



# Aşırı Değerli TL ve Türkiye Ekonomisine Etkileri

Prof. Dr. Özer ERTUNA  
Boğaziçi Üniversitesi, İİBF

## Özet

Kambiyo piyasalarında, döviz arz ve talebini dengeleyen kurlar ortaya çıkabilir. Fakat, arz ve talebin dengelenmesi, dış ticaret piyasalarında dengeye ulaşılması anlamına gelmez. Ülkeye, borçlanma ve sermaye hareketleri sonucu giren döviz fazlası ülke parasının aşırı değerlenmesine ve dış ticaret piyasalarında açıklara neden olur. Ekonominin dış ticaret dengesinin kurulamaması ise çok ciddi boyutlarda ekonomik sorunlar yaratabilir. Türkiye'nin dışarıda borçlanması ve ülkeye giren sıcak para ağırlıklı yabancı sermaye nedeniyle, 2001 krizinden bu yana TL aşırı değerlenmekte, dış ticaret açıkları artmaktadır. Artan dış ticaret açıkları kaybedilen üretim ve istihdam anlamına gelmektedir. Ayrıca, Turizm ve yurt dışı işçi gelirleri bu açıkları sadece kısmen kapatabildiğinden Türkiye'nin cari açıkları çok riskli bir şekilde artmaktadır.

**Anahtar Sözcükler:** Denge kurlar, denge bozuklukları, Türkiye ekonomisi.

## Abstract (Overvalued TL and Its Effect on Turkish Economy)

Foreign exchange markets determine equilibrium exchange rates that balance the supply and demand. But the equilibrium in the exchange markets may not mean balanced foreign trade. Foreign exchange entering the country through borrowing, and inflow of short-term foreign capital, results in overvalued TL and serious foreign trade deficits. The foreign trade deficits on the other hand causes serious economic problem. Since 2001 crises, due to foreign borrowings and the inflow of short-term foreign currency, foreign trade deficit of Turkey has been increasing due to overvalued TL. Increasing foreign trade deficit means losing production and employment. Since tourism revenues and workers remittances cover only a part of these deficits, the increasing current account deficits introduces significant risks

**Key Words:** Equilibrium exchange rates, lack of equilibrium, Turkish economy.

Piyasa ekonomilerini piyasalarda oluşan fiyatlar yönlendirir. Burada kastedilen fiyatlar, mal ve hizmet fiyatları, faizler, döviz kurları ve ücretlerdir. Piyasaların ekonomiyi doğru yönlendirebilmeleri için, piyasaların denge fiyatları oluşturmaları gerekir. Ekonomi teorisine göre, arz ve talep kuralı, piyasalarda fiyatları denge fiyatlara doğru yönlendirir. Dengeye ulaşıldığında arz ve talep birbirlerine eşittir. Piyasalarda oluşan fiyat üzerinden tüm alıcılar almak istedikleri miktarda satın almış, tüm satıcılar da satmak istedikleri miktarda

satmış olur. Genel olarak bu kural tüm fiyatların oluşması için geçerlidir. Ancak, kambiyo piyasalarında oluşan döviz arz ve talebini dengeleyen kurlar, ekonominin dış ticaret dengesinin kurulmasını engelleyebilir. Ekonominin dış ticaret dengesinin kurulamaması işe çok ciddi boyutlarda ekonomik sorunlar yaratabilir.

## A. Denge Kurlar ve Denge Bozuklukları

Döviz arz ve talebi iki piyasada oluşur. Bunlardan bir tanesi dış ticaret piyasası diğeri de dış sermaye (kısa ve uzun vadeli

yabancı kaynaklar) piyasasıdır. Döviz kurları bu iki piyasada oluşan arz ve talebin dengelenmesiyle ortaya çıkar. Dış ticaret piyasasında ithalat döviz talebi, ihracat ise döviz arzının kaynağıdır. Dış sermaye piyasalarında ise çeşitli nedenlerle yurda gelen yabancı sermaye (borçlar, sıcak para girişleri, dolaysız sermaye girişleri) döviz arzının, yurdu terk eden yabancı sermaye (borç ödemeleri, sıcak para çıkışları ve dolaysız sermaye çıkışları) ise döviz talebin kaynağıdır. Kurlar bu iki piyasada oluşan toplam arz ve talep sonucunda ortaya çıkar. Bu durumda, herhangi bir nedenle yurda sermaye girişleri oluyorsa, bu döviz kurlarının üzerinde baskı oluşturur, kurların düşmesini veya enflasyona kıyasla daha yavaş yükselmesine neden olur. Yurda giren bu dövizler dış ticaret açıklarını kapattığında döviz arz ve talebi dengelenir. Fakat bu dengeleme dış ticaret açığına rağmen ulaşılan bir dengelemedir. Böyle bir durumda, dış ticaret dengesinin açık vermesi de doğaldır. Döviz kurlarının düşmesi veya enflasyonun altında artması ithalatı ucuzlatıp, ihracatı pahalılaştırmıştır. Dışarıdan yurda sermaye girişi olduğu sürece ülke parasının değerlenmesi, dış ticaret ve dolayısıyla cari işlem açıklarının artması devam eder.

