



“... perchè mi son trovato in pelliçaria et èmi stato dato su la schiena...”

Pomponazzi, 1521



ANKARA

Quo Vadimus? 2014-2017

24 Ocak 2014

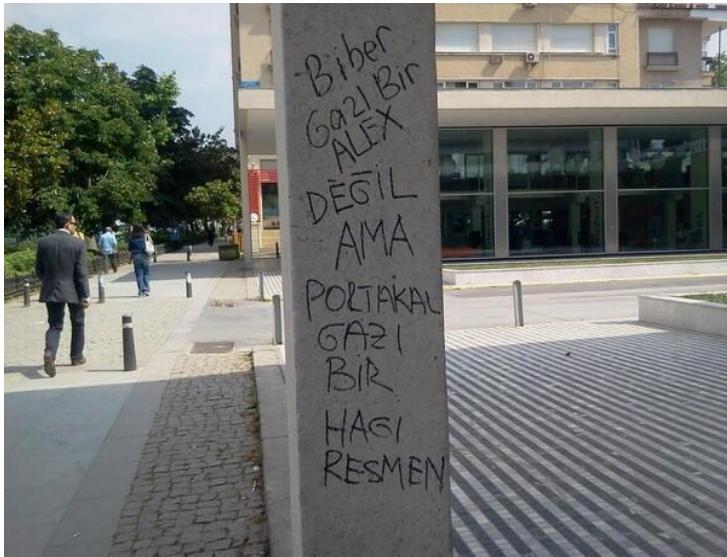
Gündüz Fındıkçıoğlu

Gündem

- Dünyada gelinen nokta: 2 tespit
- “Down and out in Paris and London” ? 2013-2015
- Gelinin nokta: Zayıf yönler
- Gidilecek nokta: Tam tersi olmalı
- Büyüme desenleri
- Planlama eskizi: Piyasadan plana (dual) mi, doğrudan plan mı?



27.1.2014



2

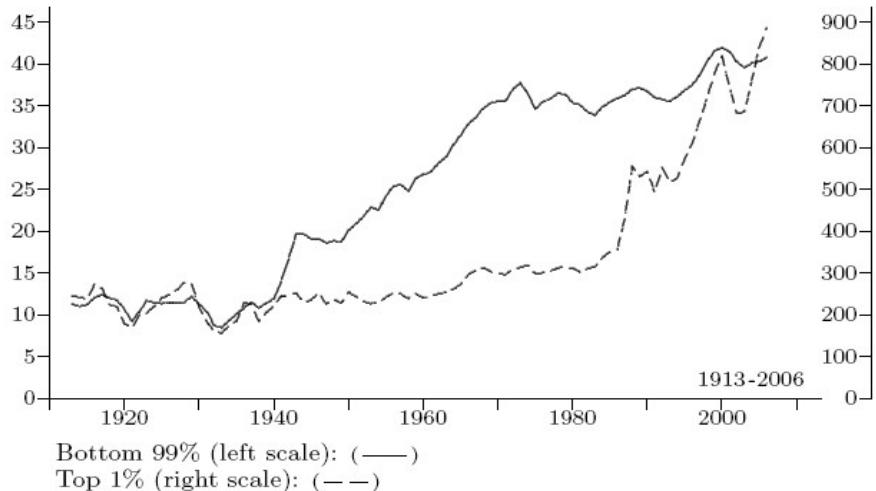


onedio.com

TSKB

ABD: Ne oldu, ne olabilir? 1

Grafik 1: ABD'de 2006 dolarıyla ölçülen (almış gücü açısından) gelir dağılıminin evrimi



Grafik 2: ABD'de üst yüzde 1'lik dilimin toplam gelirden aldığı payın evrimi



Grafik Roosevelt'in New Deal politikalarıyla beraber en yüksek yüzde 1'lik dilimin 2006 doları cinsinden alım gücünün sabitleştiğini, yüzde 99'un payınınsa arttığını gösteriyor. Roosevelt'in Yeni Anlaşması 1970'lerin sonuna kadar tersine çevrilemeyen –veya çevrilmesi istenmeyen– gelir dağılımı sonuçları yaratmış.

Ne zamana kadar? 1979 ikinci petrol şoku, Reegan'ın iktidara geliş, Volcker deflasyonu, gecelik Fed faizinin yüzde 20'ye çıkıştı, sonrasında Latin Amerika borç krizi, Yıldız Savaşları projesiyle askeri harcamaların artışı, Sovyetler Birliği'nin diz çöktürmeye yönelik hamlenin başlangıcı...

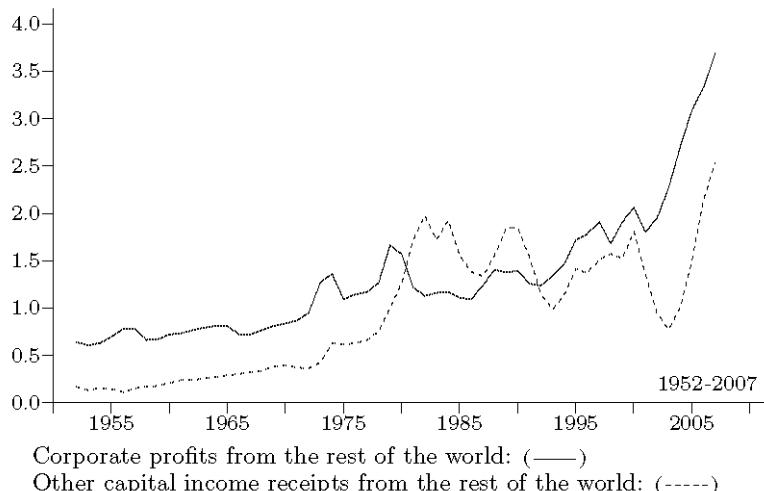
1980-2010: ABD'de yüzde 1'in payı toplam gelirin yüzde 8'inden yüzde 22'sine çıkmış.

Grafik bize bir açıdan, ABD'de çalışan sınıflar açısından, 20 yüzyılın temel hikayesini de veriyor. Zaten 1929 ve 2008 krizleri de tam bu simetrik çakışma noktasında çıkmış bulunuyor.

ABD: Ne oldu, ne olabilir? 2

Peki 30 yıllık neoliberal dönemde – ki buna globalleşme dönemi, Washington Konsensüsü dönemi vb adlar da veriliyor: aynı olaylar örgüsüne başka açılardan bakarak ad verme pratiği diyebiliriz – globalleşmenin sonucu olarak ABD'ye ne olmuş? Yine bir grafik.

Grafik 3: ABD'nin yurtdışı yatırımlarından kar transferlerinin Amerikan GSYH'sı içindeki payı



ABD'nin yurtdışındaki doğrudan sermaye yatırımlarının getirişi ABD'ye akan ucuz sermaye akımlarının getirisinin 2 katına yakın.

ABD 2000'lerde:

- Hem senyoraj geliri elde etti (dolar basarak)
- Hem ABD'ye akan fonlara düşük getiri/faiz verdi
- Hem de kendisi dış yatırımlarından yüksek getiri elde etti ve bu "yüksek getiri" kar transferi olarak verilerde görünüyor.

Son olarak Emmanuel Saez, Thomas Piketty, Sir Anthony Atkinson vb çalışmalarından yüzde 1'lik üst dilimin gelirinde ücret ve primlerin payının son 30 yılda arttığını, kar, temettü vb kalemlerin payının gerilediğini belirtmek lazım.

Vergiye esas gelirin beyanıyla ilgili teknik bir tartışma konusu.

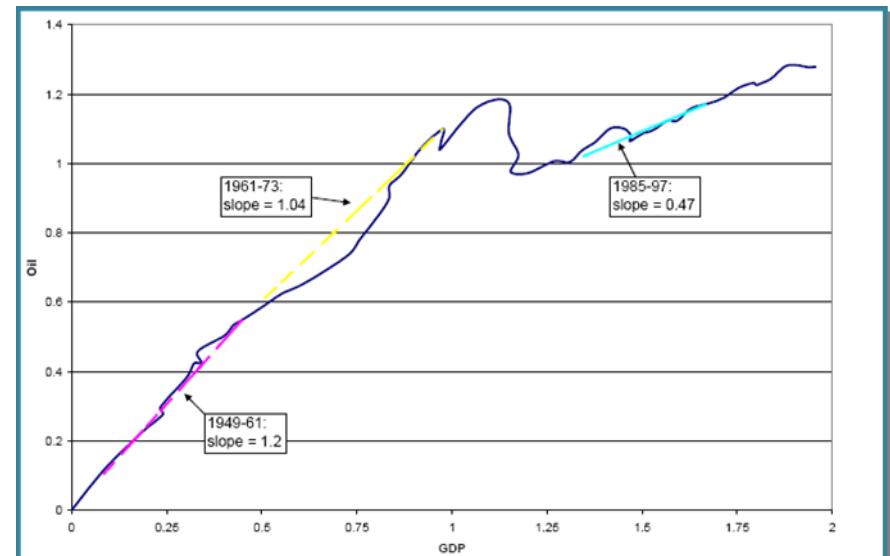
Grafik 1 bize son 50 yılda Amerikalı tüketicinin petrolle dolaylı ve dolaysız bağlantılı harcamalarının toplam tüketim harcamaları arasındaki payının gelişimini gösteriyor. Görüldüğü gibi 1979 İkinci Petrol Krizi sonrası söz konusu pay yüzde 10'a yaklaşmış. 2007-08 krizindeyse bu pay yüzde 4'e yaklaştıktan sonra 2011 itibarıyle yüzde 5'in biraz üzerinde seyrediyor.

İkinci önemli nokta ABD ekonomisinde petrol tüketimiyle GSYH büyümesi arasındaki ilişkinin değiştiğinin görülmesi.

ABD'de enerji tüketimi harcamalarının toplam tüketim harcamalarına oranı, 1959-2010



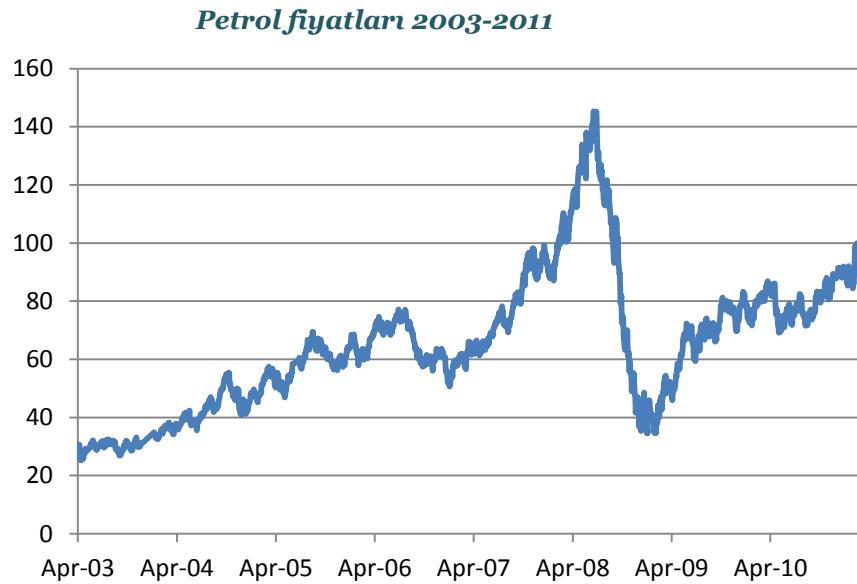
ABD'de petrol tüketimi-GSYH artışı ilişkisi



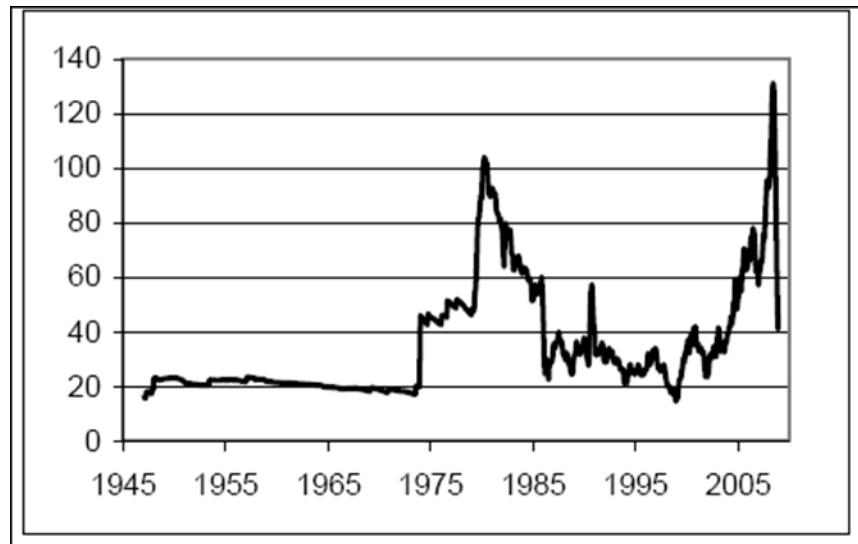
Petrol şoku 2

Reel olarak bakarsak, petrol fiyatları 1973-1979 petrol şoklarına göre nerede ve son yıllarda nasıl seyretmiş? Bir başka deyişle, reel petrol fiyatı nominal (varil başına cari dolar olarak) seviyede tarihi ortalamasına yakınlaşıyor? Bunu görmek için ABD tüketici fiyat endeksinini alıyoruz ve ilgili dönemdeki TÜFE'yi bugünkü (Mayıs 2011) TÜFE'ye bölerek bir göreceli TÜFE endeksi elde ediyoruz. Dönemin cari petrol fiyatlarını dönemin göreceli enflasyon endeksinine bölerek çok uzun süreli bir reel petrol fiyatı endeksi (ABD için) elde edebiliyoruz.

Petrol fiyatları neden bu kadar çok yön değiştiriyor, u-dönüşleri yapıyor ve oynaklı gösteriyor? Petrol fiyatları son 5 yılda en az 3 ana u-dönüşü yaşadı ve bunların hepsi 1970lerden bu yana gelişmiş ekonomilerde petrolün önemini azaltmasına rağmen gerçekleşti.



ABD'de reel petrol fiyatları 1946-2010

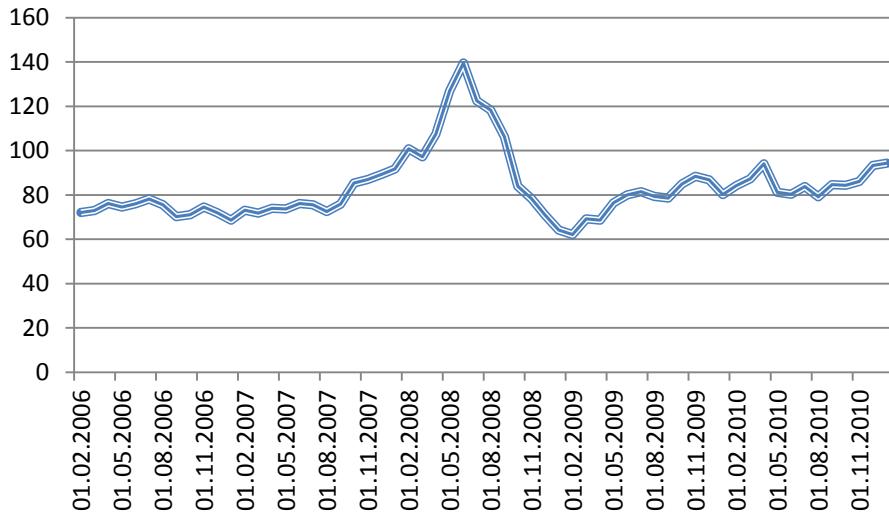


Petrol şoku 3

Birincisi petrolün fiyat esnekliği düşük. İkincisi, Çin'den ve diğer yeni sanayileşen ekonomilerden gelen güçlü ve büyüyen talep 2004 yılı sonrasındaki dönemde zirveye ulaştı. Üçüncü olarak da, global üretimin bu talebe karşılık aynı hızda büyütmemesi. OPEC'i geleneksel –ve güçlü- bir kartel olarak görmek ve petrolü Hotelling'deki kaynaklar gibi tamamen tükenebilir –ya da yenilenemez- olarak tanımlamak zor olsa da arz talebi karşılayamıyor ve bozulma sürekli tekrar ediyor.

Kıtlık rantları ve emtia speküasyonu sadece bunların üzerine eklenebilecek her zaman geçerli olan arz-talep özellikleridir.

Reel petrol fiyatları 2006-2011

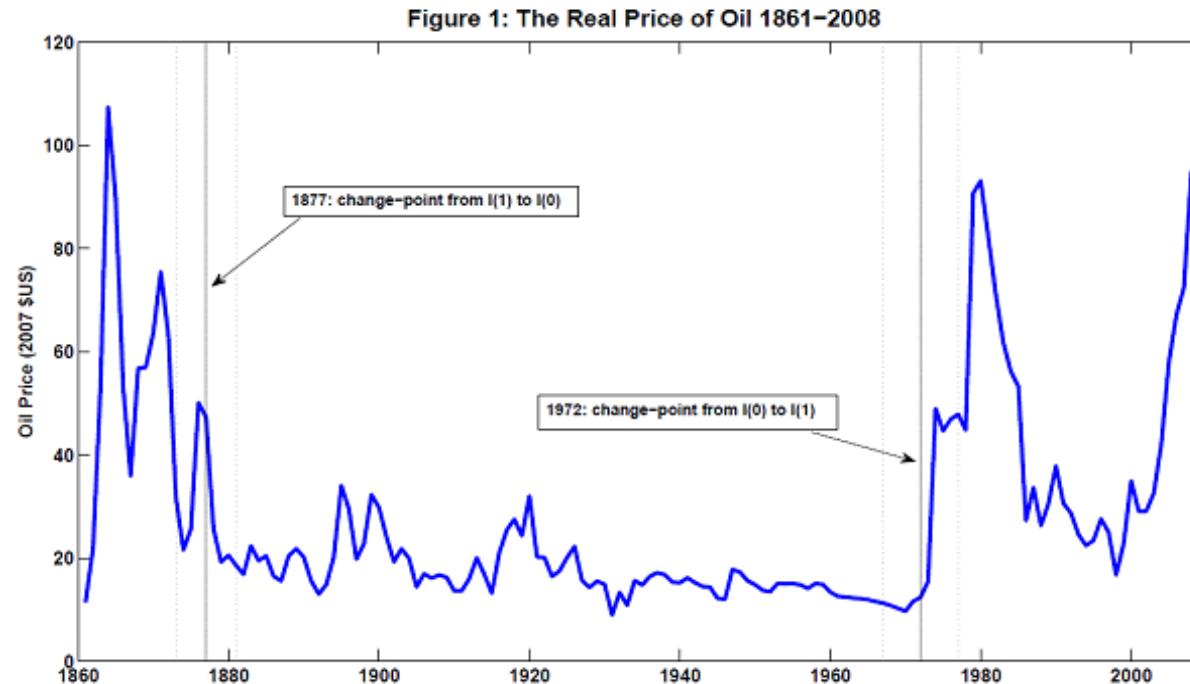


Altın-petrol göreceli fiyatı



1878-1972 arasında, yani arada 2 dünya savaşının da olduğu yaklaşık 100 yıllık dönemde, petrol fiyatı “durağanlaştırılmış”dır. 1878 yılıyla başlayan dönem yaklaşık olarak şöyle bir dönem: ikinci sanayi devrimi dönemi. İkinci sanayi devrimi “Uzun Depresyon” (Long Depression) dönemine ve **klasik sömürgecilik çağının sonrası dönemin emperyalizmine** de sahne olmuştur.

