



Dolarizasyonu Azaltacak Faiz Neresi?

- Seçim öncesi alınan dövizlerin satılmaya başlanmasının ardından bunun devam edip etmeyeceği beklenecek. Piyasada döviz alıcısı haline gelen Merkez Bankası, ilk raundu kazanmış görüyor. Kurda denge noktası nerede oluşacak?
- Fulya Öktem



2023'ün ikinci yarısında göreve gelen yeni ekonomi yönetimiyle; enflasyonu zıplatan, rezerv yakan, liralasma diye yola çıkılıp sonucu dolarizasyon olan KKM gibi araçlar yaratmış "heterodoks" politikaları terk eden Türkiye, akılcı politikalara yönelerek TL varlıkların cazibesini artırma yoluna girdi.

Wells Fargo, 2 Nisan'da yayımladığı notta, yerel seçim riskinin geride kalması ve ortodoks

ekonomi politikasına bağlılığın sürmesine istinaden TL'ye yönelik olumlu görüşlerinin güçlendiğini bildiriyor.

Kurumun Brendan McKenna imzasıyla yayımladığı notta; "TL için gelişmiş yerel siyasi dinamikler, güvenilir bir para otoritesinin bağımsızlığı ve Türkiye'nin demokratik sistemine müdahale edilmemesinin birleşimi, zaman içinde daha güçlü bir para birimi ile sonuçlanacaktır. Bu anlamda, ►

◀ daha önce de belirttiğimiz gibi (2024 Küresel Ekonomik Görünüm Raporu), TL'ye yönelik yapıcı görüşümüzü bu kez daha güçlü bir inançla yineliyor ve Türkiye'nin döviz sorunlarının en kötülerinin geçmişte kaldığına inanıyoruz" ifadeleri yer alıyor. Wells Fargo, Dolar/TL'nin bu yıl zirve yaptığını ve 2025 ortalarına doğru kurun 30'un altına inmesini bekliyor.

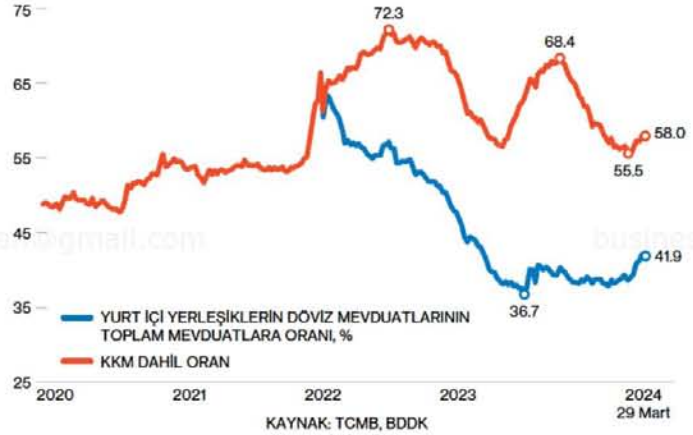
Peki, tasarrufların TL varlıklara yönelmesi için gerekli faiz seviyesi nedir? Dolarizasyon nasıl gevşeyecek?

2008 finansal krizinden bu yana her sorunun çözümünü para politikasından beklemek ve faizi her derde çare olarak öne sürmek gibi bir anormali olduğu aşikar. Merkez bankaları yangına ilk suyu döken kurum olarak 'süvariler yetişt'i' ünlemesini hak edebilir ancak enflasyonla mücadele, TL varlıkların cazip hale gelmesi için bütüncül bir yaklaşım, para ve maliye politikalarının eşgüdüm içinde hareket etmesi ve daha fazlası gerekiyor. Örneğin Merkez Bankası (TCMB) politikasını sıkılaştırırken, mali politikanın gevşek kalmaması iltiza ediliyor.

Finansal Danışman Ali Ağaoğlu, yükselen faiz nedeniyle yılbaşından bu yana TL'nin önemli bir yatırım alternatifine haline geldiğini, borsadan çıkışların bir kısmının yüksek faiz nedeniyle olduğunu belirtiyor. Ağaoğlu; "Ekonomi yönetiminden piyasaları ikna edecek sadece faiz değil, yanına maliye politikasının da eklendiği bir politika demeti gelirse kurun daha yatay ve istikrarlı bir seyir izlediği ancak TCMB alımlarıyla çok da düşmediği bir ortama geliriz diye umuyorum" diyor.

İstanbul Portföy Yönetici Ortağı Turgay Ozaner ise enflasyonda ciddi bir yukarı yönlü düzeltme olmadığı sürece tasarruf tercihi TL'nin öne çıkması için mevcut faiz seviyesinin yeterli olduğunu düşünüyor. Ozaner, hane halkının seçimden önce dolar pozisyonu almasının bir önceki seçimden sonra gerçekleşen sert yükseliş nedeniyle olduğunu ancak bu sefer şartların aynı olmadığını vurguluyor. Ozaner; "Yüksek faiz ortamı enflasyon düşme eğilimi gösterinceye kadar devam edecek, dolayısıyla doların getirisinin faizin ve enflasyonun gerisinde kalacağını düşünüyorum. Bu da bir süre sonra yatırımcının dolarını bozmaya başlamasına neden olacaktır. Bu seviyelerin TL varlıklara geçmek için çok cazip olduğunu düşünüyorum" diyor. Ozaner, bununla birlikte, bir çekince de ekliyor: "Önümüzdeki dönemde TCMB'nin yapacaklarını ve açıklamalarını çok dikkatle izlemek lazım. Proaktif olmaları hem yerli hem yabancı yatırımcıya güven veriyor ama son 5 senede yapılan hatalar yüzünden yerli

KKM DAHİL MEVDUAT DOLARİZASYONU %58 OLDU



yatırımcı özellikle dolar pozisyonu bozmakta biraz zorlanacaktır."

Yatırım Finansman Başekonomisti Erol Gürcan, TL'ye yatırım için; "Sabit bir seviye telafuz etmektense, dinamik olarak değişkenlik gösterebilecek bir seviyeye işaret etmek daha doğru olacaktır. Bu seviye, kişilerin paralarını TL olarak tuttuklarında hem alım güçlerinin erimeyeceğine ikna olacağı hem de alternatif yatırım aracı arayışına girme ihtiyacı duymayacağı bir rakama karşılık gelecektir. Bu açıdan en kritik gösterge enflasyonun seyri olacaktır" diyor. Gürcan, bu bağlamda, TL varlıkların aylık getirisi enflasyonun üzerinde kalırsa ve döviz-altın gibi alternatif araçların aylık değişimleri hem TL varlıkların hem de enflasyonun altında kalırsa yatırımcının yabancı para cinsi bir alternatif yatırım aracına yönelme güdüsünün tetiklenmeyeceğini ifade ediyor.

Virtus Glocal Yönetici Ortağı Dr. İnanç Sözer ise konuya güven vurgusuyla yaklaşıyor: "TL'ye geçiş için yüzde 50'leri aşan mevduat faizlerinin yeterli olmadığını söylemek bana makul gelmiyor. Ancak çok daha zor bir problemi çözmeye çalışıyoruz; yıllardır faiz bile almadan dövizde kalmayı tercih eden mevduat sahibinin tek beklentisi yüksek faiz olmasa gerek, nasıl olacak da bu kişilere kendi para birimlerine olan güven yeniden aşılanabilecek? Temel reformlar ve denge mekanizmaları ile liyakatli yönetim ihtiyacı tam da bu nedenle var. Son seçim sonuçları bu anlamda erkekler arası güç dengelerini daha iyi tesis etme fırsatı sunacağından dolarizasyonda bir miktar çözümü yıl bitmeden göreceğimiz kanaatindeyim."

Rota Portföy Başekonomisti Özlem Bayraktar Gökşen, TCMB'nin 500 baz puanlık son faiz artırım kararının etkilerinin ilerleyen haftalarda da ▶



■ ÖZEL DOSYA

Bloomberg Businessweek

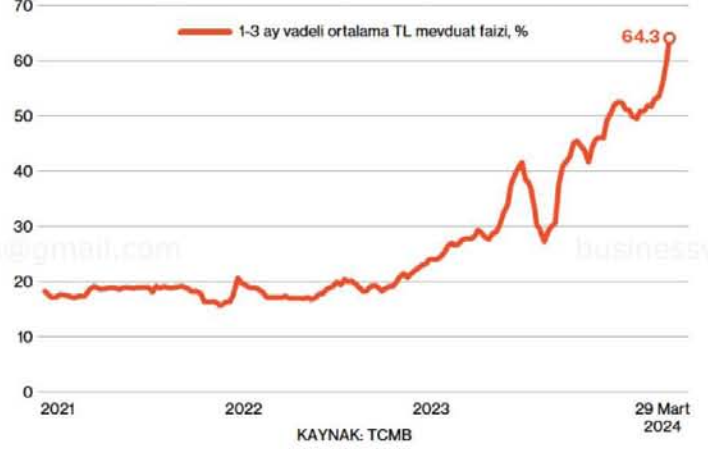
5 Nisan, 2024

◀ yükseliş yönünde kendini göstermesini bekle-diklerini söylüyor. Gökşen; “Mevcut durumda gecelik faiz oranlarının da TCMB borç verme faizi olan yüzde 53’ü (basit) yakın takip ettiğini ve bu seviyenin yüzde 70’lerde bir bileşik faize de denk geldiğini unutmamak lazım. Mevduat faizlerinde yükselişin devamını bekliyor olmamıza rağmen, mevcut seviyeler bile faizli TL enstrümanlara geçiş için son derece uygun bir yeri işaret ediyor. Burada “uygunluğu” 12 ay sonrası enflasyon tahminlerinin yüzde 45’ler civarında olduğunu varsayarak ve TL’de ise reel bir değerlenme yaşanacağı beklentisi ile tanımlamaya çalıştığımızı söylemek gerekir” diyor.