Bir ülkenin cari işlem açıkları vermesi o ülkenin borçların artması anlamına gelir.<sup>1</sup> Hele hele, cari işlem açıkları artıyorsa, ülkenin dış borçları hızla artıyor demektir. Bir ülkenin dış borçlarının artmasının da bir limiti vardır. Bu nedenle ülkelerin cari işlem açıkları milli gelirlerinin yüzde 5'ini aştığında ülkelerin ekonomilerinin kırılgan hale geldiğine inanılır. Ülkeye giren yabancı sermaye, ülkeyi hızla terk etmeye kalktığında bir kriz yaşanır.

Türkiye 1989-1993, 1994-2000 senelerinde yukarıda açıkladığımız türden gelişmelere şahit olmuş, bu dönemlerde TL aşırı değerlenmiş ve bu dönemlerin sonlarında, yani 1994 ve 2001 yıllarında

ekonomik kriz yaşamıştır. Aşağıdaki reel kur grafiği bu durumu yansıtmaktadır. Bilindiği gibi, Devlet Planlama Teşkilatı 1987 yılından bu yana "reel kur endeksi" adı altında TL'nin döviz sepeti karşısında değerini hesaplamaktadır. Aşağıdaki grafiğimizde, 1987 yılından bu yana, TL'nin değeri, reel değer artış trendi, tavan, taban değerleri sunulmaktadır. Grafikte izlendiği gibi, TL zaman içinde verim artışları nedeniyle değer kazanmaktadır. Bu sevinilecek bir durumdur. Bizim yaptığımız çalışmalara göre TL'nin, 1987 yılında 100 kabul edilen denge değeri, 2006 yılında 157 düzeylerine yükselmiştir. Yani, Türkiye ekonomisinde, teknolojik gelişmeler, işçi verimliliği, sermaye verimliliği ve marka ve tasarım geliştirmeleri sonucunda, 20 yılda yüzde 57 oranında verim artışı gerçekleşmiştir. Ancak, bu gerçek değerlenme yanında TL zaman içinde "aşırı" değerlenme trendlerine yakalanmaktadır. Şöyle ki, 1987 yılında Devlet Planlama teşkilatı tarafından 100 kabul edilen denge değeri, kanımızca, verim artışları nedeniyle, 1993 yılında 115 düzeyine çıkması gerekiyordu. Oysa, 1993 yılına kadar TL değeri yüzde 16 dolaylarında aşırı değerlenerek 133,8 düzeyine yükselmişti. Bu aşırı değerlenme, 1994 krizinin zeminini hazırlayan nedenlerden biri olmuştur. 1994 kriziyle birlikte TL'nin değeri denge değerinin de altına inerek 101 dolaylarına gerilemiştir. Bundan sonra 2001 yılına kadar TL yeniden değerlenme seyrine girmiş, 2000 yılında TL'nin denge değerinin 136 dolaylarına yükselmesi gerekirken, tekrar yüzde 12 dolaylarında aşırı değerlenerek 152'ye yükselmiştir. 2001 krizinde TL değeri tekrar denge değerinin altına, 123 düzeylerine düşmüştür. 2001 krizini izleyen yıllarda ve 2006 yılına kadar TL tekrar yeniden değerlendirme eğilimine girmiştir. 2006 yılı için tahmin ettiğimiz TL'nin denge değeri 157 dolaylarında olmasına rağmen, TL'nin aşırı değerlenmesi ile ulaştığı değer 2006 yılının şubat ayında 194'tür. Diğer bir deyimle, 2001 krizini izleyen yıllarda 2006 yılının Şubat ayına kadar TL yüzde 24 aşırı değerlenmiştir.

<sup>1</sup> Ülke borçlanma yerine, özelleştirme ve arsa gibi varlık satışları ile cari açıklarını kapatabilir.

TL'nin aşırı değerlenmesi dış ticaret açıklarının artmasına ve bu açıkların sermaye girişleri ile kapatılmasına yol açtığı için, ülkede bir bahar havası estirmektedir. Ülke bir dış borç batağına batarken, insanlar ürettiklerinden daha fazlasını tükettikleri için işlerin iyi gittiğini sanmaktadır. Ayrıca, TL değerlenirken dışarıdan ucuz borçlanma imkanları da doğduğundan kimi şirketler dışarıdan borçlanarak yatırım da yapmaktadır. Ancak, bu bahar havası yapay bir bahar havasıdır. Yukarıda belirttiğimiz gibi, gerekli ekonomik önlemler alınmadığından Türkiye 1994 ve 2001 krizlerini yaşamış, çok büyük maliyetler ödemiştir. Üzülerek belirtmek gerekir ki, Türkiye bu krizlerden ders almadığı için bugün benzer bir risk altındadır. Ya TL'nin aşırı değerlenmesi uygun ekonomik politikalarla düzeltilecek, ya kriz doğacak, ya da doğabilecek bir kriz yüksek maliyetlerle ertelenecektir. Bu yazımızda, 2001 krizinden sonra yaşanan TL'nin aşırı değerlenme döneminde

Türkiye ekonomisinin katlandığı maliyetleri açıklamaya çalışacağız. Ancak, bu açıklamamızdan önce, 2006 yılında Türkiye'nin kaçırdığı bir fırsatı da kısaca açıklamak istiyoruz.