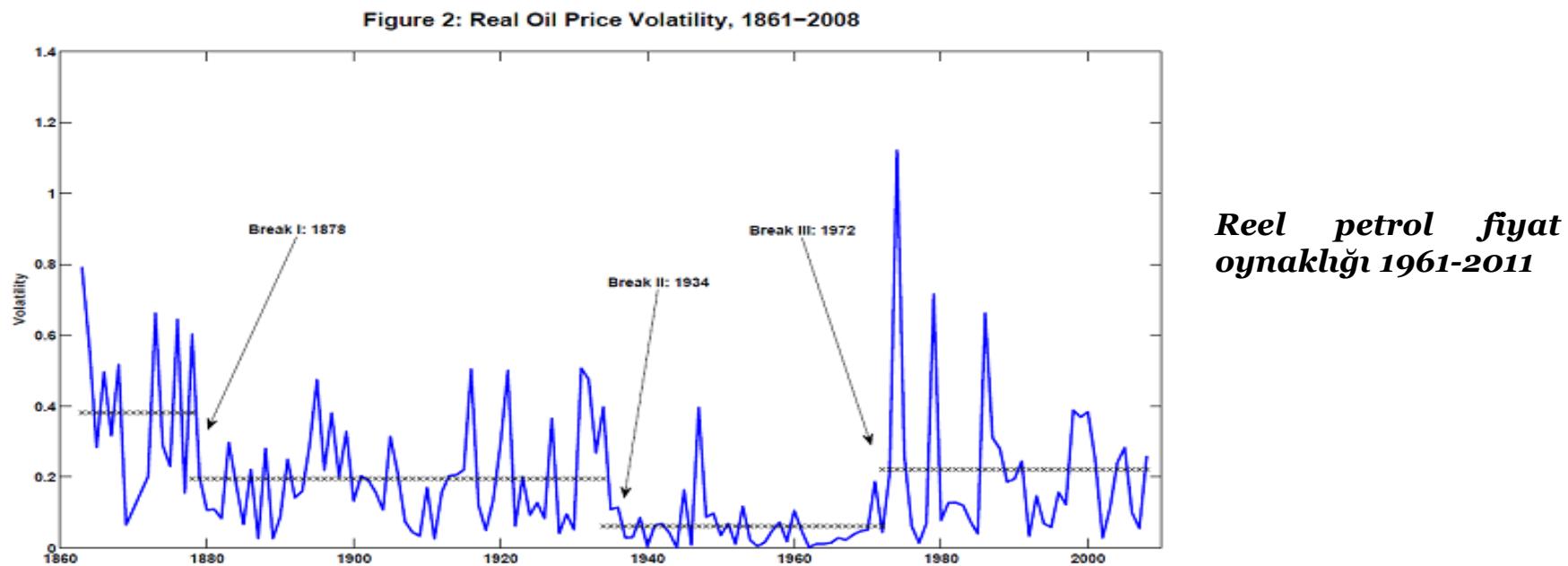
Kalıcı talep şoklarının yaşadığı hızlı sanayileşme döneminin ikincisi de 1970'lerden sonra Uzak Doğu'nun ve 1990'lardan itibaren Çin'in yarattığı talep. Talebin karşısında arz var ve örneğin OPEC'in zaman zaman etkili olabilen arz kısıtlamaları talep şoku karşısında arzin artırılamaması anlamına gelebiliyor.



*Reel petrol
fiyatları
1961-2011*

1930'larda bir volatilite kırılması görülmeye. Volatilite kırılmasıyla beraber, 1934-1972 aralığının daha da "smooth" hale geldiği söylenebilir. İlginç olan nokta 1929 sonrası ne olduğu değil: 2. Dünya Savaşı'nda da reel petrol fiyatlarının kontrol edilebilmiş olması.

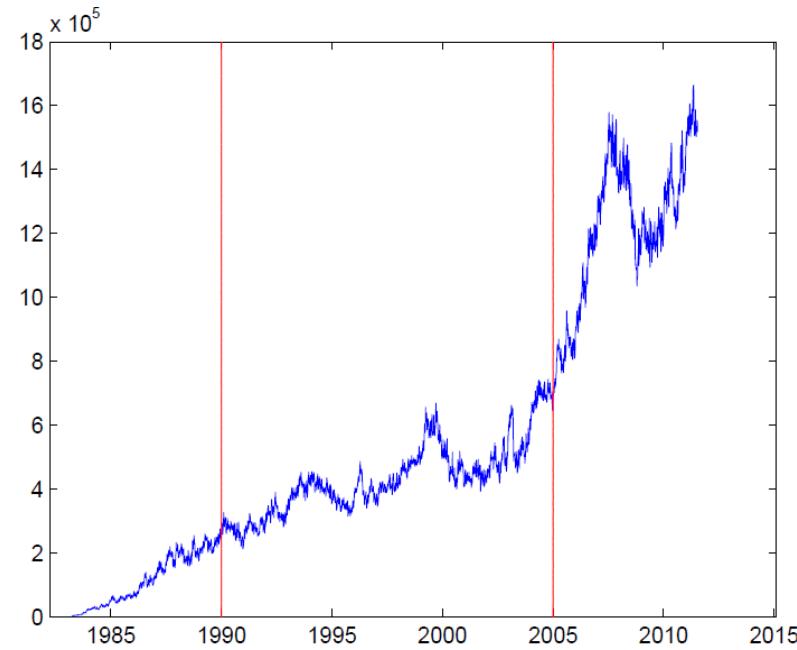
Stabilizasyon mesela piyasa yapısında değişiklik, örneğin 1880'lerden itibaren demiryolu taşımacılığının by-pass edilip uzun mesafeli denizyolu taşıyıcılığıyla petrolün sanayi bölgelerine iletilmeye başlanması gibi, gerektiriyor. Kontrol gücünün arttığını da görüyoruz: mesela 1956 Süveyş kanalı krizi sırasında ABD kendi kaynaklarını arz ederek fiyatı kontrol altında tutabiliyor. **Fiyatı kontrol edebilme gücü doğrudan kaynağı kontrol etmekten veya el koymaktan daha önemli olabiliyor.**



Petrol şoku 6

2005 sonrası petrolde vadeli işlemlere, emtia endeks fonlarına para akışının spot petrol fiyatlarında volatilite yarattığına dair küçük bir literatür var. Ortalama fiyatı kontrol etmeyi deneseniz bile oynaklığını kontrol etmeniz veya ikisini aynı anda yapmanız artık mümkün görünmüyör. Peki bugün ABD petrol fiyatlarının yükselmesine kayıtsız kalabilir veya bunu ister mi? ABD ekonomisinde petrol tüketimiyle GSYH büyümesi arasındaki ilişki değişmiş durumda. İkinci Dünya Savaşı sonrası hızlı büyümeye döneminde petrol çok önemliydi ve GSYH-petrol tüketimi (talebi) ilişkisinde eğim 1.2 idi. Yani GSYH yüzde 1 artacaksa petrol tüketiminin yüzde 1.2 artması gerekiyordu. 2000'lere yaklaşırken bu oran neredeyse eski oranın $1/3$ 'üne kadar gerilemişti. (c) ABD petrol rezervleri zamanla artmış durumda. (d) ABD'de petrol arzı hala talebin üzerinde seyrediyor.

**Petrol fiyatları:
Vadeli “açık”
kontratları
(open interest)**



Petrol ABD ekonomisi için eskiden olduğu kadar önemli değil ve tüketim harcamalarında petrolle bağlantılı harcamaların payı da eskisi kadar yüksek değil.

Ve artık her şeyi var!

“Down and out in Paris and London” ? 2013-2015



Kur hikayesi en eski hikaye. Ne kadar TL likidite verirsen o kadar döviz talebine dönüşme olasılığı artar.

Liquidity and the Exchange Rate

Open Market Operations and USDTRY

TURKEY DATA MONITOR



Aslında ne oldu? **Kamu tasarrufu arttı – bütçe disiplini sağlandı.** Buna karşılık özel tasarruflar azaldı. Azalan özel tasarruflar özel sektör borcuyla cari açığa tercüme oldu. Bir açık gitti, diğer geldi.

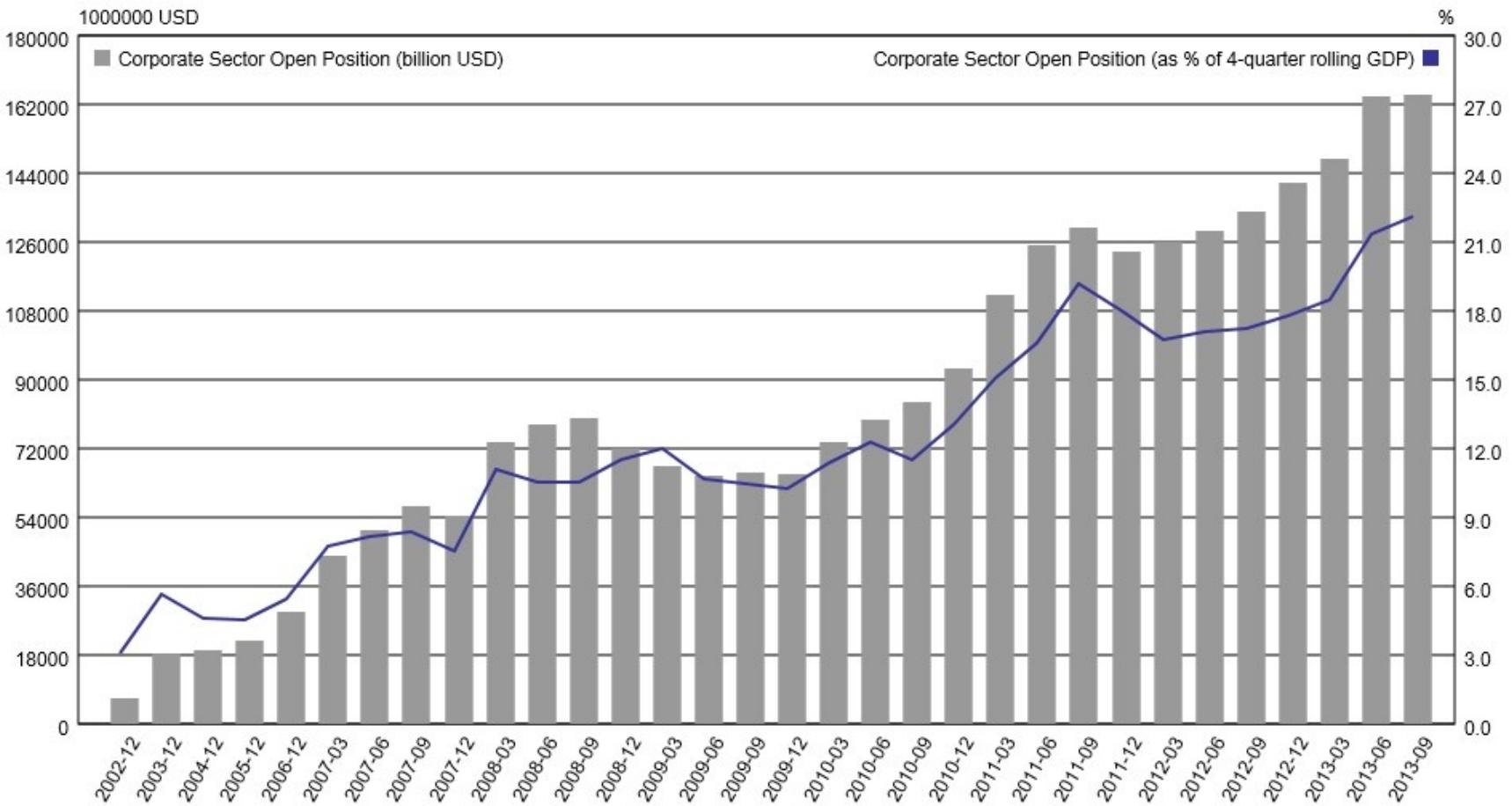
Total Saving (as % of GDP) (Copy)

TURKEY DATA MONITOR



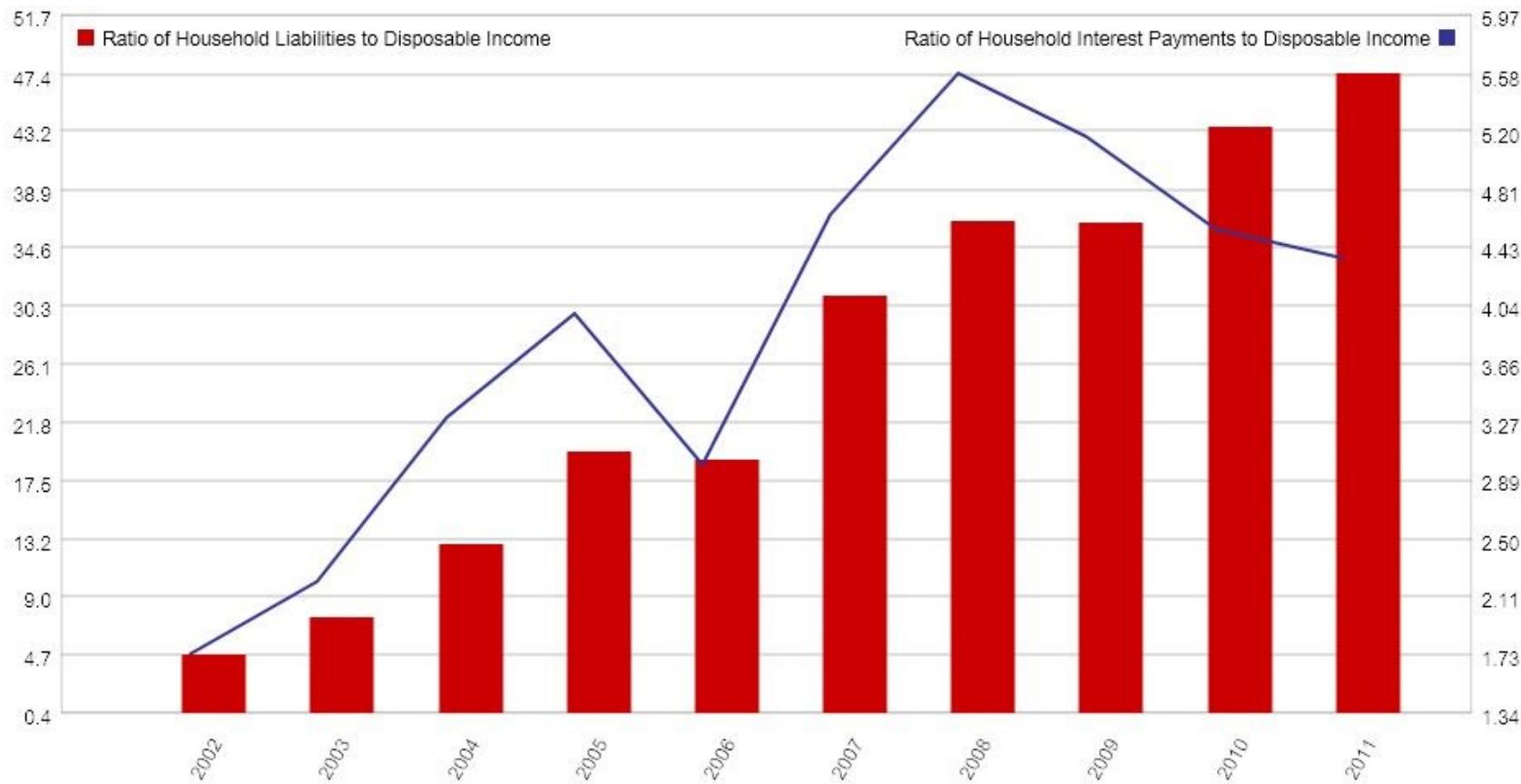
Ve özel sektörün açık pozisyonu artmaya devam ediyor.

Corporate Sector Open Position



İç talep hala uyarılabilir ama hane halkı borçluluğu da artmaya devam ediyor. **Önemli olan borç yükü mü, borçluluğun görülmemiş oranlarda artmış oluşu mu?** Seviye mi, hız mı?