TL faiz seviyesinin doğru belirlenmesinin önemli olduğunu ancak ekonomi politikalarındaki hızlı dönüşümlerin ve TL’de hızlı değer kayıplarına yol açan adımların TL’ye güveni zedelediğini vurgulayan Gökşen; “TL faizini denge değerinde belirlemezseniz bile güven konusunda problemleri olan bir yatırımcı için dövizde kalmak her daim daha temkinli bir adım olarak görülecektir. Bu durumda enflasyonun kalıcı olarak düşürülmesi ve istikrar politikalarına devam edilmesi ters dolarizasyon için en kritik gereklilikler olarak kendini gösteriyor” değerlendirmesinde bulunuyor.

İş Portföy Genel Müdür Yardımcısı Nilüfer Sezgin, faizin enflasyona karşı koruma sağlayacak seviyelere geldiğini, buna karşın, seçim öncesindeki belirsizlik algısının döviz yönelimin artmasına neden olduğunu kaydediyor. Sezgin, seçimin geride kalmasıyla ilerleyen günlerde döviz kurlarında yükseliş beklentisinin azalabileceğini ve TL’deki getiri avantajıyla birlikte seçim öncesinde alınan döviz pozisyonlarının bir miktar tersine dönebileceğini belirtiyor. Sezgin, ayrıca, seçim öncesinde pozisyonlarını azaltan yabancı yatırımcıların da yeniden Türkiye’ye ilgi duyabileceğini, bu konuda TCMB’nin enflasyon odaklı bir yaklaşımla yaptığı faiz artırımlarının kazanım yaratacağını değerlendiriyor. Sezgin; “TCMB rezerv birikiminde çok aceleci davranmayıp nominal olarak da döviz kurlarının aşağı yönlü oynaklık sergilemesine izin verebilir. Böyle bir taktik ise dövizden TL’ye geçişi hızlandırıcı bir unsur olabilir. Yaz aylarına gelindiğinde turizm gelirlerinin destekleyici rolü döviz kuru istikrarının sağlanmasını kolaylaştıracaktır. Kısa vadede bakıldığında yabancı yatırımcının Türkiye’de anlamlı düzeyde pozisyonu bulunmaması TL için avantaj yaratmaktadır. Bunun orta-uzun vadede devam etmesi için ise mali politikanın sıkılaştırılmasına ve kredi kartlarında yavaşlatmaya ilişkin olası adımlar ilk kritik eşik olacak kanaatindeyim. Asgari ücret vb. ayarlamalarda izlenecek yol da yine önemli

TL MEVDUAT FAİZİ %65'E DAYANDI



olacaktır” diyor.

Sezgin, dolarizasyonun kalıcı şekilde tersine dönmesinin, faizin yanı sıra enflasyon beklentilerinin çözümlenmesini sağlayacak net politikaların bütününe bağlı olacağını ifade ediyor.

Koç Üniversitesi Öğretim Üyesi Prof. Dr. Selva Demiralp, param TL’de mi dövizde mi tutayım sorusuna yanıt arayan yatırımcının basitçe getiri oranlarını karşılaştıracağını söylüyor. Demiralp, şöyle bir hespla savını aktarıyor: “Çok basit bir örnekten hareket edersek Nisan’da paranızı bir aylık mevduata yatırırsanız yüzde 4,5 civarı bir faiz söz konusu. Aynı ay içinde TL’nin dolar karşısındaki değer kaybının yüzde 4,5’tan daha ▶



◀ az olduğunu düşünürseniz TL'ye geçmek ekonomik açıdan karlı bir alternatiftir. Daha uzun vadede ve daha büyük tasarruflarda işin reel getiri kısmı devreye geliyor. Bu noktada sadece TL ya da döviz karşılaştırması ötesinde gayrimenkul gibi alternatifler de değerlendirilecektir. Burada ise beklentiler ve özellikle de enflasyon beklentilerinin rolü çok büyük. Çünkü TL enstrümanların ödediği nominal faizin ima ettiği reel getiriyi tasarruf sahibinin inandığı enflasyon beklentisi belirliyor. Eğer aylık 4,5'lik bir nominal faize karşılık döviz yüzde 4 değer kaybederse dövize karşı TL'yi tercih etmeniz de, şayet aylık enflasyonun yüzde 5 gelmesini bekliyorsanız reel olarak kayıp yaşayabilirsiniz. Ancak şu anda bu endişeye gerek olduğunu zannetmiyorum zira TCMB'nin deflasyon sürecinde attığı kararlı adımlarla bir sene sonrasında ait enflasyon beklentilerinin en kötümser tahminlerde bile yüzde 50'den düşük olduğunu görüyoruz."

