

# Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

27 Nisan 2016

IMF geçtiğimiz hafta içinde Türkiye ile ilgili önemli raporlar açıkladı. Bunların arasında en can alıcı konu elbette Türkiye'nin cari açık probleminin de kökünde yatan neden olan tasarruf açığı sorunu. Biz iç politik gündemle patinaj yaparken, dünyada risk yapısı hızlanmakta olan bir tempo ile değişmekte. Sonuç olarak da dış finansman sıkıntıları her gün daha fazla ağırlığını hissettiren-hissettirecek bir değişim olarak evrilmekte. Gelişmekte olan piyasalara yönelik risk iştahı Fed faiz artışlarını derinleştirdiği hızda azalmaya devam edecek. 2017 bu seneden daha da zor geçmeye aday bir yıl olarak bizi beklemekte.

Bu açıdan bakınca, dış koşullar giderek ağırlaştıkça orta vadede Türkiye'nin büyüme potansiyelini koruyabilmesi çok önemli. Bunun da yolu yatırım seviyesini mevcut tasarruf seviyesine düşürmek yerine, uzunca süredir konuşulduğu üzere iç tasarrufların artarak ekonomiye kaynak haline döndürülmesinden yatmakta. Peki, bu tam olarak ne demek? IMF işte bu konuyu mercek altına almış.

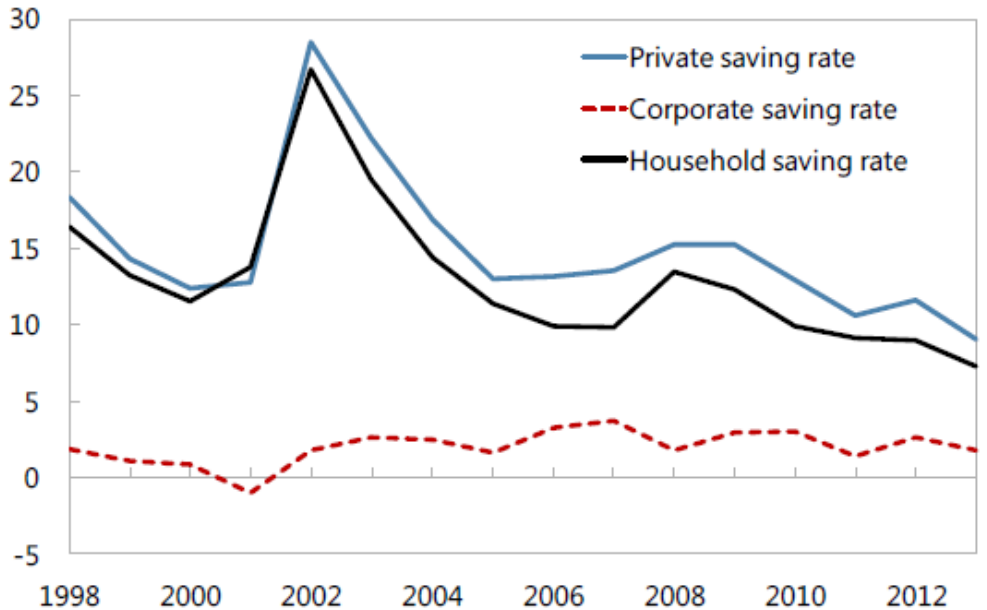
## Türkiye'nin Acil Çözüm Bekleyen Tasarruf Sorunu

IMF geçtiğimiz hafta içinde Türkiye ile ilgili önemli raporlar açıkladı. Bunların arasında "Seçilmiş Konular" raporunda

en can alıcı konu elbette Türkiye'nin cari açık probleminin de kökünde yatan neden olan tasarruf açığı sorunu. Biz iç politik gündemle patinaj yaparken, dünyada risk yapısı hızlanmakta olan bir

**Grafik 1: Türkiye Tasarruf Oranları**

### Saving Rates (Percent of GDP)



tempo ile değişmekte.

Sonuç olarak da dış

finansman sıkıntıları her gün daha fazla ağırlığını

hissettiren-hissettirecek bir değişim olarak evrilmekte.

Gelişmekte olan piyasalara

yönelik risk iştahu Fed faiz artışlarını derinleştirdiği

hızda azalmaya devam

edecek. Fed'in içinde

bulunduđumuz yıl içinde çok

muhtemel üç faiz artışı

gerçekleřtireceđi hesaba

katıldığında, Türkiye

ekonomisinin yapıtaşları

olanlar olarak hepimiz adına

2017 bu seneden daha da zor

geçmeye aday bir yıl olarak bizi beklemekte.

Bu açıdan bakınca, dış

borçlanma imkânları/koşulları

giderek ağırlaştıkça orta

vadede **Türkiye'nin büyüme**

**potansiyelini koruyabilmesi**

**çok önemli. Bunun da yolu**

**yatırım seviyesini mevcut**

**tasarruf seviyesine**

**düşürmek yerine, uzunca**

**süredir konuşulduğu üzere**

**iç tasarrufların artarak**

**ekonomiye kaynak haline**

**döndürülmesinden**

**yatmakta.** Peki, bu tam

olarak ne demek? IMF işte bu konuyu mercek altına almış.

