



# TL'nin Aşırı Değerlenmesinin Makro ve Mikro Çelişkisi

Prof. Dr. Özer Ertuna  
Boğaziçi Üniversitesi -İİBF

## Özet

TL'nin aşırı değerlenmesi, beklentilere uygun olarak dış ticaret açıklarını ve bunun sonucu olarak da cari işlem açıklarını tehlikeli düzeylere yükseltmiştir. Bunun sonucunda, Türkiye'nin zaten çok yüksek olan dış borçları hızla artmakta ve Türkiye'nin ekonomik, sosyal ve politik tercihlerini kısıtlamaktadır, öbür yandan bu denli yüksek makro ekonomik maliyetlere rağmen, mikro açıdan, şirketler karlı sonuçlar elde edebilmektedir. Bu çelişkinin iyi irdelenmesi gerekir. Esasında, şirketlerin karlılığı düşerken, ortak karlılıkları artmaktadır. Bunun da nedeni, TL'nin aşırı değer kazanması sonucunda yurt dışından borçlanmaların maliyetinin çok düşmesi, bazen de kazanca dönüşmesidir. Ancak, şirketler yurt dışından borçlanarak ortak karlılıklarını arttırdıklarında önemli oranda devalüasyon ve kriz riski taşımaktadır. Bugün makro ekonomik tedbir olarak TL'nin değerinin ayarlanmasının maliyeti çok yükseldiğinden Türkiye ekonomik politika üretmede bir çıkmaza sürüklenmektedir.

**Anahtar Sözcükler:** Döviz kurları, kur politikaları, Türkiye

## Abstract (Macro and Micro Contradiction of Overvaluation of Turkish Lira)

The overvaluation of Turkish currency has increased the foreign trade deficit and current account deficit of Turkey to critical levels. The results have been the increase in the, already high foreign debts of Turkey limiting its economic, social and political policy choices. On the other hand, in spite of the enormous macro economic costs incurred, firms in micro level have been able to increase the shareholder profitability. The macro-micro inconsistency requires a closer look. In fact, firms were able to increase their shareholders profitability while return on assets were decreasing. This was accomplished by the significant reduction in debt burden of the companies due to decreases in the costs of borrowing in foreign currency as TL appreciates. That is, firms were able to increase their shareholder profitability by taking huge devaluation or crisis risks. But, on the other hand the short foreign currency position of the firms in Turkey reduces Turkey's options in taking measures to adjust the value of its currency.

**Key Words:** Exchange rates, Exchange rate policies, Turkey

## Giriş

Bir ülke parasının aşırı değerlenmesinin dış ticaret açıkları, dolayısıyla cari işlem açıkları üzerinde etkili olduğu ve artış trendine giren cari işlem açıklarının da ekonomik krizlere yol açtığı bilinen bir gerçektir. (Ertuna 2004 A, Krugman 1979, Obstfeld 1984, Stiglitz 1999, Dornbusch) Öbür yandan, Türkiye'nin deneyimleri, denge bozukluklarının, ekonomi üzerinde büyük tahribat yapmasına rağmen, krizle

sonuçlanmayabileceğim göstermektedir. Türkiye'de TL, 2001 krizinden bu yana aşırı değerlenmiştir. Fakat, cari işlem açıklarının hızla artmasına ve hassas kabul edilen limitleri aşmasına rağmen kriz yaşanmamış ve dengelere ulaşma ertelenmiştir. Türkiye'de çok yüksek cari işlem açıklarına rağmen kriz yaşanmaması, TL'nin değerlenmesinin makro (ülke ekonomisi) ve mikro (şirket performansları) etkileriyle açıklanabilir. Bu yazımızda

Türkiye'nin bu deneyiminden alınabilecek dersler incelenecektir.

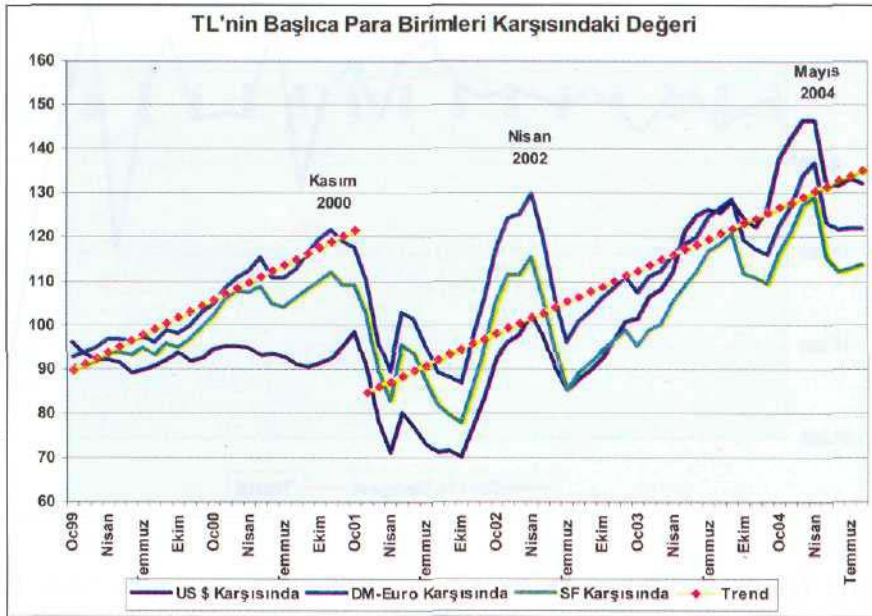
### 1. TL'nin Aşırı Değerlenmesi

Şekil 1, 1999 yılı Ocak ayından bu yana TL'nin başlıca para birimleri karşısında değer kazanma grafiğini sunmaktadır. Şekilde TL'nin değeri üç para birimiyle karşılaştırılmışlar. Bunlar Amerikan doları, Avrupa Eurosu ve İsviçre frankıdır. İncelediğimiz dönemde Amerikan doları, Avrupa Eurosu paritesi önemli oranlarda değişiklikler göstermiştir. Bu nedenle her iki para birimi de şekilde yer almaktadır. İsviçre frankı çok istikrarlı bir para birimi olduğundan frank da incelemeye dahil edilmiştir. Şekil üzerinde TL'nin aşırı değer-

lenme trendleri de sarı-kırmızı çizgi ile belirtilmiştir.

Şekilde görüldüğü gibi, TL, Ocak 1999 tarihinden itibaren Kasım 2000 tarihine kadar Euro ve İsviçre frankı karşısında hızla değer kazanmıştır. Bu dönemde TL diğer paralara kıyasla değer kazanan dolar karşısında değer kazanmamış, fakat Kasım ayından 2001 Ocak ayına kadar TL, Euro ve İsviçre frankı karşısında değer kaybederken, dolar karşısında değer kazanmıştır. Bu dönemde TL Euro karşısında yüzde 33 oranında aşırı değer kazanmıştır. Bu durum da Türkiye'nin 2001 yılı başında yaşadığı krizin temel nedenlerinden biridir.