Demiralp; ters dolarizasyon için formülü ise şöyle veriyor: "Dolar tasarrufunun hep kazandırdığına dair inancın kırılması, dolar almanın reel getirisi zaman zaman inip çıkırsa da ortalamada hiç kaybettirmeyen bir enstrüman olmadığının bizzat gözlenmesi lazım. Bunun için de TCMB'nin zaman zaman piyasaları şaşırtması ve beklenenden daha şahin adımlarla TL'yi cazip hale getirmesi çok önemli."

"Sadece faizle olmaz"

"TL faizler önemli ama tek başına belirleyici değil" diyen TOBB ETÜ Öğretim Üyesi Prof. Dr. Fatih Özatay, TL faizlerin geldiği yerin idare eder düzeyde olduğunu ve biraz daha yükselmesi halinde TL'ye dönüş eğilimini güçlendirici katkısı olacağını belirtiyor. Özatay, TL'nin cazibesini/ters dolarizasyonu artıracak koşulları şöyle değerlendiriyor: "Döviz kurunun ileride belirgin biçimde artmayacağını beklenmesi gerekir ki, TL faizler çekici hale gelsin. Bu ise makroekonomik istikrar programının tavizsiz uygulanacağına, bir geri dönüş olmayacağına ilişkin beklentilerin yaygınlaşmasına bağlı. Ekonomi yönetimi değişir mi gibi şüphelerin ortadan kalkması önemli. Açık ki sadece faiz yükselterek bu şüpheleri ortadan kaldırmak mümkün değil. Niyetin 'halis' olduğunu kanıtlamak gerekiyor. Mesela TCMB Başkanının görevden alınmasını son derece zorlaştıran bir yasal değişiklik veya TÜİK'in kurumsal yapısını açıklanan istatistiklere güveni artırıcı yönde değiştirmek endişeleri azaltabilir. Öte yandan lira-laşma açısından dış koşullar müsait. Küresel merkez bankaları faiz indirecek. Dolayısıyla, mevduat faizlerinin biraz daha yükselmesi bir taraftan,



uygulanan programı güçlendiren ve bu nedenle u-dönüş ihtimalini azaltan adımlar diğer taraftan liralasma eğilimini artırır. Hemen olmaz muhtemelen, ama eninde sonunda bu eğilim gözlenir. Bu adımlar ne denli hızlı ve güçlü atılırsa o ölçüde liralasma için gerekli faizin düzeyi düşük olur."

TL'de nominal değerlendirme mümkün mü?

Özlem Bayraktar Gökşen, TL'de nominal bir değerlendirilmenin döviz likiditesinde beklenen kadar bir iyileşme ile pek mümkün olmadığını ve aslen istenen de bir durum olmadığını söylüyor. Nilüfer Sezgin ise orta vadede nominal bir TL değerlendirilmesi değil, enflasyondan daha az artan bir döviz kuru öngörüyor. Prof. Dr. Selva Demiralp, TL'de nominal bir değerlendirme olması için çok ciddi bir sermaye girişi gerektiğini, ancak o durumda bile TCMB'nin bu fırsatı erimiş döviz rezervlerini yerine koymak için kullanacağını ve TL'de nominal bir değerlendirilmeye izin vermeyeceğini düşünüyor.

Dr. İnanç Sözer, TL'de nominal değerlendirilmenin mümkün olduğunu ancak öncelikle TCMB'nin döviz satışlarını mümkün olduğunca sınırlaması ve serbest piyasa dinamiklerine büyük ölçüde dönmeye gerektiğini söylüyor. Erol Gürçan da enflasyonda kalıcı bir düşüşün sağlanması, iktisadi aktivitenin önemli ölçüde yavaşlaması, ters dolarizasyonun hızlanması ve güçlü portföy girişlerinin görülmesi gibi bir senaryoda teorik olarak TL'de nominal değerlendirilmenin olası olduğunu ancak, TL'de nominalden ziyade reel olarak bir miktar değerlendirilme görülmesi olasılığının daha yüksek olduğunu düşünüyor. Prof. Dr. Fatih Özatay, kur artışının enflasyonun ana belirleyicisi olduğunu ancak enflasyon bu kadar yüksekken TL'nin nominal olarak değerlendirilmesinin istenilen bir şey olmadığını belirtiyor.