**Keza, Türkiye'nin büyüme**

**potansiyelini artırması,**

**yeni bir ekonomik řok**

**dalgasının engellenmesi**

**adına dış dengesizliklerin**

**normalleřtirilmesi aslında**

**hükümeti bekleyen en acil**

**ve en önemli konu.** Uzun

süredir cari açık yaratarak,

dıřardan likidite bolken

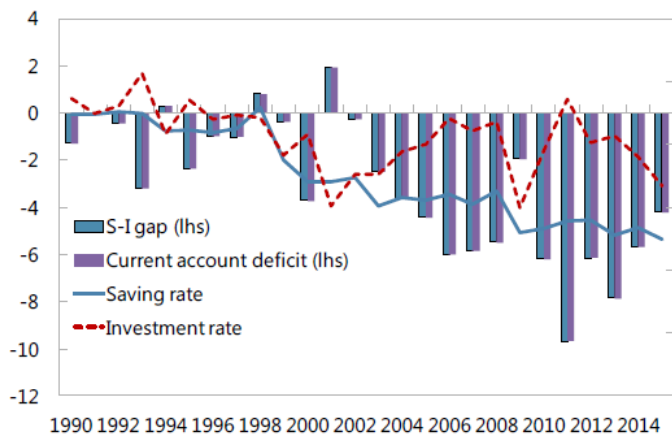
kolayca borçlanarak büyüyen

Türkiye ekonomisi, dünyada

**Grafik 2: Türkiye Tasarruf/Yatırım Açığı ve Finans Dışı Reel Sektörün FX Durumu**

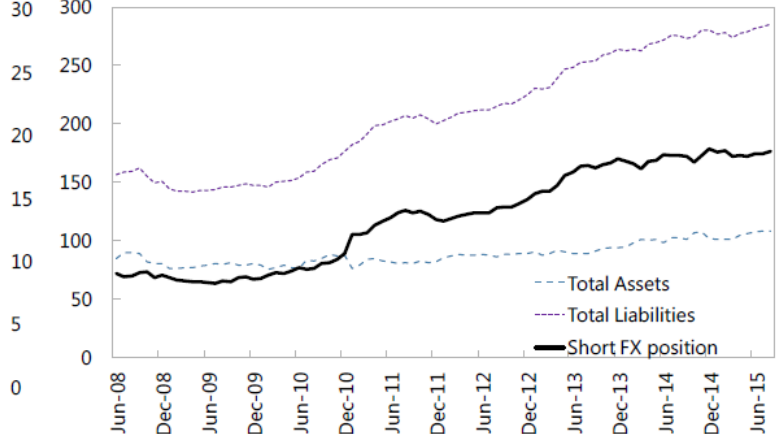
### Saving -Investment Gap

(Percent of GDP)



### Foreign Exchange Exposure of the Non-Financial Corporate Sector

(Billions of USD)

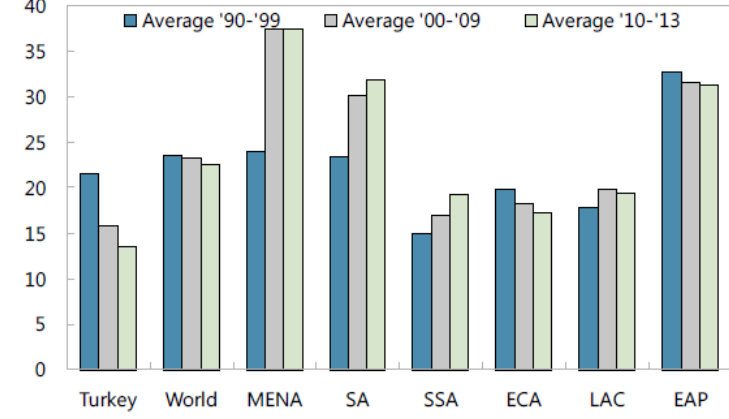


Kaynak: IMF, Egeli & Co.

**Grafik 3: Dünyada Bölgelere Göre Tasarruf Oranı**

**Saving Rates by Region**

(Percent of GDP)

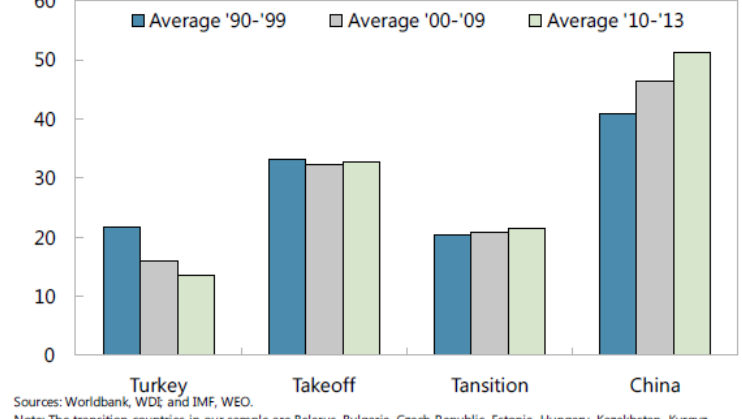


Sources: Worldbank, WDI; and IMF, WEO.

Note: MENA = Middle East and North Africa; SA = South Asia; SSA = Sub-Saharan Africa; ECA = Europe and Central Asia; LAC = Latin America and Caribbean; EAP = East Asia and Pacific.

**Saving Rates by Transition, Takeoff Countries**

(Percent of GDP)



Sources: Worldbank, WDI; and IMF, WEO.

Note: The transition countries in our sample are Belarus, Bulgaria, Czech Republic, Estonia, Hungary, Kazakhstan, Kyrgyz Republic, Latvia, Lithuania, Poland, Romania, Slovak Republic, Slovenia, Turkmenistan, Ukraine, and Uzbekistan. The group of takeoff countries includes China; Chile; Hong Kong, SAR China; Indonesia; Korea; Malaysia; Mauritius; Singapore; Taiwan, China; and Thailand.