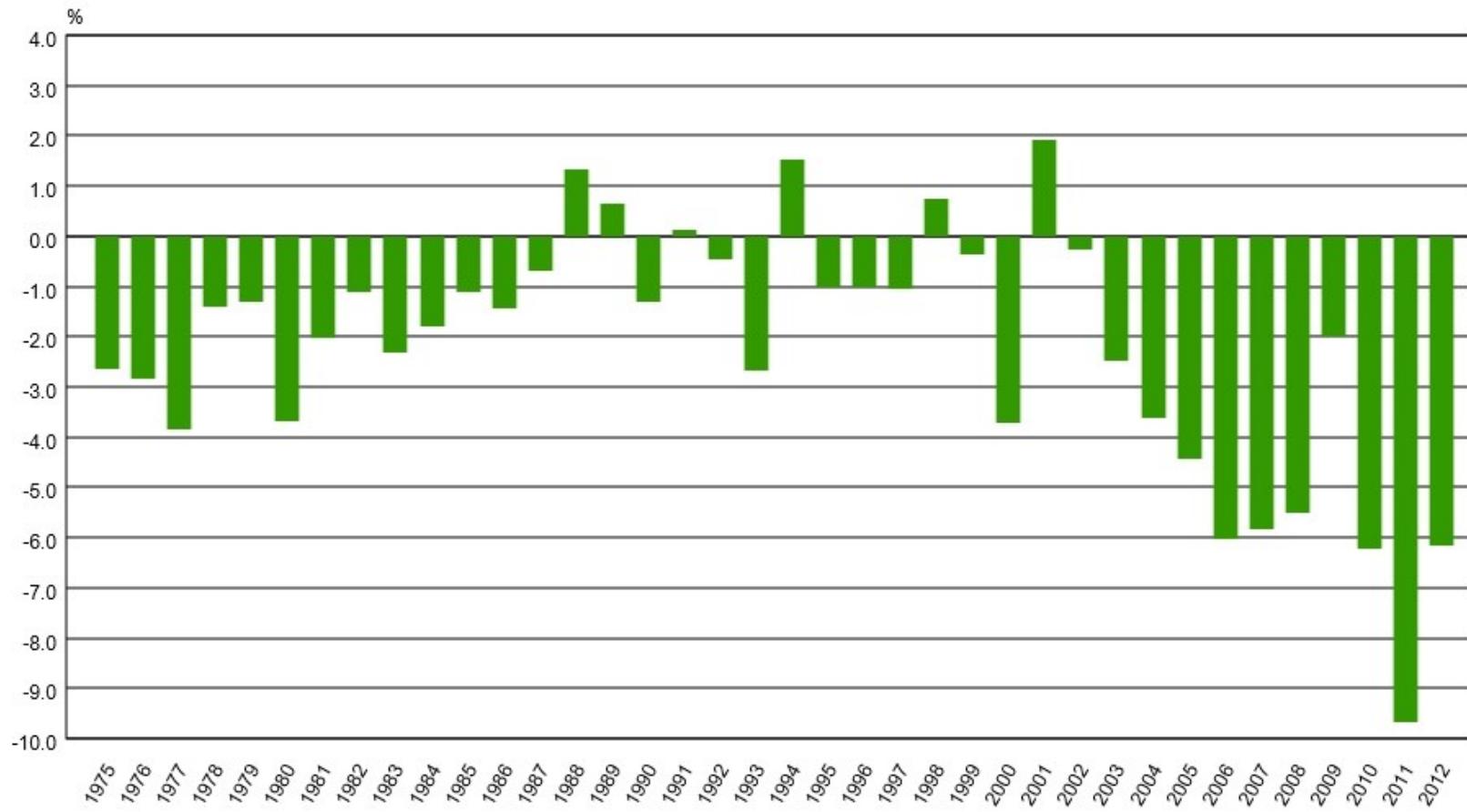
Households Income and Debt Indicators (current prices)



Uzun vadeli pencere durumu net gösteriyor

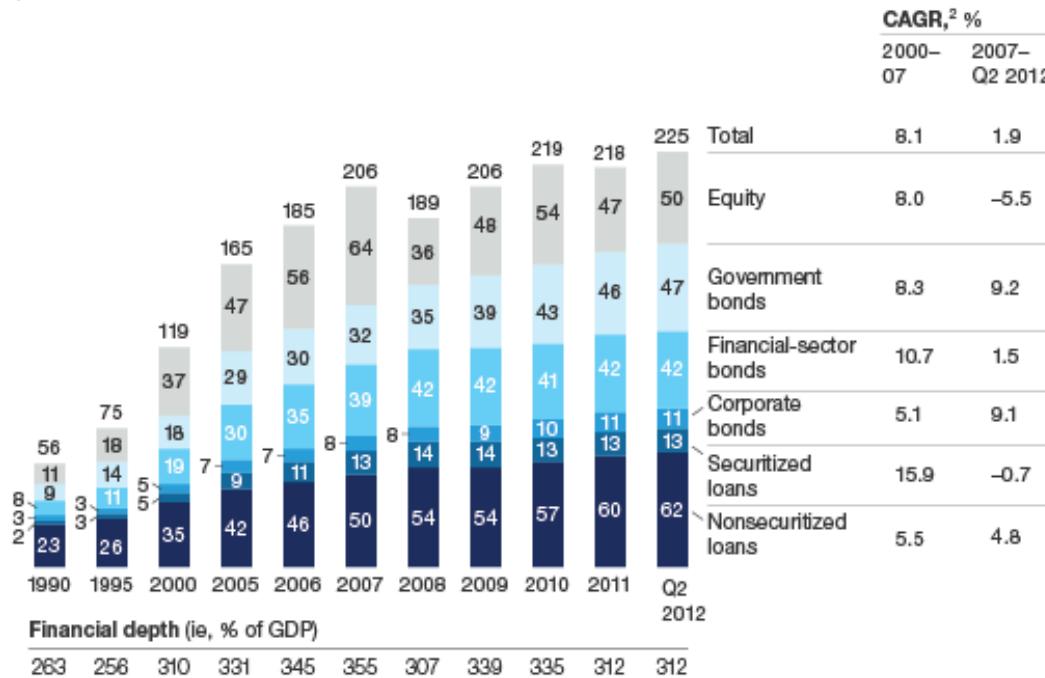
Long View: Current Account Balance (as % of GDP)

TURKEY DATA MONITOR



Global financial assets have grown to \$225 trillion, but growth has slowed since 2007.

Global stock of debt and equity outstanding,
\$ trillion¹



¹End-of-year figures for a sample of 183 countries, based on constant 2011 exchange rates. Figures may not sum to totals, because of rounding.

²Compound annual growth rate.

Source: McKinsey Global Institute analysis

Global mali varlıkların yıllık büyümeye hızı 2007'de yüzde 7.9'dan 2012 sonunda yüzde 1.9'a düştü.

Sermaye hareketleri 2007 zirvesinden yüzde 60 aşağıda.

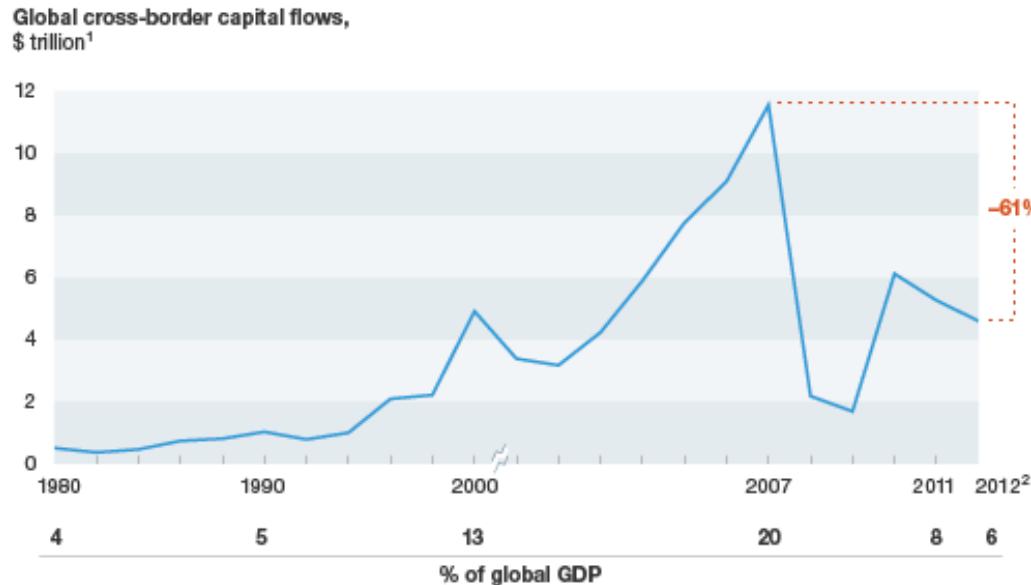
2007 sonrası Euro alanı bankalarının yurt dışı mali alacaklarında USD 3.7 trilyon düşüş.

Kamu borçlanmasındaki artış 2007 sonrası USD 15.4 trilyon

EM: Global debt & equity securities içindeki payı sadece yüzde 7.

Ama yeni sermaye akımlarının yüzde 32'si EM'e gidiyor. Bu oran 2000 yılında yüzde 5 idi.

Cross-border capital flows fell sharply in 2008 and today remain more than 60 percent below their precrisis peak.



¹Based on constant 2011 exchange rates; includes foreign direct investment, purchases of foreign bonds and equities, and cross-border loans and deposits.

²Estimate based on data through latest available quarter (Q3 for major developed economies, Q2 for all others). For countries without quarterly data, we use trends from the Institute of International Finance.

Source: International Monetary Fund (IMF) balance-of-payments figures; the Institute of International Finance (IIF), McKinsey Global Institute analysis

G8: Çok uluslu şirketlerin ulusal ve uluslararası vergi yükümlülükleri; off-shore hesapları; şeffaflık

Dünya Bankası: Uygun faizle uzun vadeli kredi

ÖST: Yılda USD 1.4 trilyona ulaştı. Kriz öncesinin 2 katı

Uluslararası sermaye akımlarının yüzde 40'ı artık FDI

“South-South” sermaye akımları USD 1.9 trilyona ulaştı

Artık cari açık veren ülke az. GSYH'nın yüzde 30'u kadar azalma var.

Güney de yatırım yapıyor: yüzde 42 kredi, yüzde 31 FDI, yüzde 14 hisse senedi, yüzde 12 tahvil

Ama ana sonuç şu: **Bu kadar sermaye hareketi dünyayı nereye getirdi?**

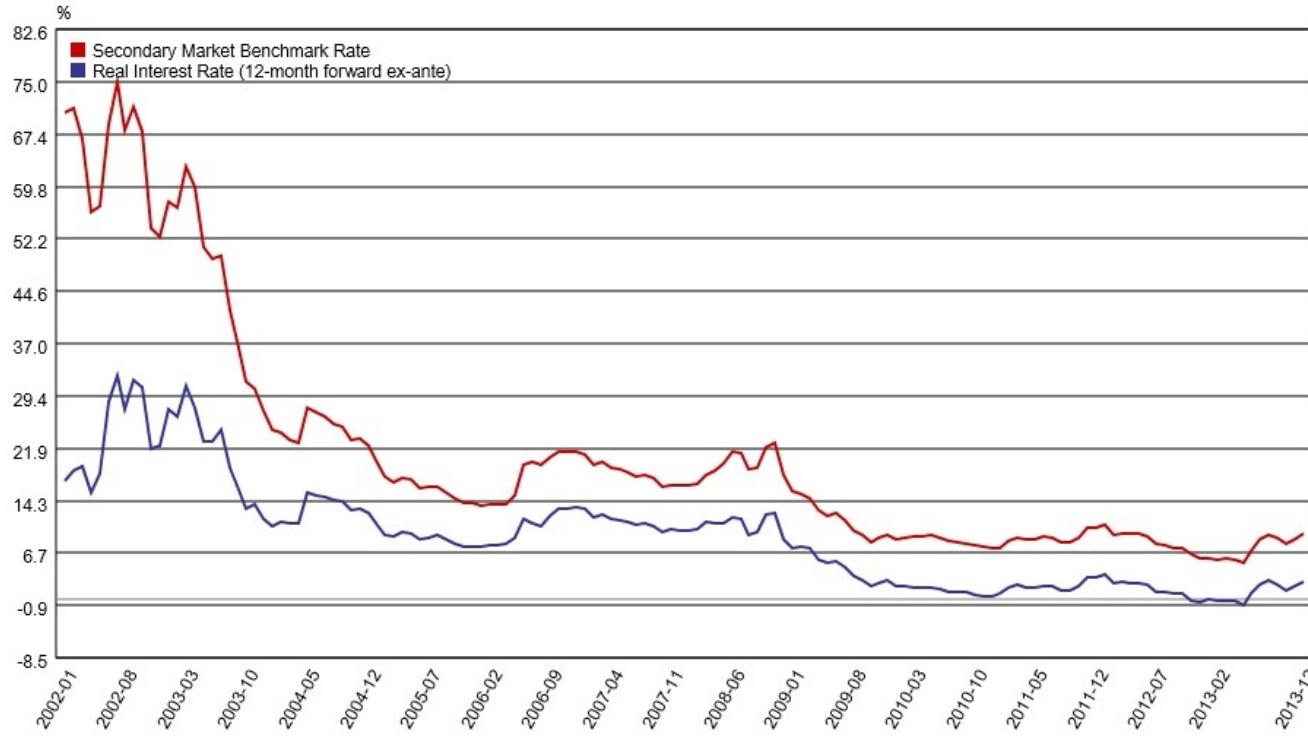
Krize...

Retreat or reset?

Gelenen nokta: Zayıf yönler

Faizler zaten düşüyordu: Global trend

Secondary Market Benchmark Nominal and Real Rates (%)



TURKEY DATA MONITOR

Faizler dünyada 10 yıldır trend olarak düşüyor.

Türkiye'de de faizlerin gelişimi aynen ABD ve OECD'deki gibi.

Dünyadaki bu trende de uyamayabilirdik.

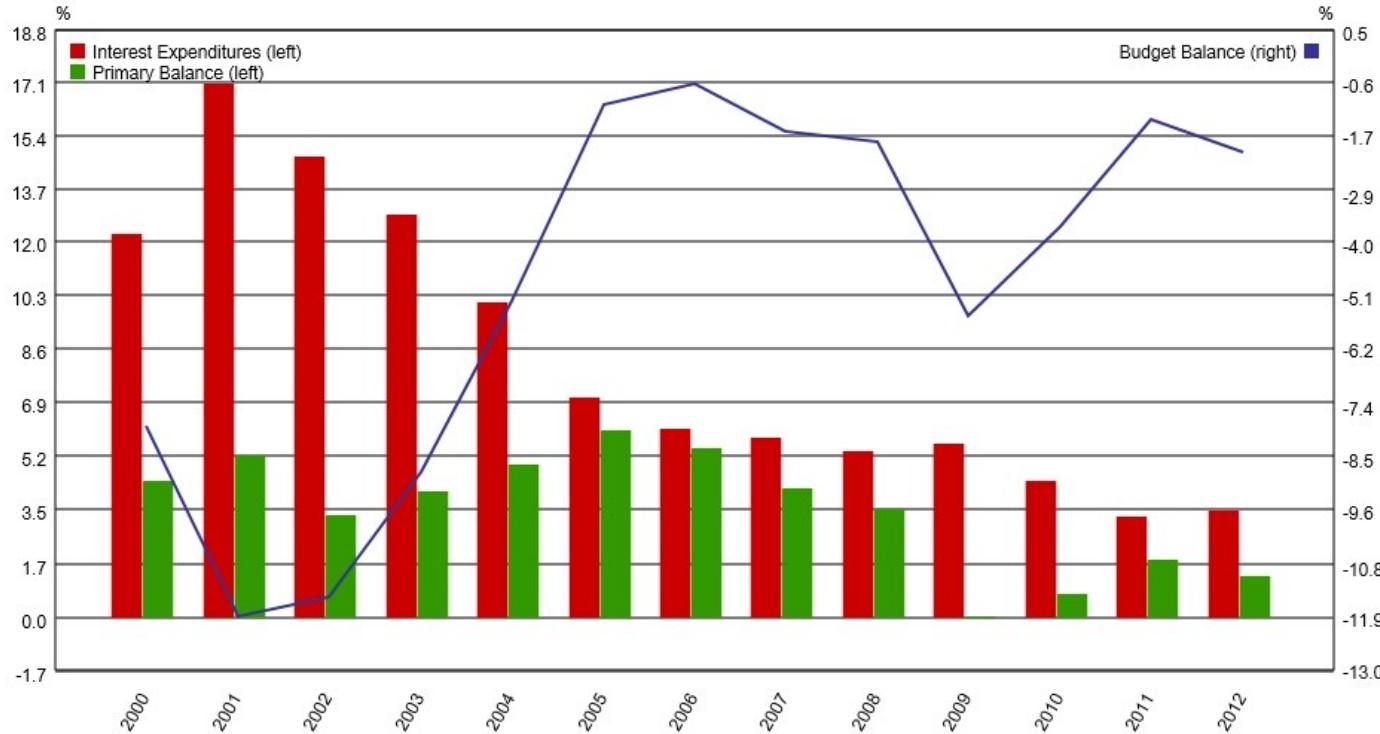
“Expansionary fiscal contraction (2003-04-05)

Oluşumlar: Kaynak girişleri sağlandı, özelleştirmelerin de katkısıyla bütçe düzeldi ve 1990'ların kronik bütçe açığı derdi ortadan kalktı. Enflasyon tek haneye indi ve genelde orada kaldı. Enflasyon ve risk primi düşünce hem nominal, hem de reel faizler düştü. DİBS ve Eurobond borçlanması rahatladı, faiz yükü azaldı. Ekonomi finansallaştı ve likitleşti.

Faizler zaten düşüyordu: Ama düşmeyebilirdi de

Central Government Budget and Primary Balance (as % of GDP)

TURKEY DATA MONITOR



2003 yılında ex post yüzde 26 reel faiz ödedik. Ki bu bile düşmeye başlamış haliydi.

Mali konsolidasyon
2001 sonrasının 3 hikayesinden birisi. Diğer bankacılık reformu. Ve merkez bankası bağımsızlığı.

Bunlar birbirine bağlı.