ŞEKİL - 1



Tekrar Şekil 1'de görüldüğü gibi, Kriz döneminde TL aşırı değer kaybetmiş, 1999 Ocak ayındaki değerinin de altına inmiştir. Fakat bu tarihten sonra TL tekrar bir aşırı değerlenme trendine girmiş, dalgalanan fakat bariz bir şekilde artan bir trend izlemiştir. TL'nin 1980 yılında 100 kabul edilen değeri, İsviçre frankı karşısında, 2001 yılının Nisan ayında 82 düzeyine düşmüşken, 2004 yılının Ağustos ayında 113'e yükselmiştir. Bu artış yüzde 38 dolaylarında bir değerlenmeyi göstermektedir. Aynı dönemde, Euro açısından değerlendirme yüzde

35,5, dolar açısından değerlendirme yüzde 86'dır. Dolar açısından değerlendirilmenin bu denli yüksek olmasının nedeni, 2001 yılından bu yana doların aşırı değer kaybetmesidir.

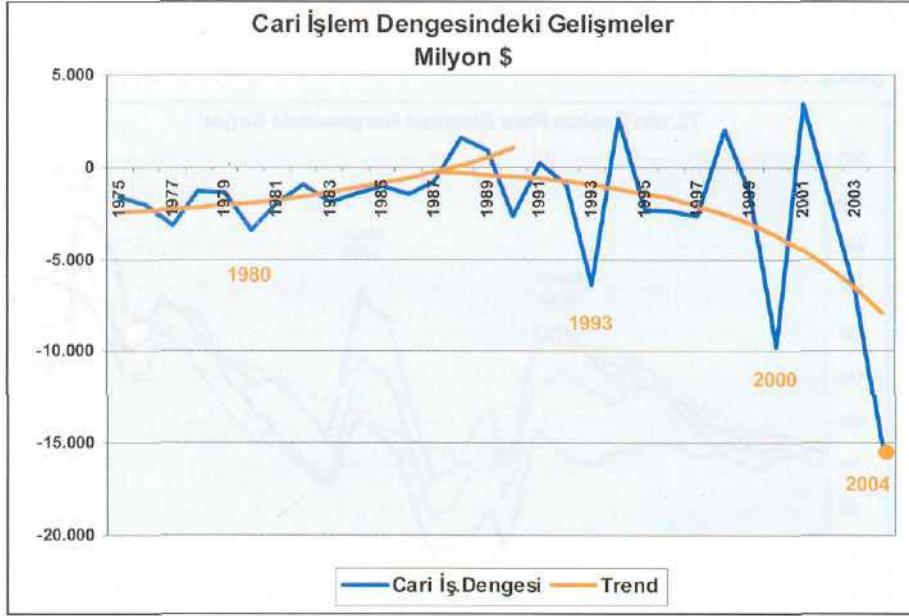
### 2. TL'nin Aşırı Değerlenmesinin Cari İşlem Dengesi Üzerindeki Etkisi

Şekil 2, 1975 yılından bu yana Türkiye'nin dış ekonomik ilişkilerinde cari işlem dengesini göstermektedir. Şekil üzerinde görüldüğü gibi, Türkiye'nin, 1975 ve 1989 yılları arasında açık olan cari işlemler

dengesi, istikrarlı bir daralma trendi içindedir. Bu dönemde, cari işlem dengesinde yıldan yıla görülen dalgalanma da önemsiz sayılabilecek boyutlardadır. Bu durum Türkiye'nin kriz yaşadığı 1980 yılı için dahi geçerlidir. 1980 yılında Türkiye 3,4 milyar dolar dolaylarında cari işlem açığı vermiştir. 1989 yılı sonrası durum çarpıcı şekilde farklıdır. 1989 sonrasında cari işlem açıkları çok önemli bir artış trendine girmiş, yıldan yıla çok önemli çalkalanmalar göstermiştir. Şekilde görülen, kriz öncesi yıllarda cari işlem açıklarının rekor

düzeylerinde yükselmesidir. 1993 Yılında cari işlem açıkları 6,4 milyar doları bulmuş, bu durum 1994 krizinin başlıca nedenlerinden biri olmuştur. 2001 yılı krizini doğuran, 2000 yılındaki 9,8 milyar doları bulan cari işlem açıklarıdır. Üzülerek belirtmek gerekir ki, 2004 yılının tahmini cari işlem açığı 15 milyar doların üzerindedir. Cari işlem açıklarının bu denli büyümesi çok önemli makro ekonomik sorunlar yaratmakta, çok önemli riskler doğurmaktadır.

ŞEKİL - 2

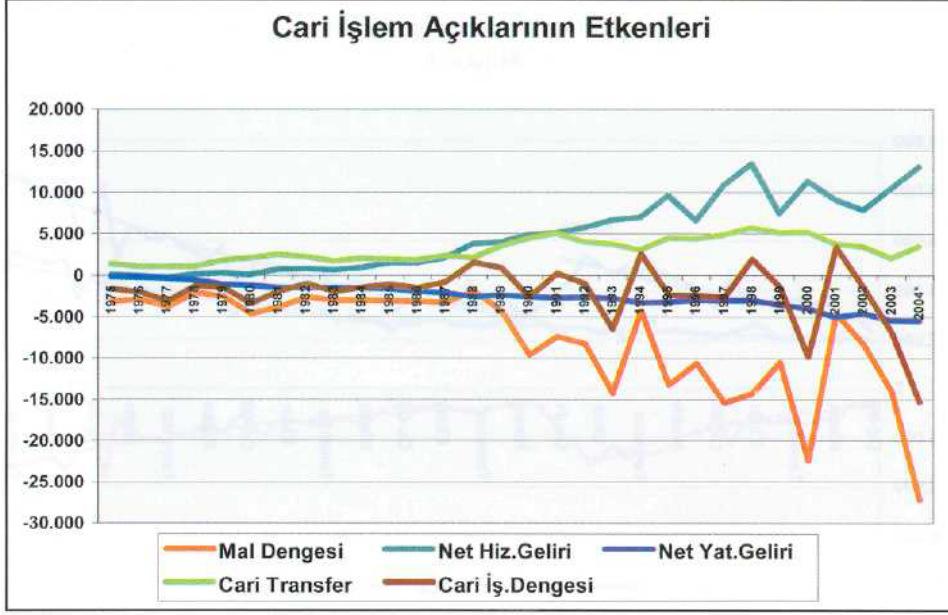


### 3. Cari İşlem Açıklarını Doğuran Faktörler

Bir ülkenin cari işlem dengesini oluşturan unsurlar, mal dengesi, hizmet gelirleri, yatırım gelirleri ve cari transferlerdir. Mal dengesinden kastedilen, dış ticaret dengesi, yani ithalat ihracat farkıdır. Türkiye açısından bakacak olursak en önemli hizmet geliri turizm gelirleridir. Yatırım gelirleri kalemi Türkiye için gelir değil, giderdir. Burada en önemli kalemler borçlar için ödenen faizlerdir. Türkiye açısından cari transferler ise, yurt dışındaki Türk işçilerin ülkeye yolladıkları paralardır.

Şekil 3'te görüldüğü gibi, Türkiye'nin hizmet gelirleri bir artış temposu içindedir. Fakat, 1994 yılından bu yana hizmet gelirleri de önemli çalkantılar geçirmektedir. Türk işçilerinin Türkiye'ye yolladığı paralar da 1990'dan bu yana artma eğilimini kaybetmiş, hele hele 1998'den bu yana, cari transferlerde bir düşüş eğilimi olduğu dahi söylenebilir. Öbür yandan, Türkiye'nin borç faizi ödemelerinden kaynaklanan net yatırım giderleri sürekli bir artış tendi içinde son birkaç yıl 5 milyar dolar düzeylerinde seyretmektedir. Şekil 3'te görüldüğü gibi, Türkiye'de cari işlemler açığı, doğrudan doğruya dış ticaret açıklarının (mal dengesinin) etkisi altındadır.