### **B. Türkiye'nin Kaçırdığı Fırsat**

2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında kurlarda bir yükseliş başlamış, kurlar piyasa mekanizması içinde bir düzeltme yapma eğilimine girmiştir. Bu eğilim çerçevesinde döviz kurlarında yaşanan artışlar sonucunda, 2002 Şubat ayında 194'e yükselmiş olan TL'nin değeri, Haziran ayında 159 düzeyine gerilemiştir. Ulaşılan bu 159 düzeyi, TL'nin denge değeri dolaylarında bir değerdir. Eğer kurlar bu denge değeri civarında korunabilseydi, kısa bir süre içinde ekonomi dengelerine kavuşabilirdi. Maalesef, kurların yukarıya doğru hareketlenmesi, ülkedeki sıcak parayı ürkütür, kaçırır endişesiyle hemen faizler yüzde 14'lerden yüzde 22'lere

yükseltilmiştir. Bu tekrar sıcak paranın Türkiye'ye akmasına neden olmuş, kurları düşme trendine sokmuş, TL tekrar hızla değer kazanmaya devam etmiştir. 2007 yılının şubat ayında, TL'nin değeri, tekrar 190 düzeyine yükselmiştir. Kanımızca, ekonomiyi dengelerine götürebilecek olan bu fırsatın kaçırılmaması gerekiyordu. Bu fırsatın yakalanması ekonomi için bir kazanç olacaktı, fakat bu durumdan zararlı çıkacaklar da vardı. Söz ettiğimiz, kurlardaki bu düzelme eğilimi döviz üzerinden borçlu olanları ve Türkiye'deki sıcak parayı önemli boyutlarda kayıplara uğratacaktı. İşte ekonomik politikaların şekillenmesinde bu gruplar etkili oldu.

### C. Yüksek Faiz Düşük Kur Sarmalı

2002 yılından bu yana, TL'nin değerlendirilmesinin arkasında "yüksek faiz düşük kur" sarmalı yatmaktadır. Bu sarmal şöyle işlemektedir:

- Türkiye'de, ülke riskinin yüksek olması, kaynaklarından daha fazlasını kullanması nedeniyle faizler dünya standartlarının çok üzerindedir. Bu yüksek faizler nedeniyle ülke sıcak para açısından çok cazip hale gelir.
- Para ile para kazanmak, bu yüksek faizlerden yararlanmak için ülkeye sıcak para girişleri hızlanır. Ülkeye gelen sıcak para, döviz kurlarını baskı altına aldığından, yüksek faiz kazançlarına ek olarak kur farklarından kazanç elde eder ve getirisi artar.
- Sıcak para getirilerin artması, yeni sıcak paraları davet eder.
- Bu ara ülkede yerleşik olan banka ve şirketlerin yurt dışından borçlanma maliyetleri düştüğünden, şirketler yurt dışı borçlarını arttırır, bu dövize talebi geciktirdiğinden kurların baskı altına alınmasına yardım eder.
- TL değerlendirirken ithal mallar ucuzlayıp, ihraç malları ve Türk işçisinin döviz cinsinden maliyeti artar. Bu nedenle de dış ticaret açıkları artar. Üretim şirketleri, bir

yandan ara mallarının ithalatını arttırırken, bir yandan da yurt dışında imalata yönelir.

- Dış ticaret açıkları yurda gelen sıcak parayla veya borçla karşılandığından, iç piyasadaki faizlerin düşmesini engeller.
- Sıcak para gelmeye devam eder.

Bu kısır döngü sürdürülebilir bir kısır döngü değildir. Ya bir krizle sonuçlanır, ya da kriz yüksek ekonomik maliyetlerle ertelenir. Türkiye ekonomisinin 2002 yılından bu yana yaşanan "yüksek faiz – düşük kur" sarmalı nedeniyle çok önemli ekonomik maliyetler ödemiştir. Aşağıda bu maliyetler özetlenecektir. Bu maliyetlerin bir kısmı dolaysız, bir kısmı ise dolaylı maliyettir. Aşağıda görüldüğü gibi, 2002 yılından bu yana Türkiye'nin elde ettiği ekonomik sonuçlar "yüksek faiz – düşük kur" sarmalının doğal sonuçlarıdır.

### D. Dış Ticaret

Türkiye'nin 2001 krizi sonrasındaki en büyük başarısı dış ticaret hacmindeki artış olarak belirtilmektedir. Gerçekten de, bu dönemde, ihracat 2,7 misli artmış, ithalat, 3,3 misli artmış, dış ticaret açıkları ise 5,2 misli artmıştır.

TL aşırı değerlendirirken ihracatın da artması, ilk bakışta beklentilere ters görünmektedir. İhracat artışı, ihracatta yerli üretim oranları azaltılarak sağlanmaktadır. Bu nedenle de ithalat ihracattan çok daha hızlı artmaktadır. TL aşırı değerlendirirken, 5 yıllık dönemde, yıllık ortalama ihracat artışı yüzde 22,2, ortalama yıllık ithalat artışı yüzde 27,1 ve yıllık dış ticaret açığı artışı yüzde 38,9'dur. 2001 yılında 31,3 milyar dolar olan ihracat 2006 yılında 85,3 milyar dolara yükselmiş; 2001 yılında 41,4 milyar dolar olan ithalat ise 137,3 milyar dolara çıkmıştır. Neticede, 2001 yılında 10,1 milyar dolar olan dış ticaret açıkları beş yıl içinde 5 misline katlanarak 52 milyar doları aşmıştır.

Dış ticaret açıklarının bu denli hızlı artması, Türkiye'nin üretmeden tüketmesi anlamına gelmektedir. Türkiye'nin cari

açıkları ve bu nedenle de dış borçları artmaktadır. Ayrıca, ihracatta ithal girdilerinin oranının artmakta olması, istihdam ve gelir kaybı anlamına gelir. TL'nin değerinin artmakta olduğu bir dönemde böyle bir sonuç beklenen bir sonuçtur.