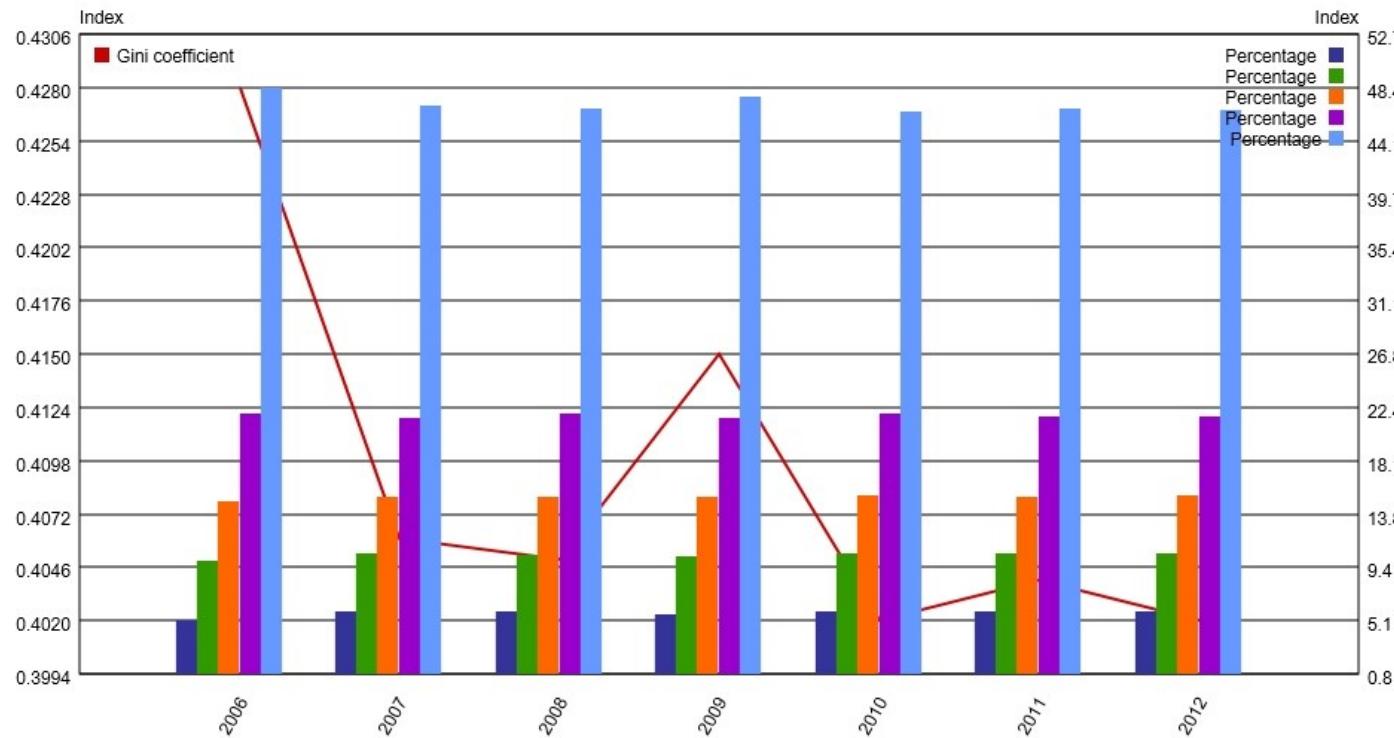
Reel krediler/reel büyümeye: bunlar eş-bütünleşik (co-integration). Aynı zamanda 6 ay gecikmeyle –daha kısa vadeli- bir ilişki içinde.

Önden giden talep/büyüme: Bankacılık cevap veriyor. Ama verebilir halde olması önemli.

Gelir dağılımında median'a aktarım

Distribution of Household Disposable Income

TURKEY DATA MONITOR



Şehirleşme:
İstanbul 1920
c. 1 milyon;
1950 c. 1
milyon; 1970 3
milyon; 1975 4
milyon...

1980'lerde
devam etti ve
2000'lerde
daha da
hızlandı.

1960:
şehirlerde
yüzde 30; şimdi
şehirlerde
yüzde 70

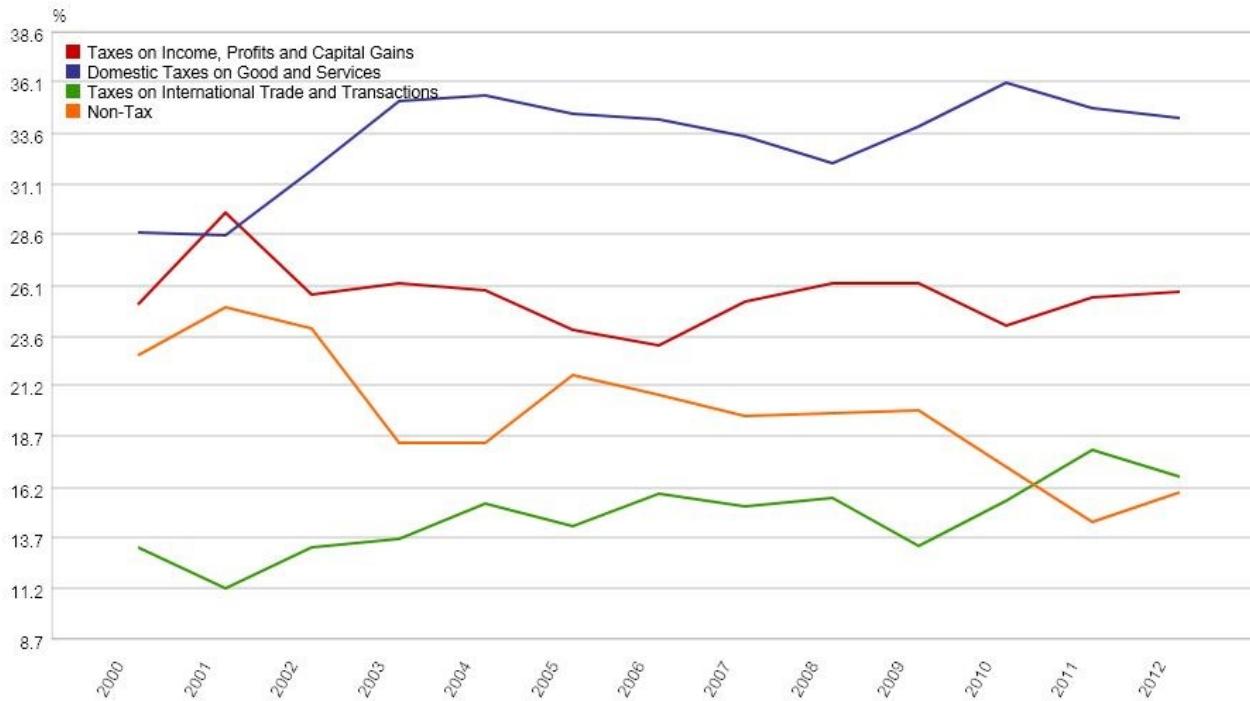
Muhafazakarlık/dinsellik: Şehirleşmeyle hem artıyor, hem görünür hale geliyor.

AKP: Orta sınıfın orta dilimi (en düşük yüzde 20 biraz, ama sonraki 2 dilim –yüzde 40- en çok yararlandı. Hiçbir siyasi proje orta sınıfı (median voter theorem) fayda sağlamadan sürekli iktidar olamaz.

Vergi verenler kimler?

Budget Revenues- Shares in Budget (as % of total)

TURKEY DATA MONITOR



Fakat hayat standartı sadece Gini katsayılarıyla ölçülmüyor.

Kalite ölçmek zor.

Ama büyümeye rakamları düşük bile olsa **artan finansallaşma** –kredi imkanı vb- ortadaki seçmeni memnun eder (ev, araba)

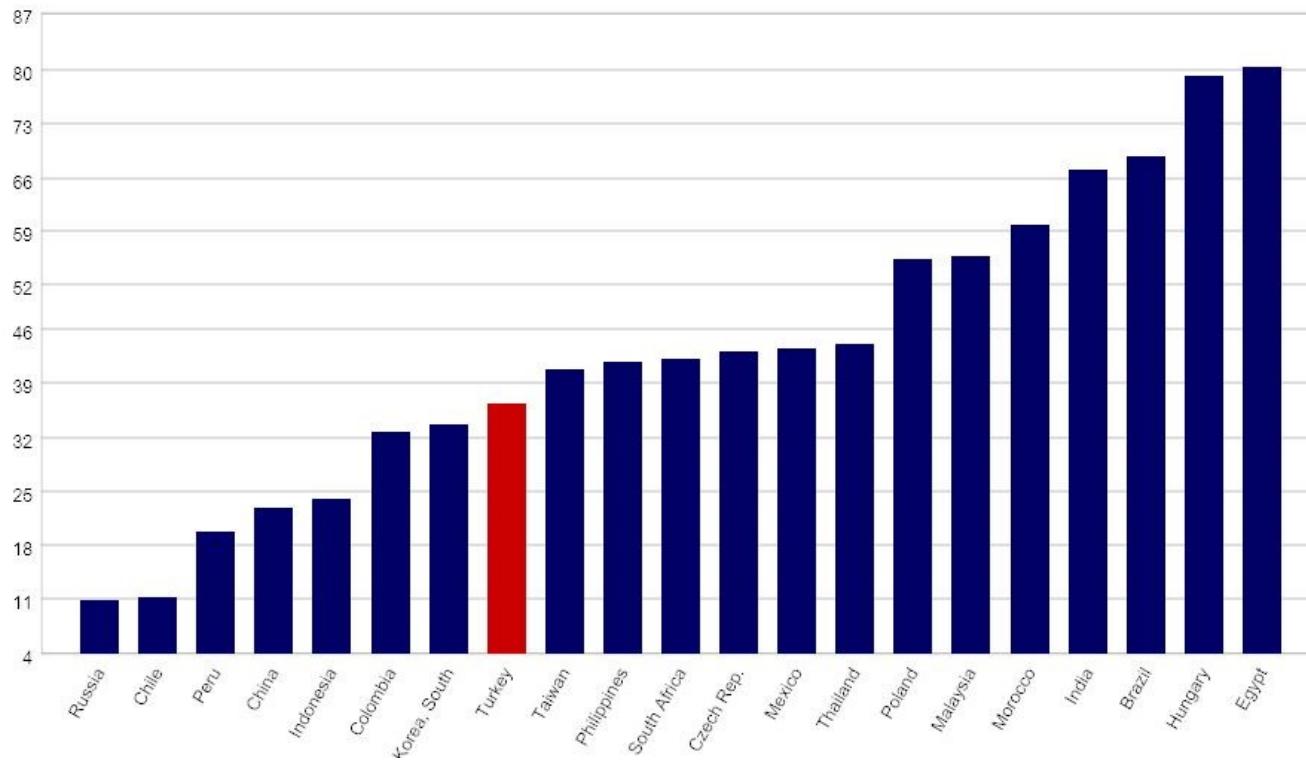
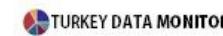
Ortadaki yüzde 40 vergi veriyor mu? Neden vergi reformu yapılmıyor ve neden vergi sistemi değişmiyor? Vergi sistemi bütün şikayetlere rağmen aslında yeni şehirleşenleri ve yeni burjuvalaşanları koruyor. Gelir dağılımının gösterdiği ötesinde bir **servet etkisi** var.

Bölgesel eşitsizlikler ve beşeri sermaye dağılımının orantısızlığı sürdürmekte.

Borçlulukta düzelleme, ama neye göre?

General government gross debt (as % of GDP)

MSCI-EM, 2012



Borçlulukta çok mu iyiyiz? Gelişmiş ülkelere göre evet. Fakat EM evreninin brüt kamu borcu/GSYH oranı ortalaması Türkiye'den farklı değil.

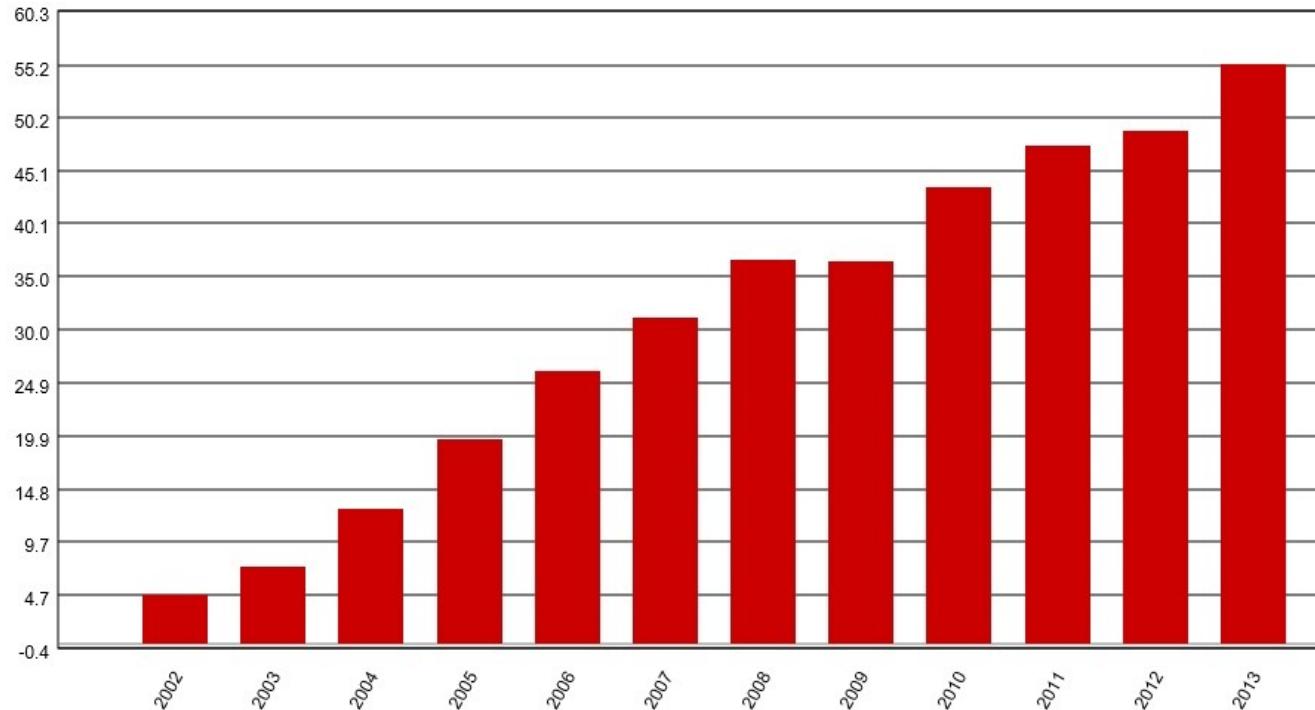
Net kamu borcu/GSYH oranının son yıllarda düşüğü ortada. Eldeki en net sonuç bu.

Bundan sonraki argüman: **EM debt “The elephant in the room?”**

EM arasında “güzellik yarışması” başlayacak. En önemli cazibe kaynağı kamu borçluluğunun düşük olması –ve kalması olacak.

Ratio of Household Liabilities to Disposable Income

TURKEY DATA MONITOR



Ancak artış hızı çok yüksek.

Ve bu rakamlar borcu değil, alacağı olanları da içeriyor. Servet dağılımı gelirden de kötü olabilir. Sadece borcu olanların borcunun kullanılabılır gelirlerine oranı daha da yüksek.

Ya hane halkı borçluluğu? Bu oran (hane halkı borcu/kullanıla bilir gelir) yüzde 50.6 ve EM ülkelerinin bazlarından iyi.

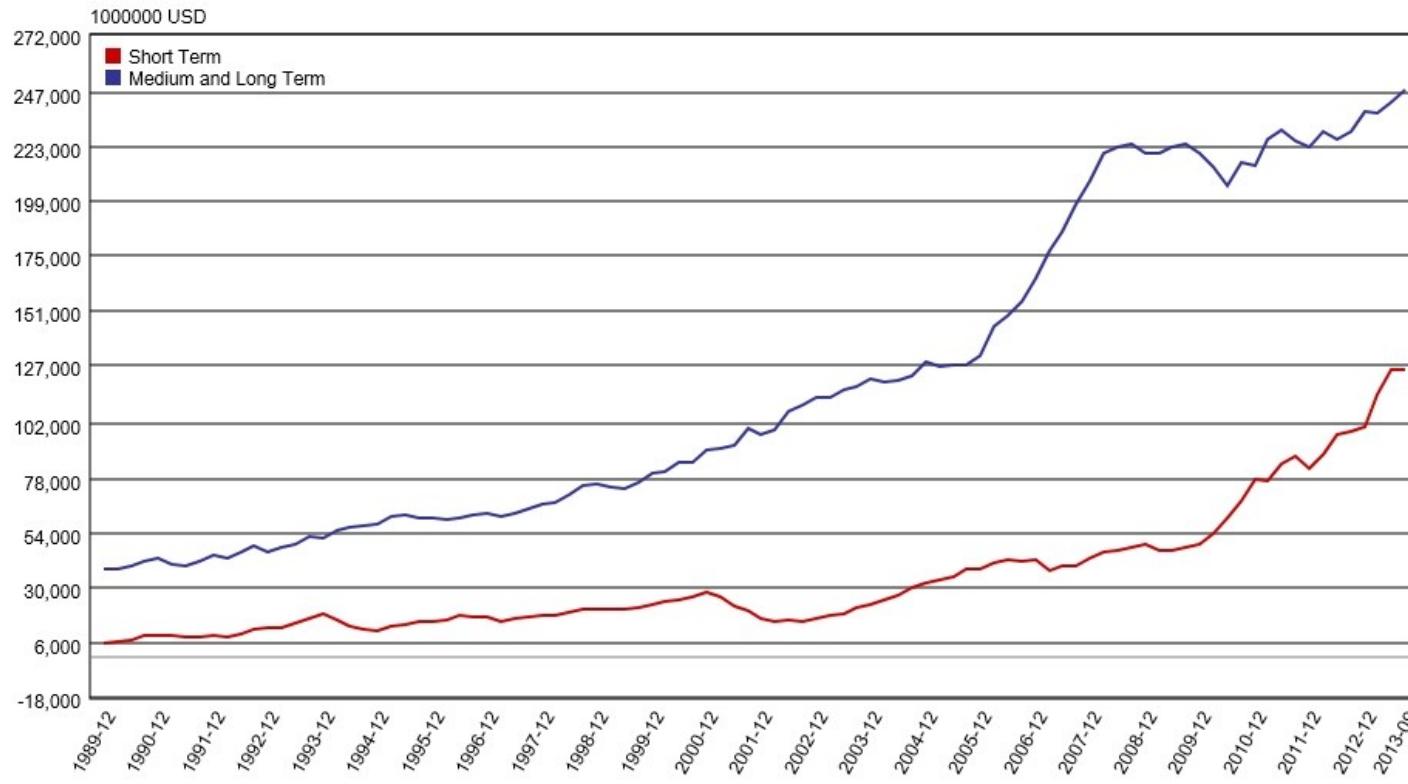
Ama bu oran 2002 yılında yüzde 4.7 idi. Artış hızı çok yüksek.

Hane halkı borç faizinin harcanabilir gelire oranı da düşük.

Özel sektör dış borcu

External Debt Stock

TURKEY DATA MONITOR



Ve özel sektör dış borcu hiç olumlu görünmüyör.