*Kaynak: IMF, Egeli & Co.*

gelişmekte olan yeni döneme önemli bir ekonomik kırılma ile girmekte. İç tüketim yoluyla mevcut büyüme oranı son derece cazip görünse de rakamsal olarak, gidişat bu yönde oldukça ekonomideki oynaklıklar ilerleyen yıllarda artacak. Tasarrufları artırmak evet ilk aşamada tüketim seviyesinde bir azalma yaratacak olsa da, yatırımlara ivme vereceğinden hem istihdam hem de orta vadeli

büyümeyi yukarı çekmiş olacak. Düşük tasarruf sorununu aşmanın yolu da özel sektörden; emeklilik sistemi ve kıdem tazminat sisteminde köklü değişikliklerden geçmekte. Tam da bu nedenle işte bu acil ve çok önemli "reformlar" ufukta çoktan belirmiş anayasa referandumu ve hatta bir erken seçim-ara seçim olasılıkları nedeniyle hükümetin gündeminden çok

uzaktalar. Bu ise atılması gereken adımların aciliyeti ölçeğinde, oldukça riskli bir duruma işaret etmekte.

**Tasarruf açığı ne zaman-nasıl derinleşti?**

2002'den bu yana Türkiye'nin kendi krizini izleyen IMF'li program yılları boyunca kamuda yapılan önemli reformlar, faiz dışı fazlanın – başka bir ifadeyle kamuda tasarruf oranının- 2004'te %7 ile rekor bir seviyeye

yükselmesi Türkiye'nin büyümesinin önündeki en önemli engel olan kamu açıklarını önemli ölçüde küçülttü. 2001'de kamu borcunun GSMH'ye oranı %90'ken, bu oran 2015 sonunda üçte bire inerek %33 seviyesinde çoktan istikrar kazanmıştı. Bu arada tabii enflasyon da %70'lerden tek haneye gerilemişti.

IMF'nin dikkat çektiği şekliyle

tam da bu dönemde özel sektörün tasarruf oranı hızla aşağıya doğru gitmeye başladı. 2000 yılına kadar %20'nin üzerinde olan, 1998-2003'te %18'de olan özel sektör tasarruflarının GSMH'ye oranı, 2003'te yaşanan bir kırılmanın ardından 2010'dan bu yana %13 civarında seyretmekte. Düşüş, küresel krizle birlikte de hız kazanmış görünüyor. Kamu sektörü tasarruflarının GSMH'ye oranı

ise uzun süredir %3 civarında. Ekonomik büyümenin yükselerek istikrar kazanmasıyla ise yatırımların GSMH'ye oranı 2002'deki seviyesi %17'lerden 2014'te %20'nin üzerine çıkmış durumda.

**İşte tasarruflar ve yatırımlar arasında oluşan açık da zaten dış finansman yoluyla fonlanmakta ve tam olarak Türkiye'nin 2010-2015**

**arasında GSMH'nin %6,5'una karşılık gelen cari açığını oluşturmaktadır.**

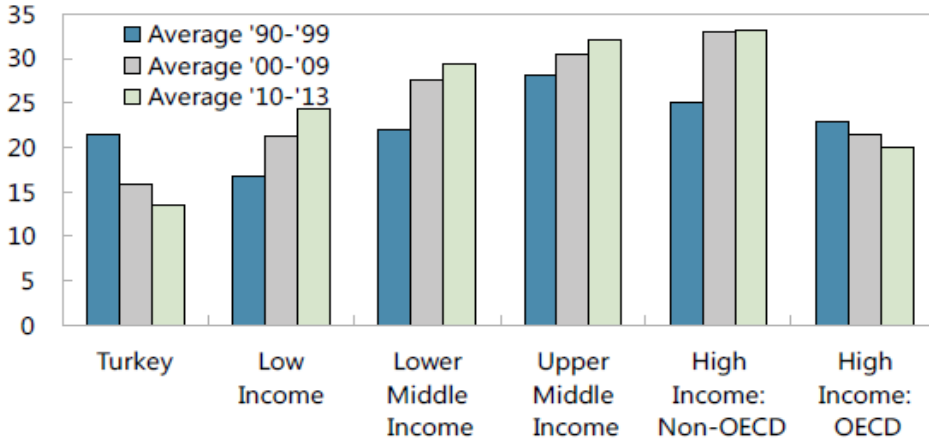
**Riskler artıyor...**

**IMF'ye göre küresel konjonktür değişirken, Türkiye'nin mevcut durumu sürdürmesi giderek zorlaşmakta ve bir noktada sürdürülemez hale gelecek.**

**Grafik 4: Dünyada Gelir Gruplarına Göre Tasarruf**

### Saving Rates by Income Group

(Percent of GDP)



Sources: Worldbank, WDI; and IMF, WEO.

Notes: Low-income economies are those in which 2013 GNI per capita was \$1,045 or less. Middle-income economies are those in which 2013 GNI per capita was between \$1,046 and \$12,745. High-income economies are those in which 2013 GNI per capita was \$12,746 or more.

*Kaynak: IMF, Egeli & Co.*

Mevcut politikalar devam ettirilirse, yani düşük tasarruf sorununa çözüm aranmadan dış borçlanma ile büyüme modeli uygulanmaya devam edilirse, Türkiye'nin cari açığı GSMH'sinin %4-5 aralığının altına inemeyecek. Kısa vadeli dış borcun yüksekliğine bağlı olarak Türkiye her sene GSMH'sinin %25'i kadar dış finansman bulmaya çalışmakta devam edecek. Dış finansmanın artacak maliyeti (faiz ve kur üzerinden) düşünüldüğünde, bu durum sürdürülemez bir noktaya vararak eninde sonunda Türkiye'nin büyüme oranı üzerinde hem sert hem de son derece olumsuz bir patlama yaratacak. IMF'nin hesaplarına göre, Türkiye'nin orta vadede mevcut büyüme eğilimini sürdürebilmesi için

cari açığını GSMH'nin %4-5'i yerine %2-4 aralığına çekmeli.

