

Yüksek Faiz Düşük Kur Sarmalı ve Çözümler Bir Simülasyon Denemesi

Prof. Dr. Özer Ertuna
Boğaziçi Üniversitesi, İİBF

Özet

Türkiye ekonomisi farklı ekonomi politikaları ve istikrar tedbirleri altında bir yüksek faiz – düşük kur sarmalına girmekte ve TL aşırı değerlenme trendini yeni bir krize kadar sürdürmektedir. Bu durum kurların çıpa olarak kullanıldığı dönemde yaşandığı gibi, dalgalı kur rejimi altında da yaşanmıştır. Bu makale, satınalma ve faiz hadleri paritelerine dayalı, “zaman” ve “TL değeri” bağımsız değişkenli dış ticaret regresyonlarından yararlanan bir simülasyon modeli çerçevesinde TL'nin aşırı değerlenmesinin etkilerini incelemekte ve aynı simülasyon modeli çerçevesinde gelecek için senaryolar oluşturarak değerlendirmektedir. Yüksek faiz – düşük kur sarmalının sürdürülmesi Türkiye için sakıncalı bir tutumdur. Türkiye, doğabilecek bir krizi önleyebilmek için, ekonominin aktörleri arasındaki bir uzlaşmaya dayalı, piyasa dengelerini kurucu ve koruyucu bir ekonomik program uygulamak zorundadır. Böyle bir program, Türkiye'ye ekonomisini güçlendirme imkanı verecektir.

Anahtar Sözcükler: Aşırı değerlenmiş para, krizler, simülasyon uygulamaları.

Abstract (High Interest – Low Exchange Rate Vicious Circle and Solutions)

Turkish economy is captured by high interest – low exchange rate vicious circle under different economic policies and stabilization programs. Under this vicious circle TL keeps its overvaluation trend until a new economic crisis. Turkey has experienced this trend both under pegged exchange rate and floating exchange rate regimes. This article studies the effects of the overvalued TL using a simulation model structured on purchasing power parity and interest rate parity theorems, benefiting from foreign trade regressions with “time” and “value of currency” independent variables. Future scenarios are also studied using the same simulation model. It is harmful for Turkish economy to insist on high interest – low exchange rate policies. In order to eliminate the risk of a probable crisis, Turkey should adopt an economic policy which establishes and preserves the parities among inflation, interest rates and exchange rates and which receives the support of the economic agents. Such a policy will also strengthen the performance of the Turkish economy.

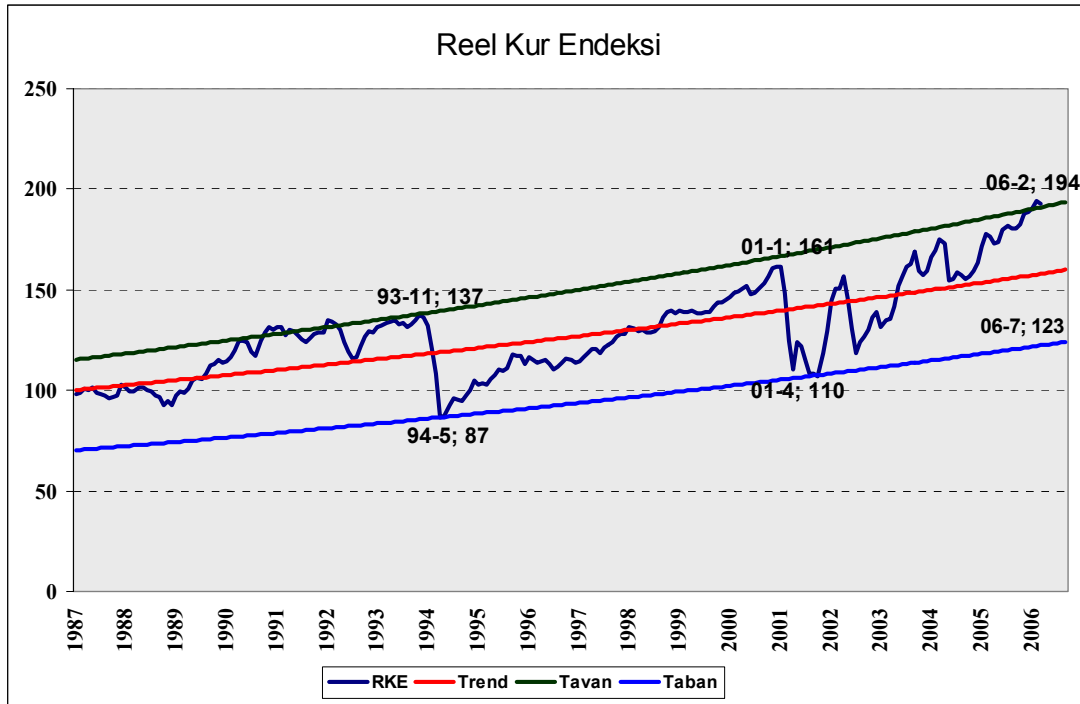
Key Words: Over valued currency, Crisis, simulation applications.

1. Türkiye'nin Yaşadığı Krizler ve Yüksek Faiz-Düşük Kur Sarmalı

Bu makalemizde Türkiye'de yüksek faiz – düşük kur sarmalının etkileri, krizlerle ilgili ilişkisi incelenecek ve çözümler önerilecektir. Yüksek faiz – düşük kur sarmalının etkileri ve çözüm yolları bir simülasyon modeli çerçevesinde değerlendirilecektir.