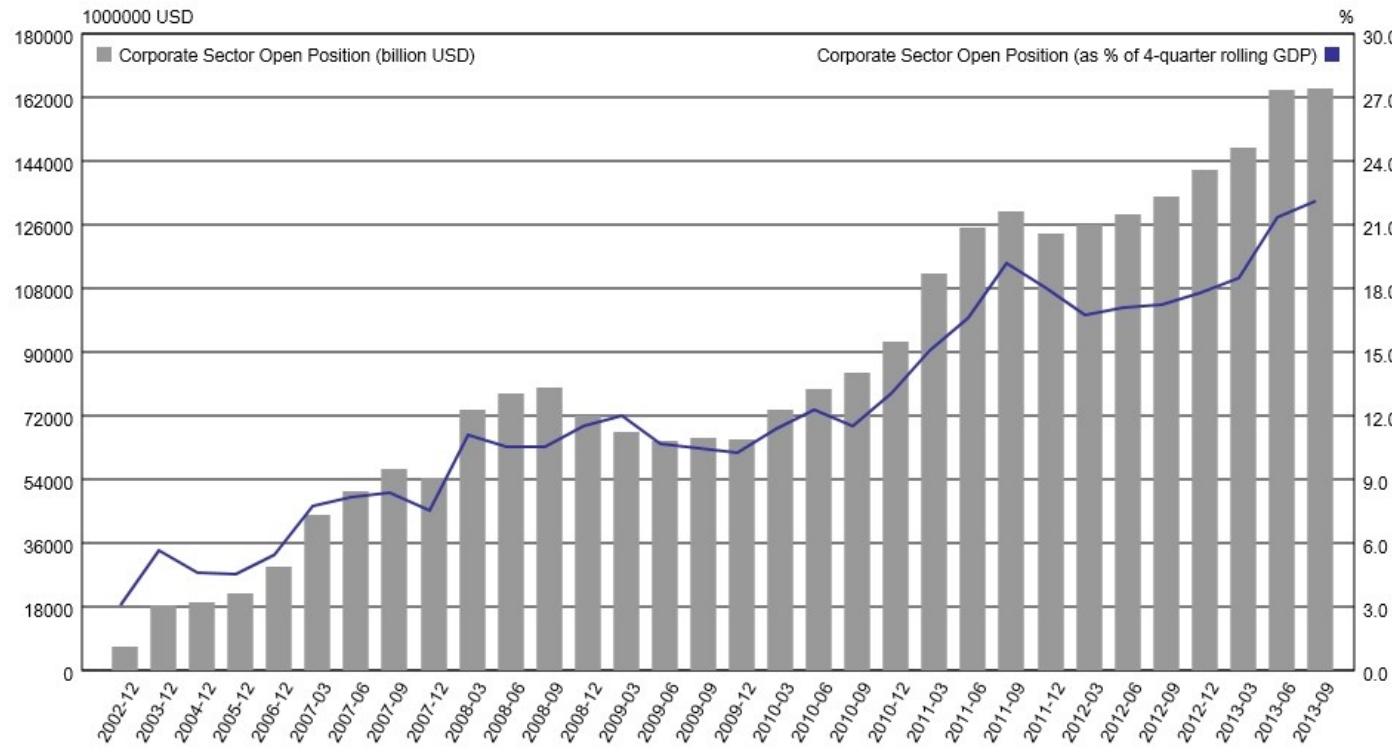
Toplam dış borç USD 263 milyar ve kısa vadeli borç USD 120 milyar.

Borçluluk oranı (debt-to-equity) yüzde 141. Bu oran ABD ve AB için yüzde 50-70

Bu bir sorun mu? Şu şartlarda sorun olmaz. (a) Büyüme potansiyeli yüksek (b) Borç çevirmek sorun değil (c) Borcun bir bölümü gerçek borç değil (d) Borç uzun vadeye kayıyor (e) Açık pozisyon küçük. Bunlar doğru mu?

Özel sektör açık pozisyonu

Corporate Sector Open Position



Özel sektör açık pozisyonu USD 150 milyar.

TCMB kura hiç müdahale etmese bilanço tahribatı büyük olabilir.

IMF IV. Madde konsültasyon raporunda duruma işaret etti (Aralık 2012). Ek raporda daha açık konuştu.

Potansiyel büyümeye hızı kaç? Bu soru önmüze sıkılıkla çıkacak.

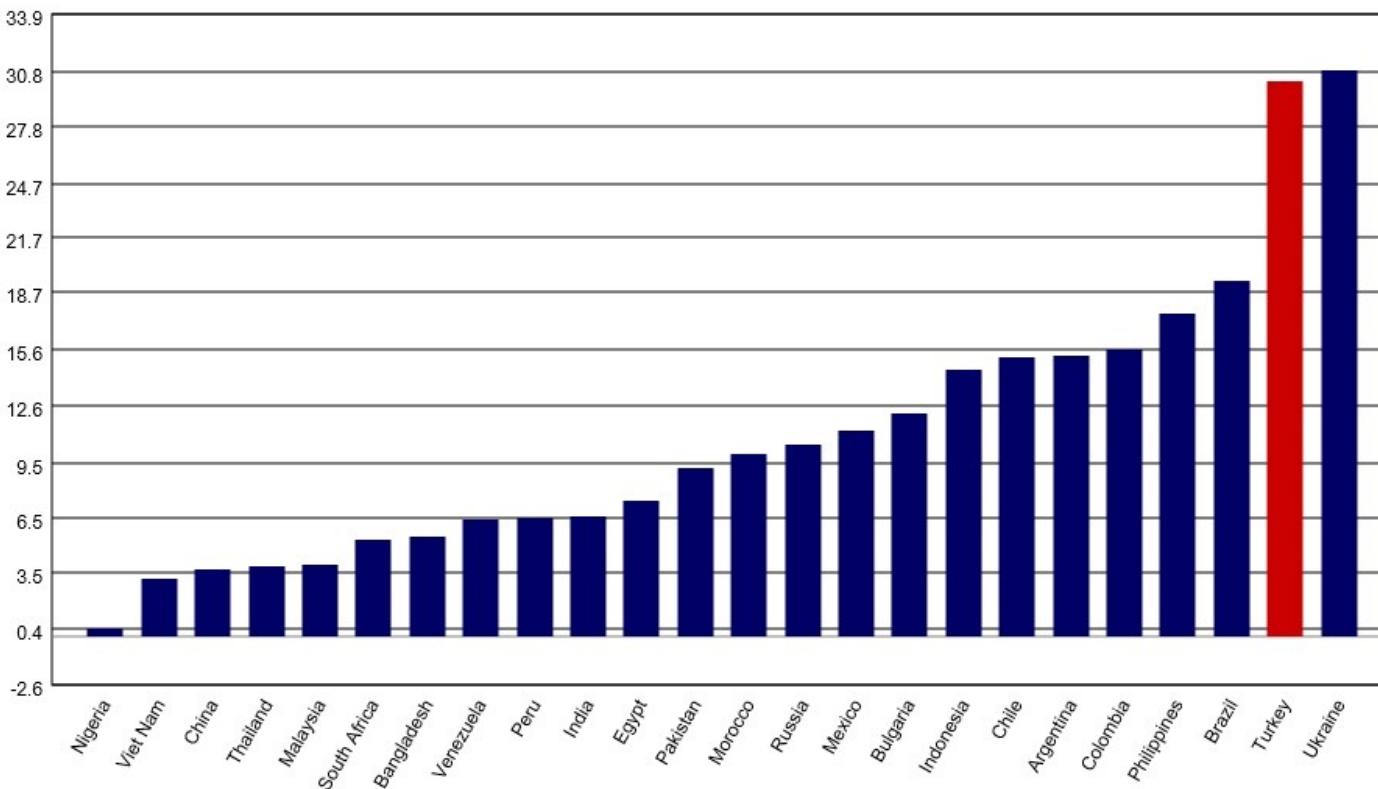
Büyüyememe sorunu? Orta gelir tuzağı. Tasarruf yetersizliği. Bankacılığın mevduat dışı kaynaklara daha fazla yönelme zorunluluğu?

Borç servisinde neredeyiz?

Total debt service (% of exports of goods, services and income)

TDM 50, 2011

TURKEY DATA MONITOR



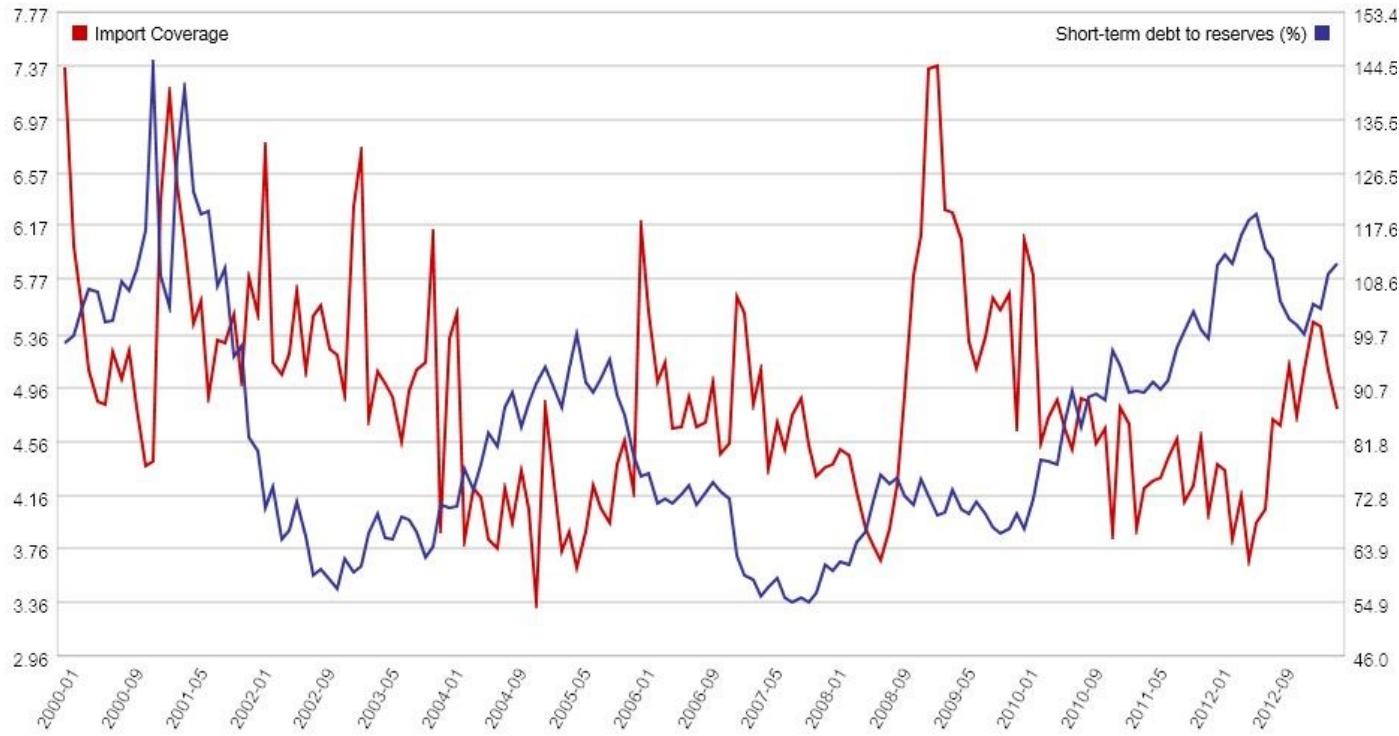
Borç
servisinde
neredeyiz?

Grafikte
görülüyor.

Rezervler yeterli mi?

Traditional Reserve Strength Measures

TURKEY DATA MONITOR



Merkez Bankası rezervleri net olarak USD 46 milyar.

Brüt rezervlerdeki artışın nedeni düşük büyümeye/azalan cari açığa rağmen finans hesabından tahvil-bono, hisse senedi ve kredi piyasalarına bol likidite girmiş olması.

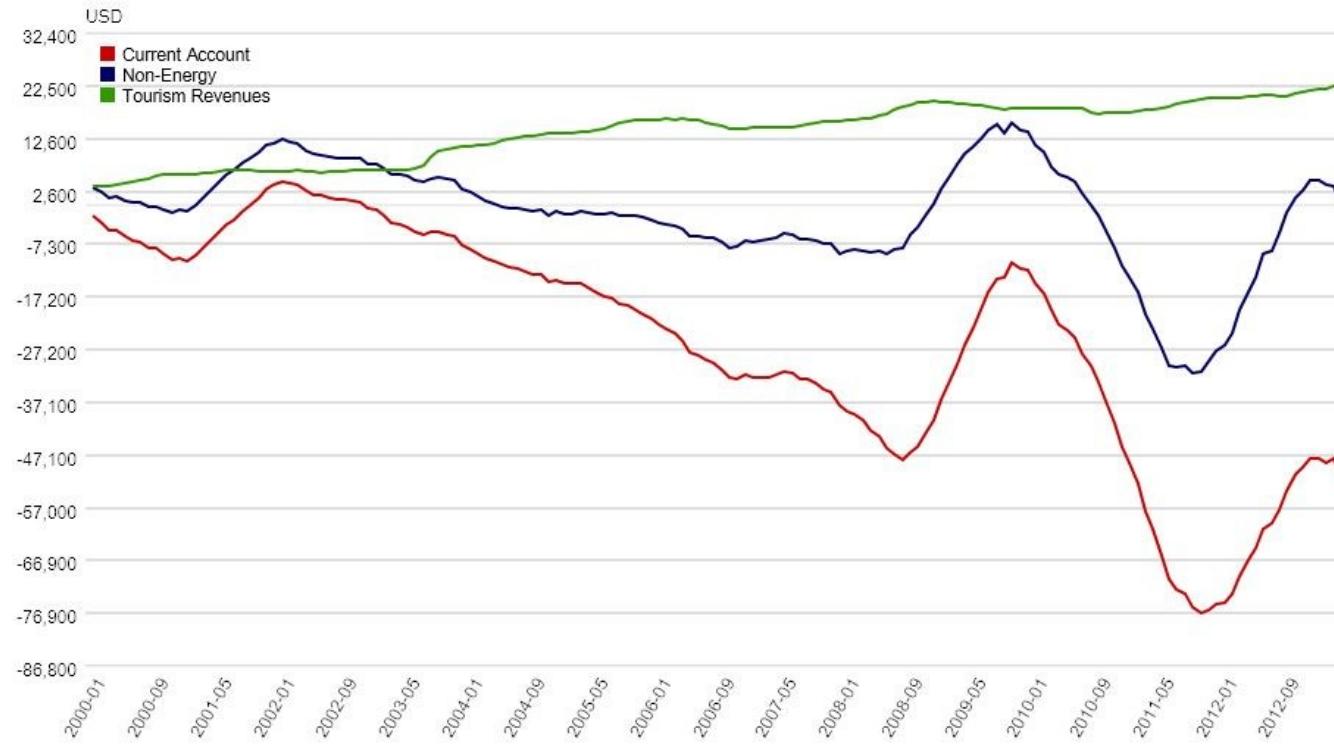
Başa türlü söylenirse, açığı kapatıp rezervleri artıracak kadar bol kaynak girişine rağmen büyüyememiş bir ekonomi söz konusu.

Brüt rezervler dahi ancak 5 aylık ithalat kadar ve kısa dönemli borçtan az.

Turizme ihtiyaç var

Current Account Balance and Tourism Revenues (12-m rolling, million USD)

TURKEY DATA MONITOR



Enerji dışı cari açığın en yüksek olduğu noktada bile turizm geliri bu açığın yüzde 60'ını kapattı. Normalde rahatlıkla kapatıyor.

Gelecekte giderek artan ve çok daha önemli bir kalem haline gelen bir “bacasız sanayi” ihtiyacı var.

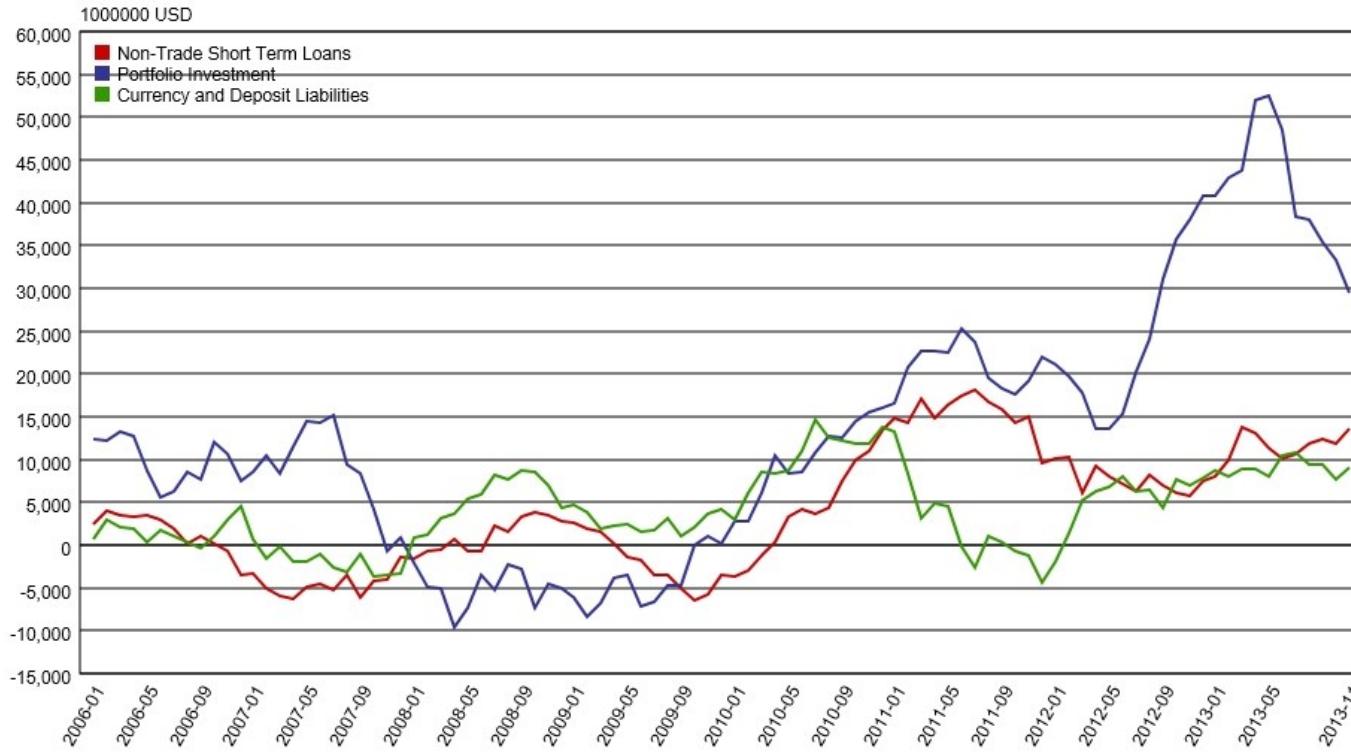
Bu bir paket olabilir. Turizm ve inşaat beraber gidebilir ve geçmişte böyle olmuştu.