**Bunun da yolu, en başa dönersek büyüme modelinin dış borçlanma yolundan iç kaynaklar yoluna çekilmesi. Kısaca tasarruf oranının seçilmiş politikalarla artırılması ve ülkeye kaynak olarak sunulması.**

IMF, karşılaştırmalı analizler koymuş çalışmasına. Bunlara arasında çarpıcı rakamlara vurgu yapmakta fayda var keza Türkiye'de tasarruf seviyesi dünya ortalamalarının çok altında kalmakta. Üstelik sadece Avrupa ortalamalarına göre değil; Güney Afrika ve Latin Amerika ortalamalarının bile altında Türkiye'deki

tasarrufların GSMH'ye oranı.

Gelir seviyesi üzerinden benzer kıyaslamalar yapınca da durum farklı değil. Üstelik düşük gelir ülkelerinde bile 1990-2013 arası 10'ar yıllık ortalamalarda tasarruf oranı artarken, Türkiye'de tam tersi bir süreç yaşanmış. Çin, Şili, Endonezya, Kore, Malezya, Sinapur, Tayvan gibi son 230nyılda ekonomisi "uçuşa" geçmiş ekonomilerdeki tasarruf seviyesi Türkiye ile karşılaştırıldığında, Türkiye'ninki önemli oranda düşük kalmakta. (Grafik 3-sağ)

Türkiye gibi tasarruf oranı son 30 yılda düşen tek gelir grubu en yüksek gelire sahip ülkeler ki onlarda bile aynı hızda bir düşüş gerçekleşmemiş.

Orta gelir seviyesine yeni yeni



girmiş olan Türkiye'nin en yüksek gelir grubuna sahip ülkelerdeki gibi tasarruf oranının düşmesi birçok açıdan düşündürücü olmalı. Üstelik bu yüksek gelir grubu ülkelerinin 2007'den bu yana kriz veya ekonomik durgunlukla savaştığı bilgisine sahipken.

## Peki, neden?

Bu gidişatın büyümede planlı

bir şekil değişimi, tercih sonucu olduğunu söylemek tam olarak doğru değil. Keza, esasta herhangi bir ülkedeki tasarruf oranını etkileyen önemli birkaç faktör var. Bunların arasında kamu kesiminin tasarrufları (yani bütçe dengesindeki fazla veya açık), reel faizler ve enflasyon var.

## IMF'ye göre Türkiye'de tasarruf açığının

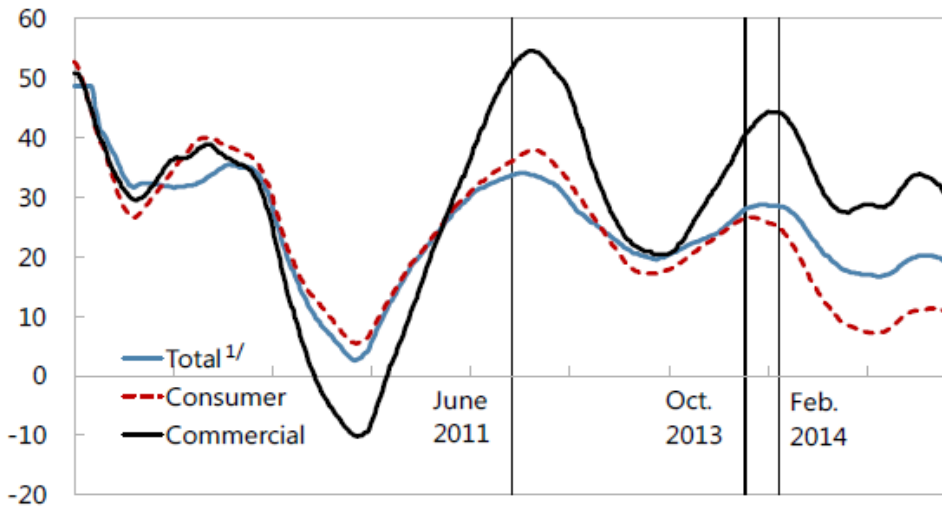
**derinleşmesinde etki eden en önemli faktörler, 2001 krizinin ardından gelen hızlı toparlanma, normalleşme süreci.** Başka bir ifadeyle 2002-2008 döneminin belirleyicisi olan "ekonomik istikrar". BU dönemde kamu tasarruf oranının artmış olması, istikrar kazanan "düşük" enflasyon ve faizler özel sektörün emniyet amaçlı tuttuğu bir miktar tasarrufunu harcamaya yöneltmiş olabilir. Düşük enflasyon ve düşük reel faizler bireyleri, kurumları dış borçlanma riskini almaya yöneltirken, aynı ortam doğrudan yatırımların da Türkiye'yi tercih edilen ülkeler kategorisine taşımıştı.

2001 krizi sonrası yeniden hızla inşa edilen ve eskisinden çok çok daha sağlıklı bir

**Grafik 5:** Petrolde Short-Long Pozisyonlar

## Credit Growth

(Percent; y-o-y, 13 weeks MA, FX adjusted)



Jan-07 Jan-08 Jan-09 Jan-10 Jan-11 Jan-12 Jan-13 Jan-14 Jan-15

<sup>1/</sup> includes consumer, commercial and other credits

Sources: CBRT; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

*Kaynak: IMF, Egeli & Co.*

bankacılık sistemi de daha önce yaşanmadığı ölçekte bireysel kredi vermeye yönelince zaten bu işin katalizörü olmuş durumda. IMF'nin vurgusuna göre, bireyler çok düşük borç oranından adını koymak zor olsa da istenen borç seviyesine ulaşana kadar, borçlanmalarını artırıyorlar. Türkiye'de de benzer bir süreç işlemekte.