Dış ticaret açıkları diğer cari işlem gelirleriyle kapatılamadığı zaman çok önemli riskler doğabilir. Türkiye'nin diğer çarü işlem gelirleri Turizm gelirleri ve yurt dışındaki Türk işçilerinin yolladıkları dövizlerdir.

#### **E. Turizm Gelirleri ve Yurtdışındaki İşçilerin Yolladıkları Dövizler**

Türkiye'nin turizm gelirleri 2001 krizinden 2006 yılına kadar çok önemli bir artış temposu izlemiştir. 2001 yılında 8 milyar 90 milyon dolar olan turizm gelirleri dört yıl içinde iki mislinden daha fazla büyüyerek 2005 yılında 18 milyar 152 milyon dolara yükselmiştir. Ancak, 2006 yılında turizm gelirlerinde bir düşüş yaşanmıştır. 2006 yılı turizm gelirleri 16 milyar 853 milyon dolardır. Turizm gelirlerinde yaşanan trend gelen turist adedindeki trendden kaynaklanmaktadır. 2001 yılında gelen turist sayısı 11 milyon 618 bin kişiyken, 2005 yılında 21 milyon 125 bin kişiye yükselmiş, 2006 yılında ise

bu sayı 19 milyon 820 bine düşmüştür. Gelen turist sayısında ve turizm gelirlerindeki "patlama" çok olumlu bir gelişmedir. Ancak, Türkiye'ye gelen turistlerin yaptıkları kişi başına harcama düşündürücü bir trend izlemektedir. 2002 yılında Türkiye'ye gelen her bir turist, ortalama 640 dolar harcamıştır. 2003 yılında turist başına harcama 946 dolara yükselmiştir. İzleyen yıllarda turist başına harcama tekrar bir düşüş trendine girmiş ve 2006 yılında 850 dolara inmiştir. Türkiye'de turist başına harcama çok düşük düzeydedir. Turist başına gelirdeki trend değerlendirilmeye muhtaçtır.

Bir zamanlar yurt dışındaki işçilerin Türkiye'ye yolladıkları dövizler Türkiye'nin dış ticaret açıklarını kapamakta önemli rol oynamıştır. Ancak, yurt dışındaki işçilerin giderek bu ülkelere yerleşmeleri, Türkiye'ye yolladıkları döviz tutarlarını çok azaltmıştır. Her ne kadar yurt dışındaki işçilerin Türkiye'ye yolladıkları döviz tutarı 2001 yılında 2 milyar 786 milyon dolar tutmuşsa da, 2002 yılında 1 milyar 936 milyon dolara, ondan sonraki yıllarda ise bir milyar dolar dolaylarına inmiştir.

Turizm gelirleri ve yurt dışındaki işçilerin Türkiye'ye yolladıkları dövizlerle ilgili açıklamalarımızdan, artan cari işlem açıklarının dış ticaret açıklarından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

## **F. Cari İşlem Açıkları**

Aşağıdaki cari açıklar grafiğinde görüldüğü gibi, her ne kadar 2001 yılı krizine gelene kadar cari işlemler açık ve fazlaları bir bant içinde dalgalanmış, kriz öncesi yıllarda açıklar artış eğilimine girmişse de, 2001 krizinden bu yana cari işlemler açıkları inanılmaz bir hızla artmaktadır. 2001 krizini doğuran nedenlerden biri, 2000 yılında cari işlem açıklarının 9 milyar 821 milyon dolar düzeyine yükselmesidir. Bu cari işlem açıkları düzeyi, o dönemde 201 milyar 276 milyon dolar olan milli gelirin yüzde 4,9'u tutarındaydı. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, pek çok ekonomist bu düzeyin kriz riski doğuran bir düzey olduğunu kabul etmektedir. 2001 yılında bu ekonomistlerin öngörülleri doğrultusunda bir kriz yaşanmıştı.

2001 kriz yılında, kurların hızlı artışı ve TL'nin yüzde 20 dolaylarında değer kaybetmesi sonucunda, cari işlem dengesi 3,3 milyar dolar fazla vermişti. 2002 ve izleyen yıllarda cari işlem açıkları yılda

ortalama 7 milyar 250 milyon dolar artarak, 2006 yılında 31 milyar 250 milyon dolara ulaşmıştır. Yıllık artışlar dalgalanma göstermeyen çok net artışlardır. 2006 yılında cari işlem açıkları

milli gelirin yüzde 7,5'u dolaylarındadır. Öbür yandan, cari işlem açıkları dolar cinsinden açıklar, milli gelir ise YTL cinsinden gelirdir. Cari açıkların milli gelire oranı alındığında TL'nin aşırı değerli olması hesaplanan yüzdeleri düşürmektedir. 2006 yılı için denge dolar kuru 1.8 YTL olduğunu varsayarsak, cari işlem açıklarının milli gelire oranı yüzde 10 dolaylarında yükselmektedir. Cari açıkların yatırım malları ithalatından kaynaklanması durumunda, yapılan yatırımlar bu borçları ödeme gücü yaratabilir. Fakat, cari açıklar, Türkiye'de olduğu gibi çoğunlukla aramalı ve tüketim malı ithalatından kaynaklanıyorsa bu ciddi bir tehlike işaretidir.

