

Ekonomik Öngörülerde Ekonometrik Modeller Ne Kadar Tutarlı?

Yüksek borçluluk oranı ve tasarruf açığına sahip gelişmekte olan ülke ekonomilerinde büyüme odaklı politikaların varlığını sürdürebilmesi için sermaye akımlarının devamlılığına ihtiyaç duyulmaktadır. Ancak küresel büyümenin yavaşladığı bir ortamda sermaye hareketleri geçmiş yıllara göre azalmakla birlikte cari açığını finanse edebilmek adına daha fazla borçlanma gereği duyan Türkiye gibi ülkelerde kurun, makro ekonomik veriler üzerinde belirleyiciliği artmıştır. Böyle bir ortamda, özellikle de volatilitenin arttığı dönemlerde ekonometrik modeller makro ekonomik değişkenleri açıklamada yetersiz kalmaktadır. Bu haftaki raporumuzda kurdaki hareketlere duyarlılığı yüksek olan makro ekonomik verilerin başında gelen enflasyon değişkeni üzerinden kurda volatilitenin arttığı dönemlerde standart sapmadaki değişimi inceleyeceğiz ve modellemedeki zorluklara değineceğiz.

İlk olarak, Türkiye’de yabancı paranın ekonomi dinamikleri üzerinde nasıl belirleyici olduğunu tarihsel olarak ele alacağız;

Türkiye’de Sermaye ve Döviz Hareketlerinin Tarihsel Süreci

Türkiye, 1980 öncesinde ‘ithal ikameci’ olarak adlandırılan, yurtdışından ithal etmek yerine yerli üretime dayalı bir büyüme modeli benimsemişti. Buna karşın üretimin kalite ve verimlilik açısından düşük standartlarda olması ve yaratılan oligopol sistemde fiyat rekabetinin olmaması sonucu fiyatların yükselmesiyle birlikte talep enflasyonu ortaya çıktı. Buna karşın, ihracatın sınırlı olması ve enerji ithalatı bağımlılığı nedeniyle yüksek finansman ihtiyacı kaçınılmaz oldu.

Türkiye’de 24 Ocak 1980 tarihinde uygulamaya konulan ihracata dayalı sanayileşme stratejisi dışa açık ekonomik düzenin ilk ayağını oluşturmaktadır. Söz konusu dönemde ithalat ve sermaye akımlarının önündeki engeller kademeli olarak kaldırılmıştır. 1980 yılında başlayan sermaye hareketlerinin serbestleşmesi süreci, 1989 yılında yayınlanan 32 sayılı kararnameyle tamamlanmış, 1991 yılında ise dış ticaretin önündeki tüm kısıtlamalar kaldırılmıştır. Söz konusu kısıtlamaların kalkması ve ticaretin ana unsuru kurda yaşanan gelişmeler zamanla Türkiye ekonomisinin her kaleminde daha da etkin olmuştur. Kur, dışa açılımın ilk zamanlarında kontrol halinde tutulabilirken, yaşanan krizler ve gelişen küresel ticaret ‘dalgalı kur rejimi’nin başlamasında etkili olmuş ve dış ticaret yapan şirketler başta olmak üzere kurun uzun dönem projeksiyonu fazlasıyla önem kazanmıştır.

1989 öncesi dönemde artan kamu kesimi borçlanma gereksinimi, dışa açılım kararlarında belirleyici olmuş ve böylece 1989 yılında Türkiye ekonomisinin ulaştığı dışa açıklık seviyesi o dönemde gelişmiş ülkelerin bile oldukça üzerine çıkmıştır. Söz konusu dönemde, gelişmekte olan ülkelerin genelinde finansal dışa açılım süreci, mali ve yapısal reformların ardından ya da reformlarla beraber gerçekleştirilirken, Türkiye’de dışa açık ekonomi modeline geçildiğinde, ekonomi yüksek ve kronik enflasyon, yüksek faiz oranları ve kamu borcu sorunları ile boğuşmaktaydı. Bu dönemde kronik enflasyon, hükümet politikasında en önemli konu haline gelmiş, özel sektörün düşük miktardaki dış borçlanması ile birlikte iç borçlanma, açıkların kapatılmasında temel finansman yöntemi olarak öne çıkmıştır. 1989 sonrası mali yapıdaki istikrarsızlığa rağmen, 1990-1994 arası dönemde Türkiye’ye yurt dışı yerleşiklerce gerçekleştirilen sermaye girişlerinde kademeli olarak artış kaydedilmiştir.

