominin toparlanmaya başladığı ilk zamanlarında erken sıkılaştırma yaptığı ve toparlanmanın devam etmesini engellemesinin bir diğer önemli faktör olduğu görülüyor. Örneğin 2008 küresel krizin etkileri henüz geçmeye başlamışken toparlanma yerine enflasyonda bir miktar yükselişe odaklanarak 2011 yılında Jean Claude Trichet'in ECB Başkanı olduğu dönemde, Yunanistan krizinin Euro Bölgesi'ne olası

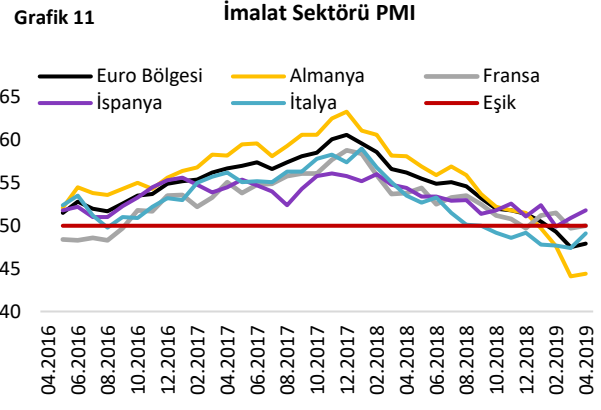
yansımaları göz ardı edilerek faiz artırımına gidildi. Bu adım sonrasında toparlanmanın durduğu ancak Trichet'in ardından ECB'nin başına proaktif bir yaklaşımı benimsemiş olan Mario Draghi'nin gelmesiyle resesyon tehlikesiyle mücadeleyle yönelik önlemler alındı. Ancak alınan önlemlere rağmen toparlanmada yaşanan söz konusu kesinti toparlanmanın gecikmesine neden oldu. Benzer şekilde Japonya'da ekonomi henüz toparlanmaya başlamışken vergilerde yapılan artış toparlanma için zamansız oldu ve resesyonun uzun yıllar boyunca sürmesinde önemli rol oynadı. ECB ve BoJ'un aksine Fed'in resesyon tehlikesiyle mücadelede proaktif davrandığı, ekonominin toparlanması konusunda daha sabırlı olduğu ve atılacak adımlar konusunda zamanlamayı daha doğru ayarladığı görülüyor.

Üye ülkelerin iç sorunlarından kaynaklanan sıkıntıların yanı sıra küresel ticaret son derece açık olan Euro Bölgesi ekonomisi için ticaret savaşları ve dünyada yükselen korumacılık politikaları önemli risk teşkil ediyor. Bu bağlamda, Euro Bölgesi ile ABD'nin ihracat ve ithalat toplamının GSYH'ye oranı kıyaslandığında, söz konusu oran 2017 yılında Euro Bölgesi'nde %87 iken, ABD'nin %27 seviyesinde (Grafik 9) bulunuyor. Euro Bölgesi'nde ticaret hacminin büyümeye katkısının ABD'ye kıyasla oldukça yüksek seviyede bulunması ticaret savaşlarından Euro Bölgesi'nin çok daha olumsuz etkileneceğine işaret ediyor. Euro Bölgesi ekonomisinin problemleri Japonya ekonomisinden farklı olsa da yukarı bahsettiğimiz sıkıntılar nedeniyle Euro Bölgesi ekonomisinin durgunluktan çıkması uzun süre alabilir. Bölge ekonomisi çok fazla problemi ve riski barındırmasının yanı sıra ülkeler arasında uyum yakalanamıyor. Bununla birlikte küresel ticaretin yerini korumacılığa bırakmaya başlaması Bölge ekonomisinin toparlanmasının uzun vadede gerçekleşmesine neden olabilir.

## Euro Bölgesi İlk Çeyrek Büyüme Verisi Toparlanmanın İvmeleneceğinin Sinyalini Mi Veriyor?



Kaynak: Reuters



Kaynak: Reuters

Euro Bölgesi ekonomisinde 2019 yılı ilk çeyreği ile 2018 yılı son çeyreği kıyaslandığında, büyümenin iyileştiği (Grafik 10) görülüyor. Euro Bölgesi ekonomisinde yavaşlamanın sonuna gelindiğinin düşünülmesinde başlıca etkenlerden biri ABD ile Çin arasındaki ticaret müzakerelerinin olumlu seyretmesi oldu. ABD Başkanı Trump ve Çin Devlet Başkanı Şi, Arjantin'in başkenti Buenos Aires'te düzenlenen G20 Liderler Zirvesi kapsamında yaptıkları görüşmede, ülkeleri arasında bir süredir devam eden ticaret savaşının yeni tarifelerle büyümesini önleyecek 90 günlük ateşkes üzerinde mutabık kalmıştı. Washington yönetiminin 200 milyar dolarlık Çin ürününe uyguladığı gümrük vergisi oranını 1 Ocak 2019 itibarıyla %10'dan %25'e yükseltme kararını askıya almasını sağlayacak ateşkes, tarafların birbirlerine karşı yeni gümrük vergileri getirmelerinin de önüne geçmişti. Bunun sonrasında Çinli ve ABD'li heyetler arasında müzakereler başladı. Ayrıca, Nisan 2019'da AB ülkeleri Fransa'nın itirazına rağmen ABD ile ticaret görüşmeleri başlatılması kararı aldı. Çoğunluk oyuyla alınan kararla sanayi mallarına uygulanan gümrük vergilerinin azaltılması ve üretim standartları gibi konulara odaklanılacak olan müzakerelerin resmen başlaması için AB Komisyonu'na yetki verildi.