ŞEKİL - 5



Cari işlem açıklarını etkileyen faktörleri daha netleştirebilmek için bu açıkların, mal dengesi, TL'nin değeri ve milli gelir ile regresyonunu inceleyebiliriz. Mal dengesindeki açıkların cari işlem açıklarını etkilemesi çok doğaldır. Bu nedenle cari açıklar doğrudan doğruya TL'nin değerinden etkilenebilir. Esasında literatürde ülke parasının değerlendirilmesi sonucunda cari işlem açıklarının artacağı beklentisi yaygındır. Milli gelir artışları da cari işlem açıklarını doğrudan doğruya etkileyebilir. 1988 Yılından bu yana yıllık veriler üzerinden yapılan regresyon çalışmasının sonuçları şöyle özetlenebilir: Mal dengesi, TL'nin değeri ve Milli gelir, birlikte cari işlem açıklarını oldukça güvenilir bir şekilde açıklamaktadır. Elde edilen doğrusal regresyon denklemin  $R^2$ 'si 0,72, ayarlanmış  $R^2$ 'si ise 0,65 dolaylarındadır. Mal dengesi, TL değeri ve milli gelire bağımlı olmayan cari işlemler açığı 4.7 milyar dolar dolaylarındadır. TL'nin bir puan değer kazanması cari işlem **açıklarını** 16.4 milyon dolar arttırmakta; cari işlem açıkları, milli gelirin yüzde beşi karar artmaktadır. Fakat bu üç değişkenin katsayıları güvenilir katsayılar değildir (bunların t değerleri 1 dolaylarındadır). Güvenilir olan katsayı, dış ticaret açıklarının cari işlem açıkları üzerindeki etkisini belirleyen katsayıdır. Dış ticaret açıklarının yüzde 58'i oranında

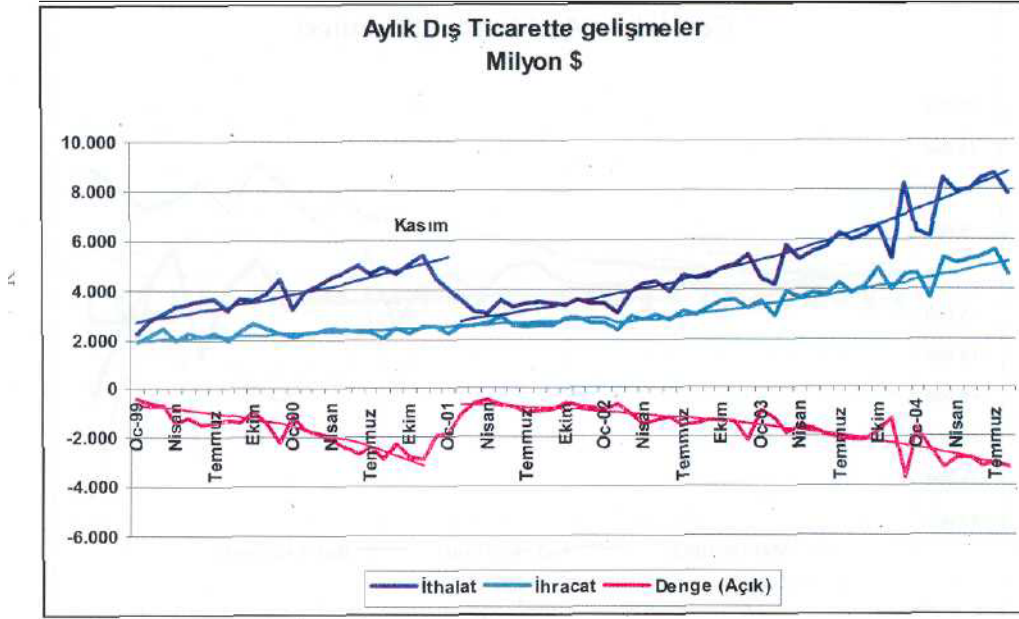
cari işlem açıkları yaratmaktadır (t değeri 3.5). Regresyon çalışmasının sonucunu şöyle ifade edebiliriz. TL'nin aşırı değerlendirilmesi cari işlem açıklarını doğrudan doğruya etkilememekte, dış ticaret açıkları kanalıyla etkilemektedir. Şimdi de dış ticaret açıklarını incelemeye çalışalım.

#### 4. Dış Ticaret Açıklarını Etkileyen Faktörler

Yukarıdaki incelemeler, Türkiye'de cari işlem dengesi açıklarının dış ticaret açıklarından kaynaklandığı görüşünü desteklemekteydi. Genel olarak dış ticaret açıklarının yüzde 42'si Turizm gelirleri ve yurt dışındaki işçi transferleri ile kapatılmakta, dış ticaret açıklarının yüzde 58'i cari işlem açıklarını beslemekteydi. Türkiye'nin dış ticaret açıkları incelendiğinde, ise, bu açıkların doğrudan doğruya, ithalattaki değişmelerden kaynaklandığı, ithalatın ise TL'nin değerinden etkilendiği görülmektedir.

Burada belirtmek istediğimiz husus önemlidir. İstatistikler, Türkiye'nin ihracatının krizden etkilenmediğini ve TL'nin aşırı değerlendirilmesi veya değer kaybetmesinin ihracatı fazla etkilemediğini göstermektedir. Şekil 4, Ocak 1999'dan bu yana, Türkiye'nin aylık ithalat, ihracat ve dış ticaret açıklarının gerçek değerlerini ve artış yüzdeleriyle elde edilen trendlerini sergilemektedir.

ŞEKİL-4



Şeklimizde en çarpıcı husus, aylık ihracat büyüklüklerinin krizlerden, milli gelirdeki değişikliklerden, hatta TL'nin aşırı değerlenmesinden etkilenmeyip bir artış trendi izlemesidir. İhracatın artış seyrinde ilginç bir gelişme de önemlidir. Ocak 1999-Şubat 2002 arasında, aylık ihracat artış temposu yüzde 1,00 dolayındadır. Oysa, Şubat 2002'den itibaren, ihracatta aylık artış yüzde 2,25'e yükselmiştir. Bu önemli bir gelişmedir ve nedenlerinin saptanmasında yarar vardır.

Öbür yandan, incelediğimiz dönemde, ithalatın aylık yüzde 2,8 dolaylarında bir artış temposu içinde olduğu görülmektedir. Bu artışta TL'nin aşırı değerlenmesinin rolü önemli olabilir. Bu durum aşağıda regresyon analiziyle kısmen incelenecektir. İthalatın ilginç olan yanı, kriz nedeniyle önemli düşüş göstermesidir. Ocak 1999'da aylık 2.228 milyon dolar olan ithalat, kriz sinyalinin alındığı Kasım 2000'de aylık 5.363 milyon dolara yükselmiş, fakat kriz nedeniyle, 2001 yılının Nisan ayına kadar aylık 3.030 milyon dolar düzeyine düşmüştür. Bundan sonra, ithalat tekrar aylık yüzde 2,8 artış düzeyini yakalamış, Ağustos 2004'te aylık 8.500 milyon dolar düzeyine ulaşmıştır. Burada bir noktayı işaret etmek yararlı olacaktır. Bugünkü temposunda, ithalat ayda yüzde 2,8 artarken, ihracat

yüzde 2,25 artmaktadır. Bu da Türkiye'nin dış ticaret açıklarının artmaya devam etmesiyle sonuçlanmaktadır.