Türkiye'nin cari işlem açıklarını değerlendirmede, uluslararası sıralamadaki yerinin incelenmesinin de yararı olacaktır. Elimizde sadece 2005 yılı için uluslararası sıralama mevcuttur. Uluslararası sıralamada Türkiye, sıralamaya giren 163 ülke arasında 157. sırada yer almaktadır. Dünya sıralamasında, 65 ülkenin cari işlem fazlası bulunmaktadır. Bu ülkeler, Japonya, Çin, Almanya, Suudi Arabistan, Rusya ve İsviçre gibi ülkelerdir. Geri kalan 91 ülkenin cari işlem açığı Türkiye'ninkinden daha düşüktür. Bu ülkeler arasında Bulgaristan, Romanya ve Yunanistan gibi, Türkiye'nin komşuları da bulunmaktadır. Sıralamaya giren ülkelerden sadece 6 ülkenin cari işlem açığı Türkiye'ninkinden daha büyüktür. Bu ülkeler İtalya, Fransa, Avustralya, İngiltere, İspanya ve ABD'dir. Sıralama 2005 yılı sıralamasıdır. 2005 yılında sıralamada Türkiye'nin cari işlem açığı 23 milyar 80 milyon dolar olarak alınmıştır. 2006 yılında Türkiye'nin cari işlem açığı 31.3 milyar dolara çıkmıştır. Bu hızlı yükselişin sıralamaya etkisi büyük bir ihtimalle olumlu olmayacaktır.

Öbür yandan, cari işlem açıklarının milli gelire oranının sıralaması daha anlamlı olabilir. Ülke sıralamalarında milli gelir satınalma paritesi olarak tanımlanmaktadır. 2005 yılında, satınalma paritesi açısından Türkiye'nin milli geliri 584,5 milyar dolardır. Bu

hesaba göre Türkiye için cari açığın milli gelire oranı yüzde 3,9 düzeyindedir. Cari açığın milli gelire oranı açısından sıralama oldukça değişmektedir. Örneğin, cari açığı Türkiye'nin cari açığından daha küçük olan Bulgaristan, Romanya ve Yunanistan'ın milli gelirlerine oranla cari açıkları, sırasıyla yüzde 5,5, yüzde 4,5 ve yüzde 7,5'tur. Öbür yandan Cari açıkları Türkiye'nin cari açıklarından daha fazla olan İtalya'nın cari açıklarının milli gelirine oranı yüzde 1,6, Fransa'nın yüzde 2,2 ve İngiltere'nin yüzde 3,2'dir. Cari açıkları Türkiye'ninkinden fazla olan ülkelerin hiçbirinin cari açıklarının milli gelirlerine oranı yüzde 8'den yüksek değildir. Dünya üzerinde en büyük cari açıklar veren ülkesi olan ABD'nin cari işlem açıkları 2005 yılında 830 milyar dolardır. Bu açık, ABD'nin milli gelirinin sadece yüzde 6,7'sidir.

Pek çok ekonomistin söylediği gibi, cari işlem açıkları kadar, bu açıkların kapatılma şekli de önemlidir. Cari açıkların kapatılma şekilleri, varlık satışları, yurt dışından doğrudan yatırım (yabancı sermaye girişleri) sıcak para girişleri, uzun vadeli borçlar ve yatırım projeleri borçlarıdır. 2001 krizinden bu yana cari işlem açıklarının ne şekilde kapatıldığına bir göz atmak yararlı olacaktır.

#### **G. Cari İşlem Açıklarının Kapatılma Şekilleri**

**Yabancı Sermaye Giriş ve Çıkışları:** Cari açıkların borçları arttırmadan kapatılma şekli yabancı sermaye girişleridir. 2001 krizinden bu yana Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerinde önemli bir artış olmaktadır. 2002 yılında 1 milyar 137 milyon dolar olan yabancı sermaye girişleri, 2003 yılında 1 milyar 752 milyon dolara, 2004 yılında 2 milyar 883 milyon dolara, 2005 yılında 9 milyar 813 milyon dolara ve 2006 yılında 19 milyar 797 milyon dolara yükselmiştir. Oysa, 2000 yılına kadar, her yıl Türkiye'ye gelen yabancı sermaye bir milyar doların altında kalmıştır. Bu durum kimilerince ekonomideki en olumlu gelişmelerden biri olarak nitelendirilmektedir. Oysa,

Türkiye'ye doğrudan yatırım olarak nitelendirilen bu yabancı sermaye girişlerinin çok büyük bir oranı yeni iş, yeni aş yaratmamakta, mevcut özel kuruluşları satın almakta veya özelleştirme uygulamalarından kaynaklanmaktadır. Bu durum yeni bir iş sahasının açılması değil, mevcut bir tesisin yabancılara devridir. Bu kapsamda 2002 yılından bu yana Türkiye'nin özelleştirme uygulamalarına da kısaca bakmak gerekmektedir.

Özelleştirme, kamu tarafından işletilen kurumların daha verimli çalışmanın bir aracı olduğu takdirde savunulabilir. Oysa, 2000'li yıllarda özelleştirme bütçe açıklarını kapatmanın bir aracı olarak uygulanmaya başlanmış, devlet bütçesine kârları ile önemli katkılar yapan Türkiye'nin en kârlı kuruluşları 5-10 yıllık kârları karşılığında yabancı ve yerli kuruluşlara satılmıştır.

2002 yılından bu yana elde edilen 18 milyar 298 milyon dolar özelleştirme satış gelirinin yüzde 90'ı 2005 ve 2006 yıllarında elde edilmiştir. Bu yılların önemli özelleştirme gelirleri T. TELEKOM, TÜPRAŞ ve ERDEMİR'in özelleştirilmesinden elde edilmiştir. T. TELEKOM 6 milyar 550 milyon dolara, TÜPRAŞ 4 milyar 140 milyon dolara, ERDEMİR ise 2 milyar 770 milyon dolara satılmıştır. Ayrıca halka arz, uluslararası arz ve İMKB'de satış yoluyla, THY, PETKİM ve TÜPRAŞ hisselerinden 1 milyar 132 milyon dolarlık satış gerçekleştirilmiştir. İstanbul Sanayi Odasının Türkiye'nin 500 büyük sanayi anketinin belirlediği gibi, TÜPRAŞ Türkiye'nin en büyük kuruluşudur. Bu kuruluş 2005 yılında 727 milyon YTL kâr elde etmiştir. ERDEMİR ise, yine İSO sıralamasında Türkiye'nin 5. büyük sanayi kuruluşudur. ERDEMİR'in 2005 yılı kârı 342.5 milyon YTL'dir. Devlet özelleştirmeden elde ettiği satış gelirleriyle bütçesini desteklemiş, faiz öncesi bütçe fazlası verme çabası içinde olmuş, fakat, bu kuruluşların ilerideki yıllarda kazandırabileceği kaynaklardan mahrum kalmıştır.

Şunu da belirtmekte yarar var 2004 yılına kadar Türk şirketlerinin yabancı ülkelerdeki doğrudan yatırımları da çok düşük düzeylerde kalmıştır. 2004 yılından bu yana bu yatırımlar yılda bir milyar dolar dolaylarına yükselmiştir. Bu durum, yerli şirketlerimizin küreselleşme içinde yerlerini almaya başladığını göstermektedir. Her stratejik konuda olduğu gibi, yerli şirketlerin başka ülkelerde yatırım yapmalarının olumlu yönleri yanında olumsuz yönleri de vardır. Türk şirketleri üretim tesislerini yurt dışına taşımaları ekonomide istihdam kaybına neden olmaktadır. TL aşırı değerlenir, işçi ücretleri döviz bazında pahalılaşırken, yurt içi üretimin yurt dışına kaymaya başlaması beklentilere uygun bir durumdur.

**Sıcak Para Girişleri ve Kazançları:** Bilindiği gibi, sıcak para doğrudan yabancı yatırımlara benzememektedir. Sıcak para bir ülkeye sadece para ile para kazanmak için gelir. Bu nedenle sıcak para ülkede bir gelir yaratmadığı için, kazandığı para ülkenin yarattığı gelirden aldığı paydır. Sıcak para, borsaya girmekte veya borç senetlerine (Türkiye'de devlet kağıtlarına) yatmaktadır.

Borsaya bakacak olursak, 2002 yılında borsaya sıcak para girişi olmamış, hatta 16 milyon dolarlık bir çıkış olmuştur. Ancak izleyen yıllarda borsaya önemli boyutlarda girişler olmuştur. 2003 yılında yabancı yatırımcılar olarak borsaya giren sıcak para 905 milyon dolar, 2004 yılında 1 milyar, 427 milyon dolar, 2005 yılında 5 milyar 699 milyon dolardır. 2006 yılında borsaya giren sıcak para tutarında düşüş olmuş, 1 milyar 939 milyon dolara gerilemiştir.

Türkiye'ye gelerek, TL'ye çevrilen ve devlet borç senetlerine yatan sıcak para, Türkiye'deki çok yüksek faizlerden yararlanmıştır. Vade sonlarında tekrar dolara döneken TL'nin değerlenmesi nedeniyle elde ettiği kazanç çok büyük olmaktadır. Türkiye'de devlet kağıtlarına yatan sıcak para 2002 yılında yüzde 52, 2003 yılında yüzde 60, 2004 yılında yüzde 39, 2005 yılında yüzde 21 ve 2006 yılında yüzde 18 dolaylarında kazanç elde



etmiştir. Sıcak para üretim yapmamakta, gelir yaratmamaktadır. Bu nedenle sıcak paranın bu kazançları Türkiye'nin kayıpları anlamındadır. Her ne kadar sıcak para kazançları bir düşüş eğilimi göstermiş olsa da, bu düzeyler hiçbir şekilde makul gösterilebilecek düzeyler değildir. Bir ülke sadece milli gelir artışı oranlarında bir faiz yükü taşıyabilir. Bu faiz yükünün üzerindeki sıcak para maliyetleri Türkiye'nin sıcak paraya soydurulması anlamına gelmektedir.

Türkiye'de kazançların bu denli yüksek olması nedeniyle, 2001 yılından bu yana Türkiye'ye hızla artan oranlarda sıcak para girişleri olmuştur. 2002 yılında devlet kağıtlarına yatan sıcak para 1 milyar 519 milyon dolar, 2003 yılında 2 milyar 946 milyon dolar, 2004 yılında 7 milyar 984 milyon dolar, 2005 yılında 9 milyar 1 milyon dolar ve 2006 yılında 9 milyar 463 milyon dolardır. Yani 5 yıl içinde Türkiye'ye gelip devlet kağıtlarına yatan sıcak para 30 milyar 913 milyon dolardır. 2002 yılı başında Türkiye'deki sıcak parayı da hesaba katarsak, sıcak para kazanç yüzdelerindeki düşüslere rağmen, 5 yılda sıcak para kazançları 56 milyar dolar dolaylarında tahmin edilmektedir. Yani Türkiye bu 5 yılda sıcak paraya 56 milyar dolar kaptırmıştır.

**Dış borçlar:** Türkiye'nin dış borçları hızlı bir artış temposu içindedir. 2000 yılında 118,5 milyar dolar olan dış borçlar, 2001 yılında 5 milyar dolarlık bir düşüşle 113,6 milyar dolara gerilemiştir. 2001 yılından bu yana dış borçlar artış temposunu sürdürmektedir. 2001 yılı sonunda 113,6 milyar dolar olan dış borçlar 2006 yılında 206,5 milyar dolara ulaşmıştır. Görüldüğü gibi, 5 yıl içinde dış

borçlardaki artış yüzde 88 dolaylarındadır. Ulaşılan borç düzeyi milli gelirin yüzde 50'si dolaylarındadır. Milli gelir YTL üzerinden hesaplanmakta olduğundan, TL de aşırı değerli olduğundan dış borçların milli gelire oranının yüzde 50'nin çok üzerinde olduğu söylenebilir. Halk arasındaki yaygın söylenen şekliyle her Türk vatandaşı 2868 dolar borçla doğmaktadır.

Türkiye'nin dış borçlarının çok önemli bir bölümü özel sektör borçlarıdır. 2001 yılında Türkiye'nin dış borçlarının yüzde 36'sı özel sektör borcu iken, 2006 yılı sonunda bu oran yüzde 57'ye yükselmiştir. Bu beş yıllık dönemde özel sektörün dış borçları 2,7 misli artmıştır.

Türkiye'de enflasyondan arındırılmış reel faizler çok yüksektir. Bu denli yüksek reel faizler Türk şirketlerinin rekabet gücünü çok düşürmektedir. Oysa, yurt dışından borçlanmalarda hem faizler düşük olduğu, hem de TL değer kazandığı için ve borçlar daha ucuz dövizle ödendiği için yurt dışından borçlanmak çok cazip hale gelmektedir. Örneğin, devlet kağıtları borçlanma faizinin yüzde 47,7 olduğu 2002 yılında yurt dışından borçlanmanın yükü sadece yüzde 14 olmuştur. 2003 ve 2004 yıllarında yurt dışında borçlananlar, TL'nin aşırı değerlenmesi nedeniyle, sırasıyla yüzde 5,9 ve yüzde 5,4 kazançlı çıkmıştır. 2005 yılında yurt dışından borçlanmanın maliyeti sadece yüzde 0,5'tir. 2006 yılı Mayıs ve Haziran aylarında döviz kurlarının yükselmesi neticesinde yurt dışından borçlanmanın maliyeti yüzde 9,6'ya yükselmiştir. Bu yükselen faiz dahi, 2006 yılı için yüzde 17,5 olan ortalama devlet kağıtları faizinin çok altındadır.

Yurt dışından borçlanmanın bu denli avantajlı olması sonucunda özel kesim, rekabet gücünü de arttırmak amacıyla yurt dışından borçlanmaya yönelmiştir. İstanbul Sanayi Odası'nın Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu anket sonuçlarından anladığımıza göre, bu dönemde kapsam içindeki şirketlerin faaliyet kârları düşmüş fakat bu düşüşler ucuzlayan kredi maliyetleri ile telafi edilmiştir. Öbür yandan, gelinen noktada, özel sektör çok büyük bir kur, devalüasyon veya kriz riski altındadır. Her hangi bir şekilde kurlar denge kurlara doğru yöneldiğinde özel sektör firmaları büyük kayıplara uğrayacaktır. Bu nedenlerden yurt dışından borçlu olan özel sektör kuruluşları TL'nin değer kaybetmemesi için gerekli kulis faaliyetlerini yürütmektedir.

2001 yılından bu yana devletin dış borçlarındaki artış özel kesiminkine kıyasla düşük düzeyde kalmıştır. 2001 yılında 46 milyar dolar olan devlet dış borçları 2004 yılında 73,8 milyar dolara kadar yükselmiş, 2005 yılında tekrar 68,1 milyar dolara düşmüş, 2006 yılının

üçüncü çeyreği sonunda ise tekrar, tahmini 72 milyar dolar düzeyine yükselmiştir.<sup>2</sup> Devlet dış borçlarının milli gelire oranı yüzde 16,7 dolaylarındadır. Ancak, Türkiye dış borçlanmalarında yüzde 11-12 dolaylarıncaya çok yüksek faizler ödemektedir.

Devletin iç borçlarını da dahil edersek, 2006 yılı sonunda devlet borçlarının milli gelire oranının yüzde 61,4 dolaylarında olduğu söylenebilir. Bu düzey ise, TL'nin aşırı değerli olduğunu hesaba katmazsak, yüzde 60 olan Maastricht kriterleri düzeyine oldukça yakındır.

2005 yılında 170 milyar dolar dış borcuyla Türkiye dünya sıralamasında 24'cü sırada yer almaktaydı. Yani dünya üzerinde sadece 23 ülkenin dış borçları Türkiye'ninkinden daha yüksekti. 2006 yılında dış borçların 207 milyar dolara çıktığını hatırlarsak, Türkiye'nin dış borçları en yüksek olan ülkelerden biri olduğu açıkça görülmektedir.

---

<sup>2</sup> Devlet borçlarına T.C. Merkez Bankası borçları dahil değildir.

## H. Özet ve Sonuç

Yaptığımız çalışmayı özetleyecek olursak, 2001 yılından bu yana Türkiye varlık satışları yapmış, ülkeye gelen sıcak paraya çok büyük maliyetler ödemiş, borçları artmış, elde ettiği dış kaynaklarla ürettiğinden fazlasını tüketen bir ülkeye dönüşmüştür. Bu gelişmelerin temel sebebi TL'nin aşırı değerlenmekte olmasıdır.

2001 krizinden bu yana, TL aşırı değerlendirildiği için dış ticaret açıkları artmış, turizm ve işçi gelirleri dış ticaret açıklarını kapatamadığından, artan dış ticaret açıkları, cari işlem açıklarına yansımıştır. 2006 yılı sonuna gelindiğinde dış ticaret açıkları 52 milyar doları, cari işlem açıkları ise 31.3 milyar doları bulmuştur. Dış ticaret açıkları kaybedilen üretim ve istihdam anlamına gelmektedir. Cari açıklar nedeniyle, 2002 yılında 130 milyar dolar olan dış borçlar 2006 yılı sonunda 207 milyar doları bulmuştur.

TL'nin aşırı değerlendirilmesi istihdamı da etkilemektedir. TL aşırı değerlendirildikçe, Türk işçisi de yabancı para cinsinden pahalılaşmaktadır. Eğer uluslararası rekabet ortamında ucuz işçiliği bir mukayeseli avantaj olarak kullanıyorsanız, bu avantaj ortadan kalkmaktadır. Türk işçisinin ücretlerinin döviz cinsinden artması sonucu, kimi şirketler yerli hammadde ve aramalı yerine yabancı hammadde ve aramalı kullanmakta, bazı şirketler de üretimlerini yurt dışında kaydırmaktadır. Bu nedenlerin de etkisiyle, Türkiye'de işsizlik çok önemli bir sorun olmaya devam etmektedir.

Öbür yandan, ülke ekonomisi açısından olumsuz yönleri çok önemli boyutlarda olan TL'nin aşırı değer kazanması, Türkiye'deki bankalar ve Türk sanayii için, geçici ve kısa vadeli fırsatlar da yaratmaktadır. En önemli fırsat, dışarıdan borçlanma yükünün azalmasıdır. Sanayi düşük faizle yurt dışından temin ettiği borçları, ucuzlayan dövizle ödediğinde, zaman zaman net kazanç dahi elde etmiştir. Ancak bu durum çok riskli bir durumdur. Şirketlerin açık döviz pozisyonları çok büyük oranda

devalüasyon ve kriz riski taşımaktadır. 2006 yılının üçüncü çeyreğinin sonunda bankaların 20 milyar dolar, sanayi kuruluşlarının ise 21 milyar dolar dolaylarında kısa vadeli dış borçları bulunmaktadır. Taşınan risk çok önemli boyutlardadır. Ancak, dışarıdan borçlanma finansman giderlerini çok düşürdüğünden kâr üzerinde olumlu etki yapmakta ve şirketlerin düşen kârlılıklarını örtmekte, gizlemektedir.

Türkiye'de devlet kağıtlarına yatan sıcak paranın elde ettiği döviz bazında kazanç, 2002 yılında yüzde 52, 2003 yılında yüzde 60, 2004 yılında yüzde 39, 2005 yılında yüzde 21 ve 2006 yılında yüzde 18 dolaylarındadır. Bu denli yüksek kazançlar hiçbir şekilde makul karşılanamayacak kazançlardır. Türkiye'de bulunan sıcak paranın gerçek boyutları bilinmemektedir. Kimi tahminlere göre 2002 yılında 16,8 milyar dolar olan sıcak para, giderek 2006 yılında 65 milyar dolara yükselmiştir. Bu tahminlere göre Türkiye bu 5 yıl içinde sıcak paranın yaklaşık 56 milyar dolar para kazanmasını sağlamıştır. Bu Türkiye için çok büyük bir kayıptır.

### Kaynakça

DPT, Aylık Ekonomik Göstergeler, Şubat 2007.

The World Factbook, [www.cia.gov/cia/publications/factbook](http://www.cia.gov/cia/publications/factbook)

Dornbusch, R. "A Primer on Emerging Market Crises" <http://veb.mit.edu/rudi/www/media>

Ertuna, Ö, "Kur çıpası ve Finansal Krizler", Prof.Dr. Zeyyat Hatiboğlu'na Armağan, Doğu Üniversitesi, İstanbul 2004, s. 105-120.

Ertuna, Ö. "Yüksek Faiz Düşük Kur Sarmalı ve Çözümler". MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim 2006. s. 7-17.

Ertuna, Ö. "TL'nin Değer Kazanması ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Temmuz 2004. s. 6-16.

Ertuna, Ö. "TL'nin Aşırı Değerlenmesinin Makro ve Mikro Çelişkisi", MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ocak 2005. s. 6-17.

Stiglitz, J:E: "Reforming the global Economic Architecture: Lessons from Recent Crises", Journal of Finance, 1999, 54/4

Özer Ertuna: 2005 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı 485, Ağustos 2006, sayfa 162-169.

