

Dolar! Yukarı, Aşağı, Yukarı Biraz Sakinleş Artık



Dr. Ahmet YARIZ

ADMİB YÖNETİM KURULU
DANIŞMANI

www.ahmetyariz.com

Döviz kuru veya yaygın kullanımla ABD Doları (USD/TL) 2018 yılına 3,78 TL başlamış ve 19 Eylül 2018 tarihinde ulaştığı 6,32 TL'nin ardından düşüşe geçerek 3 Aralık 2018 tarihinde 5,17 TL'ye gerilemiş, akabinde tekrar yükseliş trendine girmiş ve 9 Kasım 2020 tarihinde bugüne kadar ulaştığı 8,48 TL seviyesini görmüştür. Bu tarihte ekonomi yönetimindeki top yükün değişimden sonra yeniden düşüş sürecine giren kur, 17 Şubat 2021 tarihinde 7,00 seviyesinin altına gerilemiştir. Mart ayında TCMB Başkanının beklenmedik bir şekilde görevden alınması ile yeniden yukarı yönde sert bir çıkış gösteren ve 8,34 seviyesini test eden kur, iki haftalık bir dalgalanma döneminden sonra yeniden düşüşe geçmiş olup bugünlerde 8,10-8,20 aralığında seyretmektedir. Üç buçuk yıl içinde 3,78 - 8,48 aralığında dalgalanan kurdaki oynaklık % 120'yi aşmıştır.

Kurda aşağı ve yukarı yönlü sert dalgalanmaların oluşturduğu yüksek oynaklıklar; fiyatlama, beklentiler, yatırım vb. iktisadi faaliyetlerin sağlıklı, öngörülebilir ve istikrarlı bir zemine oluşmasını engellemektedir. Kurdaki hızlı artışlar enflasyon başta olmak üzere, ödemeler dengesi, büyüme ve bütçe performansı üzerinde bir bölümü hemen bir bölümü de gecikmeli olarak ortaya çıkan tahribatlara neden olmaktadır ve ekonominin temel dinamiklerini tehdit etmektedir. Öte yandan hızlı yükselişler sonrasındaki düşüşler ise oluşan tahribatları kısa zamanda tamir edememekte ve ekonominin temel dinamiklerindeki iyileşme süreci daha uzun bir zamana yayılabilmektedir.

Kur, yurt içi ve yurt dışı kaynaklı ekonomik ve ekonomi dışı faktörlerden etkilenmektedir. Bu faktörlerden bir bölümü kur üzerinde doğrudan etkili, bir bölümü ise sınırlı düzeyde etkilidir. Kurda son üç yılda yaşanan yüksek oranlı artışlar ve dalgalanmalarda, aşağıda verilen iki temel faktörün TCMB rezervleri üzerinde oluşturduğu aşırı baskı etkili olmuştur. Bunlar;

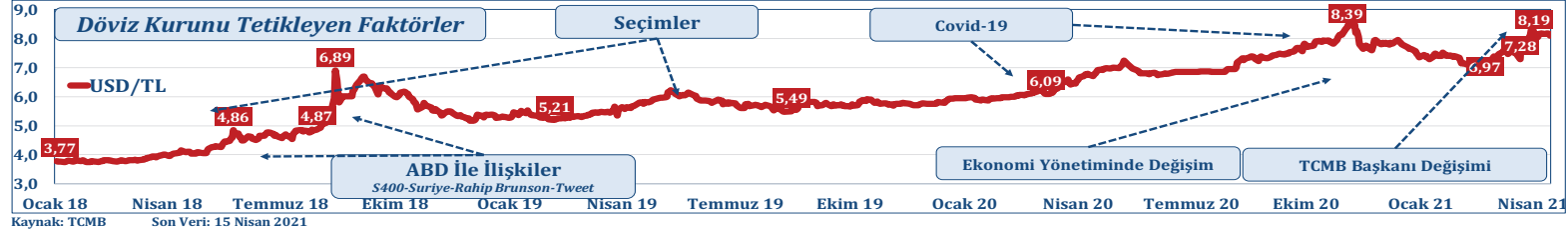
1) ABD ile yaşanan Suriye-Kuzey Irak-PKK/YPG-Halkbank-S/400-Rahip Brunson başlıklı krizlerin 2018 Ağustos ayındaki tweet ile zirveye çıkmasının etkisiyle ülkemize sermaye girişlerinin yavaşlaması ve ardından net çıkışların yaşanması ve