Dış ticaret açıkları da ithalattaki trendlere benzer bir şekilde, Ocak 1999'dan, Kasım 2000'e kadar ayda yüzde 7,5 artarak aylık 3.129 milyon dolar düzeyine ulaşmış; Kasım 2000 ile Nisan 2001 kriz döneminde 421 milyon dolara gerilemiş; Nisan 2001'den itibaren yüzde 4 oranında bir artış temposuna girmiştir. Ağustos 2004'e gelindiğinde aylık dış ticaret açıkları 3.202 milyon dolar düzeyine ulaşmıştır.

Şekil 5, aylık olarak son 12 ayın, ithalat, ihracat ve dış ticaret açıklarını sergilemektedir. Rakamlarımız son 12 ayın toplamı olduğundan, diğer grafiklerle tutarlı olması için Ocak 2000 rakamlarından başlamaktadır.

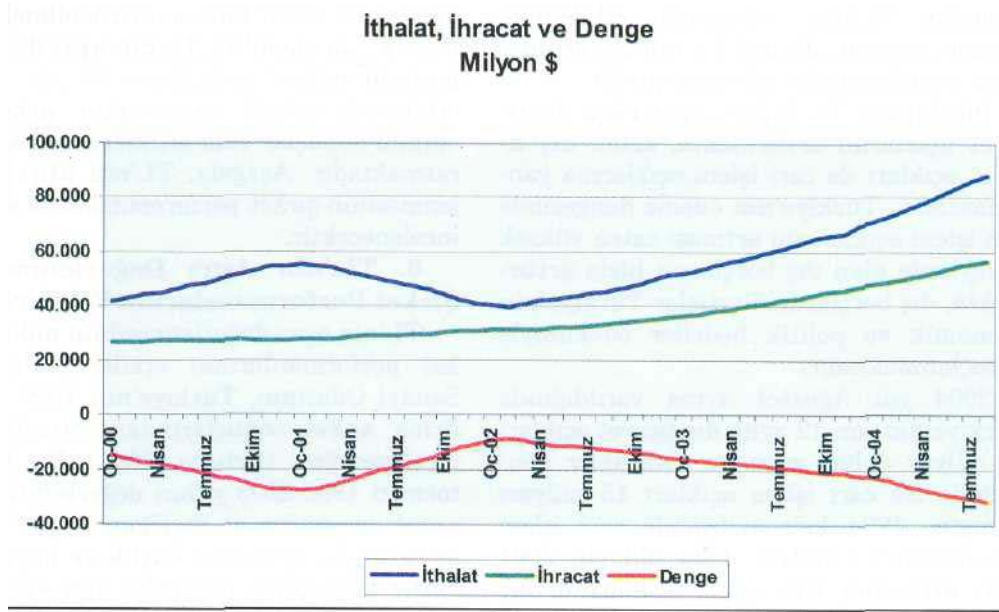
Şekil üzerinde görüldüğü gibi, Türkiye'nin kriz nedeniyle azalan dış ticaret hacmi Nisan 2003'te kriz öncesi düzeyini yakalamış, artmaya devam ederek Ağustos 2004'e ulaşıldığında 88 milyar dolar ithalat, 57 milyar dolar ihracatla dış ticaret hacmi 145 milyar doları bulmuştur. Bu durum Türkiye'nin dünya ile bütünleştiğini göstermektedir. Ancak, Ağustos ayı itibarıyla son 12 ayın dış ticaret açıkları da 31 milyar doları bulmuştur. Bu durum, yüzde

65'lik ihracatın ithalatı karşılama oranıyla endişe verici bir durumdur.

İhracat, ithalat ve dış ticaret açıklarının zaman içindeki seyri ve TL'nin değeri ile ilişkileri konusunda ek ipuçları elde etmek için bu değişkenler bağımlı değişken ve

TL'nin İsviçre Frankı karşısındaki değeri ve zaman bağımsız değişkenler kabul edilerek çoklu regresyonlar denenmiştir<sup>1</sup>. Ocak 1999'dan bu yana 68 aylık gözlem üzerinde elde edilen doğrusal regresyonların sonuçları Tablo 1'de sunulmuştur.

ŞEKİL-5



TABLO 1

	R <sup>2</sup>	Ayarlı R <sup>2</sup>	TL'nin Değeri		Zaman	
			Parametre	t Değeri	Parametre	t Değeri
ithalat	0,741	0,733	59,40	6,05	43,17	7,60
ihracat	0,819	0,813	12,52	2,45	39,89	13,50
Açık	0,504	0,488	46,88	6,62	3,28	0,80

1) TL'nin değeri ve zaman arasındaki korelasyon zamanın bağımsız etkileri konusunda ipuçları elde etmek

Regresyon çalışmasında basit bir model kullanılmasına rağmen elde edilen sonuçlar genel beklentilerimizi oldukça desteklemektedir. İthalat ve ihracat regresyonları oldukça güven vericidir. Bu sonuçları kısaca açıklayalım.

İthalat hem TL'nin değerinden etkilenmekte, hem de zaman içinde bir artış trendi göstermektedir. Yaptığımız çalışmada TL'nin Ocak 1982 değeri 100 kabul edilip indeks oluşturulmaktadır. TL'nin değeri bir puan arttığında aylık ithalat yaklaşık 60 milyon dolar artmaktadır.

Diğer taraftan ithalat kendi ivmesiyle (zaman içinde) her ay 43,17 milyon dolar

katsayısı 0,496'dır. Bu korelasyon TL'nin değeri ve için yeterli oranda düşük kabul edilebilir.

artış trendi izlemektedir. Parametrelerin t değerlerinden bunların güçlü tahminler olduğu anlaşılmaktadır.

Diğer taraftan, ihracat, TL'nin değer artışlarından düşük bir düzeyde ve belli belirsiz etkilenmektedir. Bu tahminin güvenilirliği düşüktür.

Oysa, ihracatın, ayda 40 milyon dolar dolaylarında bir artış trendi içinde olduğu görülmektedir. Bu tahmin güvenilirlik düzeyi çok yüksek bir tahmindir.

Dış ticaret açıklarına bakacak olursak, bu açıklar zaman açısından bir trend izlememekte ve TL değerinden Önemli boyutta etkilenmektedir. TL'nin bir puan

değerlenmesi aylık dış ticaret açıklarını yaklaşık 47 milyon dolar arttırmaktadır.

##### 5. TL'nin Aşırı Değerlenmesinin Makro Sonuçları

Buraya kadar bulgularımız şu şekilde özetlenebilir: Türkiye'nin hem ithalatı hem ihracatı bir artış trendi izlemektedir. Bu artış trendinde ihracat ithalatı hemen hemen karşılayabilecek düzeydedir. Fakat, ihracatın TL'nin değerinden etkilenmesine rağmen, ithalat TL'nin değeri arttıkça önemli artışlar göstermektedir.

Bu durum, TL değer kazandıkça dış ticaret açıklarını arttırmakta, artan dış ticaret açıkları da cari işlem açıklarına yansımaktadır. Türkiye'nin Ödeme dengesinde cari işlem açıklarının artması zaten yüksek düzeylerde olan dış borçlarını hızla arttırmakta, dış borçlardaki artışlar Türkiye'nin ekonomik ve politik bedeller ödemesiyle sonuçlanmaktadır.