Türkiye ekonomisi liberalleşme süreci içinde, ekonomisinde fiyatlar¹ arası dengeleri kuramadığından iki önemli kriz yaşamıştır; bunlar 1994 ve 2001 krizleridir. Her iki kriz de farklı ekonomik politikalar altında TL'nin aşırı değerlenmesi sonucu ortaya çıkmıştır. Grafik 1'de görüldüğü

gibi, TL'nin yabancı paralar karşısında değeri 1991 yılına kadar hızla artmış, üç yıl kadar tavan değeri etrafında seyretmiş, 1987 yılında değeri 100 olan reel kur endeksi 1994 yılında 137 düzeyine ulaştığında kriz yaşanmıştır.² 1994 Yılı başında yaşanan kriz TL'nin aşırı değer kaybetmesiyle sonuçlanmış, reel kur endeksi 87 dolaylarına gerilemiştir. 1994 Yılından sonra TL tekrar değerlenme trendine girmiştir. TL aşırı değerlendirildikten sonra ortaya çıkan sorunların çözülmesi için 2000 yılında Türkiye, IMF destekli, döviz çıpasına dayanan bir ekonomi politikası uygulamaya başlamıştır.



IMF destekli bu programda döviz

kurlarının yüzde 20 artması hedeflenmiş, ve döviz kuru çıpası ücret artışlarının yüzde 25 dolaylarında tutulmasıyla desteklenmiştir.³ Uygulanan kur çıpası

¹ Söz konusu fiyatlar, piyasa ekonomilerinde ekonomiyi yönlendiren mal ve hizmet fiyatları, faizler, kurlar ve ücretlerdir.

² DPT 1987 yılından bu yana TL'nin döviz sepeti karşısında değerini belirten reel kur endeksi yayınlamaktadır.

³ Kur çıpası uygulamasındaki sorunlarla ilgili kuramsal bir açıklama için bakınız: Özer

politikası MUFAD Dergisi'nin Nisan 2000 sayısında değerlendirilerek varılan sonuçlar aynen şöyle belirtilmiştir: *"Program riskli bir programdır. Kurlar yavaş arttırılırken, faizler aynı hızla düşmeyebilir. Bu durum ekonominin sıcak para tarafından soyul-ması ile sonuçlanır. Kurlar yavaş artarken faizler de düşer, fakat enflasyon düşmezse, hızla değerlenen TL ve negatif reel faizler, gecikmeli dahi olsa yeni krizler doğurur."*⁴

Beklendiği gibi, uygulama sırasında, kurlar yavaş artarken faizler dış borçlanmayla düşürülmüş, fakat enflasyon yeterli oranda düşmemiş, reel kur endeksi 161'e yükselerek TL hızla değerlenmiş ve 2001 krizi patlak vermiştir. Kriz sonrası reel kur endeksi 110 düzeylerine gerileyerek TL bu defa da aşırı değer kaybetmiştir. Kriz nedeniyle, tekrar IMF telkinleriyle (!) Türkiye kur çıpası politikasını terk etmiş ve dalgalı kur rejimine geçmiştir. İlginç olan nokta, 2001 krizinden sonra dalgalı kur rejimine geçilmesine karşın, Grafik 1' de görüldüğü gibi, TL yeniden aşırı değerlenme trendine girmiştir. Yani, kurların dalgalanmaya bırakılması, "denge" kurlarının oluşmasına zemin hazırlayamamasıdır. Bunun nedeni, 2001 krizinden sonra dış kaynağa dayalı bir istikrar paketi uygulan-ması ve ülkeye giren sıcak paradır. Türkiye 2001 yılı Temmuz ayından bu yana "yüksek faiz, düşük kur" kısır döngüsüne girmiştir. Yani, borçlanma sonucu dışarıdan gelen para ve Türkiye'deki yüksek faizlerden yararlanmak isteyen sıcak para Türkiye'ye aktıkça kurlar baskı altında kalmış, kurların bu baskı nedeniyle yavaş artışı sonucunda sıcak paranın kazançları daha da artmış, bu da yeni sıcak parayı davet etmiştir. Bu kısır döngü, bir taraftan ülkenin sıcak para tarafından "soyulma-sıyla" sonuçlanırken bir taraftan

da cari işlem açıklarını ve dolayısıyla dış borçları tehlikeli düzeylere çekmiştir. Sıcak paranın Türkiye'de elde ettiği döviz bazında kazanç, 2002 yılında yüzde 56, 2003 yılında yüzde 65, 2004 yılında yüzde 35, 2005 yılında yüzde 25 dolaylarındadır. Bu denli yüksek kazançlar hiçbir şekilde makul karşılanamayacak kazançlardır. Öbür yandan, TL aşırı değerlendirildiği için dış ticaret açıkları artmış, turizm ve işçi gelirleri düzeylerini koruduğundan, artan dış ticaret açıkları, cari işlem açıklarına yansımıştır. 2005 yılında dış ticaret açıkları 43 milyar doları, cari işlem açıkları 23 milyar doları bulmuştur. Cari açıklar nedeniyle, 2002 yılında 130 milyar dolar olan dış borçlar 2005 yılı sonunda 170 milyar dolara yükselmiştir.⁵

TL'nin aşırı değerlendirilmesinin olumsuz etkileri burada da kalmamaktadır. Ağustos ayında açıklanan ISO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu anketi sonuçları sanayi için de durumun iyiye gitmediğini göstermektedir. Türkiye'nin milli gelirinin yüzde 13,5'ünü yaratan bu 500 büyük kuruluşun varlık karlılığı 2002'den bu yana düşmekte, 2005 yılında ortak karlılığında da bu düşüş izlenmektedir.⁶

TL'nin aşırı değerlendirilmesi istihdamı da etkilemektedir. TL aşırı değerlendirildikçe, Türk işçisi de yabancı para üzerinden pahalılaşmaktadır. Eğer uluslararası rekabet ortamında ucuz işçiliği bir mukayeseli avantaj olarak kullanıyorsanız, bu avantaj ortadan kalkmaktadır. Kimi şirketler yerli hammadde ve aramalı kullanımından yabancı hammadde ve aramalına kaymakta, bazı şirketler de üretimlerini yurt dışında yapmaya veya yaptırmaya yönelmektedir. Bu nedenlerin de etkisiyle, 2005 yılında Türkiye'de işsizlik önemli bir artış göstermiştir. 2004 Yılında Türkiye'de sivil istihdam 21 milyon 791 bin kişi iken, 2005 yılında 21 milyon 332 bin kişiye

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

⁴ Özer Ertuna: 2000 yılı İstikrar Programı, MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 6, Nisan 2000, s.12-20.