Devam eden müzakerelerde bir türlü uzlaşmaya varılamaması ve Trump'ın Mayıs ayında, Çin'in ABD ile ticaret görüşmelerinde vardığı anlaşmayı ihlal ettiğini belirterek 200 milyar dolarlık Çin ürününe yönelik tarifelerin 10 Mayıs'tan itibaren %10'dan %25'e yükseltildiğini açıklamasının ardından piyasalarda endişeler tekrar arttı. Buna karşılık olarak Çin 1 Haziran'dan itibaren toplam 60 milyar dolar değerindeki ABD ürününe %5 ile 25 arasında gümrük vergisi getirileceğini açıkladı. Açıklamanın ardından ABD Başkanı Donald Trump, Çin mallarına yönelik vergi artırımına misilleme yapılmaması konusunda uyarı yaptı. Trump ayrıca 28-29 Haziran'da Çin Devlet Başkanı Xi Jinping ile görüşeceği G-20 Zirvesi öncesinde, ek vergi uygulanacak kalan 300 milyar dolarlık ürünün listesini açıkladı. Trump'ın yaptığı sert çıkış, piyasalarda risk alma iştahını azalttı ve hisse senedi piyasalarına satış getirdi.

Çin hükümeti ise ekonomiyi canlandırmak için çeşitli teşvikler açıkladı. 2018 yılında Çin'in ekonomik büyüme hızı %6.6'lık oranla son 30 yılın en düşük seviyesine gerilemişti. Çin Başbakanı ekonominin rahatlatılması için özel şirketlerin vergi yükünün milyarlarca Yuan azaltılacağını duyurdu. Pekin yönetimi vergi ve sosyal sigorta kesintilerinin 2 trilyon Yuan (260 milyar Euro) azaltılmasını planladığı belirtti. Çin bütçesi 2018'de %2.6 oranında açık vermiş ve hükümet vergileri ve bankaların mevduat münzam karşılıklarını indirerek ekonomiyi canlandırmaya çalışmıştı.

Sonuç olarak, küresel kriz sonrasında resesyon riskiyle gerek para gerekse maliye politikası adımlarıyla mücadele eden Euro Bölgesi ekonomisinde istenilen toparlanma hala sağlanmadı. Uzun yıllardır resesyondan çıkamayan Japonya ekonomisi ile benzer bir kaderi paylaşmasından endişe edilen Euro Bölgesi ekonomisi küresel krizin yaralarını sarmaya çalışırken bir yandan Bölge ekonomisinden ve dış nedenlerden kaynaklanan pek çok sorunla başa çıkmaya çalışıyor.

Brexit, AB'den ayrılıkçı hareketlerin gündeme gelmesi, aşırı sağ partilerin yükselişe geçmesi, yavaşlayan Alman ekonomisi, İtalya gibi yüksek borçluluğu olan ülkeler, Avrupa nüfusunun yaşlanması, para politikasının etkisizleşmesi, Fransa'da yaşanan protestolar gibi siyasi gerilimler, zayıf seyreden iç talep gibi Bölge içi dinamikler Bölge'nin büyümesinin yavaş seyretmesine neden oluyor. Bununla birlikte ticaret savaşları nedeniyle hem ABD ile AB arasındaki gerilimin artması hem de küresel ticaret hacminin azalması tehlikesi, son derece dışa açık bir ekonomi olan Euro Bölgesi için önemli bir risk oluştursa da Euro Bölgesi ekonomisine çeyreklik bazda bakıldığında, 2019 yılı ilk çeyreğinde büyümenin iyileştiği görülüyor. Bu durum Euro Bölgesi ekonomisinde yavaşlamanın sonuna gelmiş olabileceğini akla getiriyor. Söz konusu durumda başlıca etkenlerden biri ABD ile Çin arasındaki ticaret müzakerelerinin olumlu seyretmesi etkili oldu. Ancak son dönemde ABD ile Çin ticaret müzakerelerinde hala bir sonuca varılamaması ve ABD Başkanı Donald Trump'ın sosyal medyada ABD'nin Çin'den yaptığı 200 milyar dolarlık ithalata yönelik gümrük tarifesinin %10'dan %25'e yükseltileceğini açıklamasıyla piyasalarda tansiyon tekrar yükseldi. Bu açıklama Bölge ekonomisinin toparlanmasına ilişkin olumlu beklentilerin sorgulanmasına yol açtı. Buna karşılık olarak Çin 1 Haziran'dan itibaren toplam 60 milyar dolar değerindeki ABD ürününe %5 ile 25 arasında gümrük vergisi getirileceğini açıkladı. Açıklamanın ardından ABD Başkanı Donald Trump, Çin mallarına yönelik vergi artırımına misilleme yapılmaması konusunda uyarı yaptı. Trump ayrıca 28-29 Haziran'da Çin Devlet Başkanı Xi Jinping ile görüşeceği G-20 Zirvesi öncesinde, ek vergi uygulanacak kalan 300 milyar dolarlık ürünün listesini açıkladı. Trump'ın yaptığı sert çıkış, piyasalarda risk alma iştahını azalttı ve hisse senedi piyasalarına satış getirdi. Söz konusu gelişmeler doğrultusunda, önümüzdeki dönemde Euro Bölgesi ekonomisinin geleceğini iç dinamiklerin yanı sıra ticaret savaşlarının seyrinin belirleyeceğini düşünüyoruz.