2004 yılı Ağustos ayına varıldığında Türkiye'nin son 12 aylık dış ticaret açıkları 30 milyar doları aşmıştır. Ödemeler dengesinde ise cari işlem açıkları 15 milyar aşmıştır. 1994 kriz arifesinde cari işlem açıklarının 6,5 milyar dolar olduğu, 2001 krizi arifesinde cari işlem açıklarının 9,8 milyar dolar olduğu göz önünde tutulacak olursa, bugün ulaşılan cari işlem açığının ciddi endişeler varatacak düzeyde olduğu

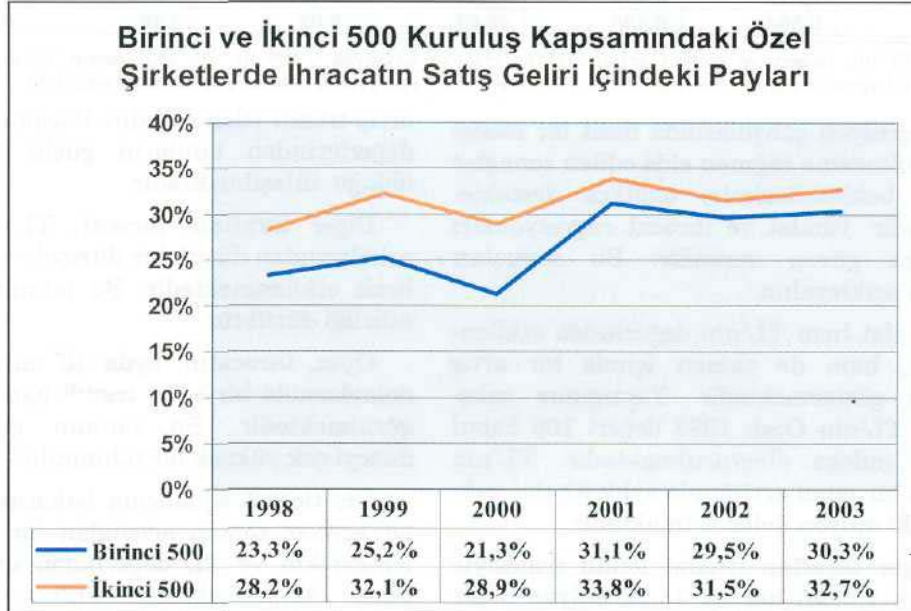
görülecektir. Bu durum bir kriz beklentisi anlamına gelmemektedir. Kriz olasılığı yüksek değildir. Ancak, bu denli yüksek cari açıkların yarattığı borç düzeyleri, Türkiye'nin geleceğini tehdit etmektedir.

Diğer taraftan 1994 krizi öncesi 1993 yılında olduğu gibi, 2001 krizi öncesi 2000 yılında olduğu gibi, Türkiye ürettiğinden çok fazlasını tükettiğinden Türkiye ekonomisinde bahar havası estirilebilmektedir. Bundan da önemlisi, TL'nin aşırı değerlenmesinin mikro (şirketlere) etkileri makro etkileriyle çelişki yaratmakta şirketlerin olumlu sonuçlar elde ettikleri intibamı yaratmaktadır. Aşağıda, TL'nin aşırı değerlenmesinin şirket performanslarına etkileri incelenecektir.

##### 6. TL'nin Aşırı Değerlenmesinin Şirket Performanslarına Etkileri

TL'nin aşırı değerlenmesinin mikro (şirket performanslarına) etkilerini İstanbul Sanayi Odasının, Türkiye'nin 1000 büyük firma anket sonuçlarından yararlanarak inceleyeceğiz. (Ertuna 2004) Bu incelememizi 1998-2003 yılları değerlerini kullanarak yapacağız ve incelememizde TL'nin aşırı değerlenmesinin küçük ve büyük şirketler üzerindeki etkilerini ayrı ayrı görebilmek için birinci 500 büyük firma ile ikinci 500 büyük firmanın rakamlarını ayrı ayrı değerlendireceğiz.

ŞEKİL - 6

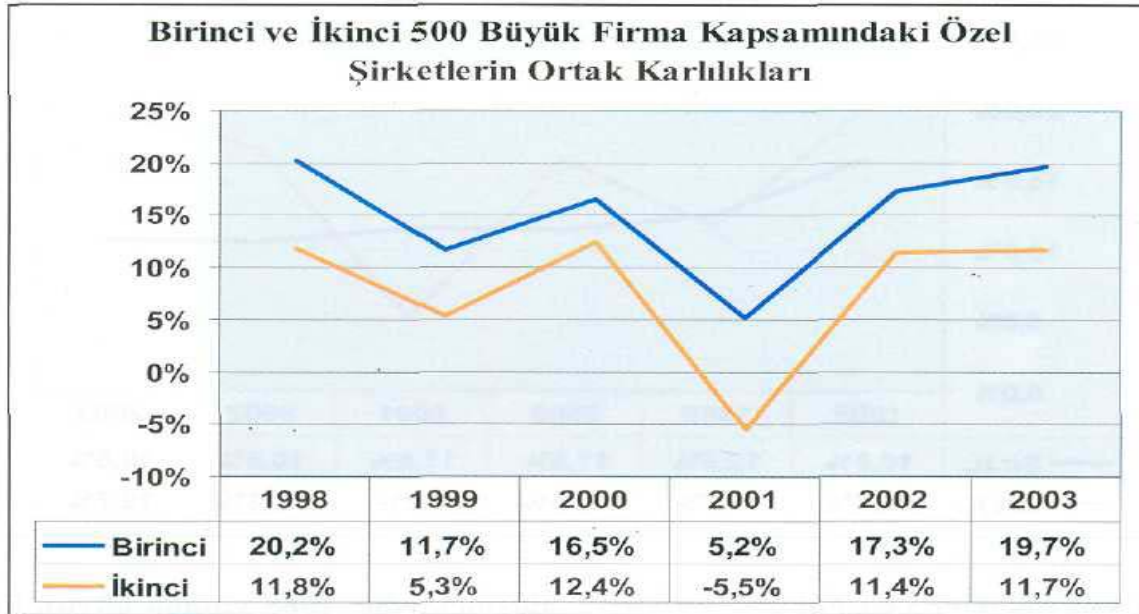


Ülke parasının aşırı değerlenmesi sonucunda, ithalat artarken ihracatın azalması ve bu nedenle de dış ticaret açıklarının artması beklenir. Bunun da nedeni ithal malların göreceli olarak fiyatlarının düşmesi ve ihracat mallarının fiyatlarının göreceli olarak artmasıdır. Türkiye örneğinde gördüğümüz gibi, 2001 Nisan ayından itibaren TL'nin değerlenmesine rağmen ihracat azalmamış, **istikrarlı** artış temposunu korumuştur. İnceleme kapsamımızdaki 1000 şirket için de bu geçerlidir. Şekil 6, birinci 500 büyük firma ile ikinci 500 büyük firmanın ihracatlarının toplam satışları içindeki payını vermektedir. Şekil 6'da görüldüğü gibi, inceleme kapsamımızdaki şirketlerin ihracatlarının toplam satış gelirleri içindeki payları 1998 yılından bu yana az da olsa bir artış temposu içindedir. Beş yıl içinde ihracatın toplam satış gelirleri içindeki payı kabaca yüzde 25'lerden yüzde 30'lara yükselmiştir. Şu sonuca varabiliriz: İnceleme kapsamımızdaki 1000 şirket için ihracat gelirleri önemlidir ve TL'nin değerlenmesi, dış piyasalarda Türk şirketlerinin mukayeseli avantajlarını zedeliyorsa, bu durum şirketleri kötü etkilemesi gerekir. Bu durum-

da da şirketlerin TL'nin aşırı değerlenmesinden şikayetçi olmaları gerekir. Oysa Türkiye'de durum böyle olmamıştır. TL'nin aşırı değer kazandığı 2002 ve 203 yıllarında şirketler TL'nin aşırı değer kazanmasından avantajlı çıkmışlar ve karlılıklarını arttırmışlardır. Şekil 7 inceleme kapsamımızdaki firmaların ortak karlılıklarını sunmaktadır. Ortak **karlılığı** şirketlerin finansman giderlerinden sonraki karları, özsermayelerine bölünerek elde edilmiştir.