⁵ Özer Ertuna: TL'nin Değer Kazanması ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Temmuz 2004, s. 6-16.

⁶ Bakınız: Özer Ertuna: 2005 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı 485, Ağustos 2006, sayfa 162-169.

gerilemiştir. İstihdam kaybı yaklaşık 460 bin kişidir. 2005 Yılı içinde istihdama yeni katılacaklar da göz önünde bulundurulacak olduğunda bu düşüş çok önemli bir düşüştür. 2005 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük firmasında istihdam 16,000 kişi azalmıştır.

Öbür yandan, ülke ekonomisi açısından olumsuz yönleri çok önemli boyutlarda olan, TL'nin aşırı değer kazanması, Türk sanayii için, geçici ve kısa vadeli olsa da, 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. 2005 Yılı sonunda İMKB'de işlem gören şirketler üzerinde yaptığımız bir inceleme, şirketlerin, satış gelirlerinin yüzde 13.7'si oranında döviz cinsinden açık pozisyon taşıdıklarını ortaya koymuştur. Taşınan risk çok önemli boyutlardadır. Ancak, dışarıdan borçlanma finansman giderlerini çok düşürdüğünden kar üzerinde olumlu etki yapmakta ve şirketlerin düşen karlılıklarını örtmekte, gizlemektedir.

2005 Yılı'nın ekonomi açısından olumlu görünen yanı, enflasyonun yüzde 6 dolaylarına düşürülmüş olmasıdır. Ancak enflasyonda bu düşüşün sağlanmasında TL'nin aşırı değerlenmesinin etkisi yadsınma-malıdır. İthal edilen mallar ucuzlamış, yerli üretilen mallar da ithal mallarla rekabet etmek zorunda kalmıştır. 2005 Yılı'nın diğer bir başarısı, milli gelirdeki artıştır. Bu artışta da ithal mallardan alınan vergilerin ve ithalattan elde edilen ticari kazançların payı büyüktür. TL'nin aşırı değerlenmesi ve 43 milyar dolar dış ticaret açığı ile elde edilen bu sonuçlar, "sürdürülebilirliği" tartışma götürebilecek sonuçlardır.

Türkiye'de yüksek faiz - düşük kur sarmalı 2006 yılının ilk aylarına kadar devam etmiştir. Türkiye'de faizler enflasyona paralel olarak düşmekteyse de, dünya faizleri göz önünde tutulduğunda

reel faizler hala yüksek düzeydedir. Tabii sıcak parayı cezbeden yalnızca bu faizlerin yüksekliği değil, aynı zamanda TL'nin aşırı değerlenmesi sonucu dolar bazında çok yüksek getiriler elde etmesidir. Bu şartlar altında, 2006 Şubat ayına gelindiğinde, yukarıda Grafik 1'de de görüldüğü gibi, reel kur endeksi 194 seviyelerine yükselmişti. TL'nin bu denli aşırı değerlenmesi sonucu, yukarıda da belirttiğimiz gibi, dış ticaret açıkları 43 milyar doları aşmış, cari denge açıkları ise 23 milyar doları bulmuştu. Her ay yeni istatistikler açıklandığında, dış ticaret açıklarının ve cari denge açıklarının büyüdüğü görülüyordu. Bu açıklar için genel kabul gören oranlar çerçevesinde Türkiye'de her hangi bir kıvılcımın ateşleyeceği bir kriz ortamı doğmuştu. Kıvılcım uluslararası mali piyasalardaki tedirginlikten kaynaklandı. 2000 Yılı'nın Kasım ayındakine benzer bir şekilde bir kısım sıcak para Türkiye'yi terk etti. Bu durum Mayıs ayında, reel kurun 194 düzeyinden 179 düzeyine gerilemesine neden oldu. Olaya dolar açısından bakacak olursak, Şubat ayında 1,32 YTL/\$ olan kur, Mayıs ayında 1,41 YTL/\$'a yükseldi.⁷ Bu gelişmeler karşısında T.C. Merkez Bankası faizleri ve enflasyon hedeflerini değiştirdi. Bu makalenin yazıldığı günlerde dolar kuru 1,50 dolaylarında seyretmekteydi. Bir hatırlatma yapılacak olursa DPT hesaplarına göre 2002 yılının ortalama dolar kuru da 1,50 düzeyinde, yani aynı düzeyde idi. 2003 yılından bu yana yaşanan enflasyon göz önünde tutulursa, bugün bir nebze yükselmiş olan kurların ne denli düşük olduğu anlaşılacaktır. Önümüzdeki dönemde kurlara ne olacaktır? Türkiye yakın bir tarihte yeni bir kriz yaşayacak mıdır? Bu kadar maliyetle düşürülen enflasyon tekrar iki haneli rakamlara yükselecek midir? Bu makalede bu sorulara cevap bulabilmek için bir simülasyon modeli kullanarak, 2006 yılı başındaki durumu, 2006 ikazını, döviz kaçışını durdurmak için alınan önlemlerin

⁷ Bakınız: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Mayıs 2006.

yarattığı durumu ve istikballe ilgili iki senaryoyu inceleyeceğiz.

2. Kullanılan Simülasyon Modeli

Kullandığımız simülasyon modeli farklı senaryoları kolaylıkla incelemeye imkan verecek bir modeldir. Model, DPT'nin hazırladığı, 1987 yılı için 100 kabul edilen reel kur endeksini kullanmaktadır. Reel kur endeksi TL'nin döviz karşısındaki değerini yansıtmaktadır. Aylık ve kriz dönemlerindeki değerlerden yararlanarak, TL için trend değerleri, tavan ve taban değerleri tahmin edilmiştir. TL'nin trend, tavan ve taban değerleri Grafik 1'de sergilenmektedir. Görüldüğü gibi, TL'nin

trend değeri, TL'nin gerçek değerinin zaman içinde bir artış seyri izlediğini kabul etmektedir.