Sanayi politikası değişimi olmadığı sürece turizm-gayı menkul-finansallaşma-globalleşme beraber düşünülmeli. Bir model değilse de dengeye getirebilecek çok önemli bir paket.

Finans hesabı: Yeniden FDI'dan portföy girişine

Capital Account: Selected Items (12-month rolling, billion USD)

TURKEY DATA MONITOR



Finans hesabı (eski sermaye hesabı) hızla kalite kaybına uğradı. Portföy ve kısa vadeli girişler artarken FDI azalıyor. 2012 Haziran sonrası girişlerin yüzde 85'i kısa vadeli.

Grafikte dönüşün 2010'dan itibaren başladığı görülmüyor.

2012 Haziran: Sürekli borç yaratan finansmanın başlangıcı.

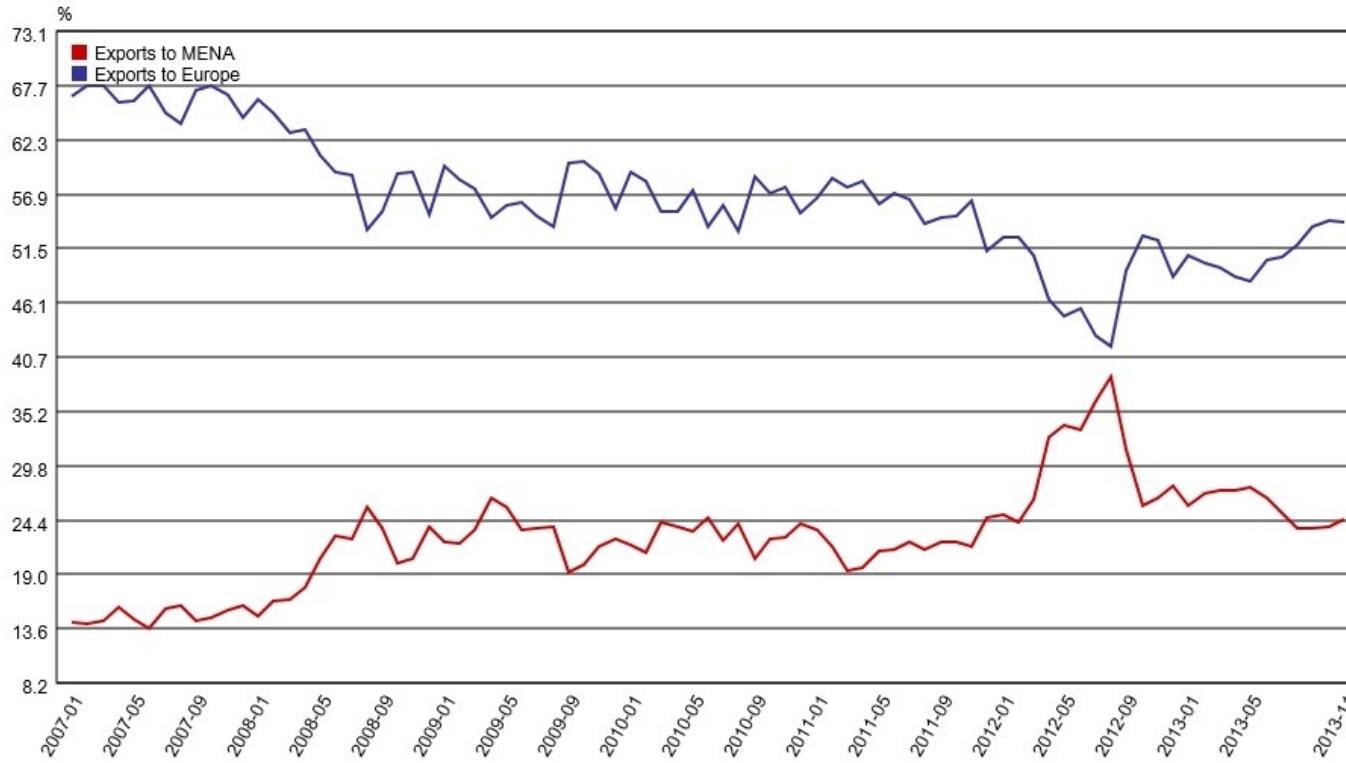
Cari açık düşüyor, ancak portföy girişi hız kazanıyor. Sonuç: Rezerv artışı ve ROM/ZK tercihleri

Cari açığın nedeni sermaye girişi teziyle uyumlu değil.

İhracat: Pazar çeşitlemesi vs düşük katma değer

Exports to MENA and Europe

TURKEY DATA MONITOR



MENA'ya yönelik ve ihracatta AB'ye bağımlılığı azaltmak olumlu. Fakat bu durumun trend halini alması (a) ihracatın düşük katma değerli, düşük teknolojili mallara kayması anlamına mı geliyor? (b) ülkenin tarihi yönelimi 200 yıldır Batı'yadır.

IMF paper "Structural Transformation and the Sophistication of Production", WP 12/59, Anand, Rahul ; Mishra, Saurabh ; Spatafora, Nicola . Türkiye ortada.

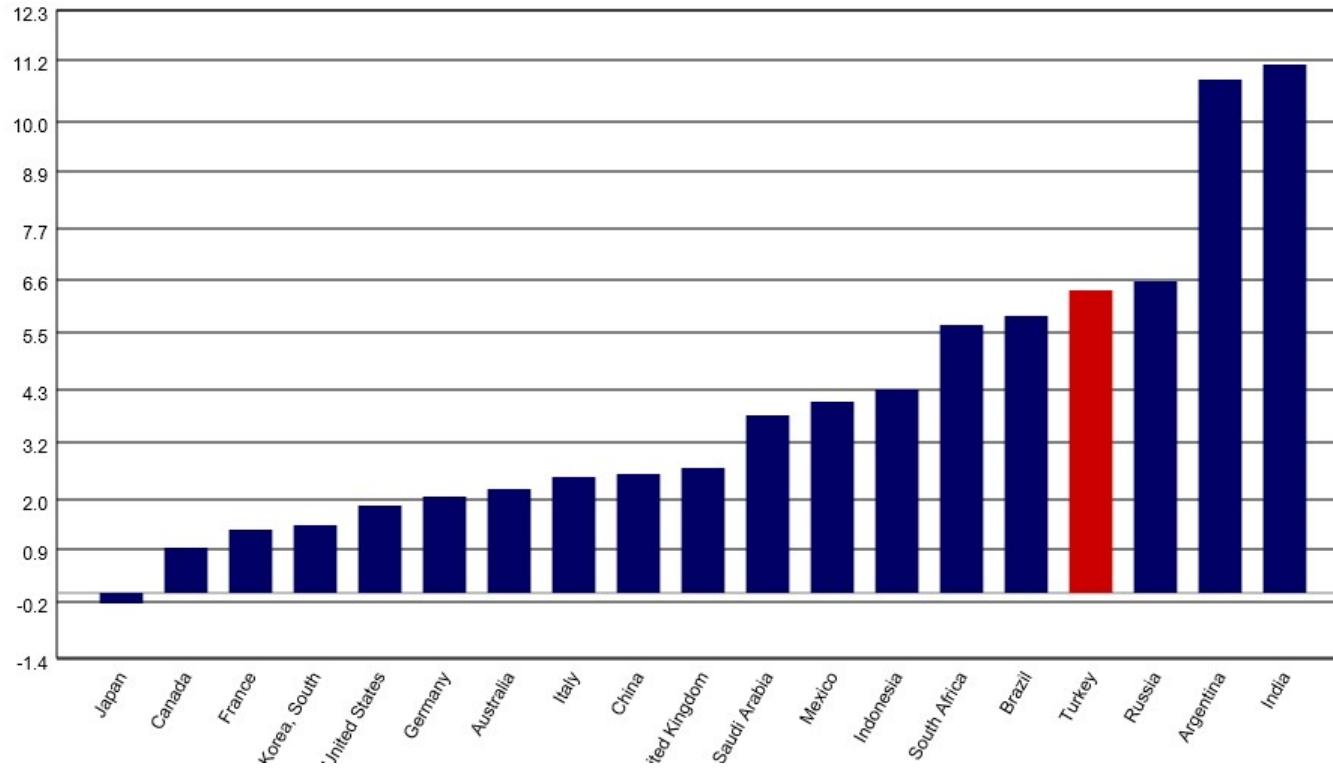
Fakat Erol Taymaz, Kamil Yılmaz, İzak Atiyas: "İhracatta düşük göreceli fiyatı olan ürünlerde daha rekabetçi oluyoruz".

Enflasyonda neredeyiz?

Inflation, end of period consumer prices

G-20, 2012

TURKEY DATA MONITOR



Enflasyonda neredeyiz?
Grafikte görüldüğünden daha iyiyiz çünkü bizim en yakın "peers" Güney Afrika, Brezilya, Rusya. Bu ülkelerde enflasyon birbirine yakın.

Ancak burada da Rusya'yı geçip tepeye çıkabiliriz.

Tersi de olabilir. Asıl önemli olan şu: Hala yüksek. Faizin kalıcı olarak düşmesinin önünde açık bir yapısal engel.

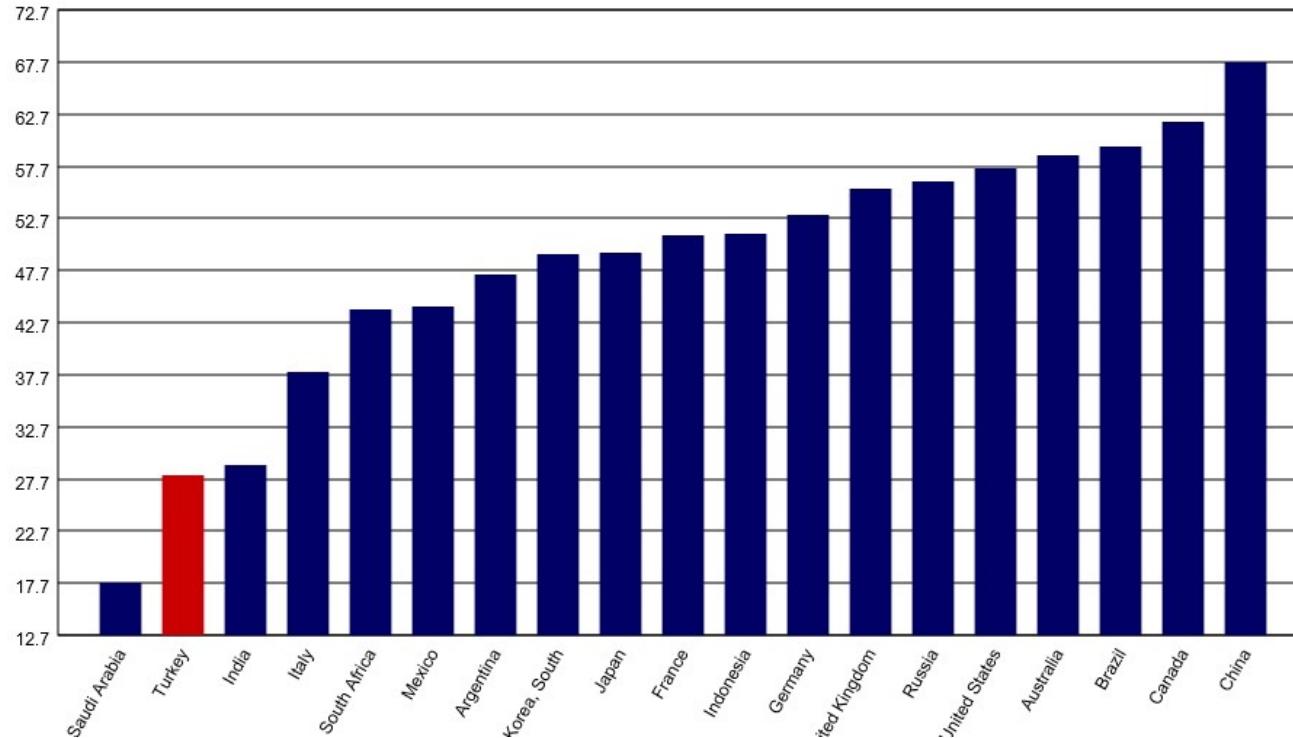
Yüzde 6.5 trend enflasyon, yüzde 7 food prices adjusted tendency ile ve potansiyel büyümeye hızı yakalanırsa **faiz kaç olmalı?**

Kadınların iş gücüne katılımı

Labor participation rate, female (% of female population ages 15+)

G-20, 2011

TURKEY DATA MONITOR



İş gücüne katılım: kadınlar. Çok kötü durumdayız.

Burada bir atılım olmadan hiç bir yere ulaşamaz.

Kentlerde kadınların işgücüne katılımı 2004-11 arası arttı.

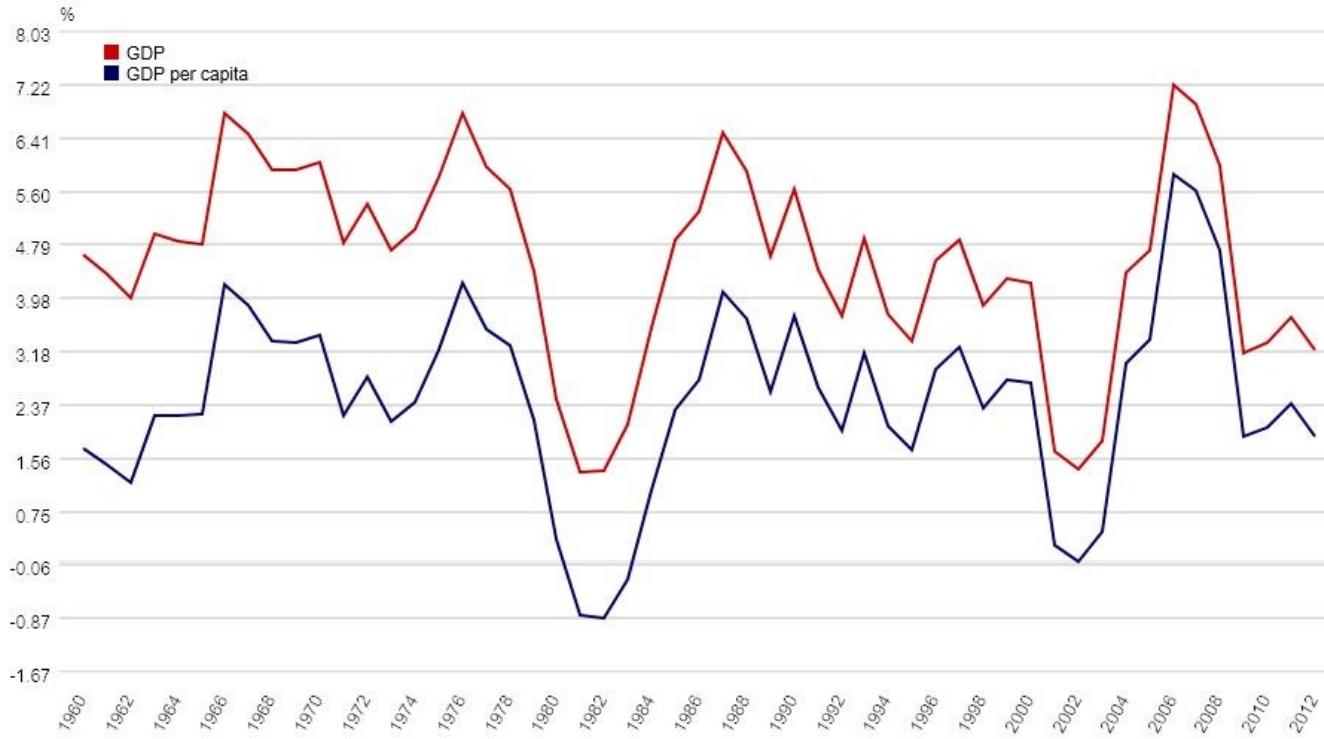
Artış yapısal nedenlerden (yaşam döngüsü, eğitim, evde çocuk bakımı süresi) veya politikaların teşvik edici yönde olmasından değil. Kentleşme önemli. Eğitim zaten önemli. Fakat bunların dışında geçici veya kalıcı nedenlerden bir “residual” artış görülmüyor.

Bölge ve kültür etkileri çok belirgin.