1990’lar başında Türkiye’ye gerçekleştirilen sermaye akımları, o dönemde kurun gizli bir nominal çapa olarak kullanılmasının yarattığı düşük döviz kuru riski nedeniyle ortaya çıkan yüksek faiz oranlarına bir tepki olarak ortaya çıkmıştır. Söz konusu dönemde, TCMB parasal genişlemenin kontrolünden ziyade, finansal piyasalardaki istikrarı hedef almış, reel döviz kurlarının istikrarını hedefleyerek, gerektiği durumlarda açık piyasa işlemlerini

kullanarak döviz kurlarına müdahale etmiştir. TL'nin bu müdahalelerle değerlendirilmesi parasal genişlemeye ve dolayısıyla mali açıkların kısa vadeli sermaye girişleriyle fonlanmasına neden olmuştur. Tüm bunların sonucunda Ocak 1994'te Türkiye'nin kredi notunun uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarınca 'yatırım yapılamaz' seviyeye çekilmesiyle 1994 krizi patlak vermiş ve yaşanan sermaye çıkışları, döviz mevduatlarındaki çözümler döviz talebini daha da artırmıştır. TL, dolar karşısında bu dönemde birkaç ay içinde %80 değer kaybederek 8 bin liradan 42 bin liraya kadar yükseldi ve 38 bin seviyelerinde dengelendi.

1995-1997 yılları arasında Türkiye'ye yabancı sermaye girişleri yeniden artmaya başlamış ve ülke ekonomisi söz konusu dönemde yaklaşık %8 büyüme kaydetmiştir. Ancak 1998 yılında Rusya'daki ekonomik kriz ticaret ortağımız olması nedeniyle Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. Dış ticaretteki kötüleşme ve yüksek faiz oranları ülke ekonomisinin maruz kaldığı krizin etkisini artırmış ve hükümet, IMF desteğiyle yeni bir dezenflasyon, stabilizasyon ve yapısal reform uygulamasına yönelmiştir. Bununla birlikte döviz kuruna ilişkin belirsizlikler ortadan kalkarken, sermaye girişlerinde yeniden artışlar kaydedilmiş, yabancı sermaye girişindeki artışlar faiz oranlarında düşüşü desteklemiştir. Ancak, kamu finansmanındaki iyileşmeye karşın enflasyon istenen düzeye çekilememiştir. Devam eden yüksek enflasyon nedeniyle özelleştirme ve yapısal reformların yavaşlaması ve artan cari açık sonrası faizler yeniden yükselmeye başlamıştır.

2001 krizi ise daha çok yurtiçi faktörlerden kaynaklanmıştır. 2000-2001 krizi döneminde bankalar yurtdışından kısa vadeli döviz borçlanmaya devam etmiş, sektörde ciddi vade uyumsuzlukları oluşmuş ve ülke ekonomisi kur ve likidite riskine maruz kalmıştır. Özetle 2001 krizi yüksek enflasyon, yüksek cari açık ve yüksek oranda sermaye çıkışının yaşandığı dönem olmuştur. Bu dönemde yaşanan hızlı sermaye çıkışları ve bankalardaki vade uyumsuzluğu sorunu ile birlikte iç politikadaki belirsizlikler yerli yatırımcılarında döviz yönelmesini tetiklerken, TL %36 değer kaybetmiş ve kriz Türkiye için bir bankacılık krizine dönüşmüştür.