Model, enflasyon, faizler ve kurlar arasındaki dengeleri oluştururken, satınalma paritesi ve faiz haddi paritesi kavram ve formüllerini kullanmaktadır. Model reel kurların ithalat ve ihracat üzerindeki etkilerini açıklayabilmek için ithalat ve ihracat regresyonlarından yararlanmaktadır. Bu regresyonlar, ithalat ve ihracatı bağımsız değişken kabul etmekte, zaman ve TL değerini bağımlı değişken olarak almaktadır. Bu regresyonların istatistik özellikleri şöyledir:

REGRESYONLAR		
Denklemler veya Değişken	Katsayı	R2 veya t
İhracat = f(zaman, TL değeri)		
Zaman	1,821	3,03
TL Değeri	0,294	2,07
İthalat = f(zaman, TL değeri)		
Zaman	2,477	3,06
TL Değeri	0,582	2,79

Görüldüğü gibi kullanılan regresyon fonksiyonunun ve değişkenlerin katsayılarının istatistik değerleri oldukça iyi kabul edilecek değerlerdir.

Model bazı kullandığı bazı değişkenler için uzmanca yapılan varsayımları kullanmaktadır. Bu varsayımlar değiştirilerek farklı sonuçlar anında elde edilebilir. Modelin kullandığı değiştirilebilir varsayımlar ise şunlardır:

VARSAYIMLAR	
Değişken	Değeri
Yurt Dışı Enflasyon	%2
Geçerli Reel Faiz	%3
Yurt Dışı Borç Faizi	%6

A. 2006 Yılı Başında Ekonomik Beklenti ve Hedefler: Şimdi de modelimizi kullanarak 2006 yılı başında, Türkiye'nin ekonomik beklentiler ve hedeflerini inceleyelim.

2006 yılı başında Türkiye ekonomisinde son yılların trendlerinin

yavaşlayarak sürdürüleceği varsayıyordu. Yani TL'nin değerlenmeye devam edeceği, enflasyon ve faizlerin düşüş trendi izleyeceği kabul ediliyordu.

2006 yılı başı için simülasyon sayfası yukarıda belirtilmiştir. Bu sayfada 2000 yılından bu yana reel kur endeksi grafiği ve grafiğin trend, tavan ve taban değerleri sunulmaktadır. Grafik üzerindeki kırmızı nokta reel kurun ulaşacağı değeri belirtmektedir.

Simülasyon 1 sayfasında gösterildiği gibi, 2006 yılı başı beklentileri şöyle rakamlaştırılabilir.

- Enflasyon düşüş seyrini izleyerek yüzde 5 düzeyine inecek,
- Faizlerdeki düşüş devam ederek yüzde 10 düzeyine gerileyecek,
- Kurlar yüzde 2 dolaylarında düşerek TL'nin döviz karşısındaki değer artışı yüzde 5 olacaktır.

Bu beklentiler altında fiyatlar arası denge bozuklukları ve sonuçları modelimizce şöyle açıklanmaktadır:

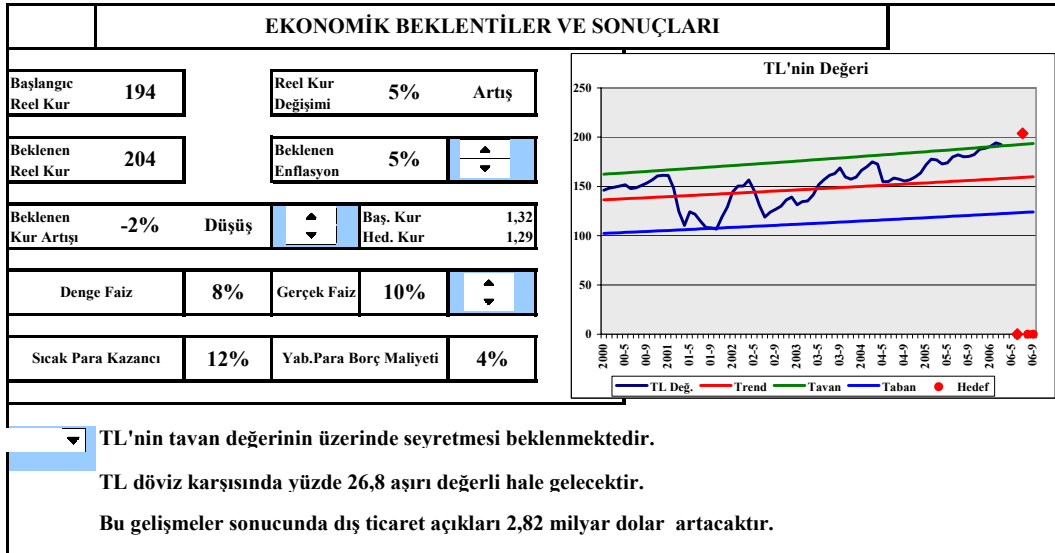
Ekonomi için denge faiz yüzde 8'dir. Gerçek faiz düşerek denge faize yaklaşacaktır. Ancak, TL aşırı değerlendirildiğinden, gelişmiş ülkelerde yüzde 3-4 dolaylarında faiz kazanan sıcak paranın

Türkiye'de kazancı yüzde 12 olacaktır. Bu geçmiş yıllardaki kadar yüksek olmasa da, üretime katılmadan elde edilen çok yüksek bir gelirdir.

TL'nin aşırı değerlendirilmesinin diğer bir sonucu, yurt dışından borçlanmanın maliyetinin çok düşmesidir. Yurt içi faizlerin yüzde 10 olduğu bir ortamda yurt dışından borçlanan banka ve şirketlere borçlanma maliyeti yüzde 4 olmaktadır. Bu da banka ve şirketlerin yurt dışından borçlanmalarını teşvik edici bir durumdur. Ancak, bu tür borçlanmalarda banka ve şirketler kur, devalüasyon ve

kriz riskini üslenmektedir.