2) 2020 yılında döviz girişleri ve ödemeler dengesinde yaşanan (Covid-19 salgını nedeniyle turizm gelirlerinde 25 Milyar USD civarındaki kayıp, altın ithalatında 15 Milyar USD civarındaki olağan dışı artış ve yurt dışı sermaye girişlerinin net çıkışa dönmesi ile 10 Milyar USD olmak üzere toplamda) 50 Milyar USD civarındaki daralmadır.

Öte yandan;

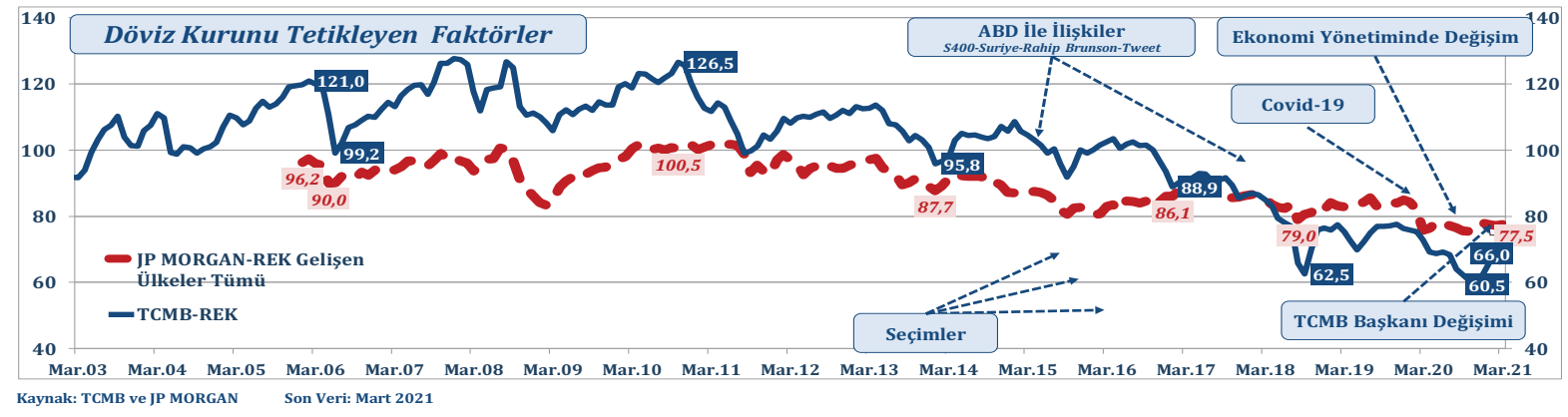
- FED ve ECB başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının uygulamaya devam ettiği ve Covid-19 salgını nedeniyle yoğunluğu daha da artan bol likidite ve düşük faiz politikaları bağlamında finansal piyasalar ve emtia piyasaları ile gelişen ülke piyasalarına yönelik sermaye akımları,
- Kasım ayı başında ekonomi yönetiminin yenilenmesi ve TCMB faiz politikalarındaki değişim ile birlikte yurt dışı sermaye girişlerinin yeniden başlaması,
- 2020 yılında döviz akışında yaşanan 50 Milyar USD civarındaki olağan dışı daralmanın çok daha düşük düzeylerde oluşacağı beklentileri,
- ile kur aşağı yönlü bir seyir izlemeye başlamış ve yıl 7,35 ile tamamlanmıştır. Yurt dışı sermaye girişlerinin yeniden başlaması, dış ticaret açığı ve ödemeler dengesindeki olumlu beklentilerin etkisiyle kurda düşüş hızlanmış ve 17 Şubat 2021 tarihinde 6,93 seviyesine gerilemiş ve 2021