Diğer yandan istikrarın artırdığı verimlilik, bireylerin ve kurumların artan gelirleri anlamına da gelmekte. Verimlilik artışı üzerinden bireyler de kurumlar da gelecekteki beklentilerini olumlu tutmakta ve gelecekte de gelir seviyesinde düşme olmayacağını varsayarak "bugün" için tüketim seviyelerini artırmaktalar.

Türkiye'deki demografik değişiklikler de 2000'lerin başından bu yana tüketim seviyesini, borçluluk oranını artırıcı yönde hareket etmekte. Ülke nüfusununum %49'u 30 yaş altında, 60-64 yaş grubu %3,7 ve 64 yaş üstü emekli nüfus sadece %8. Bunun anlamı genç nüfusa bağımlılık oranı yüksekken, yaşlı nüfusa bağımlılık oranının düşük olması. Doğum oranının düşmesi ve yaşam süresi uzadıkça Türkiye'de şu anda olduğu gibi, bu dinamikler yavaş da olsa terse dönmekte. Bu da genç nüfusa bağımlılık oranı ilerde düştükçe tasarruf seviyesinde bir artışın zaten kendiliğinden geleceği anlamına gelmekte. Çünkü, çocuklarının bakım- eğitim giderleri azaldıkça, tüketim ihtiyaçları düştükçe

gelirlerinin daha büyük bir kısmı tasarrufa gidecek. Diğer yandan şehirleşme kadın işgücünün kayıtlılık oranını yükselttikçe, çifte gelirin bir kısmı ailelerde yine tasarrufa yönelecek. Halbuki mevcut konjonktürde, genç nüfusun tüketim ihtiyacı yüksek.

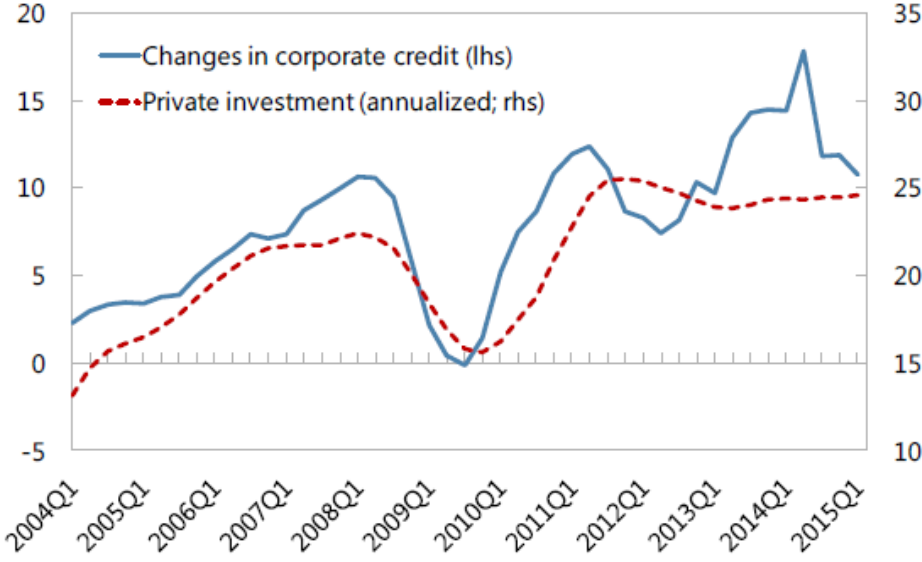
Türkiye'de tasarruf açığını incelerken, tasarrufların finansal mecralardan finansal olmayan mecralara kayması gibi de bir durum karşımıza çıkmakta. Ev, arsa ve hala çok yaygın yastık altı altın birikimleri ileriki yaşlarda enflasyonu yenecek şekilde gelir sağlama amaçlı devrede.

IMF Türkiye'de tasarruf açığının 2003'ten bu yana neden derinleştiğine dair tespitlerini bu noktada sonlandırmış. Bunlardan

**Grafik 6: Türkiye-Reel Kredi Artışı ve Yatırımlar**

## Real Corporate Credit Changes and Investment

(Billions of TL at 1998 constant prices)



Kaynak: IMF, Egeli & Co.

hangilerinin ağır bastığını, mekanizmaları araştırmayı da hükümete bırakmış. Ancak, bu konuda yapılan önemli çalışmalara da referans vermeden geçmemiş.

Dünya Bankası'nın 2014 tarihli bir çalışmasına göre, kadın istihdamındaki artış tasarruf oranını artırmakta; yapılan tasarruflar sermaye kazancından çok genelde ihtiyat amaçlı ve artan konut

talebi geçici olarak tasarrufları düşürmekte. IMF'nin 2007'de yaptığı bir başka çalışma ile tutarlı bir şekilde kamu tasarrufları, enflasyon ve büyüme özel sektör tasarruflarının belirleyicisi ve istikrarlı olarak algılanan dönemlerde tüketim seviyesi artarak özel sektör tasarrufları düşmekte. Rijckkeghem ve Üçer'in (2009-2010) çalışmalarında ise bankacılık sektöründeki iyileşme, finansal

derinleşme de artan kredi olanakları üzerinden tasarruf açığını derinleştirmekte Türkiye'de.

Sonuçta vurgulanan nokta, Türkiye'de tasarruf açığının düşmesine bir çok faktör neden olmuş olsa da, açıklamaların hiçbiri düşme hızının yüksekliği ile tam olarak örtüşmemiş durumda.

2001 krizi sonrası dönemde tasarruf oranının düşmesinde ilk yıllarda ekonomik toparlanma katalizör olmuş olsa da zamanla bankacılık sisteminin kredi verme arzusu daha ön plana çıkmış durumda tasarruf oranının düşme hızında. Tasarrufların düşmesinde demografik faktörler, yani nüfusun gençliği ise ancak marjinal ve uzun vadeli bir etki göstermekte.