Simülasyon 1 sayfasında görüldüğü gibi, kullanılan model, TL değerindeki gelişmelerin dış ticaret dengesi üzerindeki etkilerini de açıklamaktadır. Yapılan varsayımlar altında, TL değeri tavan değerinin üzerinde seyredecektir, TL döviz karşısında yüzde 26,8 aşırı değerli olacaktır ve bu durum dış ticaret



açıklarının 1,82 milyar dolar artmasıyla sonuçlanacaktır. Muhtemelen bu açık cari denge açıklarına aynen yansiyacaktır.

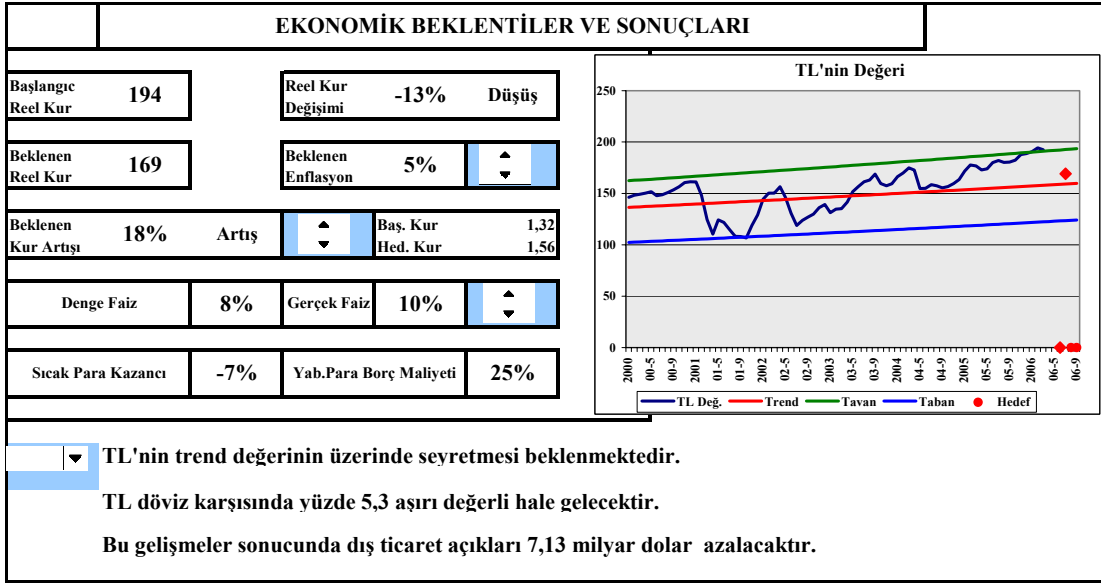
Görüldüğü gibi, 2006 yılı başındaki beklenti ve hedefler Türkiye ekonomisindeki olumsuz trendleri de sürdürecektir durumda bulunmaktadır.

B. Mayıs Ayı İkazı: Simülasyon 2 sayfası, Türkiye'nin Mayıs ayında yaşadığı ve 2000 yılı Kasım ayındaki ikaza benzeyen piyasa çalkantısını açıklamaktadır.

Simülasyon 2 sayfasında görüldüğü gibi Mayıs ayında sıcak paranın kaçışıyla birlikte kurlar hızlı bir yükselme, yani TL değer kaybetme eğilimine girmiştir. Reel kur endeksi kısa sürede 169 dolaylarına kadar düşmüştür.⁸ Tekrar simülasyon sayfasında görüldüğü gibi, enflasyon beklentileri değişmeyecek olduğunda bu düşüş TL değerini trend değerine çok yaklaştırmaktadır. (sayfadaki grafikte kırmızı kare nokta) Daha önce döviz karşısında yüzde 26,8 aşırı değerli olan TL, sadece yüzde 5.3 aşırı değerli duruma gerilemiştir.

Mayıs ve izleyen aydaki bu gelişmeler, her ne kadar TL'nin değerini trend değerine yaklaştırmış olsa da, bu gelişmelerden kaybeden iki kesim olmuştur. Bunlar sıcak paranın kaynakları ve yurt dışından borçlanan yerli kurumlardır. Sıcak paranın Türkiye'den elde ettiği yüksek kazançlar yüzde 7 zarara dönüşmüş, yurt dışından borçlanma maliyeti yüzde 25 dolaylarına yükselmiştir. Döviz kurlarının daha da artması, bu zararları da arttıracaktır. Ekonomi siyasetinden sorumlu olanlar, doğabilecek bir "sürü" etkisini önlemenin çarelerini aramaya başlamışlardır.

⁸ DPT verilerine göre Mayıs ayı ortalama reel kur endeksi 179 dolaylarındadır.



Simülasyon 2 sayfasında görüldüğü gibi, döviz pozisyonu açık olanlarla sıcak para kaynaklarını zarara uğratan dövizin paha-lılaşması, dış ticaret açıklarını azaltıcı bir etki yapacaktır. Simülasyon modelinin tah-minine göre, dengeler bu düzeylerine otur-duğu takdirde, TL değerindeki düşüş, Tür-kiye'nin dış ticaret açıklarını 7,13 milyar dolar azaltıcı bir etki yapacaktır. Her ne kadar simülasyon modelinde incelenmemiş olsa da, TL değerinin trend değerlerine yönelmesi döviz cinsinden işçi ücretlerini de düşüreceğinden istihdam artışlarına da katkı yapacaktır.