Şekil 7'de görüldüğü gibi, birinci ve ikinci 500 büyük firmada ortak karlılıkları, yıllar itibariyle paralel bir trend izlemektedir. Büyük firmaların ortak karlılıkları, küçük şirketlere kıyasla yaklaşık yüzde 8 dolaylarında daha fazladır. Firmaların ortak karlılıkları 1998 yılında, inceleme kapsamımızdaki büyük firmalar için yüzde 20, küçükler için yüzde 12 dolaylarında ayken, 1999 yılında, muhtemelen Rusya krizi nedeniyle bir düşme göstermiş, 2000 yılında ekonomide estirilen bahar havası sonucu tekrar yükselmiş, fakat 2001 krizi nedeniyle, büyük firmalarda yüzde 5 kazanç, küçük firmalarda yüzde 5 kayıba dönüşmüştür.

ŞEKİL-7





Yukarıda söz ettiğimiz makro-mikro çelişkisi 2002 ve 2003 yıllarında yaşanmıştır. Bu yıllarda hem büyük firmalarda, hem de küçük firmalarda ortak karlılığı hızlı bir yükselişe geçerek, yaklaşık 1998 değerlerine ulaşmıştır. Bu nedenle de şirketler durumlarının iyi olduğu kanısında olduklarından TL'nin aşırı değer kazanmasından şikayet etmemektedir. Bu durum makro-mikro çelişkisi olarak nitelendirilebilir. Aşağıda bu makro-mikro çelişkisini değerlendirmeye çalışacağız.

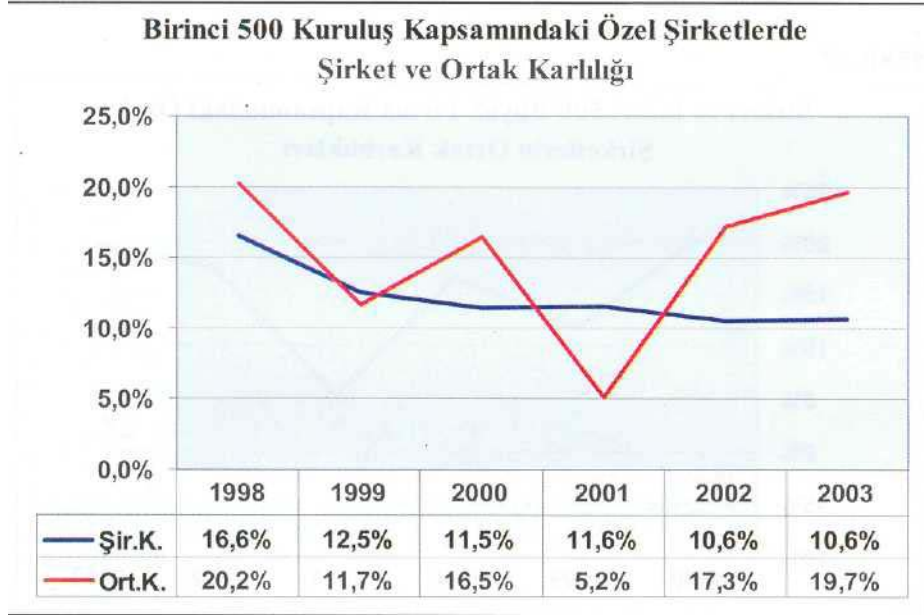
**VII. Mikro-Makro Çelişkisi** TL aşırı değerlendirirken, dış ticaret açıklarının taşınamaz düzeylere çıkması (son 12 ay için 30 milyar doların üzerinde olması), ödemeler dengesinin tehlikeli boyutlarda cari işlem açıkları vermesi ve bu açıkların dış borçlarla karşılanması, ilave olarak da zaten çok yüksek olan dış borç düzeyinin Türkiye'nin ekonomik, sosyal ve politik konumunu tehlikeye sokması Türkiye için endişe verici gelişmelerdir.

Öbür yandan, mikro düzeyde, TL aşırı değer kazanırken Türkiye'de özellikle

büyük firmalar karlarını arttırmış, sadece kar kıstasıyla ölçülecek olduğunda başarılı sonuçlar elde etmiştir. Bu nedenle de büyük şirketler TL'nin aşırı değerlenmesinden şikayet etmemektedir.

Bu durum makro-mikro çelişkisi olarak nitelendirilebilir. Ancak, kesin bir yargıya varmak için, şirketlerin performanslarının yakından incelenmesi gerekir. Yukarıda da belirtildiği gibi, şirketlerin ortak karlılıkları finansman giderlerinden sonraki karlarının özsermayeye bölünmesi ile bulunur. Ortaklar açısından önemli olan karlılık da budur. Oysa bu karlılık, şirketlerin başarı sınırının eksik bir ölçüsüdür. Şirket başarısının daha anlamlı bir ölçüsü, şirketlerin finansman gideri öncesi karları toplam varlıklarına bölünerek elde edilen "şirket karlılığı göstergesi"dir. Şekil 8 ve Şekil 9, inceleme kapsamımızdaki büyük ve küçük şirketlerin şirket karlılıkları ile ortak karlılıklarını sergilemektedir. Grafiklerde, karşılaştırma imkanı vermek için, daha önce açıkladığımız ortak karlılıkları da sunulmaktadır.

ŞEKİL-8



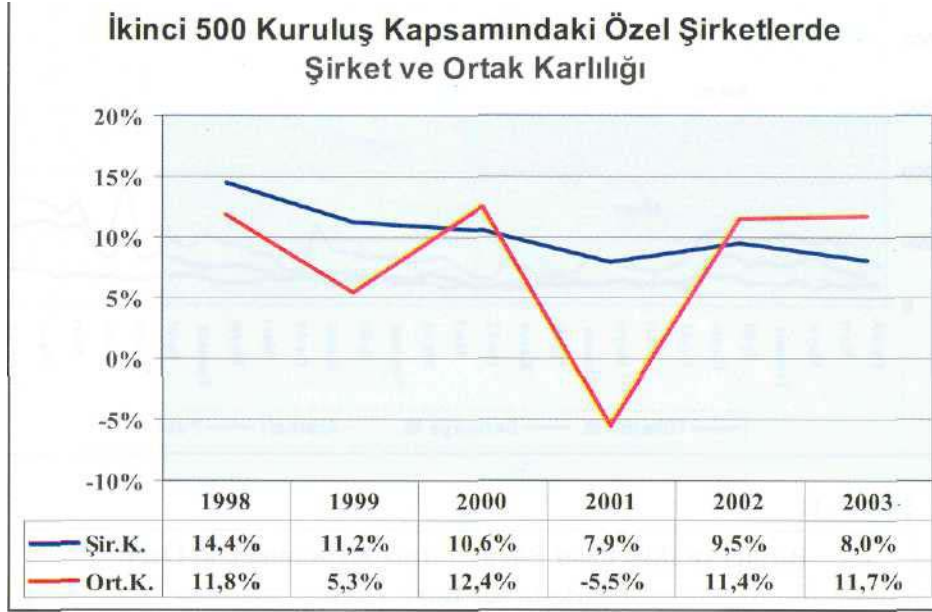
Şekil 8 ve Şekil 9'da görüldüğü gibi Türkiye'de, inceleme kapsamımızdaki şirketlerde şirket karlılığı 1998 yılından bu yana sürekli ve fazla dalgalanmayan bir biçimde