Büyüme 10 yıl: Ortalama

Long View: GDP and GDP Per Capita Growth (%), 5-years moving average)

TURKEY DATA MONITOR



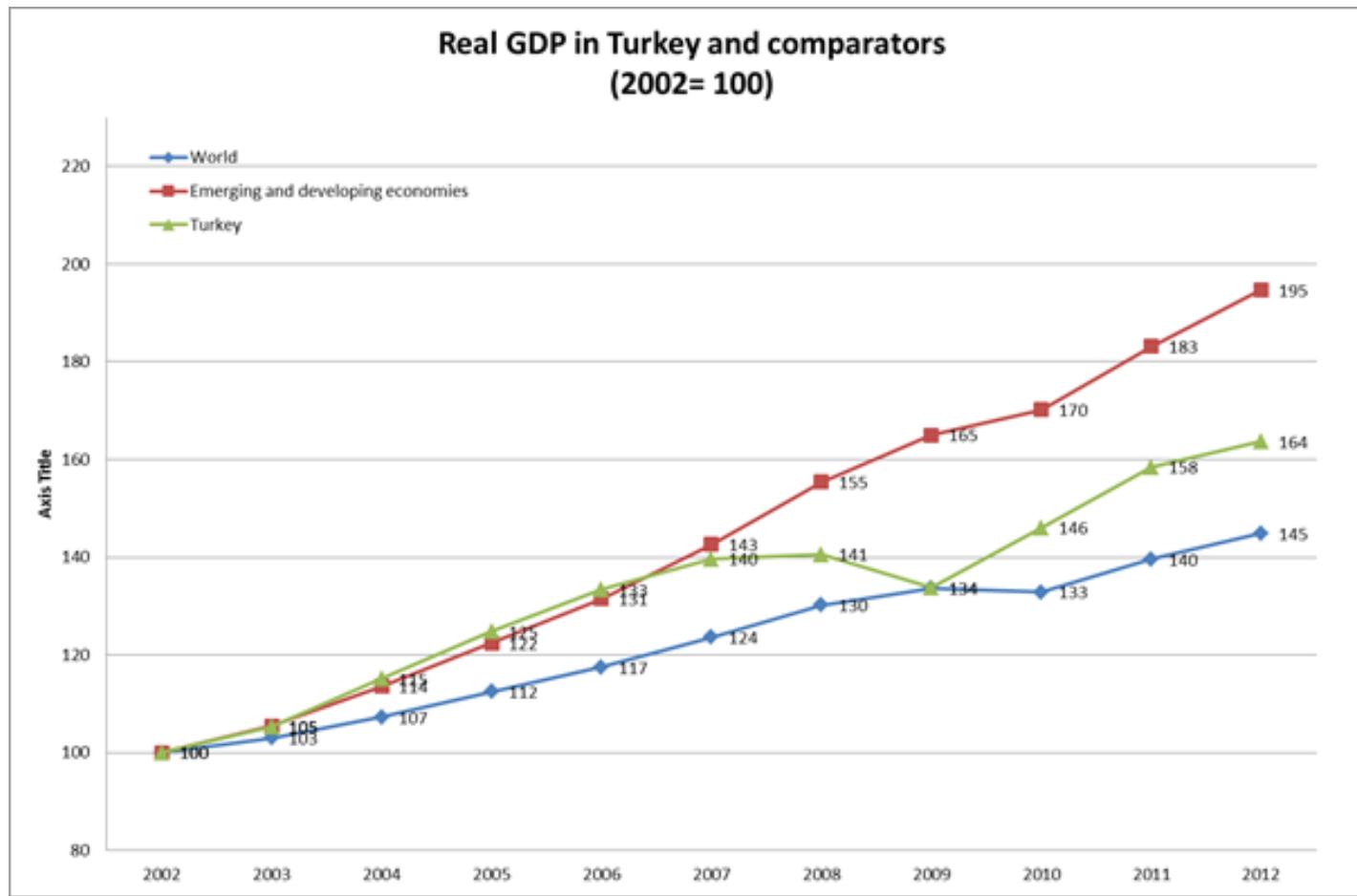
Büyümede o kadar abartılacak bir performans yok.

Gelişmekte olan ülkelerin çoğundan ve ortalamasından **daha düşük** bir büyümeye (mesela Endonezya, Çin, Hindistan, Bangladeş).

Kişi başına CAGR yüzde 2.82 (2002 hariç). 2002 dahil yüzde 3.6. İyi ama süper olmaktan hayli uzak. Türkiye'nin kendi geçmişine göre iyi. Aslında bu dönem 1960'ları andırıyor.

2007'den itibaren momentum kaybı belirgin.

Büyüme: EM ve Türkiye



Kaynak: Dani Rodrik

Faizler neden düşük?
ABD?

- (a) Enflasyon beklentileri %2'de sabit
- (b) Kısa vadeli reel faiz negatif çünkü sermaye getirisi beklentisi yok ekonomik aktivite zayıf
- (c) Vade primi hızla düştü ve 10 yıllık US-T 10 notes verimi en çok bu nedenle bu kadar aşağıda .

Fed FFR'yi (gecelik faiz) artıracak mı?

Hayır.

Fed 10 yıllık bono faizinin piyasada artmasını bekliyor mu?

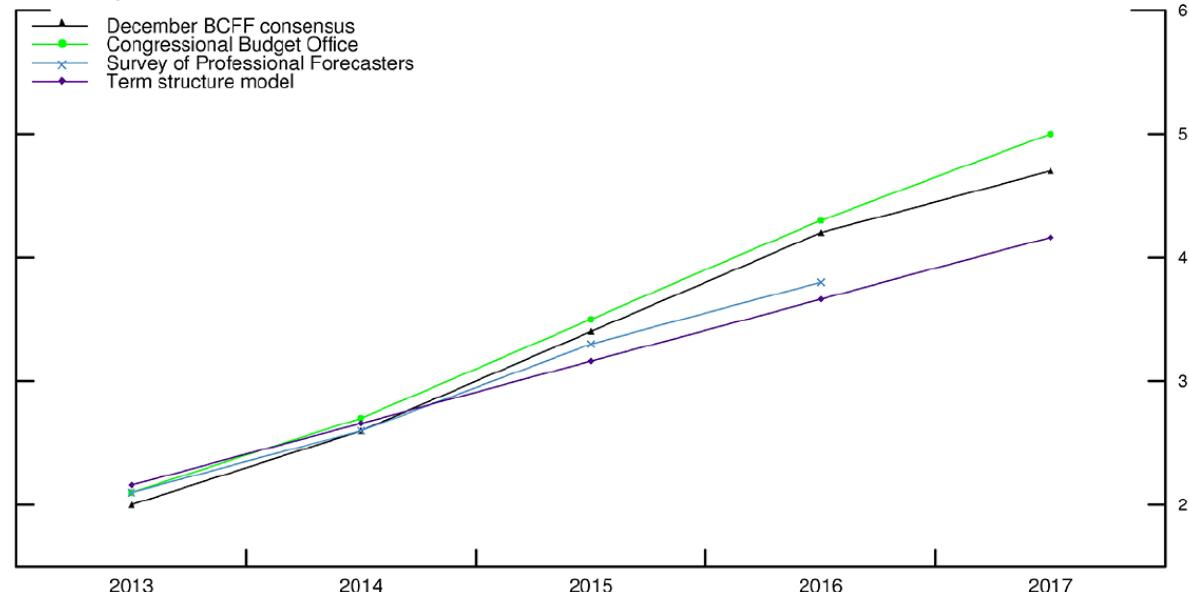
Evet.

Faizler neden düşük? **Yapısal?**

- (a) Global tasarruf bolluğu (Çin, Japonya, Almanya)
- (b) 2001 sonrası Fed genişlemesi bugüne bağlanıyor
- (c) Quantitative easing, LTRO

Euro alanı ABD'nin hızına ayak uydurabilecek mi?

Chart 4. Alternative 10-Year Treasury Yield Forecasts
Annual average



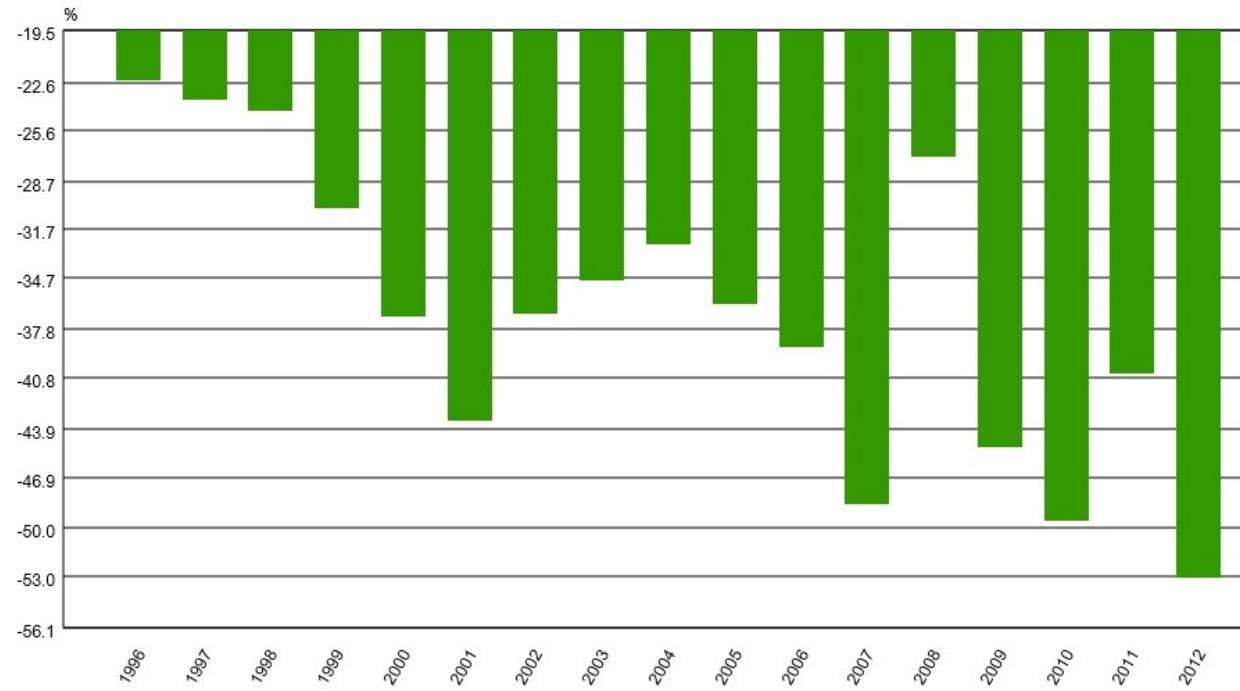
Note: The term structure model forecast assumes that the expected real rate and term premium components of the 10-year nominal yield as shown in chart 2 revert to their respective pre-crisis means over a 5-year period while the expected inflation component remains constant at the level at the end of 2012.

Source: For December BCFF consensus, Blue Chip Financial Forecasts (BCFF) survey, December 2012; for Congressional Budget Office, Congressional Budget Office (2013), *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023* (Washington: CBO), February 5; for Survey of Professional Forecasters, Survey of Professional Forecasters for 2013:Q1.

Uluslararası yatırım pozisyonu

Net International Investment Position (as % of GDP)

TURKEY DATA MONITOR



Uluslararası yatırım pozisyonu açığı GDP'nin %52.4'üne ulaştı. Toplam döviz yükümlülükleriye GDP'nin %80'i kadar.

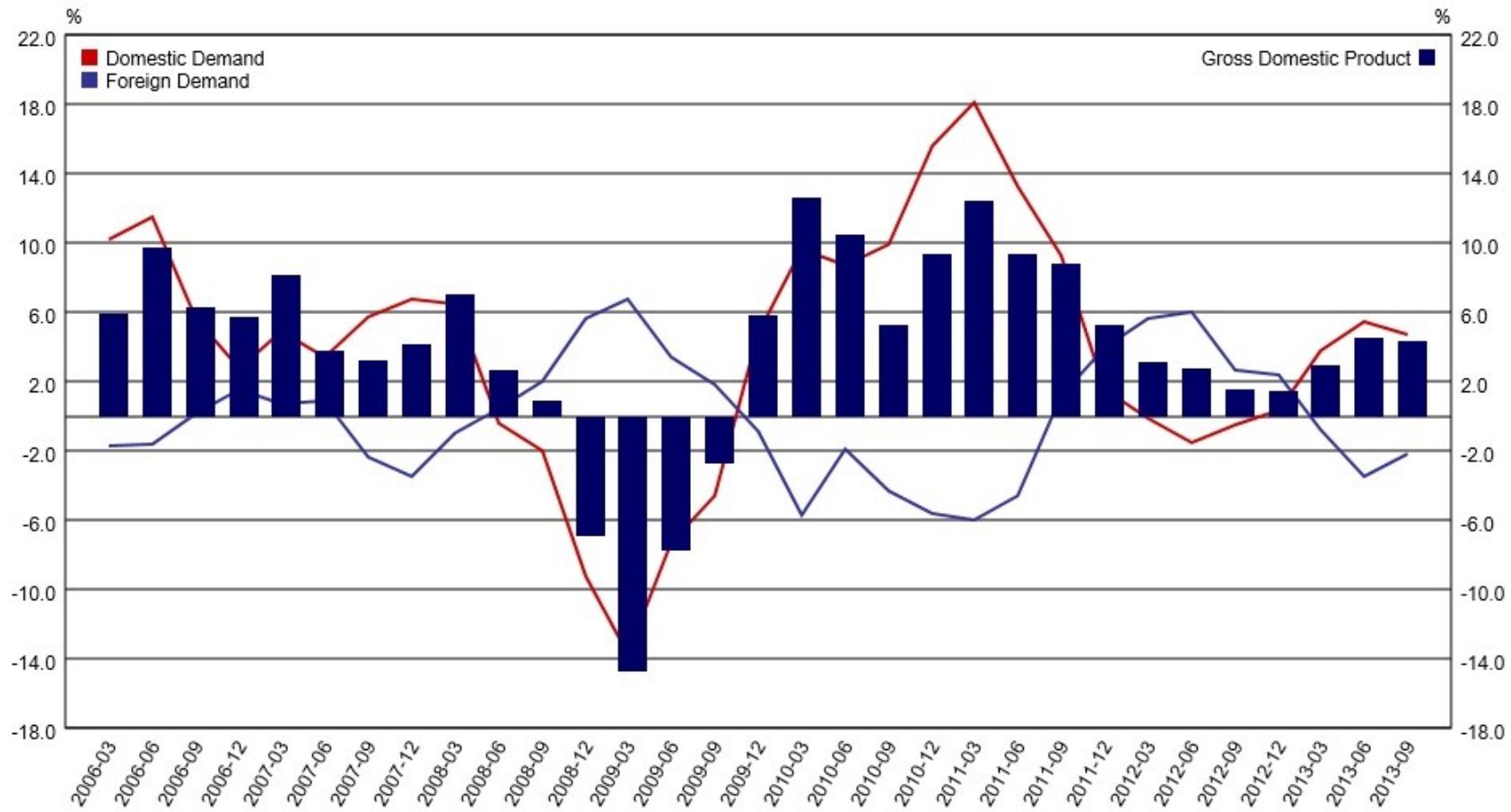
2001 krizinde bile bu oranlar görülmemişti.

Son bir yılda dış yükümlülükler %26 arttı.

Yani dış kaynak girişi sürüyor. Olumlu mu, sorunlu mu?

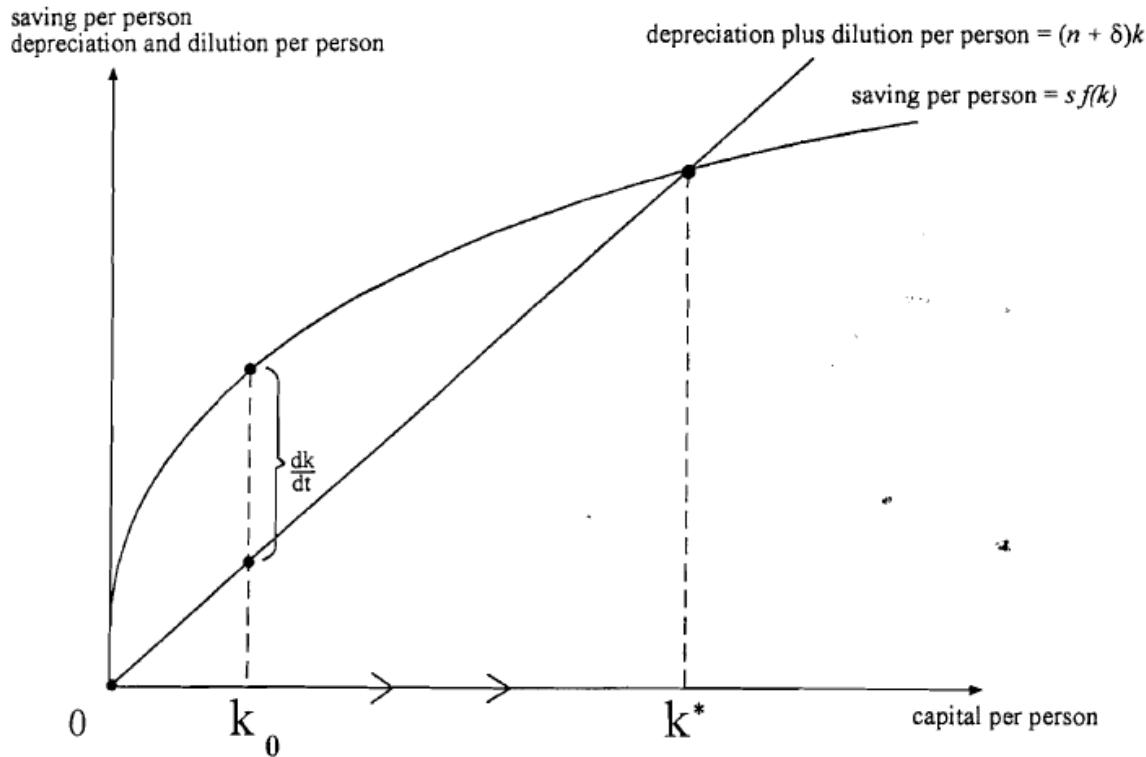
Ödenmesi gereken borç yükü azalmıyor, artıyor. Portföy girişlerindeki artış 2012'de %63.5. Cari açık fazlaıyla finanse edilirken, otomatik olarak borç artmaktadır. Borç döndürmek ve açığı finanse etmek için giderek GDP'ye oranla daha fazla dış kaynak mı gerekecek?

Sources of Growth: Exp. Side (as % of previous year's GDP) (Copy)



Gidilecek nokta: Tam tersi olmalı

Tam tersi derken 1



Çok sayıda patikadan yola çıkabiliriz.

Solow (1956) ve Swan (1956'dan yola çıkarsak, teknolojik ilerleme yoksa büyümeye K'da konkav bir patika çizeceği için sermaye getirisi azalan getiriye tabi olur.

Bu çok eski bir fikir ama yanlış mı?

Marx “kar oranının eğilimsel düşüşü” ve Okishio-Shibata teoremleri.

Tek faktöre yüklenen büyümeye patikaları modeli nasıl “augment” ederseniz edin sonunda azalan getiriye tabi olur mu? Mesela TOKİ/Emlak GYO modeli. Literatürdeki deyimle "commons" (ortak araziler veya bizdeki haliyle hazine arazileri) arzı limitte sonsuza gidecekse, fon yaratımı da sonsuza gidecek şekilde tasarlanmış bir "model" (perpetuity gibi). Hayal edilen talep yaratılır ve proje finansmanı/gayrimenkul geliştirme için dış kaynak tahdidi olmazsa, "sonsuz işgücü arzına" dayalı Lewis modeline denk bir model olarak düşünülüyor: Fark şu ki "sonsuz arz edilecek olan" bu sefer işgücü değil, arazi.

Sermaye birikimi, eksik tüketim/aşırı üretim tartışmasında ana argüman: Tugan-Baranovski.