Burada bir noktayı daha vurgulamakta yarar görmekteyiz. TL değerindeki değişimler ülke ekonomisini ve ekonominin bazı aktörlerini ters yönde etkilemektedir. TL aşırı değerlenirken cari denge açıkları ve borçlar artmakta, bazı sektörlerde üretim ve istihdam azalmaktadır. Aynı dönemde ülkeye gelen sıcak para ve yurt dışından borç para kullananlar ise kazançlı çıkmaktadır. Ülke parası trend değerine dönerken bunun tam tersi olmakta, genel ekonomi ve işçiler kazançlı çıkarken, döviz pozisyonu açık olan şirketler ve sıcak para kaynakları zararlı

çıkılmaktadır. Bu nedenlerden, ekonomide gerekli önlemleri almak zorlaşmaktadır.⁹

C. İkaz Karşısında Alınan Önlemler

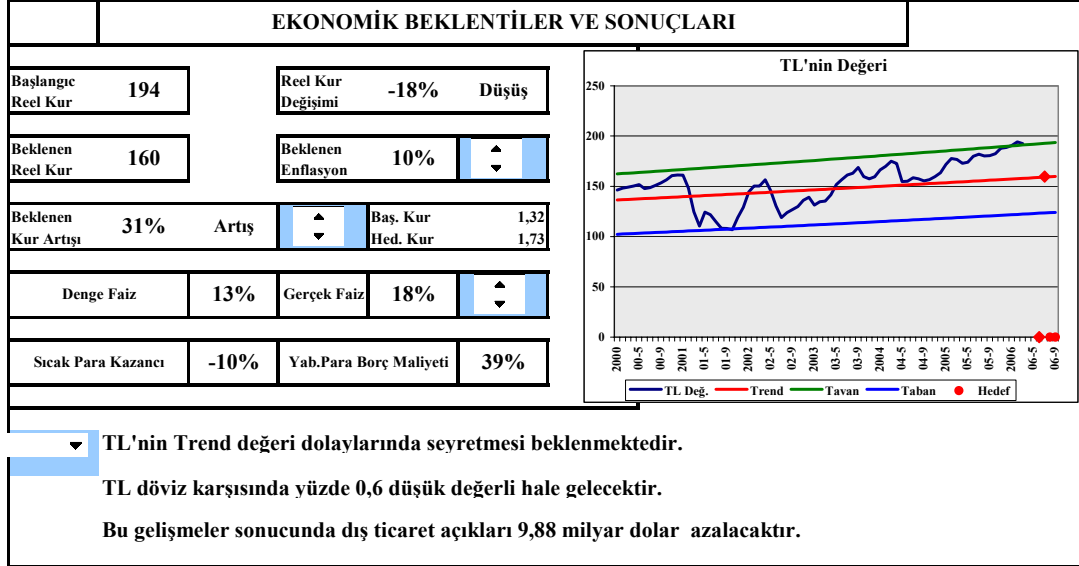
Yukarıda belirtildiği gibi, piyasalarda dövize hücum, kamu otoritelerini tedbir almaya yönlendirmiştir.

Simülasyon 3 sayfasında görüldüğü gibi alınan tedbirin amacı yabancı paranın Türkiye'den kaçmasını önlemektir. Kurlar 1,56 düzeyine, enflasyon beklentileri yüzde 10'lara yükselmiştir. Bu noktadan sonra sıcak paranın Türkiye'de kalmasının cazip hale gelmesi için faizler yükseltilmiştir. Faizler kısa sürede yüzde 18 dolaylarına yükselmiş, böylece, kurların da 1,50 düzeylerinde tutulabileceği kanısı altında sıcak paranın ileride kazanç beklentileri yüzde 23'e yükselmiştir. Hakikaten de sıcak paranın ülkeyi terk etmesi için bir neden kalmamıştır. Bu ara, aynı varsa-yımlar altında, istikbale yönelik olarak, Türkiye'de yerleşik kurumların yurt dışından borçlanma maliyeti de yüzde 2'lere çekilmiştir. Ancak bu durum yüksek faiz – düşük kur sarmalının tekrar başla-tılması anlamına gelmektedir. Bu beklen-tiler gerçekleştiği takdirde, reel kur en-deksi tekrar 199 düzeyine

⁹ Özer Ertuna. TL'nin Aşırı Değerlenmesinin Makro ve Mikro Çelişkisi, MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ocak 2005. s. 6-17.

yükselecek, TL trend değerine kıyasla yüzde 23,7 aşırı değerli olacaktır. Bu

beklentiler, dış ticaret açıklarının 6,29 milyar dolar artmasıyla sonuçlanacaktır.



D. Gelecekle İlgili Senaryolar: Bundan sonra ne olacaktır? Bu sorunun cevabı kolay verilebilecek bir cevap değildir. Türkiye ekonomisi üzerinde yapacağı tüm tahribatlara rağmen yüksek faiz – düşük kur sarmalı bir süre daha sürdürülebilir. Grafik 1'de görüldüğü gibi bu durum 1990-1994 yılları arasında yaşanmıştır. Biz modelimizi kullanarak iki senaryo incelemek istiyoruz. Bunlardan biri ekonominin bir dayanışma içinde TL'yi gerçek değerine ulaştırma senaryosudur (bizim tanımlamamız ile trend değerine ulaştırmak). Bu senaryo ekonomide tüm dengeleri sağlama-makta fakat sağlamaya zemin hazırlamaktadır. İkinci senaryo ise kriz senaryosudur. Bu senaryo Türkiye'ye yaşatılmaması gereken senaryodur. Bu senaryoyu inceleme-mizim nedeni, birinci senaryo benimsen-medığı takdirde, böyle bir senaryonun kendiliğinden patlak vermesi ihtimalidir. Bu durum 1994 ve 2001 krizlerinde yaşanmıştır.