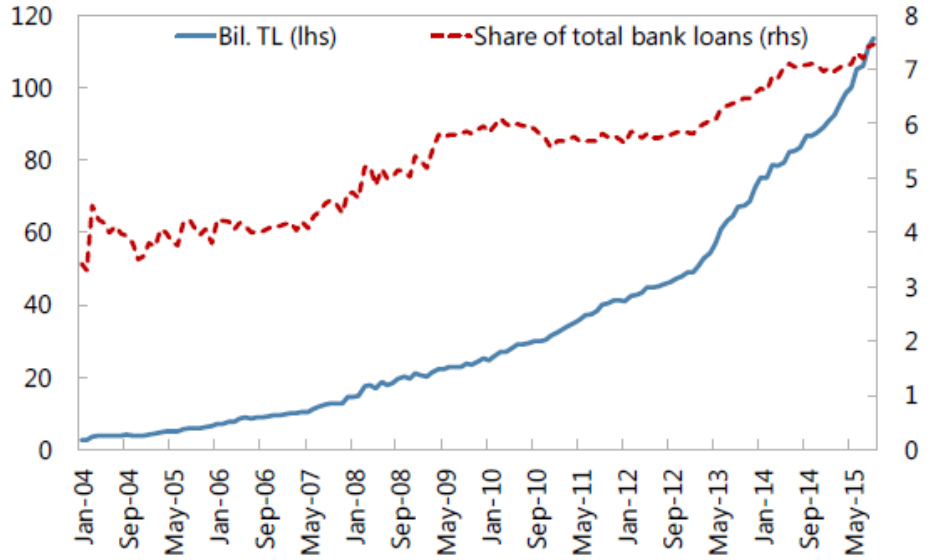
## Çözüm önerileri neler?

Sorunun aynadaki yansıması cari açık seviyesinin yüksekliği olduğundan, tasarruf oranının düşmesine karşı en doğrudan çözüm, yine tasarruf oranının artırılmasından geçmekte. Bu sayede Türkiye'nin cari açık problemi de kalıcı olarak sürdürülebilir seviyeye indirilebilecek.

Tasarruf oranının artması için de ya kamu ya özel sektör ya da her ikisi birden birikimlerini yükseltmeli. Türkiye'de bütçe açığı iyi kötü kontrol altında olduğundan (ki kalitesi tartışılmalı); problemin çözümü için odak noktasına özel sektörün tasarruflarını koymak önemli. Bu tarafta da beklentiler önemli rol oynasa da, hükümet politikalarıyla

Grafik 7: İnşaat Sektöründe Krediler

### Construction Sector Loans



Kaynak: IMF, Egeli & Co.

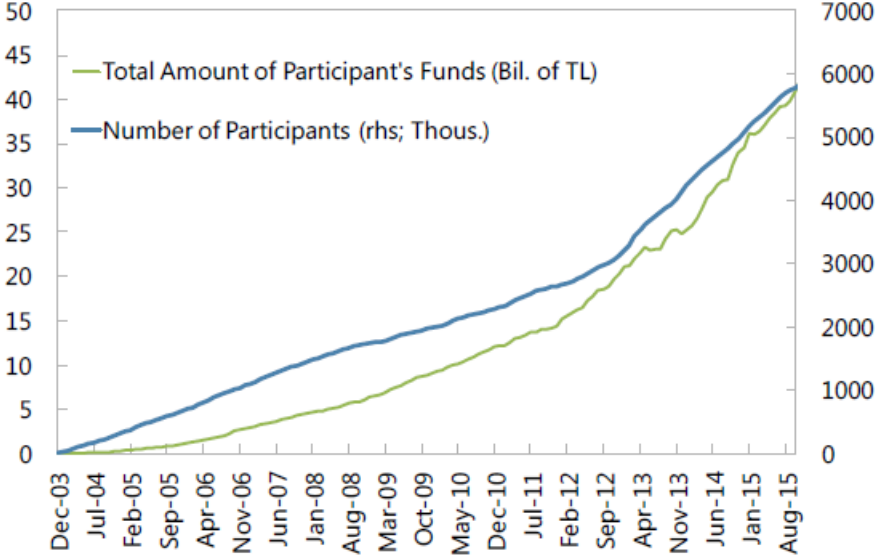
yönlendirme yapmak çok mümkün. Cazibesini vurgulamak açısından IMF, bu tür politik tercihlerin cari açık problemini yumuşatmak yanında, istihdam piyasasında etkinlik artışı ve yaşlılık gelirlerinde artış gibi olumlu başka etkileri olacağını da vurgulamakta.

**Kredi artış hızını yönetmek bu noktada çözümlerden bir tanesi.** Türkiye özelinde

kredi artış hızları oynaklık göstermekte (Grafik 5). Üstelk enflasyondan arındırıldığında dahi çok yüksek. Makro ihtiyati önlemler adı altında Merkez Bankası **bireysel kredi** artış hızını %40'lardan %10'lara geriletmiş olsa da, kurumsal **kredilerde artış** hızı %30 ile halen çok yüksek. Kurumsal krediler, kullanılan kaynağın yatırımlara yöneldiği varsayımıyla ülkenin büyüme

Grafik 8: Özel Emeklilik - Fon Miktarı ve Katılımcı Sayısı

## Third Pillar Pensions



Kaynak: IMF, Egeli &amp; Co.

potansiyelini yükseltmesi nedeniyle hükümetin fazla dokunmak, sınırlamak istemediği bir alan. Ancak, Grafik 6'dan izlenebileceği üzere, kurumsal kredi artış hızı ile yatırımlar arasındaki bağı 2013-2015 arasında önemli oranda kopmuş olması, burada bir problemin olduğuna işaret ediyor. Başka bir ifade ile kullanılan kurumsal krediler artık GSMH büyümesine giderek daha az oranda

katkı yapmakta. Aynı dönemin Fed'in para politikasında değişim yapacağı ilanına denk geliş elbette dikkat çekici. Artan TL kredilerle dış borç kapatılmış olma ihtimali üzerinde düşünmek gerek.