düşmektedir. 1988 yılında büyük firmalarda yüzde 16,5, küçük firmalarda yüzde 14,5 dolaylarında olan şirket karlılıkları, sırasıyla yüzde 10 ve yüzde 8 düzeylerine ge-

rilemiştir. Karlılıklardaki kayıplar önemli oranlardadır. Ancak, bir noktaya daha işaret etmekte yarar vardır. TL'nin kriz nedeniyle değer kaybettiği 2001 yılında şirket

karlılıkları düşmemiş, milli gelir kayıplarına rağmen düzeylerini korumuştur. Bu da TL'nin değer kaybetmesinin şirket karlılığını olumlu etkilediği anlamına gelebilir.

ŞEKİL-9



Bir hususu daha belirtmekte yarar görmekteyiz. TL aşırı değer kazanırken şirket karlılıkları daha fazla da düşebilirdi. Şirketlerin, bu düşüşü önlemek için üretimlerinde kullandıkları yerli aramaları ucuzlayan ithal mallarla ikame ettikleri görüşü de inceleme gerektirmektedir.

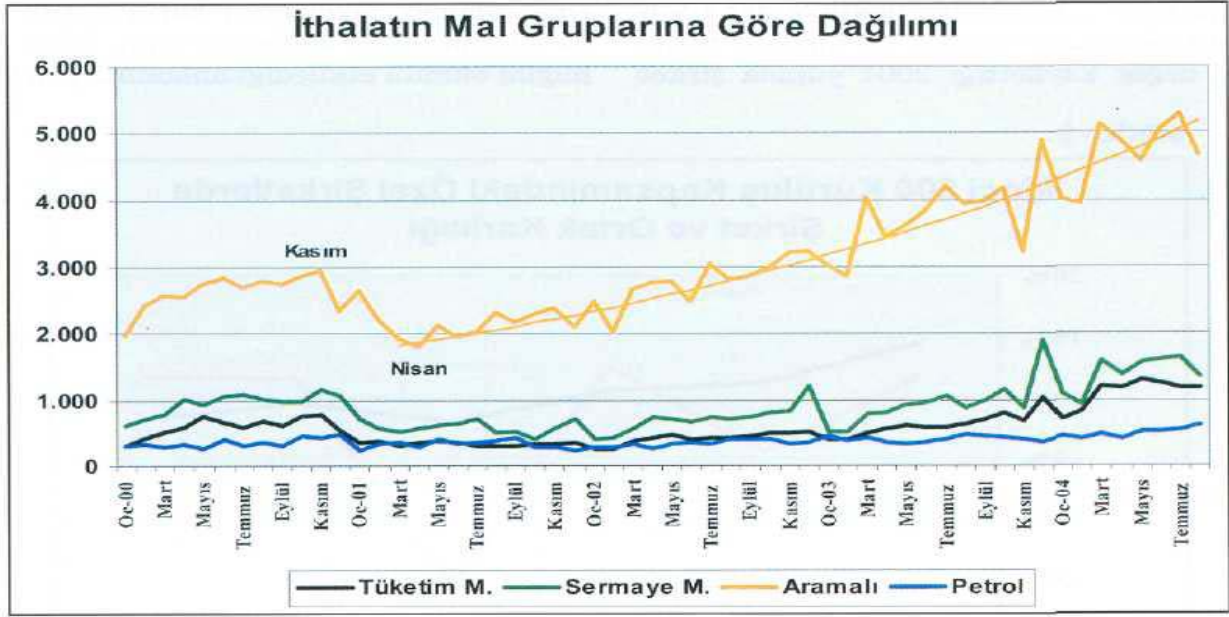
İncelediğimiz 1000 büyük firmanın üretim için yaptıkları ithalatı bilmiyoruz. Ancak Türkiye'nin ithalatının mal gruplarına ayrışımına bakarsak, TL'nin aşırı değer kazandığı dönemlerde ara malı ithalatının hızla arttığı görülmektedir. Şekil 10, Türkiye'nin ithalatının mal gruplarını sergilemektedir.

Şekil 10'da görüldüğü gibi, Ocak 2000'den bu yana, Türkiye'nin aylık petrol ithalatında önemli bir artış izlenmemekte ve bu ithalat krizden etkilenmemektedir. Türkiye'nin tüketim ve ara malı ithalatı krizden etkilenmekle birlikte, TL'nin değerlenmeye başladığı Nisan 2001'den itibaren hızlı bir artış temposu göstermiştir. Öbür yandan, TL'nin hızla değer kazanmaya başlamasıyla birlikte, Türkiye'nin ara malı ithalatı ortalama, aylık

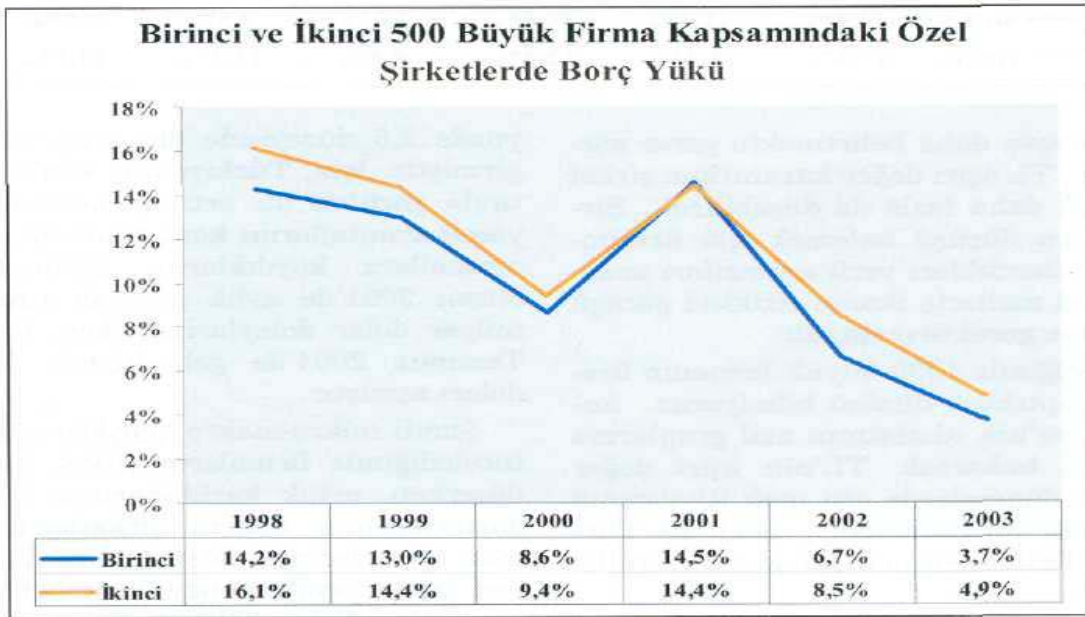
yüzde 2,6 düzeyinde bir artış temposuna girmiştir. İşte, Türkiye'nin aramalı ithalatında görülen bu artış şirketlerin mukayeseli avantajlarını koruyabilmek için ithal aramallara kaydıklarını göstermektedir. Nisan 2001'de aylık aramalı ithalatı 1.7 milyar dolar dolaylarındayken, bu ithalat Temmuz 2004'de geldiğinde 5 milyar doları aşmıştır.