**Haftalık Veri Takvimi (13 – 17 Mayıs 2019)**

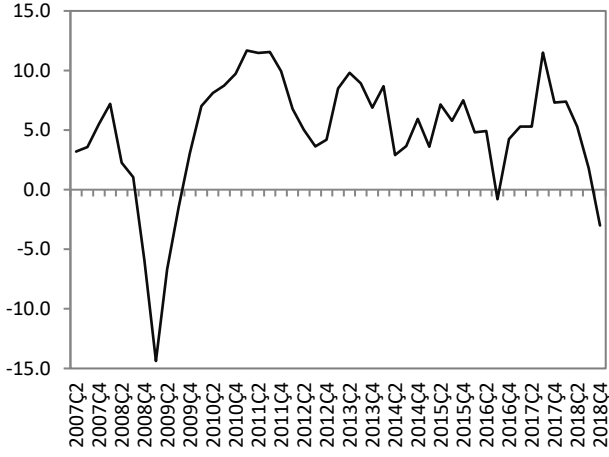
Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
13.05.2019	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Mart)	-718 milyon \$	-589 milyon \$ (açımlandı)	
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Mart, öncül)	2676.8 milyar Yen	3007.2 milyar Yen	
14.05.2019	Türkiye	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, a-a)	%1.3	%2.1 (Açımlandı)	
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, y-y)	-%0.3	-%0.8	
	Almanya	TÜFE (Nisan, y-y)	%2	%2	
		Zew Endeksi (Mayıs)	5.5	6	
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Mart, y-y)	%3.9	%3.9	
15.05.2019	Türkiye	Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (Nisan)	-24.5 milyar TL	--	
		İşsizlik Oranı (Şubat)	%14.7	--	
	ABD	Kapasite Kullanım Oranı (Nisan)	%78.8	%78.7	
		Sanayi Üretim Endeksi (Nisan, a-a)	-%0.1	%0.0	
		New York FED İmalat Endeksi (Mayıs)	10.1	8	
		Perakende Satışlar (Nisan, a-a)	%1.6	%0.2	
	Euro Bölgesi	GSYH (1. çeyrek, öncül, y-y)	%1.2	%1.2	
	Almanya	GSYH (1. çeyrek, öncül, y-y)	%0.6	%0.7	
	16.05.2019	Türkiye	Konut Satışları (Nisan)	%5.3	--
			TCMB Beklenti Anketi (Mayıs)	--	--
ABD		Yeni Başlayan Konut İnşaatları (Nisan, a-a)	-%0.3	%6.2	
		İnşaat İzinleri (Nisan, a-a)	-%1.7	%1.4	
		Haftalık İşsizlik Başvuruları (Nisan)	228 bin kişi	221 bin kişi	
	Philadelphia FED Endeksi (Mayıs)	8.5	9		
17.05.2019	Türkiye	Konut Fiyat Endeksi (Mart, a-a)	%0.96	--	
	ABD	Michigan Ü. Tük. Güven Endeksi (Mayıs, öncül)	97.2	97.5	
	Euro Bölgesi	TÜFE (Nisan, y-y)	%1.4	%1.7	



## TÜRKİYE

### Türkiye Büyüme Oranı

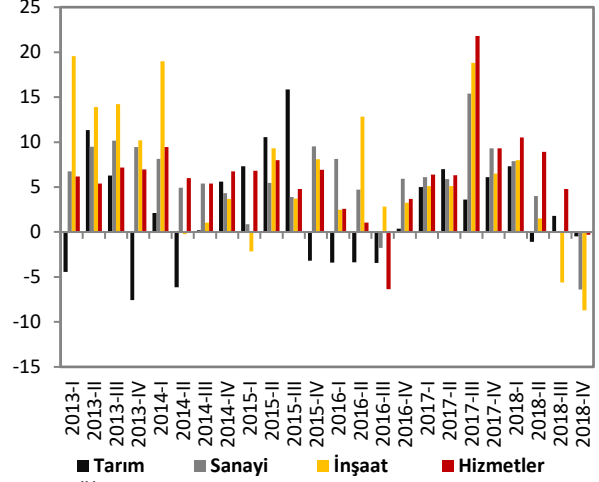
#### Reel GSYH (y-y, %)



Kaynak:TÜİK

### Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)

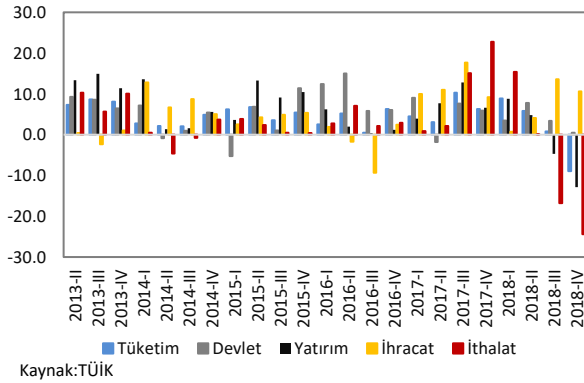
#### Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



Kaynak:TÜİK

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

#### Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)

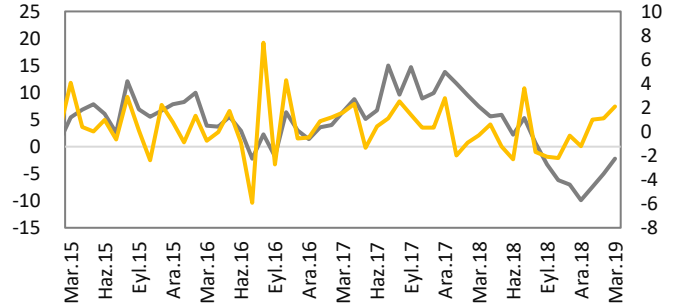


Kaynak:TÜİK

### Sanayi Üretim Endeksi

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

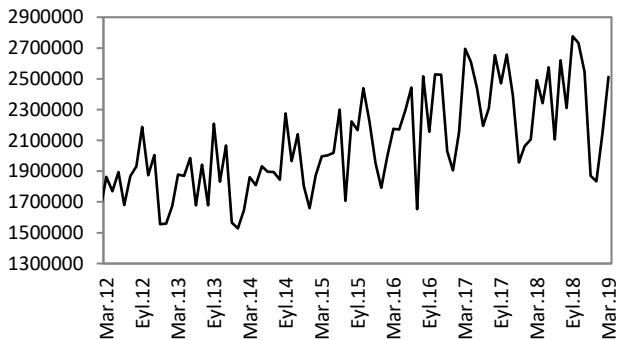
#### Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (a-a, %) (Sağ Eksen)



Kaynak: TÜİK

### Beyaz Eşya Üretimi

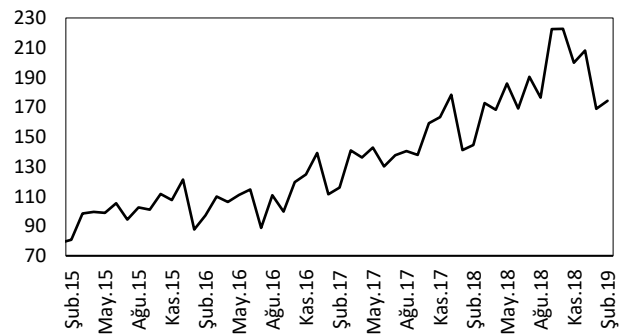
#### Beyaz Eşya Üretimi (Adet)



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

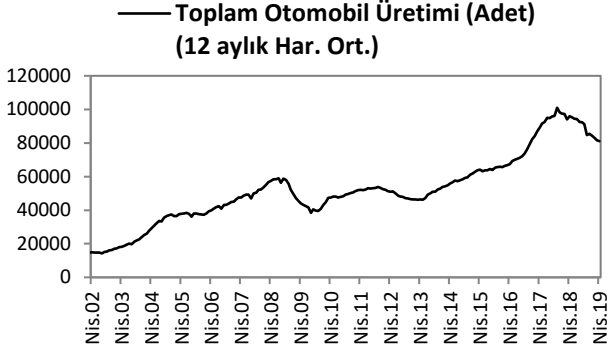
### Sanayi Ciro Endeksi

#### Aylık Sanayi Ciro Endeksi (2015=100)



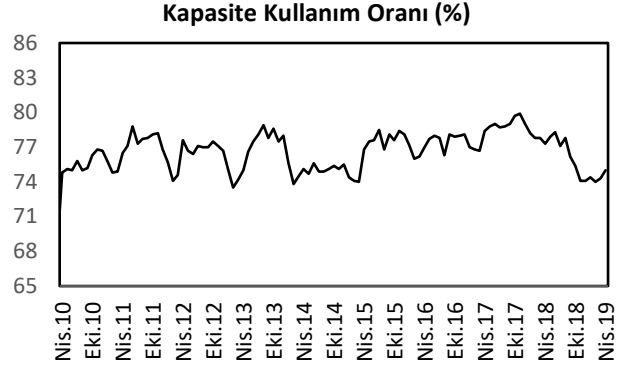
Kaynak: TÜİK

## Toplam Otomobil Üretimi



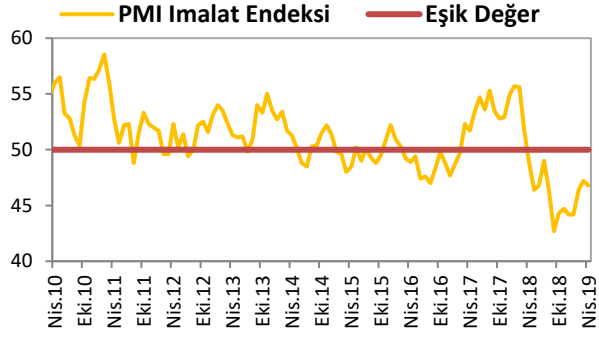
Kaynak: OSD, VakıfBank

## Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TCMB

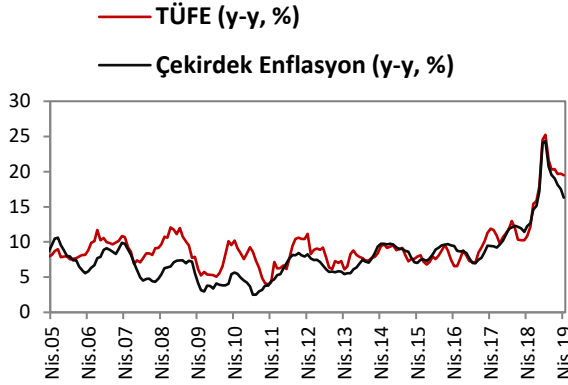
## PMI Endeksi



Kaynak: Reuters

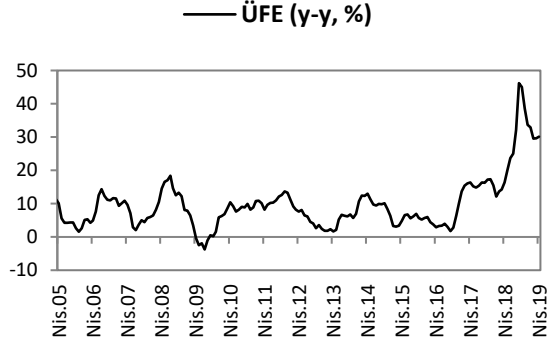
## ENFLASYON GÖSTERGELERİ

### TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



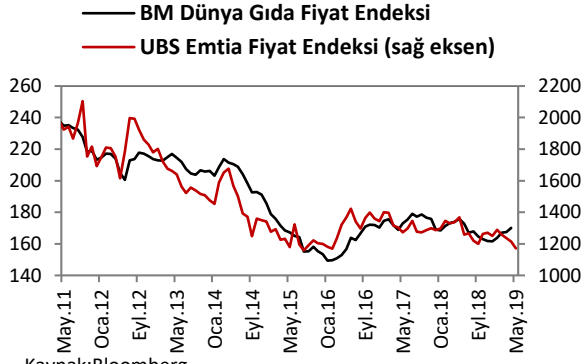
Kaynak: TCMB

### ÜFE



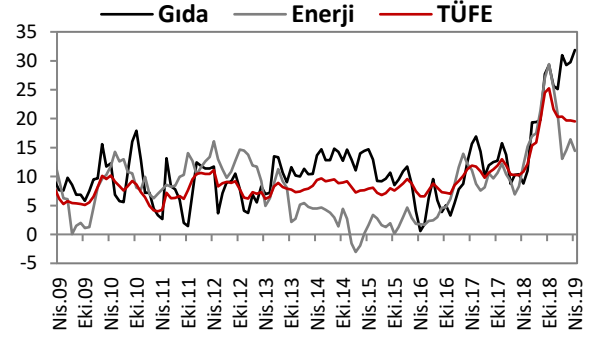
Kaynak: TCMB

### Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



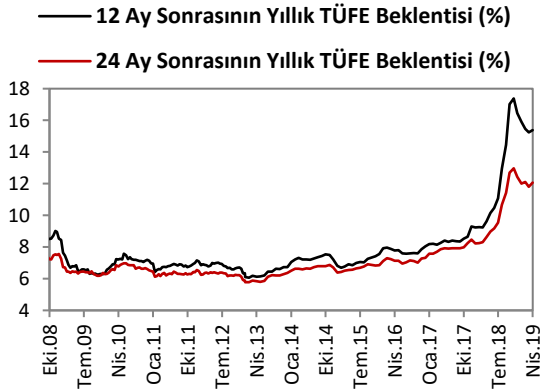
Kaynak: Bloomberg

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



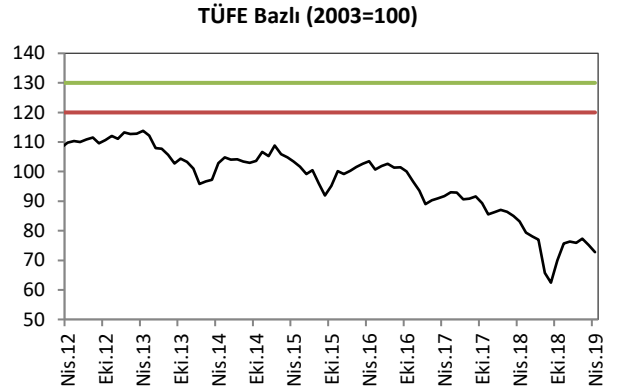
Kaynak: TCMB

### Enflasyon Beklentileri



Kaynak: TCMB

### Reel Efektif Döviz Kuru

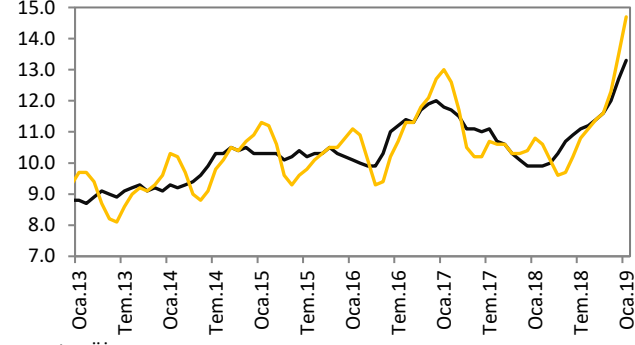


Kaynak: TCMB

## İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

### İşsizlik Oranı

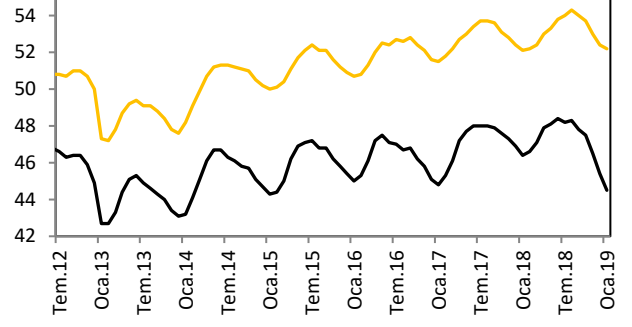
— Mevsimsellikten Arındırılmış İşsizlik Oranı (%)  
— İşsizlik Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