**Kredi kalitesi ise bir başka dikkat çekici nokta.** Hızlı kredi artışları net tasarruf oranını düşürüp, tasarruf-yatırım dengesini bozmakta. Çok hızla artan krediler ise

kredi kalitesini akla getirmekte. Şimdiye kadar Türkiye ekonomisi ve bankacılık sektörü adına riskli bir seviye oluşmuş olmasa da, ekonominin yavaş bir döngüye girmesiyle beraber sorunlu kredi artış hızı ivmelenebilir. Hatta geçmiş ülke örnekleri bunun bu şekilde olacağını anlatıyor.

IMF'nin parmak bastığı önemli bir konu da kurumsal sektörde kredi artış hızına bağlı olarak bozulma yaşanmadan önce inşaat gibi alarm veren sektörleri mercek altına almak, sektöre özel riskleri belirlemek, provizyonları ve diğer risk bağlantılı işlemleri de değişik risk profiline göre kredi vadeleri, kredi ödeme limitleri vs gibi adımlarla sektör sektör farklılaştırmak. Bu anlamda devreye sokularak

makro ihtiyati önlemlerin hızla uygulanabilecek oluşu hızlı sonuç almayı da sağlayarak Türkiye ekonomisinin maruz kaldığı risklerin yönetimine yardımcı olacak. IMF'nin önerisi kurumsal kredi artış hızını mevcut %30'lar seviyesinden %20'lere doğru indirmek. Bunun genel tasarruf oranına %0,7 puan katkı yapacağını hesaplamış durumda. Üstelik son yıllarda kurumsal kredilerle yatırımlar arasındaki bağı kopmuş olması nedeniyle, böylesi bir indirimin Türkiye'nin büyüme hızına fazla etki etmeyeceğini düşünüyor Kurum. Yine de kurumsal kredilerle büyüme hızı arasındaki pozitif korelasyon nedeniyle bu tür kısıtlamalarında sadece riskli sektörler üzerinden gerçekleştirilmesini öneriyor.

Burada bakınız: İnşaat Sektörü.

## **Ya emeklilik sistemi, maaşlar ve yan destekler...**

IMF Türkiye'de emeklilik sisteminin üçayağı olduğunu vurgulamakta. İlki ve en büyüğünde, çalışanlar her ay ücretlerinin belli bir kısmını devlete yatırmakta; işveren katkısı ile beraber tabi. Burada katılım bilindiği üzere zorunlu; toplamak ve yönetimden de devlet sorumlu. İkinci ve en küçük ayak, bazı şirketlerin, kamu kurumlarının oluşturduğu özel sandıklar. Burada işveren ve çalışan payları belirlenen anlaşma şekline göre değişmekte. Birken paranın yönetim şekli ise yine kurum tarafından belirlenmekte. Üçüncü ve en hızlı gelişen ayağı ise özel emeklilik sistemi.

Burada özellikle vergi avantajı yerine devletin %25 katkısının gelmesi isteğe bağlı yapılan özel emeklilik sisteminin büyümesine GSMH'nin %2'sine ulaşacak şekilde önemli ivme vermiş durumda.

IMF mevcut emeklilik sistemini fazla bonkör bulmakta. Bu bonkörlüğün tanımı olarak alınan ücretlerin seviyesini değil, emeklilik yaşındaki kademeli artışın yavaşlığına işaret etmekte. Emekli maaşı almaya hak kazananlar içinde 55-64 yaş arası verimli olacak kişiler içinde sadece %30'unun çalışmakta oluşunu Türkiye gibi düşük tasarruf oranı olan bir ülkede yanlış buluyor Fon. Keza, OECD ortalamasında bu yaş oran %60 a yakın bir seviyede. Bu nedenle emeklilik sisteminde yeni bir tur reformla emekli olma yaşının

**Tablo 1: Türkiye Seçilmiş Göstergeler**

Population (2012): 74.9 million  
 Per capita GDP (2012): \$10,527  
 Quota (2012): SDR 1,455.8 million