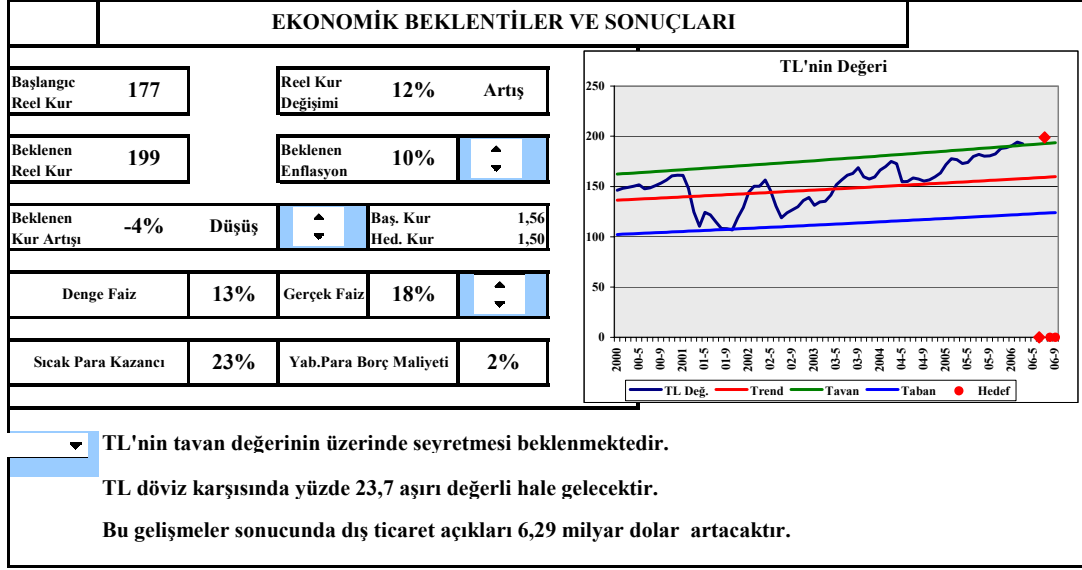
TL'yi Gerçek Değerine Düşürme Senaryosu: TL'nin gerçek değeri tanımlaması güç bir değerdir. Bu konuda değişik

görüşler olabilir. Gerçek değer tanımı, ekonomik stratejilerden de etkilenir. Örneğin, ABD, Çin'in para birimi Yuanın düşük değerli olduğunu, bu nedenle de Çin mallarının ABD'yi istila ettiğini, ABD'nin Çin'e karşı 175 milyar doları aşan dış ticaret açıkları verdiğini savunmakta ve Çin'i parasının değerini yükseltmeye zorlamaktadır. Oysa Çin, yüksek üretim düzeyi yakalayarak, kendi ülkesinde parasının değerini yüksek, fakat döviz karşısında parasının değerini düşük tutmaktadır. Bu durum Çin'in kalkınma stratejisinin bir unsurudur. Çin, ucuz işçiliğin yarattığı avantajlarla yabancı sermaye çekebilme, fason üretim yapmakta, fakat elde ettiği teknoloji ve bilgi birikimiyle kendi tasarım ve markalarını geliştirerek gerçek bir rekabet üstünlüğü yaratmaktadır. Kısacası döviz karşısında düşük değerli Yuan, Çin için stratejik bir konudur. Bu nedenle de ABD'nin tüm baskılarına rağmen Çin parasının döviz karşısındaki değerini düşük tutmakta ve ABD'ye boyun eğmemektedir. Şunu da belirtelim: Bugün

Türkiye'nin yaptığı Çin'in yaptığının tam tersidir.

Simülasyon 4, bu senaryoyu sergilemektedir.

Her ne kadar TL'nin gerçek değerinin tanımlaması güçse de biz senaryomuzu TL'nin trend değerine dönmesi olarak tanımlayacağız. Bu senaryoyu oluştururken mevcut enflasyon ve faiz düzeylerini bugünkü düzeylerinde tutacağız.



Simülasyon 4'te görüldüğü gibi, TL'nin trend değerine inmesi için reel kur endeksinin 160 dolaylarına gerilemesi gerekmektedir. Yüzde 10 enflasyon beklentisi altında, bu yüzde 31 kur artışı anlamına gelmektedir. Bu durumda hala gerçek faizler denge faizlerin üzerinde olacak, sıcak para yüzde 10 kayba uğrarken¹⁰ yabancı para üzerinden borçlanma maliyeti yüzde 39'a yükselecektir. Yabancı para üzerinden borçlanarak bunun meyvesini yiyenler bu defa kayba uğrayacaktır. TL'nin değer kaybetmesi-nin dış ticaret açıklarını kapamaya katkısı 9,88 milyar dolar olacaktır. Bu senaryo uygulandıktan sonra hedef fiyatlar arasındaki dengeleri kurarak ve koruyarak enflasyonun tekrar düşürülmesi ve faizlerin aşağıya çekilmesi olacaktır.

¹⁰ Bu kayıpların yüzde 7'den yüzde 10'a çıkması anlamına gelmektedir.

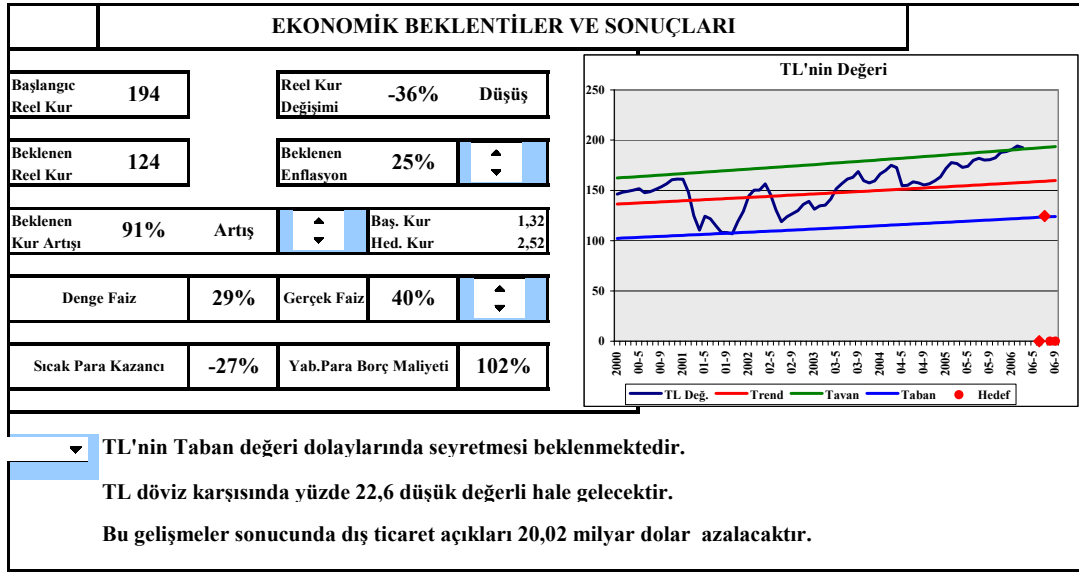
Böyle bir senaryonun uygulanması için ekonominin aktörleri arasında bir hedef birliği gerekmektedir. Yani bu hedef birliği şirketler, işçiler, bankalar dahil mali kesim, Merkez Bankası ve maliye bakanlığı arasında sağlanacak bir uzlaşmayı gerektirmektedir. Bu uzlaşmanın bazı kesimlere maliyeti vardır. Ama, ikinci, kriz senaryomuzda görüleceği gibi bu maliyetler aksi halde gerçekleşebilecek maliyetlerden çok daha düşüktür.

Kriz Senaryosu: Yukarıda da belirttiğimiz gibi, kriz senaryosu önlenmesi gereken bir senaryodur. Önlemenin yolu da yukarıda açıkladığımız birinci senaryo veya onun benzeri bir senaryodur. Kriz senaryosu Simülasyon 5'te sergilenmektedir.

Simülasyon 5 sayfasında görüldüğü gibi, kriz senaryosunda piyasa aşırı reaksiyon göstermekte ve TL değeri taban değerine düşmektedir. Grafik 1'de görüldüğü gibi, bu durum 1994 ve

2001'de yaşanmıştır. TL değerinin taban değere ulaşması, reel kur endeksinin 124'e inmesi, yani kurların yüzde 91 oranında artması anlamına gelmektedir. Bu durumda daha önceki deneyimlerimiz altında enflasyonun da tekrar yüzde 25'ler düzeyine, faizlerin ise yüzde 40'lar düzeyine yükseleceğini varsaymaktayız. Bu durumda gerçek faizler denge faizlerin üzerinde olacak, sıcak para yüzde 27 kayıplara uğrayacak, yabancı para üzerinden borçlu

olup pozisyonları açık olanlar yüzde 102 maliyete katlan-mak durumunda kalacaklardır. Görül-düğü gibi etkiler daha önceki krizlerde yaşanan etkilere benzer niteliktedir. Ancak, ekonomimizin bu yükü kaldır-ması daha güç olacaktır. Bu durumda TL döviz karşısında yüzde 22,6 düşük değerli olacaktır. Böyle bir durum, yüksek faiz – düşük kur sarmalını tekrar başlatacak bir durumdur.



Öbür yandan TL'nin değerinin bu denli düşmesi dış ticaret açıklarının 20 milyar dolar azalmasına, muhtemelen cari açıkların kapanmasına, hatta fazla vermesine neden olacaktır. Ancak bu olumlu görülebilecek durum yüksek faiz – düşük kur sarmalının başlamasıyla ortadan kalkacaktır.

Burada incelediğimiz iki senaryonun çok değişik şekilleri simülasyon modelimiz çerçevesinde kolaylıkla incelenebilir. Burada seçtiğimiz iki senaryo çözümün gereklerini ve çözümsüzlüğün maliyetlerini göstermek için seçilmiş senaryolardır.

3. Sonuç

Türkiye'nin 2002 yılından bu yana uyguladığı IMF destekli istikrar paketi ekonomimizi bir yüksek faiz – düşük kur sarmalına sokmuş, ekonomiye maliyetleri çok yüksek olmuştur. Bu durum ISO'nun yayınladığı, Türkiye'nin 500 Büyük Sa-nayi Kuruluşu anket sonuçlarından da açıkça anlaşılmaktadır.

Bu makalemizde, bir simülasyon modeli çerçevesinde, Türkiye'nin önünde bulunan seçeneklerden üç tanesini değerlendirmiş bulunuyoruz. Bu seçenekler:

- “Yüksek faiz – düşük kur” sarmalının devam ettirilmesi,
- Kurların kontrollü olarak dengeye yönlendirilmesi,
- Bir piyasa krizinin yaşanması senaryolarıdır.
“Yüksek faiz – düşük kur” sarmalının devam ettirilmesi durumunda TL aşırı değerlenmeye devam edecek ve ekonomiye maliyetler çok yüksek olacaktır. Sonuçlar şöyle özetlenebilir:
- Dış ticaret açıklarının artması ve bu açıkların cari denge açıklarına yansması,
- Dış borçların artarak 21. yüzyılın şekillenmesi bakımından stratejik bir bölgede bulunan Türkiye'nin elinin, ayağının bağlanarak siyasi tercihlerinin kısıtlanması,
- Şirketlerin kar ve karlılıklarının azalması,
- Tarım sektörünün içinde bulunduğu zorlukların artması ve
- Yabancı para cinsinden ücretler arttığından, istihdam yaratma imkanlarının kısıtlanması hatta işsizliğin artması.

Öbür yandan, bir piyasa krizinin yaşanması durumunda özellikle yüksek faiz – düşük kur sarmalından yarar gören sıcak para kaynakları ve yurt dışından borçlanarak açık pozisyonu olan şirketler ve bankalar çok büyük kayıplara uğra-yacaktır. Bu durumda ekonominin kazançları da, daha önceki krizlerde yaşadığı gibi, kısa ömürlü olacaktır.

Türkiye'nin yapması gereken bilinçli bir şekilde ve bir program dahilinde TL'nin değerini denge değerine düşürmektir. Böyle bir programda hedef enflasyon, kurlar ve faizler arasındaki den-

gelerin kurulması ve korunmasıyla, reel ekonomide atılımlar yapmak olmalıdır. Program ihracat artışından da desteklenen bir üretim ve istihdam yaratma atılımı gerektirmektedir. Böyle bir program borçlanmaya değil borç ödemeye dayalı, yani cari denge fazlası veren bir program olmalıdır. Böyle bir program, üretim sektörü, işçi kesimi, bankalar dahil mali kesim, Merkez Bankası ve devlet gibi ekonominin aktörleri arasında hedef ve sorumluluklarda uzlaşma gerektiren bir programdır.

Kaynakça

DPT, Tablo V.26-Reel Kur. Mayıs 2006. Sayfa 29.

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. "2000 yılı İstikrar Programı", MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 6, Nisan 2000, s.12-20.

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

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

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.