### İşgücüne Katılım Oranı

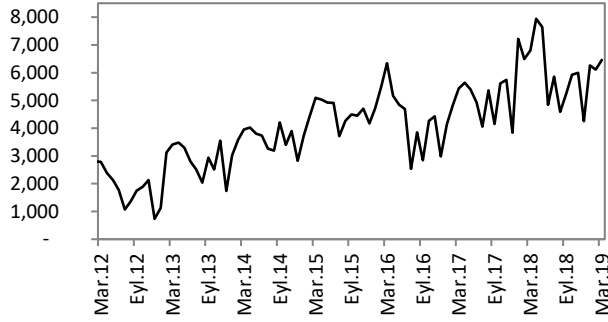
— İşgücüne Katılma Oranı (%)  
— İstihdam Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

### Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı

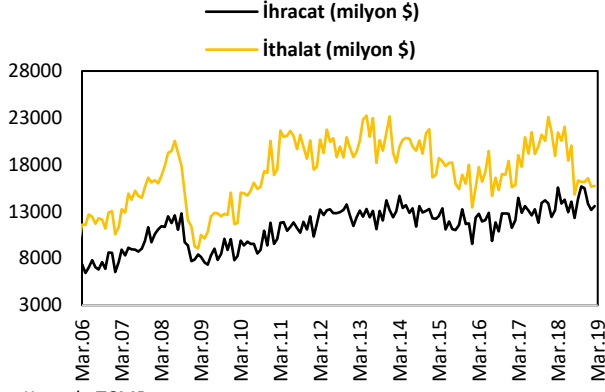
— Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı (Adet)