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Projections							
	(Percent)							
<b>Real sector</b>								
Real GDP growth rate	2.9	3.8	3.8	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
Contributions to GDP growth								
Private domestic demand 1/	1.0	3.3	4.1	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1
Public spending	0.1	0.4	0.6	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
Net exports	1.8	0.2	-0.9	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
GDP deflator growth rate	8.3	10.2	11.5	8.6	7.2	6.6	6.3	6.1
Nominal GDP growth rate	11.5	14.4	15.7	12.4	10.9	10.3	10.0	9.8
CPI inflation (12-month; period-average)	8.9	7.7	9.8	8.8	7.3	6.9	6.6	6.5
PPI inflation (12-month; period-average)	10.2	5.3	7.9	9.7	7.9	7.4	6.7	6.5
Unemployment rate	9.9	10.2	10.8	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
Average nominal treasury bill interest rate 2/	9.3	9.5	...	...	...	...	...	...
Average real policy rate 2/	-0.2	0.0	...	...	...	...	...	...
	(Percent of GDP)							
<b>Nonfinancial public sector</b>								
Primary balance	0.9	1.2	0.6	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
Net interest payments	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Overall balance	-1.4	-1.0	-1.5	-0.9	-1.0	-0.8	-0.8	-0.8
<b>Debt of the public sector</b>								
General government gross debt (EU definition)	33.5	32.6	30.5	29.0	27.9	26.7	25.8	25.0
Nonfinancial public sector net debt	27.1	25.7	24.2	22.8	21.9	21.5	21.3	19.5
<b>External sector</b>								
Current account balance	-5.5	-4.4	-3.5	-4.1	-4.3	-4.4	-4.3	-4.4
o/w Nonfuel current account balance	0.7	0.1	-0.6	-0.4	0.1	0.2	0.1	0.0
Gross financing requirement	26.5	27.2	26.7	25.0	25.3	25.6	25.6	25.6
Foreign direct investment (net)	0.7	1.6	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8
Gross external debt 3/	50.4	56.0	57.3	57.1	56.9	56.7	56.3	55.7
Net external debt	31.0	35.9	37.5	37.8	38.2	38.5	38.5	38.4
Short-term ext. debt (by remaining mat.)	21.0	23.6	22.0	22.2	22.4	22.4	22.3	21.8
<b>Monetary aggregates</b>								
Nominal growth of M2 broad money (percent)	11.9	19.4	20.7	17.4	15.9	15.3	15.0	14.8
GDP (billions of U.S. dollars) 4/	798.3	734.7	...	...	...	...	...	...
GDP (billions of Turkish lira)	1,747	1,999	2,313	2,599	2,883	3,181	3,499	3,843

Sources: Turkish authorities; and IMF staff estimates and projections.

1/ Includes changes in stocks.

2/ Average to latest available.

3/ The external debt ratio is calculated by dividing external debt numbers in U.S. dollars by GDP in U.S. dollars calculated by staff using the average exchange rate (consolidated from daily data published by the CBRT).

4/ GDP in U.S. dollars is derived using the average exchange rate (consolidated from daily data published by the CBRT).

mevcut çalışanlar için daha hızlı yükseltilmesinin önemli katkı sağlayacağına işaret ediyor. Türkiye özelinde emeklilik reformu sonrası bu kararın Anayasa Mahkemesine yapılan bir itiraz sonrası Anayasa Mahkemesi tarafından verildiği hatırlanırsa, bu alanda fazla manevra alanı bulunmamakta esasta.

Fonun dikkat çekici bir diğer önerisi ise çok tartışmalı kıdem tazminatları konusu. Mevcut sistem içinde kıdem tazminatı ödemek istemeyen ya da düşük ödemeye çalışan işletmelerin ya çalışanını düşük maaştan kayıtlara geçirdiği; ya da çalışanları bir yıl sonunda istifa etmeye zorlayarak kıdem tazminatı oluşması engellediğini hatırlatarak sistemin zaten adil çalışmadığını hatırlatıyor IMF. Önerisi, kıdem tazminatının tek bir firma ile sınırlanmadan ve hakkın

yanmayacak şekilde çalışılan ömür boyu birikmesi; buna karşın katkı oranının düşürülmesi ve biriken fonların değerlendirilmesi ve bu sayede artırılması. Şili ve Meksika örnekleri verilmekte bu konuda Türkiye’de konunun daha iyi anlaşılması için. Türkiye’ye gelişmekte olan ekonomiler kategorisinde gelir seviyesi açısından çok benzemekte olan Meksika’da özellikle, emeklilik reformunun toplam tasarruf oranına yaptığı önemli katkı vurgulanmış. Uzunca bir süredir tartışma konusu olan bu reformların, Türkiye’de direnç görmemesi için kademeli bir geçiş önermekte Fon. Buna göre mesela kıdem tazminatlarında değişiklik, sadece belli bir tarihten

sonra işe girecekler için uygulamaya sokulabilir.

Hükümetin bu konuda tutarlı reform planları olduğunun bilindiğinden bahsetse de Fon, bu adımların belli bir takvime bağlanmayışı ve net bir aksiyon planının olmayışının Türkiye ekonomisinin kırılğan taraflarını daha da zorladığına işaret etmekte.

Keza, Türkiye’de gündem çok uzun bir süredir ekonomi değil. Anayasa değişikliği ve hükümetin başkanlık sistemi tutkusu son üç yıldır ekonomide ajandayı günün kurtarılması seviyesinde tutmakta. Hâlbuki, dünyada değişen ekonomik mevsimle, etrafındaki savaş çemberi ve kendi 80 milyona dayanan nüfusuyla Türkiye’nin geleceği planlamaya ihtiyacı var.



**İletişim: Güldem Atabay Şanlı**  
Direktör, Araştırma ve Strateji

+90 532 347 82 06  
guldem.atabaysanli@egelico.com

u doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co." Mersis No: 0-3254-1422-0400018) tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirketidir. (Yetki belgeleri: 03.11.2010 PYS./PY. 35/946 ve 03.11.2010 PYS./YD. 15/946). Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren Egeli & Co. 2002 yılından bu yana, dürüst ve seçkin yaklaşımı ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara, aile şirketlerine ve özel bireysel portföylere hizmet etmektedir. Başarısı, yatırımcıları için yurtiçi ve yurtdışında geliştirdiği finansal ürünler ile değer yaratma becerisinden gelmektedir. Egeli & Co.'yu diğerlerinden ayıran fark alternatif varlık sınıflarına ve yatırım temalarına odaklanmasıdır. Egeli & Co. Türk sermaye piyasalarındaki alternatif yatırım temaları alanında bulunan geniş bilgi, tecrübe ve geçmiş performansı ile yatırımcıları için uzun vadeli yatırımlarla önemli getiriler yaratmaktadır.

#### YASAL UYARI:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekilde ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayınlanamaz.