

Kur Gerçekten Değerli mi? Kritik Bir Bakış Açısı

Emre Deliveli
Türkiye Ekonomi
Politikaları Araştırma
Vakfı

Burcu Afyonoğlu
Türkiye Ekonomi
Politikaları Araştırma
Vakfı

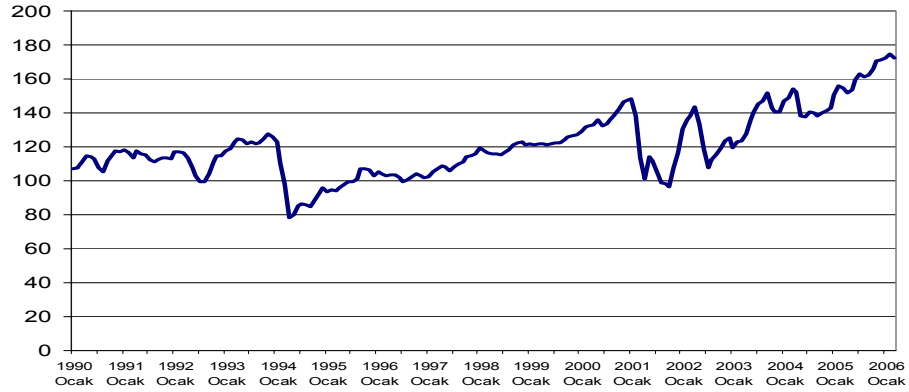
Mayıs 2006

Son günlerde ekonomi gündeminin en başında kur tartışmaları yer almaktadır. Gerek karar alıcılar gerekse basın ve akademik çevreler kurun aşırı değerli olup olmadığına dair çeşitli görüşler bildirmektedir. ¹ Bu çerçevede, aşağıdaki sorulara cevap vermek önem kazanmaktadır.

1. Türk Lirası aşırı değerli midir?
2. Eğer aşırı değerliyse, yaşanması muhtemel düzelme bir seferde mi yoksa zaman içinde ekonomide kırılganlığa sebep vermeden mi gerçekleşecektir?

Türkiye’de reel efektif döviz kurunun seyrine bakıldığında kurun genel olarak bir değerlenme trendine sahip olduğu göze çarpmaktadır (Bkz. Şekil 1). Ancak bu değerlenmenin aşırı olup olmadığına karar verebilmek için daha detaylı analizler yapmak lazımdır. Bu politika notunda, Türkiye’deki değerlenmelerin ne zaman “aşırı” olduğunu tanımlamaya ve yaşanması muhtemel düzeltmelerin yapısını incelemeye çalışacağız.

Şekil 1: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (1995=100)



Kaynak: TCMB

Türk parası “aşırı” değerli midir? Buradaki “aşırı” sözcüğü tümceye göreceli bir boyut kazandırmaktadır. Referans bir değer olmadan “aşırı” sözcüğünün kullanılması söylenen cümleyi anlamsız kılmakla kalmadığı gibi, kafa karışıklığına da sebep olmaktadır. Bu yüzden, reel döviz kurunun seviyesi ile ilgili yapılan her tartışma ve analiz referans bir kur seviyesine dayandırılmalıdır. Burada referans alınacak kur seviyesi zaman içinde değişen bir seri olmalıdır; çünkü yurtiçinde ve yabancı ülkelerde değişen

PN-E-2006/04

¹ İş Yatırım “Geniş Açı” toplantıları bünyesinde Türkiye’ye gelen ünlü Nobel ödüllü iktisatçı Prof. Mundell de, tam da bu konuya değinerek Türk Lirası’nın aşırı değerli olmasının olası olduğunu belirtmiştir.