Türkiye ekonomisi 1980-2000 arasında dönem dönem istikrarlı seyrini korusa da dönem dönem yurtdışı kaynaklı gelişmeler nedeniyle krize girmiştir. 2001 krizi ve sonrası ise hem küresel hem de Türkiye'de köklü değişimlerin başladığı dönemdir. 1990'larda yaşanan krizler sonrası gelişmekte olan ülkeler yapısal reformlara öncelik vererek kırılganlıklarını azaltmaya çalışmışlardır. Küresel bazda ise gelişmiş ülkelerdeki sermaye piyasalarının bu ülkelerde doyum noktasına ulaşmış olması nedeniyle sermaye arzı fazlası olan gelişmiş ülkelere, sermaye açığı olan gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları yaşanmıştır. Bu sermaye akımları söz konusu dönemde geçmiş dönemden farklı olarak daha kalıcı ve sürekli hale gelmiştir. Bu durumda AB ile müzakere sürecinin yeniden başlaması da etkili olmuştur. Yaşanan tüm bu gelişmeler sonrasında 1990'lar öncesi gelişmekte olan ülkelere sık görülen krizlerin artık yaşanmamasına neden olmuştur. Nitekim 2018 yılında Arjantin'de yaşanan kriz haricinde gelişmekte olan ülke ekonomilerinde herhangi bir kriz yaşanmamış olması dikkat çekmektedir.

Türkiye'de 2001 krizinin hemen ardından TCMB döviz kurunun çapa olarak kullanımının devam ettirilemeyeceğini belirtmiş ve dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Merkez bankasının uygulamaya başladığı mali disiplin, bankacılık sektörünün güçlendirilmesi, yapısal reformlar, örtük enflasyon ve dalgalı kur rejimi uygulamalarının başarılı olmasının ardından Türkiye'de enflasyon 30 yıl aradan sonra ilk kez tek haneli rakamlara gerilemiştir. Düşük enflasyon ve döviz kurundaki serbestleşmenin yarattığı olumlu algıyla birlikte 2004 yılında yabancı sermaye girişleri yeniden artmaya başlamıştır.

Türkiye'de 2003 yılında sağlanan siyasi istikrar, uygulanan para ve maliye politikaları, gerçekleştirilen yapısal reformlar, uluslararası piyasalardaki olumlu gelişmeler, makroekonomik istikrarın sağlanmasına sebep olmuştur. 2003-2007 yılları arasında büyüme oranı ortalama %6.9 oranında gerçekleşirken, yıllık enflasyon %39'dan %8.4'e kadar düşmüştür. 2007 yılında Türkiye doğrudan yabancı yatırımları çeken ilk 30 ülke içerisinde yer almıştır. Ancak, 2008 yılının ortasında ABD'den başlayarak yayılan küresel kriz Türkiye'nin IMF ile ortak programını bitirdiği yıla denk gelmiştir. 2008 mortgage krizi 1929 yılında yaşanan büyük buhrandan sonra yaşanan tarihin en büyük krizi olmuştur. 2000 yılından sonra küresel piyasalarda risk alma iştahındaki düşüşle birlikte, ABD'deki mortgage krizinin de etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik ilgi azalmış ve küresel sermaye akımlarında sert daralmalar yaşanmıştır. Bu kısa süreli dönemde TL'de değer kaybı olsa da 2001'de görmüş olduğu seviyenin üzerine çıkmamış

ve daha sonra yeniden gerileyerek istikrar kazanmıştır. Ayrıca, enflasyonda kısa süreli yükselişler olsa da tek haneli seviyelere yeniden gerilemiştir. Aynı dönemde bankacılık sektöründe yapılan yapılandırmalar da krizden çıkış sürecini kolaylaştırmıştır. 2009 itibarıyla ise başta ABD olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranlarının hızla aşağı hatta %0'a çekmesi ve sağladıkları likidite piyasaların 2009'un ikinci yarısından sonra daralmadan çıkmasına ve gelişmekte olan ülkelerin toparlanmasında etkili olmuştur. 2010 itibarıyla krizden çıkış süreci başlamış, ekonomik büyümede sert yükselişler kaydedilmiştir. 2012-2013 döneminde ise krizin etkilerinin tamamen bertaraf edildiği söylenebilir.

Türkiye'de 2009-2013'te yüksek cari açığa rağmen kurdaki normalleşmede en önemli faktör yurtdışından gelen yüksek sermaye akımları olmuştur. Ancak bu durum 2013 sonrası 2014 yılı başında başta Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkılaştırıcı para politikalarına geçişiyle birlikte gelişmekte olan ülkelere gelen sermaye akımlarının yönünde değişimler başlamıştır. Aynı dönemde AB müzakerelerinde yaşanan yavaşlama ile birlikte doğrudan ve portföy yatırımlarındaki ciddi azalma da kurdaki volatilitede etkili olmuştur. Sermaye akımlarının yavaşladığı bu ortamda, 2009 yılında alınan kararlar yabancı para geliri olmayan şirketlere döviz ile borçlanma imkanı verilmesinin bugünkü kurda yaşanan volatilitenin altında yatan nedenlerin başında geldiğini hatırlatmakta yarar var. Türkiye bu dönemde dünyada yabancı para özel sektör borcu en hızlı artan ülkelerden biri olurken, gelişmekte olan ülkeler arasında oransal olarak en yüksek borca sahip ülke olmuştur.

Dışa bağımlılık sürecinde öne çıkan sektörler

İmalat Sanayi Sektörü: Dışa bağımlılığı en iyi gösteren sektörlerden biri imalat sanayi sektörüdür. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi, 1980 öncesi yerli üretime dayalı ekonomi modeli, sermaye hareketlerindeki serbestleşme ve AB müzakerelerindeki yavaşlama sonrası ithalata dayalı bir üretime evrilmiştir. Türkiye, 1990 sonrası yaşanan yüksek faiz, düşük kur politikası nedeniyle özellikle imalat sanayinde ara girdi kullanımında dışa bağımlı hale gelmiş ve ara malı ithalatında ciddi yükselişler kaydedilmiştir. Halihazırda da süregelen söz konusu durum, Türkiye'nin üreten, imalat sanayi olmasından çok montaj sanayisi haline gelmesine neden olmuştur. Bu süreçte Türkiye Dahilde İşleme Rejimi (DIR) uygulamalarına başlamıştır. Dahilde işleme rejimi, yurtdışına ihraç edilen malların oldukça önemli bir kısmının ithal ara girdisiyle imal edilmesini içermektedir. Küresel bazda dahilde işleme rejimi oranlarına bakıldığında, diğer ülkelerde ithal girdi ile imal edilen ihraç malı oranı ortalama %5 civarındayken, bu oran Türkiye'de %70 seviyelerindedir. Bu durum, Türkiye imalat sektörü ihracatında dünya çapında her ne kadar önemli bir konumda olsa da, ithal girdinin yüksek olması ekonomide düşük katma değer yaratmakta ve ülkeye döviz girdisini dolaylı olarak sınırlandırmaktadır.

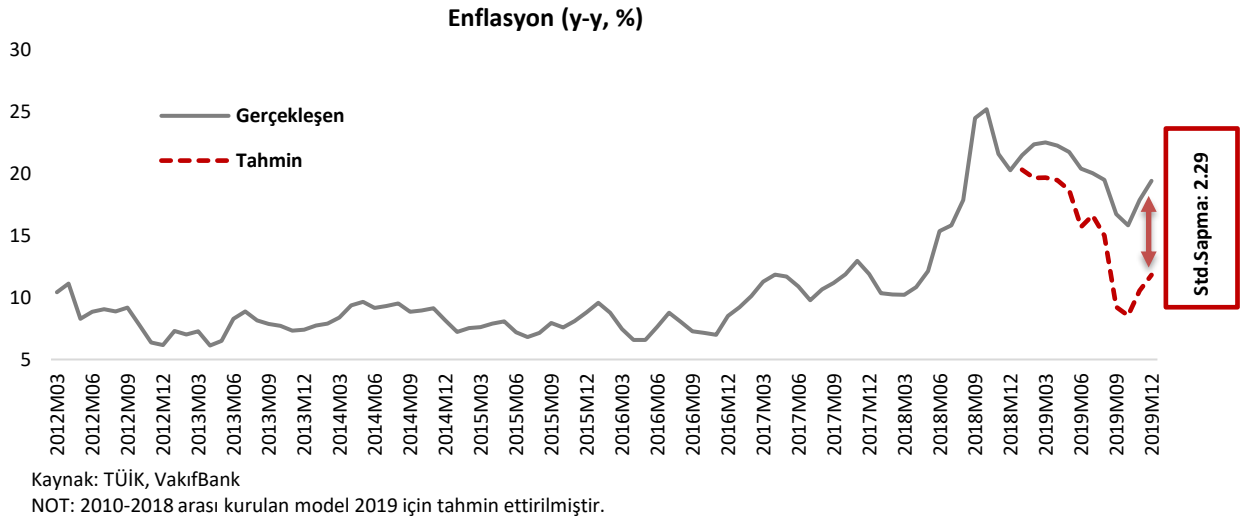
Tarım Sektörü: Dışa bağımlılığı gösteren bir diğer sektör ise tarım sektörüdür. Geçmiş dönemlerde hem coğrafi hem de iklimsel olarak oldukça elverişli olmasının da etkisiyle 'tarım ülkesi' olarak adlandırılan ülkemiz, 1980 kararlarının ardından tarıma yapılan desteklerin pek çoğunun kaldırılmasıyla birlikte bu özelliğini kaybetmiştir. Söz konusu dönemde tarımsal desteklere getirilen kısıtlamaların yanı sıra girdi fiyatlarındaki yükseliş, tarım sektörüne yatırımların azalmasında etkili olmuştur. Tarımda modernizasyon çalışmaları kapsamında küçük tarımsal alanların birleştirilip büyütülmesi düşük gelirli köylülerin kente göç etmesinde etkili olmuş ve ekili tarım arazisinin giderek azalmasına neden olmuştur. Bu dönemde yaşanan göçün yüksek oranda genç nüfustan oluşması ve mevcut tarım alanlarının eğitimsiz yaşlı nüfus tarafından ilkel yöntemlerle işlenmesi tarımsal üretimin verimsizliğini tetiklemiştir. Tüm bu gelişmeler neticesinde Türkiye tarım sektöründe dışa bağımlı hale gelmiştir. Tarımda azalan verimliliğinin fiyatlar üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü baskı, tarım ithalatının artırılmasıyla baskılanmaya başlanmıştır. TÜİK verilerine göre, 2019 yılında tarım ithalatı 1989 yılına göre %968 artarken, 1989 yılında 949 milyon dolar fazla veren tarım dış ticaret dengesi, 2019 yılında 4 milyar dolar açık vermiştir. Söz konusu rakamlarda son yirmi yılda tarım sektöründe dışa bağımlılığın boyutunu göstermektedir.