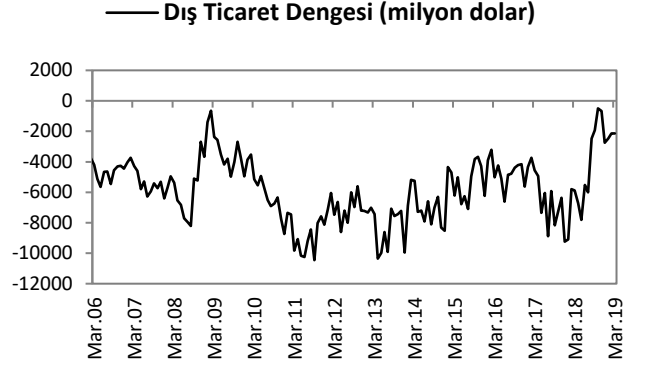
Kaynak: TOBB

## DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

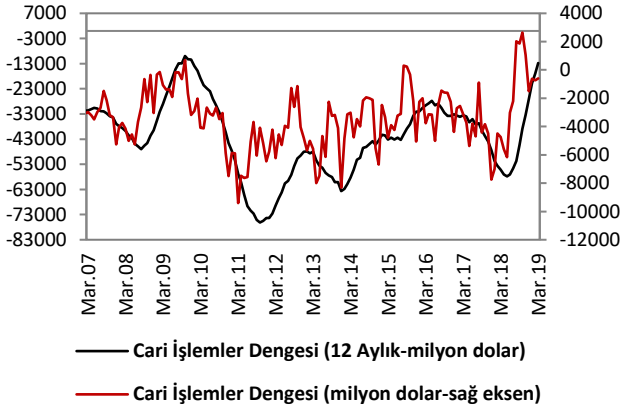
### İthalat-İhracat



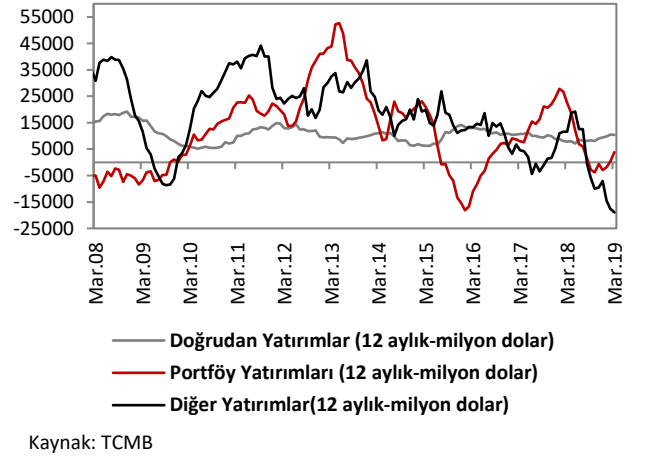
### Dış Ticaret Dengesi



### Cari İşlemler Dengesi

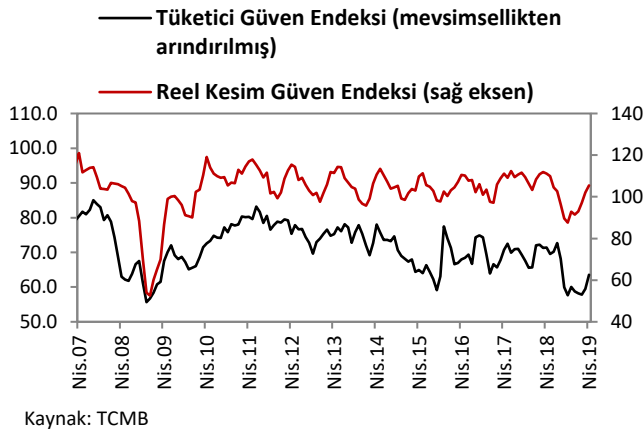


### Sermaye ve Finans Hesabı



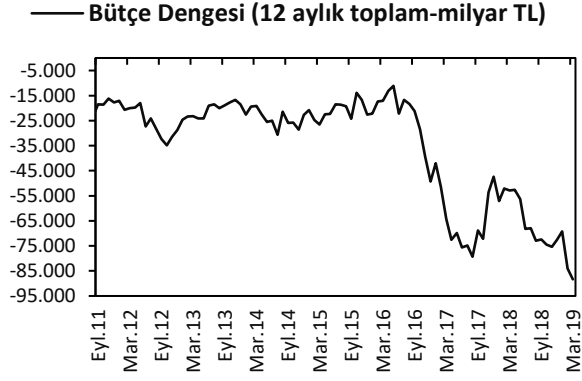
## TÜKETİM GÖSTERGELERİ

### Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



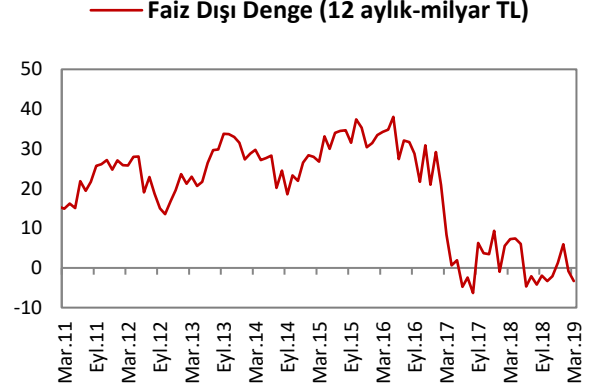
## KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

### Bütçe Dengesi



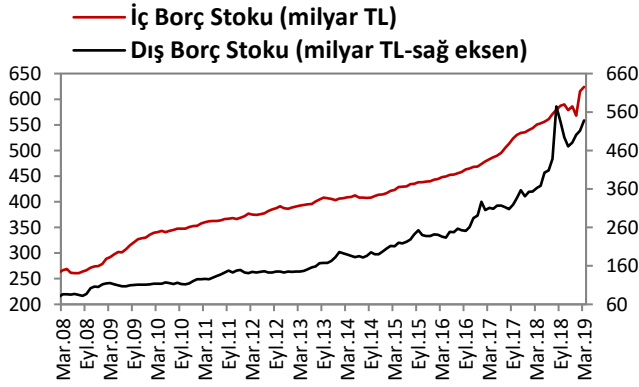
Kaynak: TCMB

### Faiz Dışı Denge



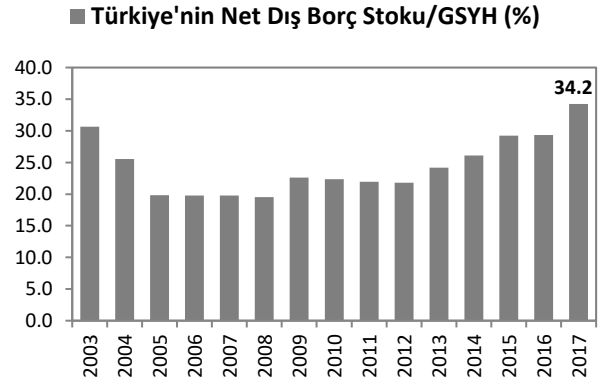
Kaynak:TCMB

### İç ve Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

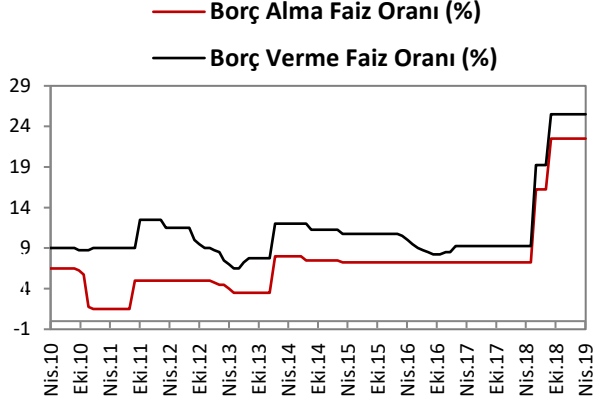
### Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TÜİK

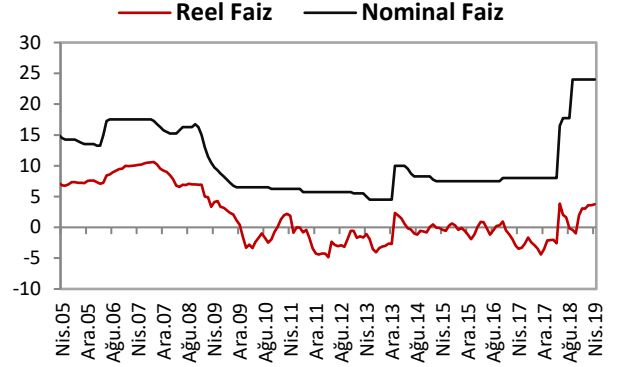
## LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