ekonomik yapı kur üzerinde de kalıcı etkiler bırakmaktadır. Değişen koşullar döviz arz ve talebinin eşitlendiği düzeyi değiştirmekte ve bu nedenle bu iki değişkeni etkileyen unsurlardaki değişmelerin göz önüne alınması gerekmektedir. Örneğin teknoloji kaynaklı yurtiçi üretim maliyetlerindeki bir değişim, ticarete konu olan (veya olmayan) malların arzını değiştirerek reel döviz kurunu etkileyecektir. Reel kurdaki uzun vadeli değişiklikler biçiminde tanımlanan düzey, reel denge kurudur. Bu da referans olarak alınmaktadır. Reel denge kurunu bulabilmek için iki yol izlenebilir. İlkinde bir döviz arz ve talebini açıklayan, tabiatıyla başka denklemleri de olan, bir model kurulur. Bu modelin çözümünden denge döviz kuru tahminleri elde edilir ve bunlar kullanılabilir. İkinci yol ise, sadece döviz kuruna ilişkin zaman serisindeki bilgilere dayanarak denge kuru serisi tahmin etmektir.

Reel kur seviyesi iki tür şoktan etkilenmektedir. Bunlardan birincisi etkisi kısa zamanda yok olan, konjonktüre bağlı olarak değişen belirleyicilerdeki dalgalanmaların neden olduğu şoklar, ikincisi ise reel kur seviyesi üzerinde kalıcı etkiler bırakan ve yapısal belirleyicilerde gerçekleşen dalgalanmalardan kaynaklanan şoklardır. Gerçekleşen serinin konjonktürel etkiden ayrıştırılmasıyla uzun dönemli seriye ulaşılması (trend) akademik çalışmalarda sıkça başvurulan bir yöntemdir. Konjektürel etkilerden ayrıştırılmada sıkça kullanılan araçlardan ilk akla geleni HP (Hodrick-Presscott) filtresidir. Bu çalışmada kurun dönemselsel etkilerden arındırılmış halini, trendini, denge reel kur seviyesi olarak tanımlanmış ve bu denge serisine HP filtresi kullanılarak ulaşılmıştır.² Tanımlanan denge kur seviyesi (trend), reel kurun etrafında oynadığı mevsimsellikten arındırılmış ortalamadır ve kurun yapısal temelindeki değerlenmeleri göstermektedir. Bu çerçevede, geçmiş krizleri tekrar analiz etmek Türkiye'deki aşırı değerlenmeleri tanımlamak açısından faydalı olacaktır.

Aşağıdaki şekilde, 1990 Ocak ayından günümüze kadar reel efektif döviz kuru endeksi ve hesaplanan denge endeksi (trend) gösteriliyor³. Şekilde görüldüğü üzere YTL, yer yer denge seviyesinin üzerinde yer yer de altında seyretmiştir. Son yıllara baktığımızda, 2004 yılından itibaren kurun seviyesinin genel olarak denge seviyesinin üzerinde olduğunu gözlemliyoruz. Bu da kurda bir değerlenmenin söz konusu olduğunu gösteriyor. Ancak, bu değerlenmenin derecesini ve olası etkilerini tespit etmek lazımdır. Goldfajn ve Valdes (1999)⁴u takiben, reel denge kurunun %5 ve %10 üzerinde olmak

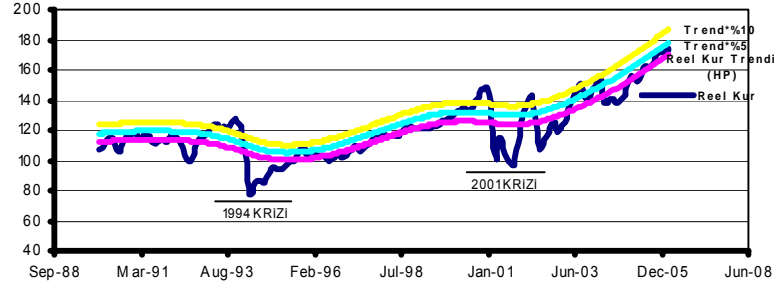
² Bu çalışmada yapısal döviz kurunu etkileyen faktörler irdelenmemiştir. Bu konuya çalışmanın sonuç bölümünde değinilecektir.

³ Çalışmada kullanılan reel efektif döviz kuru endeksi serisi TCMB resmi sitesinden alınmıştır. IMF tanımına göre on dokuz ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksidir. 1995 yılı baz alınmıştır. Fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları kullanılmıştır. Endekste artış TL'nin reel değer kazancını ifade etmektedir.