Tugan'ın hem iş çevrimi kuramı, hem eksik tüketimin eleştirisi niteliğindeki genişleyen yeniden üretim şemalarından yola çıktığı piyasa-denge kuramı, hem de sektörler arasında tekduze-aynı olmayan hızlarda büyümeyenin krizin nedeni olduğu yaklaşımı –ve kredi hacminin (loanable funds) kriz kuramındaki önemi- Keynes ve Kalecki dahil pek çok tanınmış iktisatçıyı etkilemiş durumda.

Luxembourg': "Bir bütün olarak emperyalizm özel bir birikim yönteminden başka bir şey değil".

Ortaya çıkan dinamik von Neumann patikasına mı yakınsıyor? Genişletilmiş yeniden üretim veya denge koşullarının araştırıldığı –genellikle Tugan'ın Marksist yazısında eleştirilmesine yol açmış olan- sadece üretim araçlarının üretildiği sektörün sürüklendiği büyümeyenin pazar sorununa yol açmadan limitte sonsuza kadar devam edebileceği, sermaye birikiminin “üçüncü şahıslara” veya emperyalizme ihtiyaç duymayacağı koşulların teorik olarak var olduğu iddiası vurgulanmış oluyor.

Von Neumann'ın maksimal büyümeye oranının varsayımlarının bir “köle ekonomisine” denk olduğunu, Tugan'ın bambaşka bir açıdan –mikroekonomi veya değer teorisi açısından- Dmitriev'in degenmiş olduğu olasılığa degenmiş olduğunu söyleyebiliriz. 1990'ların ortasından itibaren Çin, Tugan-Baranovsky'nin *sektörel büyümeye hızları eşitsiz hale gelmedikçe* (disproportionality thesis) sonsuza kadar devam eden genişleyen yeniden üretimi, limitte tüketimsiz üretim, limitte von Neumann büyümesi için bulabileceğimiz en iyi örnek midir?

Tugan'ın Kautsky'nin eleştirisine yanıt olarak geliştirdiği ve genişletilmiş yeniden üretimden başlayarak sonsuza kadar gidebilecek bir kapitalist birikim sürecinin nümerik koşullarının daha genel matematiksel anlamda doğrulanabileceğini, ama muhtemelen bir emek-değer teorisine değil, bir sermaye-değer teorisine götüreceğini vurgulayalım (Pasinetti, 1985: 82-85; 220-221).

- Ramsey-type optimand in a Cass-Koopmans-Ramsey growth model

$$u(c_t) + \vartheta v(k_t)$$

Set-up Conditions

$$u'(c_t) \equiv \frac{du(c_t)}{dc_t} < 0, \quad v'(k_t) \equiv \frac{dv(k_t)}{dk_t} < 0$$

$$\lim_{c_t \rightarrow 0} u'(c_t) = \infty \quad - transversality$$

Equation 1

$$\max_{c,k} \int_0^\infty e^{-\rho t} [u(c) + \vartheta v(k)] dt, \quad \rho > 0$$

tahdit

$$\dot{k} = f(k) - c - [n + \delta]k$$

- The Modified Ramsey Problem (optimal growth)

$$\max_{c,k} \int_0^\infty e^{-\rho t} [u(c) + \vartheta v(k)] dt , \quad \rho > 0$$

tahdit

$$\dot{k} = f(k) - c - [n + \delta]k$$

- The Current Value Hamiltonian reads as:

$$H = u(c) + \vartheta v(k) + \lambda [f(k) - c - (n + \delta)k]$$

Optimization results

$$\dot{c} = -\frac{1}{u''(c)} [\vartheta v'(k) + u'(c)(f'(k) - n - \delta - \rho)]$$

$$\dot{k} = f(k) - c - [n + \delta]k$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} e^{-\rho t} \lambda k = 0$$

Proposition 4 (Kurz, 1968): In equilibrium, investment is a monotonically increasing function of θ

⇒ Let the investment rate be i . Then, in the steady state,

$$i = \frac{[n + \delta]k^*}{f(k^*)} \Rightarrow \frac{di}{d\vartheta} = \frac{[n + \delta]}{[f(k^*)]^2} [f(k^*) - f'(k^*)k^*] \frac{dk}{d\vartheta} > 0$$

⇒ Because;

$$\frac{dk}{d\vartheta} > 0 \text{ and, for a concave function, } [f(k^*) - f'(k^*)k^*] > 0$$

Over-accumulation? Dynamic inefficiency?

- ⇒ Could we “explain” real socialism via Ramsey-type devices?
- ⇒ Is Stalinian growth analytically akin to a Solow path?

Büyüme desenleri

There is a single good, both consumed and produced. The model is set up in continuous time: so, the annual produce of the representative agent can be represented by dy , where y is the stock of output. The annual produce, which is a flow, is generated over the time span $(t, t + dt)$. The private individual capital stock is denoted by k , which annotates both physical and human capital. Hence, labour can be conveniently normalised to 1 without loss of generality and disappears from the production function. This does not necessarily mean that labour is in unlimited supply, but, rather, that decisions concerning the supply of labour are perhaps inconsequential since the labour supply is assumed to be inelastic

The flow of public services, derived from the consumption of a public good, reads as \wp . More generally, it is advisable to write the flow public good as \wp_n where the subscript refers to representative individuals indexed by $n = 1, \dots, N$. The stochastic production function cast in (1.1) below represents the flow of production.

$$dy = \xi(dt + du) \equiv a\wp_n^\beta k^{1-\beta}(dt + du), \quad 0 < \beta < 1 \quad (1)$$

Here du is a common productivity shock, IID with zero mean and finite variance $\sigma_u dt$. What this says is that the representative individual's expected (mean) output flow ξ is subject to positive but decreasing returns in both \wp_n and k . However, it admits constant returns to scale jointly in these two factors, which permits the equilibrium to be endogenous

The common productivity shock du is assumed to be proportional to the mean output. This assumption makes the percentage variation around the mean output constant.

Therefore, the magnitude of the individual output shock becomes ξdu . Alternatively, the shock can be assumed to be additive, rather than multiplicative. But with the multiplicative shock assumption and with a constant relative risk-aversion utility function, the stochastic growth equilibrium is characterised by endogenous variables whose means and variances are jointly determined. The equilibrium of the endogenous growth model becomes a mean-variance equilibrium, as in finance.

Equation (1.1) also says that increasing the level of deterministic flow of public services augments the magnitude of the stochastic shock to output. Equation (1.2) represents the deterministic flow of public services. Here $K = Nk$ is the aggregate stock of capital, and \wp denotes the aggregate deterministic rate of public expenditure flow.

$$\wp_n = \left(\frac{k}{K} \right)^{1-\delta} \wp, \quad 0 \leq \delta \leq 1$$

Public expenditure brings in externalities. The following cases may be taken into consideration:

$\delta = 1 \Rightarrow$ The public good is non-rival, non-excludable available to all agents. The public good causes no congestion.

$\delta = 0 \Rightarrow$ The public good is rival, non-excludable. The public good causes proportional relative congestion.

$0 < \delta < 1 \Rightarrow$ The public good is rival, non-excludable. But it causes less congestion and \wp may increase at a slower rate than does K , but maintain a fixed level of productive public services.

$\delta < 0 \Rightarrow$ The public good must grow faster than the economy in order to maintain the level of productive public services fixed.

Substituting (1.2) into (1.1):

$$dy = \alpha \varphi^\beta \left(\frac{k}{K} \right)^{\beta(1-\delta)} k^{1-\beta} [dt + du] = \alpha \left(\frac{\varphi}{K} \right)^\beta \left(\frac{K}{k} \right)^{\beta \cdot \delta} k [dt + du] \quad (1.3)$$

Clearly, aggregate capital K will disappear from Equation (1.3) if $\delta = 1$. The aggregate capital plays no role if the public good is non-rival and non-excludable. If $\delta = 0$, the production function will display constant returns to scale in the individual capital k . Furthermore, it is advisable to decompose total government expenditure into the now familiar deterministic part and a stochastic part. The stochastic part is proportional to the output shock du and this feature claims, as mentioned supra, that the standard deviation of the output shock is stationary. This feature now carries over to the stochastic component of public expenditures. \square is the aggregate mean rate of output and the government sets the deterministic and the stochastic parts of the public good as φ and φ^* , respectively. Hence,

$$dG = \varphi dt + \varphi^* du \quad (1.4)$$

And

$$\begin{cases} \varphi = \varphi \square & < 1 \\ \varphi^* = \varphi^* \square & * < 1 \end{cases}$$

The deterministic share of government expenditure, out of total mean output flow, is denoted by φ and the fraction of the output shock absorbed by the government is φ^* . Observe that Equation (1.4) now reads as $dG = \varphi \square \square \square \square$, representing the aggregate output shock. Should the planning board (or the Central Committee of the USSR) choose to fix φ , the state would claim a constant share of the growing mean output flow. An increase in φ parameterises a deterministic expansion in the productive government expenditure. It is notable that Equation (1.1) comprises only φ , not φ^* . Hence, only the deterministic part of government expenditures is productive. Clearly, this is an admissible assumption in the sense that government expenditures are usually seen as stabilisers and a stochastic stabiliser is plausibly unwarranted.

Historically, as provisionism and “fear of floating” go, the winter of discontent of 1928-29 must have provided the central committee with enough experience not to rely anymore on voluntary supplies of agricultural goods and must have sealed the fate of Bukharin’s way. Leviathan it was indeed in a semi-feudal *imperium*, and, as such, it tried to instil a good dose of economic and political stability in this torn country. The first upshot is therefore: could these economic objectives be achieved by securing a large and deterministic government share in output? Only a partial “yes” looks permissible and the full answer tends to become, rather, a qualified “no” since:

- (1) Deterministically supplying the public good (government expenditure) in a country run by a benevolent central planner increases both the variance of the growth rate and the variance of government’s economic policy.
- (2) Deterministically supplying the public good (government expenditure) in a country run by a benevolent central planner may or may not raise the mean growth rate, depending on the magnitude of the risk-aversion coefficient.

With regard to the vicissitudes of the market, it is likely that, ironically, the larger the share of the deterministic governmental part in the total production function, the higher becomes the variance of output. This clearly suggests an endogenous mechanism whereby the seeds of business fluctuations were sown in an allegedly fluctuation-proof centrally planned economy. The partial “yes” is associated with the expected (mean) output. With regard to the mean output, Stalin could have been partly right, and this feature seems to be in concordance with historical realities, since a higher governmental share suppresses consumption to the benefit of investment if the coefficient of relative risk aversion is high. This is how a model with productive government expenditure in the presence of a benevolent central planner may be thought to capture the heavy character of “forced saving” imposed on the first Soviet generations.

Productive investment: Bir Türkiye alıştırması 1

Table 3 - Pairwise Correlation

	L_GDP	L_PUBINV	CORPCRE	L_EXTBOR	L_FDI	L_REER
L_GDP	1.00000	0.51678	0.79294	0.60933	0.59171	0.77578
L_PUBINV	0.51678	1.00000	0.29727	0.36578	0.26146	0.15903
CORPCRE	0.79294	0.29727	1.00000	0.52869	0.71270	0.83999
L_EXTBOR	0.60933	0.36578	0.52869	1.00000	0.62560	0.55133
L_FDI	0.59171	0.26146	0.71270	0.62560	1.00000	0.56663
L_REER	0.77578	0.15903	0.83999	0.55133	0.56663	1.00000

Table 4 - Pairwise Granger Causality Tests

Date: 07/28/10 Time: 16:40

Sample: 1998Q1 2010Q4

Lags: 3

Null Hypothesis:

	Obs	F-Statistic	Probability
L_PUBINV does not Granger Cause L_GDP	46	7.32536	0.00052
L_GDP does not Granger Cause L_PUBINV		29.70250	0.00000
L_CORPCRE does not Granger Cause L_GDP	46	1.59372	0.20642
L_GDP does not Granger Cause L_CORPCRE		7.20585	0.00058
L_EXTBOR does not Granger Cause L_GDP	46	2.41526	0.08106
L_GDP does not Granger Cause L_EXTBOR		0.91770	0.44128
L_FDI does not Granger Cause L_GDP	42	0.68329	0.56825
L_GDP does not Granger Cause L_FDI		2.33655	0.09053
L_REER does not Granger Cause L_GDP	46	1.10482	0.35876
L_GDP does not Granger Cause L_REER		5.46318	0.00312
L_CORPCRE does not Granger Cause L_PUBINV	46	22.70810	0.00000
L_PUBINV does not Granger Cause L_CORPCRE		3.31893	0.02958
L_EXTBOR does not Granger Cause L_PUBINV	46	6.66282	0.00097
L_PUBINV does not Granger Cause L_EXTBOR		2.35829	0.08645
L_FDI does not Granger Cause L_PUBINV	42	8.64953	0.00020
L_PUBINV does not Granger Cause L_FDI		0.24555	0.86393
L_REER does not Granger Cause L_PUBINV	46	4.73271	0.00655
L_PUBINV does not Granger Cause L_REER		0.84085	0.47980
L_EXTBOR does not Granger Cause L_CORPCRE	46	0.16584	0.91875
L_CORPCRE does not Granger Cause L_EXTBOR		0.77303	0.51614
L_FDI does not Granger Cause L_CORPCRE	42	0.58824	0.62678
L_CORPCRE does not Granger Cause L_FDI		1.73452	0.17783
L_REER does not Granger Cause L_CORPCRE	46	4.71746	0.00666
L_CORPCRE does not Granger Cause L_REER		3.23975	0.03228
L_FDI does not Granger Cause L_EXTBOR	42	0.55354	0.64918
L_EXTBOR does not Granger Cause L_FDI		2.48600	0.07667
L_REER does not Granger Cause L_EXTBOR	46	0.01899	0.99638
L_EXTBOR does not Granger Cause L_REER		0.74288	0.53300
L_REER does not Granger Cause L_FDI	42	2.61741	0.06630
L_FDI does not Granger Cause L_REER		2.21575	0.10359

- (1) Does higher public investment increase output?
- (2) Does higher public investment increase the variance of output? (3) Does output Granger-cause public investment? (4) Is it true that cutting government consumption and increasing government spending by the same amount –so the budget constraint is respected- fuel economic growth? (5) Does the variance of public investment have any bearing on the mean and the variance of output?

Co-integration: 1 equation

Productive investment: Bir Türkiye alıştırması 2

Table 6 - Cointegration

Date: 07/23/10 Time: 14:02

Sample (adjusted): 1999Q1 2010Q1

Included observations: 40 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: L_GDP L_PUBINV L_CORPCRE L_EXTBOR L_FDI L_REER

Lags interval (in first differences): 1 to 3

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.727887	124.1901	95.75366	0.0002
At most 1 *	0.543397	72.12862	69.81889	0.0323
At most 2	0.429145	40.77101	47.85613	0.1961
At most 3	0.270614	18.3462	29.79707	0.5406
At most 4	0.132854	5.724136	15.49471	0.7278
At most 5	0.000555	0.022226	3.841466	0.8814

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.727887	52.06144	40.07757	0.0014
At most 1	0.543397	31.35761	33.87687	0.0971
At most 2	0.429145	22.42481	27.58434	0.1994
At most 3	0.270614	12.62207	21.13162	0.4876
At most 4	0.132854	5.70191	14.2646	0.6517
At most 5	0.000555	0.022226	3.841466	0.8814

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b**S11*b=I):

L_GDP	L_PUBINV	L_CORPCRE	L_EXTBOR	L_FDI	L_REER
-1.8824	1.72482	-10.69841	-10.10528	4.09628	41.20247
52.4490	0.69237	-5.38168	-10.72245	2.55335	-21.25955
-19.6184	-6.21242	6.03317	6.24106	0.25947	-10.90185
10.8132	-6.53419	5.34369	3.16841	-1.85982	-5.72115
-23.8986	-0.32389	6.88089	4.09648	-0.11553	-7.32495
-11.4982	-0.29228	2.90437	-3.77275	0.43100	5.65121

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(L_GDP)	-0.00334	0.00066	0.00325	-0.00148	-0.00595	-0.00051
D(L_PUBINV)	-0.10302	0.02972	0.08303	0.15318	-0.03779	0.00134
D(L_CORPCRE)	0.00305	-0.00381	-0.00592	0.00326	-0.01314	-0.00019
D(L_EXTBOR)	-0.01582	-0.07666	0.15939	-0.03532	-0.04216	0.00086
D(L_FDI)	-0.35238	-0.32909	-0.11544	-0.04469	-0.02579	0.00067
D(L_REER)	-0.01605	0.02637	0.00294	-0.01143	-0.00602	0.00013

The null hypothesis that public investment does not Granger cause real GDP can be rejected, which is consistent with the correlation between two variables. Moreover, the null hypothesis that GDP does not Granger cause public investment can be rejected at the 1 percent level of significance. Interestingly, the causality between corporate credits and GDP shows that the null hypothesis that corporate credits does not Granger cause GDP cannot be rejected, while the reverse causality that GDP does Granger cause corporate credits can be rejected at 1 percent significance level. The result is somehow contradicting given the high correlation between the two variables. Causality between external borrowing of the private sector and GDP indicates that causality works from external borrowing to GDP growth and is significant at 10 percent. The null hypothesis that the FDI does not Granger cause GDP cannot be rejected, while the reverse causality that the GDP does Granger cause FDI can be rejected at the 10 percent level. This result is contradicting with the literature, but that might mainly be due to the fact that Turkey is a domestic demand driven country. The Granger results indicate that public investment and domestic private investment are pairwise endogenous as the causality seems working in both ways. This is also the case for REER and domestic private investments.

Keynesian:

- ___ Cycle around an exogenous trend
- Short-term variables explain cycle versus long-term variables explain trend

2 assumptions:

- ___ Flows of new investment determine current income, but not the capital stock.
So, savings adjust.
- ___ C/O or C/L constant

Explain cycle or trend, but not both

2 assumptions: Wrong?

Lucas (1988); Romer (1986, 1990) focus on long-run growth

Planlama eskizi: Piyasadan plana mı, doğrudan plan mı?

Ne tür bir plan olabilir?

Önce bir büyümeye modeli olmalı. Optimal olacağı için dual demek.

Tek faktöre ağırlık vermemeli

Tek sanayi seçmemeli

Endogenous (human capital) with time-varying parameters

Model hem büyümeye, hem dalgalanmaları birlikte ölçmeye izin vermelii

Model debt triggers ve capital inflows tarafından constraint geldiği zaman ne tür sonuçlar çıkabildiğini ölçebilmeli

Modele productive public investment dahil olmalı

Benevolent social planner: Extended NEP