### 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	3.20	2.00	-2.31*	2.50	129.20
Euro Bölgesi	1.20	1.70	3.0**	0.00	-7.90
Almanya	0.60	2.10	7.36**	0.00	104.00
Fransa	1.10	1.40	-0.57*	0.00	-11.10
İtalya	0.49	1.20	2.79*	0.00	110.50
Macaristan	5.10	3.90	0.49**	0.90	-8.90
Portekiz	1.70	0.90	0.45*	0.00	-7.30
İspanya	2.40	1.50	1.84*	0.00	-6.10
Yunanistan	1.60	1.10	-2.39*	0.00	-30.90
İngiltere	1.80	1.90	-3.86**	0.75	-13.00
Japonya	0.30	0.50	3.50**	0.10	40.40
Çin	6.40	2.50	0.37**	4.35	124.10
Rusya	2.70	5.20	2.11*	14.00	--
Hindistan	5.30	7.67	-2.52**	5.75	--
Brezilya	1.07	4.94	-0.35*	6.50	114.30
G. Afrika	1.10	4.50	-2.37*	6.75	2.00
Türkiye	-3.00	19.50	-3.60*	24.00	63.50

Kaynak: Bloomberg. \*Cari denge verileri IMF'den alınmaktadır ve 2017 yılı verileridir.

\*\* Cari denge verileri IMF'den alınmaktadır ve 2018 yılı verileridir.

## Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

Reel Ekonomi					
	GSYH (Cari Fiyatlarla, milyon TL)	GSYH Büyüme Oranı (zincirleşmiş hacim endeksi, y-y, %)	İşsizlik Oranı (%)	Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %) (takvim etkisinden arındırılmış)	Kapasite Kullanım Oranı (%)
2016	2,608,526	3.2	10.9	1.6	78.1
2017	3,106,537	7.4	10.9	8.7	79.0
Son Yayınlanan	1,010,114 (2018Ç4)	-3.0 (2018Ç4)	14.7 (Ocak)	-2.2 (Mart)	75.0 (Nisan)
Fiyat Gelişmeleri (y-y, %)					
	TÜFE	Çekirdek TÜFE	Yİ - ÜFE		
2017	11.92	12.30	15.47		
2018	20.30	19.53	33.64		
(2019 Nisan)	19.50	16.30	30.12		
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
	M1	M2	M3	Emisyon	TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)
2017	449,632	1,624,675	1,675,831	119,198	84,110
2018	521,524	1,940,590	1,988,305	123,371	71,980
Son Yayınlanan (03.05.2019)	565,868	2,147,567	2,248,326	125,129	73,284 (26.04.2019)
Faiz Oranları (%)					
	TCMB O/N (Borç Alma)	TCMB O/N (Borç Verme)	TCMB Haftalık Repo	TRLIBOR O/N	
2017	7.25	9.25	8.00	13.38	
2018	22.50	25.50	24.00	24.38	
Son Yayınlanan (10.05.2019)	22.50	25.50	24.00	25.93	
Mal Ticareti ve Cari Denge (Milyar \$)					
	Cari İşlemler Dengesi	İthalat	İhracat	Dış Ticaret Dengesi	
2017	-47.3	233.8	157.0	-76.8	
2018	-27.8	223.0	168	-55.1	
Son Yayınlanan	-0.59 (Mart)	17.6 (Mart)	15.5 (Mart)	-2.1 (Mart)	
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)					
	Merkezi Yön. İç Borç Stoku	Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku		
2016	468.6	291.3	219.2		
2017	563.4	341.0	262.2		
Son Yayınlanan	623.9 (Mart)	538.5 (Mart)	488.9 (2018Ç3)		
Kamu Maliyesi (Milyar TL)					
	Bütçe Giderleri	Bütçe Gelirleri	Bütçe Dengesi	Faiz Dışı Denge	
2017 (Şubat)	58.6	39.1	-19.5	-12.4	
2018 (Mart)	68.4	48.2	-20.2	-10.6	
2019 (Mart)	78.8	54.4	-24.4	-13.3	
Rasyolar (%)					
	Bütçe Açığı/GSYH	Brüt Dış Borç Stoku/GSYH	Cari Açık/GSYH		
	1.9 (2018 Ç4)	56.7 (2018 Ç4)	3.6 (2018 Ç4)		
	GSYH (yıllık, %)	TÜFE (y-y, %)	Cari Açık (yıllık, milyar \$)	İşsizlik (%)	
2019 Beklentilerimiz	2.30	15.90	16.00	12.10	



Cem Erođlu	Müdüř	<a href="mailto:cem.eroglu@vakifbank.com.tr">cem.eroglu@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 80
Fatma Özlüm Kanbur	Müdüř Yardımcısı	<a href="mailto:fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr">fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 83
Naime Dođan Eriş	Uzman	<a href="mailto:naimedogan.eriş@vakifbank.com.tr">naimedogan.eriş@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 82
Bilge Pekçađlayan	Uzman	<a href="mailto:bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr">bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 84
Elif Engin	Uzman	<a href="mailto:elif.engin@vakifbank.com.tr">elif.engin@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 85
Sinem Ulusoy Kasap	Uzman	<a href="mailto:sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr">sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 86
Pınar Cansu Akargöl	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:pincarcansu.akargol@vakifbank.com.tr">pincarcansu.akargol@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 87
Seval Çelik	Yetkili Yardımcısı	<a href="mailto:seval.celik@vakifbank.com.tr">seval.celik@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 88

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, hişbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.