⁴ Goldfajn ve Valdes (1999) (GV) çalışmasında, 93 ülkenin dahil edildiği analizlerle, bu ülkelerin ulusal para birimlerinin reel değerinin zaman içindeki değişimleri incelenmiştir. GV'de "aşırı" değerli paranın "normal" değerine geri dönüşünün bir seferde yaşanan bir düzeltmeyle (devalüasyon) mi yoksa zaman içinde yaşanan görece küçük düzeltmelerle mi gerçekleşeceğine dair olasılık hesapları yapılmıştır.

üzere iki eşik denge kuru serisi yaratarak belirli bir eşik seviyesini geçen döviz kurunu aşırı değerli olarak tanımladık. Bu çerçevede, son yıllarda kurdaki gelişmelere bakıldığında reel efektif döviz kurunun %5'lik eşik bile üzerinde olmadığını gözlemliyoruz.

Şekil 2: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (1995=100) ve Denge Kuru



Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinin yaşadığı iki ağır ekonomik kriz dönemi ile şu anki durumu kıyaslamakta fayda olacağına inanıyoruz. 1994 krizine baktığımızda, reel kurun 1992 yılında aşırı değerlenmeye başladığını görüyoruz. Reel kur, 1993'ün Ocak ayında %5'lik eşik, Mart ayında ise %10'luk eşik geçiyor. Bu %10'un üzerinde seyredişin takibinde ise kriz ve devalüasyon geliyor.⁵ Öte yandan, 2001 krizinde ise benzer bir tablo karşımıza çıkıyor. Ekim 1999'da aşırı değerlenmeye başlayan kur, 2000 yılının Mart ayında %5'lik eşik seviyesini geçiyor. 2000 yılının Nisan ayında kur iyice yükselerek %10luk eşik de geçiyor. Bu noktadan itibaren daha da yükselen kurun ardından kriz getiren bir devalüasyonla düzelmeye geçiyor (Bkz. Şekil 2).

1994 ve 2001 krizlerinin incelenmesi ile çıkardığımız sonuç şöyle özetlenebilir: Geçmişte, Türkiye'deki ani düzeltmeler, %10 düzeyi aşılmıca olmuştur. Buna dayanarak ileride de böyle bir düzeltmenin olması olasılığının böyle bir eşik aşılması durumunda yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Gerek 1996-2000 döneminde gerekse 2000-2005 döneminde lirada değerlenme gözlenmiştir. Ancak, bu iki değerlenme dönemi birbirinden farklı özellikler göstermektedir. Aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere 1996-2000 dönemindeki enflasyon oranları, reel faizler, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYİH'ya oranı ve para arzının TCMB rezervlerine oranı 2002-2005 dönemine göre daha yüksektir. Öte yandan, 2002-2005 dönemindeki ticari açıklık, faiz dışı fazlanın GSMH'ya oranı, güven endeksi ve kısmi verimlilik oranı 1996-2000 dönemine göre daha yüksektir. Ayrıca, 1996-2000 döneminde portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlara oranı daha yüksekken, 2002-2005 döneminde ise net sermaye girişleri daha yüksektir. Bu sonuçlar ışığında, analize konu olan iki dönemin yapısal olarak

⁵ Çalışmada reel döviz kurunun değerlenmesi ile kriz arasında bir nedensellik ilişkisi kurulmamaktadır.

birbirinden farklı olduğunu söylemek anlamlıdır. 1996-2000 dönemini izleyen 2001 yılında döviz kuru seviyesindeki düzelmeye benzer bir düzelmeye 2002-2005 dönemini izleyen dönemde de aynı eşik seviyesinde gerçekleşeceğini söylemek, mevcut analize dayanılarak, olanaklı görünmemektedir.