Şimdi mikro-makro çelişmesine dönelim. İncelediğimiz firmaların şirket karlılıkları düşerken, ortak karlılıklarının hızla artış göstermesinin nedeni şirketlerin finansman giderlerinin düşmesidir. Türkiye'de reel faizler (enflasyondan arındırılmış) düşmemiştir. Fakat, TL'nin aşırı değerlendirildiği bir ortamda, yurt dışından borçlanmak çok ucuza malolmakta, hatta zaman zaman, şirketler yurtdışından borçlanarak kazançlı çıkmaktadır. İnceleme kapsamımızdaki 1000 büyük firmanın 2001'den bu yana yurt dışından ne kadar borçlandıklarını bilemiyoruz. Bu bilgi 1000 büyük firma kapsamındaki şirketlerden, IMKB'de işlem görenleri için elde edilebilir. Ancak, Türkiye'nin dış borçlarının genel dağılımına ba-

ŞEKİL - 10



ŞEKİL - 11



karsak, özel kesimin kısa vadeli dış borçları 2001 yılı sonunda 15,6 milyar dolar dolaylarındayken, bu borçların 2004 yılı ikinci çeyrek sonunda 23,2 milyar doları aştığını görmekteyiz. Bu durum şirketlerin dış borçlarının arttığı anlamına gelmektedir. Yurt dışından borçlanmanın etkisinden olacak, inceleme kapsamımızdaki firmaların "borç yükü" (finansman giderleri / toplam borçlar) 2002 ve 2003 yıllarında, hem bü-

yük hem de küçük şirketler için çok önemli düşüşler kaydetmiştir. Şekil 11'de görüldüğü gibi 1998 yılında şirketlerin borç yükü yüzde 15 dolaylarındayken, ekonomide bahar havası esen 2000 yılında yüzde 9 dolaylarına gerilemiş, krizin yaşandığı 2001 yılında tekrar yüzde 14,5 dolaylarına yükselmiş, fakat, 2002 ve 2003 yıllarında hızlı bir düşüşe geçerek 2003 yılı sonunda yüzde 4 düzeylerine inmiştir. İnceleme kapsamı-

mızdaki şirketler, TL'nin aşırı değer kazanmasının finansman giderleri üzerindeki etkisinden iyi yararlanmış, finansman giderlerini düşürmüş, düşen şirket karlılığına rağmen ortak karlılığını arttırmış, fakat bunu ciddi oranlarda devalüasyon veya kriz riskini üstlenerek gerçekleştirmiştir. TL'nin değerinin ayarlanması için izlenecek herhangi bir siyaset, döviz pozisyonu açık olan şirketler üzerine çok fazla yük bindirecektir. Bu da Türkiye'de makro dengeleri düzeltecek tedbirlerin alınmasını güçleştirmektedir. **8. Sonuç**

Türkiye'nin yaşadığı krizlerde TL'nin aşırı değerlenmesinin etkisi çok önemlidir. 2001 yılında yaşanan krizle birlikte TL'nin değeri muhtemelen denge değerinin altına düşmüş, fakat TL hızlı bir değer artış temposuna girerek kısa zamanda aşırı değerlenmeye başlamıştır. Bu aşırı değerlenme sonucunda Türkiye'nin dış ticaret açıkları hızla artma eğilimine girmiş, 2004 yılının sonuna doğru 30 milyar doları aşmıştır. Türkiye'nin işçi ve turizm gelirleri kendi seyirlerini izlediğinden, dış ticaret açıkları, Türkiye'nin ödemeler dengesinde cari işlem açıklarını hızla arttırmıştır. 2004 yılının ilk 8 ayında cari işlem açıkları 10 milyar doları bulmuştur. Yıl sonunda muhtemelen bu açıklar 15 milyar doları aşacaktır. Bu durum Türkiye'nin zaten yüksek olan dış borçlarını arttırmakta, Türkiye'nin ekonomik, sosyal ve politik tercihlerini kısıtlamaktadır. TL'nin aşırı değerlenmesinin doğurduğu makro ekonomik sonuçlar tehlike arz etmektedir.

Diğer taraftan, şirketler kesimi elde ettikleri sonuçlardan memnun görünmektedir. Türkiye'nin 1000 büyük firmasında "ortak karlılığı" artmıştır. Bu durum makro ve mikro ekonomik sonuçlar açısından bir çelişki gibi görünmektedir. Oysa Türkiye'nin 1000 büyük firmasının "şirket karlılığı" 2002 ve 2003 yıllarında düşüş göstermiştir. Ortak karlılığındaki artış, şir-

ketlerin finansman giderlerindeki çarpıcı düşüşlerden kaynaklanmaktadır. Bu da muhtemelen şirketlerin giderek dış borçlarını arttırmalarından kaynaklanmaktadır. TL'nin aşırı değer kazanmasıyla yurt dışından borçlanma maliyetleri çok düşmüş, hatta kazanç sağlamıştır. Yani şirketler, şirket karlılıklarının düştüğü bir ortamda, ortak karlılıklarını devalüasyon ve kriz riskleri üstlenerek arttırmışlardır.

Diğer taraftan şirketlerin döviz açısından açık olan pozisyonları, Türkiye'nin makro dengelerini düzeltecek politikalar üretmesi ve uygulamasını güçleştirmektedir. TL'nin değerinin, mümkün olduğu kadar kısa zamanda, ekonomi üzerinde daha fazla tahribat doğmadan dengeye kavuşması gerekmektedir. Makro dengeler açısından bu bir zorunluluktur. Öbür yandan, TL'nin değerinin dengeye kavuşması, döviz pozisyonları açık olan pek çok şirketi çok zor durumda bırakacaktır. Türkiye ekonomik politika üretmekte bir çıkmaza doğru sürüklenmektedir.

#### **Kaynaklar**

- Ertuna, Özer (2004A), "TL'nin Değer Kazanması ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 23, Temmuz 2004, s. 6-16.
- Ertuna, Özer (2004B), "Birinci ve İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşundaki Özel Şirketlerin Karşılaştırılması", **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Eylül 2004, s. 127 -137.
- Dornbusch, R. "A Primer on Emerging Market Crises." Available [online] at: <http://veb.mit.edu/rudi/www/mcdia/PDFs/msesprimer.pdf>
- Krugman, P. (1979). "A Model of Balance-of-Payments Crises". **Journal of Money, Credit and Banking**, 11/3, pp.311-325.
- Stiglitz, J. E. (1999). "Reforming the Global Economic Architecture: Lessons from Recent Crises". **Journal of Finance**, 54/4.
- Obstfeld, M. (1984). "Balance-of-Payments Crises and Devaluation". **Journal of Money, Credit and Banking**, 16, pp. 208-217.

## **DR. CEMAL ÇAKICI DOÇENT OLDU**

MUFAD üyesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi yazı ailesinden Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi öğretim üyesi, Yrd. Doç. Dr. Cemal Çakıcı, sınavlarda başarı göstererek doçent olmuştur. Genç meslektaşımızı kutlar, başarılarının devamını dileriz.