Sonuç olarak Türkiye’de yaşanan tüm ekonomik çalkantıların yabancı para bağımlılığında kaynaklandığı ve bu durumun başta büyüme ve enflasyon olmak üzere tüm ekonomik veriler üzerinde sert sapmalara neden olduğu söylenebilir.

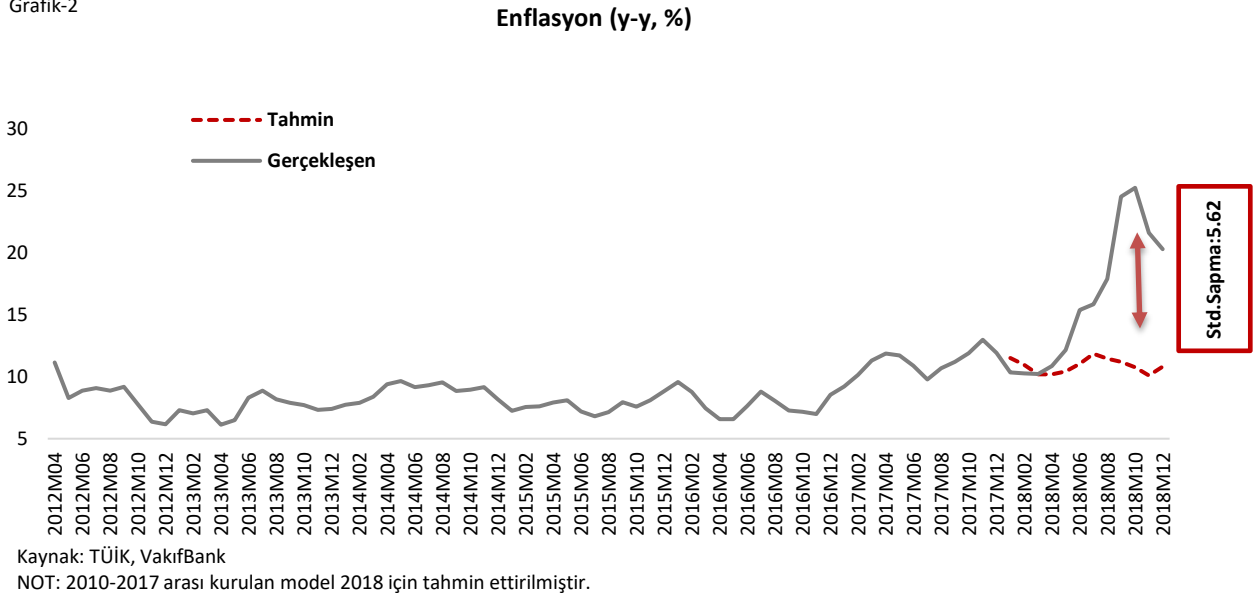
Türkiye’de Makro Verilerin Ekonometri ile Modellemesinde Yaşanan Zorluklar

Ekonomik değişkenlerin gelecekte alacağı değerlerin tahmin edilmesi iç ve dış piyasa oyuncuları tarafından takip edilmekte ve bir ülkenin ekonomik istikrarı hakkında fikir vermesi açısından önem arz etmektedir. Ekonomideki dalgalanmaların analizi hem piyasada yer alan karar vericilerin hem de yatırımcıların ilgi odağını oluşturmaktadır. Ekonomik faaliyetler üzerinde ciddi etkileri olan bu dalgalanmaların doğru tahmin edilmesi, yatırımcıların karşılaştıkları riskleri yönetmeleri açısından oldukça önemlidir. Ancak söz konusu verilerin açıklanması ve uzun dönem tahminlenmesi Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde oldukça zordur. Bu zorluğun temel nedeni yazımızın başında bahsettiğimiz kurdaki volatilitenin artışıdır. Türkiye’de tahminlenmesi zor ve aynı zamanda kurdaki hareketlere duyarlılığı yüksek olan makro verilerin başında enflasyon gelmektedir.

Grafik-1

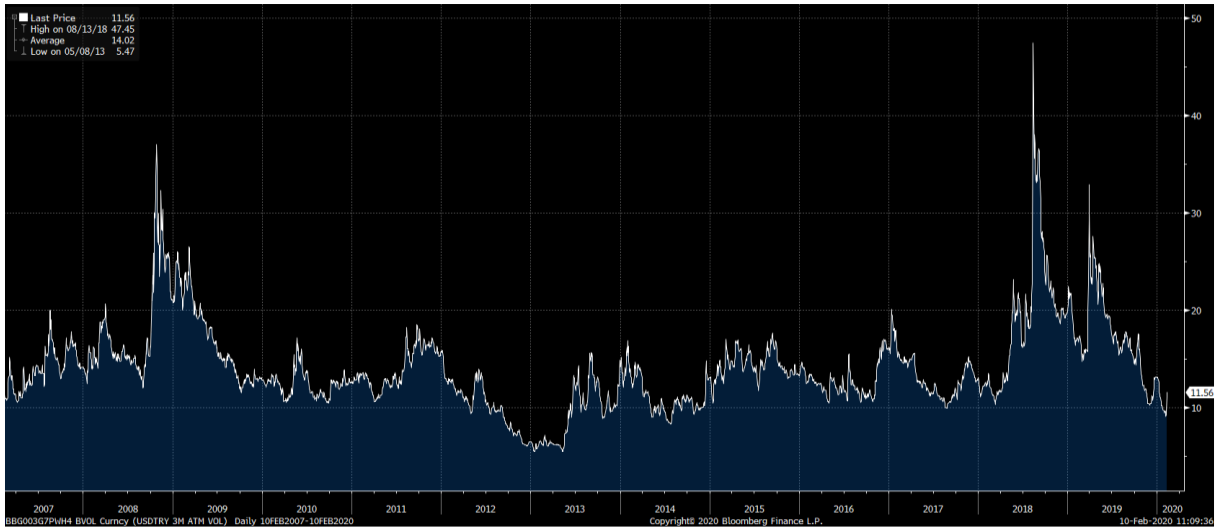


Grafik-2



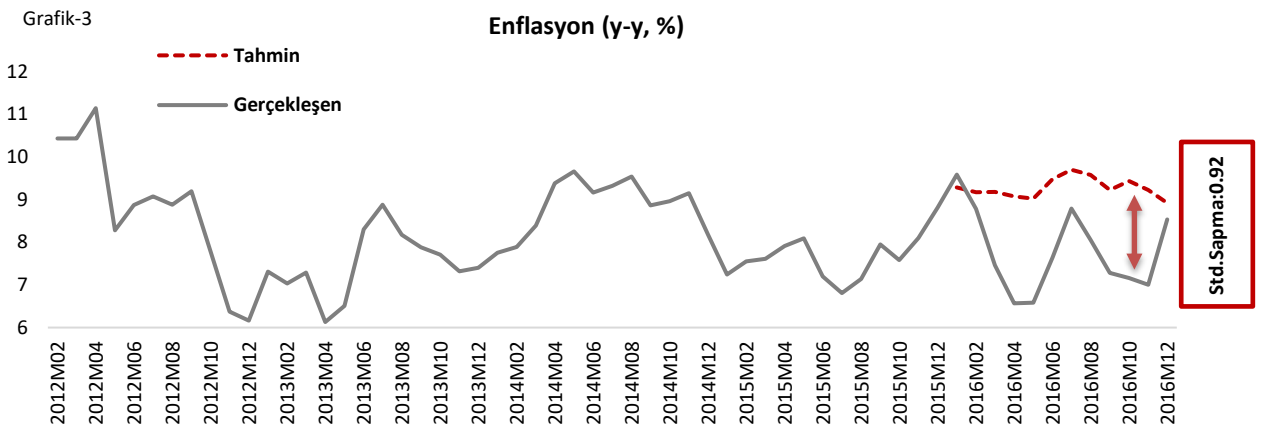
Yabancı para bağımlılığının tekrar artmaya başladığı 2010 sonrası dönemini kapsayacak şekilde yıllık enflasyon için kurulan otoregresif hareketli ortalamalar modelinden yakın dönem için elde edilen tahmin sonuçları ve gerçekleşen rakamlar arasındaki ilişki ele alınmıştır. Buna göre Grafik-2'den görüldüğü üzere gerçekleşen ile tahmin değerleri arasındaki makas dikkat çekicidir. Ağustos 2018'de kur ve faizlerde yaşanan sert yükselişin ardından 2019'da bir dengelenme yaşansa da modelin verdiği tahmin değerleri gerçekleşen enflasyon değerlerinin altında kalmıştır (Grafik-1). Bu durumun temel sebebi yabancı para bağımlılığının yüksek olduğu bir ortamda kurdaki volatilitenin de artmasıyla (Şekil-1) birlikte üretici maliyetlerinin yükselmesidir. Böylece maliyetleri artan ürünlerin satış fiyatlarına yansımaya birlikte öncelikle maliyet enflasyonu, ardından bu durumun tetiklediği talep enflasyonu fiyatlar üzerinde baskı yaratmıştır. Söz konusu ortam bireylerin yatırım alışkanlıklarında değişimi de beraberinde getirerek yurtiçi yabancı para talebinde artış gözlenmiştir. Bununla birlikte geçmiş dönemlerden farklı olarak enflasyon verisinin hafızasında olmayan talep artışı kaynaklı dinamiklerin oluşması regresyon denkleminde açıklanamayan kısım olan hata teriminin büyümesine neden olarak modelleme sürecini zorlaştırmaktadır.

Şekil-1: Kurdaki Volatilitte




Kaynak: Bloomberg

Piyasalarda USD/TL'deki beklentilere yön vermesi açısından yakından takip edilen volatilitte endeksinde (3 month implied volatility) bakıldığında 2008 yılından sonra 2018'de yeni bir tepe yaptığı ardından 2008'deki kadar olmasa da 2019'da ikinci bir tepe yapmasının ardından düşüşe geçtiği görülüyor. Volatilitenin azaldığı dönemde tahminlemenin gerçek değerlere yakınsadığı, ancak aksi durumda modellemeyen elde edilen tahmin değerlerinin gerçekleşenden daha fazla saptığı tespit edilmiştir (Grafik-3).



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

NOT: 2010-2015 arası kurulan model 2016 için tahmin ettirilmiştir.



Yurtiçi üretim sürecine ithalat bağımlılığı yüksek olan ara malların konu olması, özel sektör yüksek yabancı para borçluluk oranları, jeopolitik gelişmeler, küresel konjonktürde gelişmiş ülke merkez bankalarının politikaları, risk alma iştahındaki düşüş ve küresel ticaretin daraldığı bir ortamda gelişmekte olan ülke ekonomilerine olan sermaye akımlarının yavaşlaması ([Ekonomideki Temel Denge- VakıfBank Haftalık Rapor](#)) kurlarda volatilitiyi arttırmaktadır. Sermaye ve ara malı ithalatı kanalıyla yurtiçi üretimin gerçekleşmesi ekonominin önemli göstergelerinden biri olan büyüme başta olmak üzere diğer makro ekonomik veriler üzerinde kurun etkisini önemli kılmaktadır. Böylece kurdaki hareketler yukarıdaki grafiklerdeki gibi modelleme sonucu elde edilen tahmin değerleri ile gerçekleşen arasındaki sapmanın belirleyicilerinden biri olmaktadır. Söz konusu durum göz önünde bulundurulduğunda kurda volatilitenin arttığı dönemlerde makro ekonomik verilerin tahminlenme sürecinde ekonometrik modellerin yetersizliğini de ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak TL'de yaşanan volatilitenin Türkiye ekonomisinde modelleme süreçlerini ciddi oranda etkilediğini görmekteyiz. 2002-2013 yılları arasında kurda göreceli sağlanan istikrar neticesinde modelleme süreci daha tutarlı sonuçlar verirken, 2014 sonrasında kurda başlayan volatiliteler ve kurun doğası gereği 'rassal yürüyüş (random walk)' sergilemesi ekonometrik modellerde sapmaların daha fazla artmasına yol açmıştır. Bu bağlamda, ekonominin yapısı gereği yüksek yabancı para bağımlılığının modelleme sürecinde yarattığı sorunun aşılabilmesi için ya kur istikrarlı gitmeli ya da yurtiçinde ithal bağımlılığını azaltıcı teşvikler artırılmalıdır. Bu konuda kamu otoritesi tarafından gerekli aksiyonlar alınmış olsa da, bu durum yapısal bir değişim gerektirdiğinden, ithal bağımlılığının azaltılması için alınan önlemlerin orta ve uzun vadede işe yarayacağını; kısa vadede ise kurdaki volatilitenin ekonomide belirleyici olmaya devam edeceğini hatırlatalım.

Haftalık Veri Takvimi (10 – 14 Şubat 2020)

10.02.2020	Türkiye	İşsizlik Oranı (Kasım)	%13.4	%13.3 (açıktandı)
	Japonya	Dış Ticaret Dengesi (Aralık)	-2.5 milyar ¥	28.0 milyar ¥
		Cari İşlemler Dengesi (Aralık)	1436.8 milyar ¥	464.7 milyar ¥
11.02.2020	İngiltere	GSYH (4.çeyrek, öncül, y-y)	%1.1	%0.8
		Sanayi Üretimi (Aralık, y-y)	-%1.6	-%0.8
		İmalat Üretimi (Aralık, y-y)	-%2.0	-%1.0
		Dış Ticaret Dengesi (Aralık)	4031 milyon £	-350 milyon £
12.02.2020	ABD	Aylık Bütçe Dengesi (Aralık)	-13.3 milyar \$	6.2 milyar \$
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Aralık, y-y)	-%1.5	-%1.9
13.02.2020	Türkiye	Sanayi Üretim Endeksi (Aralık, a-a)	%0.7	--
	ABD	TÜFE (Ocak, y-y)	%2.3	%2.5
		Haftalık İşsizlik Maaş Başvuruları	202 bin kişi	210 bin kişi
	Almanya	TÜFE (Ocak, y-y)	%1.7	%1.7
		ÜFE (Ocak, y-y)	-%1.3	--
14.02.2020	Türkiye	TCMB Beklenti Anketi (Şubat)	--	--
		Cari İşlemler Dengesi (Aralık)	-0.52 milyar \$	--
	ABD	Perakende Satışlar (Ocak, a-a)	%0.3	%0.3
		Sanayi Üretimi (Ocak, a-a)	-%0.3	-%0.2
		İmalat Üretimi (Ocak)	%0.2	%0.0
		Kapasite Kullanım Oranı (Ocak)	%77.0	%76.8
		Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Şubat, öncül)	99.8	99.2
	Euro Bölgesi	GSYH (4.çeyrek, öncül, y-y)	%1.0	%1.0
		Dış Ticaret Dengesi (Aralık)	20.7 milyar €	--
	Almanya	GSYH (4.çeyrek, öncül, y-y)	%1.0	%0.2
		ÜFE (Ocak, y-y)	-%1.3	--