	1996-2000	2002-2005
Enflasyon	71%	15%
Reel faiz	40.123	23.724
M2Y+Repolar/TCMB Brüt Döviz Rezervleri	3.596	3.411
Portföy Yatırımları / Doğrudan Yatırımlar (Giriş)	4.741	3.923
Net Sermaye Girişi (Milyon ABD Dolar)	846	2646
Ticari Açıklık* (İhracat+İthalat)/GSYİH	0.05	0.042
Faiz Dışı Fazla / GSMH	0.028	0.057
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH*	10.618	8.967
Güven Endeksi	-0.027	0.053
Kısmi Verimlilik	0.05	0.073

**2005 verilerine ulaşılamadığı için 2002-2004 arası değerler alınmıştır.*

Bu çalışma, bu konuda yapılacak daha detaylı çalışmalar için basit ve motive edici bir giriş teşkil etmektedir. Özellikle üzerinde durulması gereken bir konu ise, Türkiye’de kurun diğer kriz yaşayan ülkelerle kıyaslandığında görece olarak hiçbir zaman aşırı değerli olmadığıdır. Diğer ülkeler için yapılan çalışmalarda denge serisinin %20–25 üzerinde olan seviyeler üst eşik seviyesini tanımlamada kullanılmıştır. Türkiye’de ise reel efektif döviz kuru hiçbir zaman %20’nin üzerine çıkmadığı için biz %10 gibi bir seviyeyi kullandık. Bu konuda da, Türkiye’de yaşanan krizlerin ardında sadece kur değerlenmelerinin sebep olarak alınmaması gerektiğini veya Türkiye’nin dünyadaki diğer ülkelere kıyasla kırılganlık anlamında farklılık gösterdiğini söyleyebiliriz. Bir başka ülke devalüasyonu kurun trendinin %25’ini geçtiği seviyelerde yaşarken Türkiye’nin %10-15’lerde yaşamasını bu şekilde açıklayabiliriz. Türkiye’nin bu açıdan daha kırılgan olması ise, reel kurdaki daha küçük oranda bir oynamanın sert düzeltmeleri gündeme getirmesine sebep olmaktadır. Bu nokta da, değişik sebeplerle açıklanabilecek ayrıca incelenmesi gereken bir konudur. Örneğin, iktisat politikası yapıcılarının reel kuru düzeltmede yeterli araçlarının olmadığı iddia edilebilir. Ya da, kurdaki oynamaların daha küçük oranda olsa bile reel kesimde daha güçlü olumsuz sinyallerle beraber ortaya çıktığı söylenebilir. Bu noktayı daha da ileri götürürsek, karar alıcılar da bu sinyallere duyarlı ise, kur daha fazla sapmadan tepki geliyor olabilir.

Sonuçta, YTL' de bir değerlendirme söz konusu olduğu inkar edilemez ancak bu değerlendirme hem Türkiye'de kurun genel seyrine hem de diğer ülkelerin tecrübelerine bakılınca kritik değerlerin üzerinde değildir. Bu çalışmanın tutarlılığını kontrol etmek amacıyla aynı çalışmanın değişik metodlarla yapılmasında fayda olacaktır. Gelecek çalışmalarımızda, GV' de yapıldığı gibi denge kurunu, reel kuru etkileyen temel faktörleri kullanarak hesaplayacağız.⁶ Buna ek olarak, bu noktadan sonra bir diğer yapılması gereken ise, kurun cari açıkla birlikte incelenmesidir.⁷

⁶ GV çalışmalarında bu faktörlere örnek olarak ticaret hadlerini, devlet harcamalarını ve ticarete açıklığı vermiştir. Bu faktörleri yapısal faktörler olarak kabul etmiştir.

⁷ Öte yandan, reel döviz kurunun değerli olup olmadığına Mundell'in de belirttiği göstergelerin kontrolü yoluyla bakılabilir. Bu göstergeler, sanayi üretiminin GSYH büyümesinin altında kalması, doğrudan yabancı sermayeden ziyade ülkeye ağırlıklı olarak portföy yatırımlarının gelmesi, kötüleşen dış ticaret açığı, dış ticaret açığının cari işlemler açığına oranı ve işsizlik oranındaki artış olarak sayılabilir.