Döviz Kurunun Gelişimi



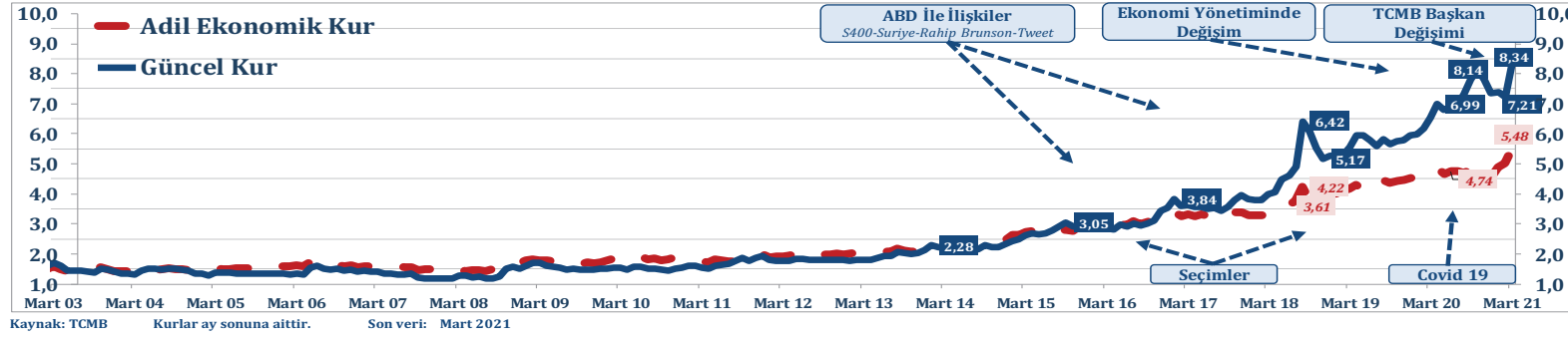
Grafik 1

Reel Efektif Döviz Kurunun Gelişimi (TCMB ve JP Morgan)



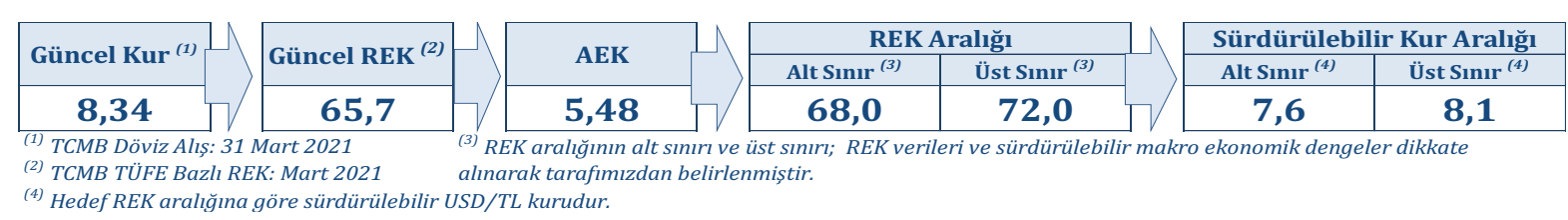
Grafik 2

Güncel Kur ve Adil Ekonomik Kurun Gelişimi



Grafik 5

Güncel Kur, Adil Ekonomik Kur ve Sürdürülebilir Kur



Şekil 1

REK Verileri

Tablo: 1

	Dönem Verileri				Dönem Ortalamaları			
	İlk	Son	En Yüksek	En Düşük	Genel	1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem
TCMB	Ocak 2003	Mart 2021	127,7	60,5	101,6	Ocak 03 Nisan 13	Mayıs 13 Tem.18	Ağus.18 Mart 21
JP Morgan			104,9	47,8	82,7			

REK Son Bir Yıl (TCMB)											
Nisan 2020	Mayıs 2020	Haziran 2020	Temmuz 2020	Ağustos 2020	Eylül 2020	Ekim 2020	Kasım 2020	Aralık 2020	Ocak 2021	Şubat 2021	Mart 2021
69,2	68,7	69,2	68,4	63,9	62,4	60,6	60,5	62,2	66,0	69,5	65,7

Kaynak: TCMB ve JP Morgan

Adil Ekonomik Kur (AEK) Hesabı

Tablo: 2

Adil Ekonomik Kur (AEK)	=	Güncel Kur	x	REK	=	8,34	x	65,71	=	5,48	USD/TL
		100				100					

Kaynak: TCMB

Son Veri: 31 Mart 2021

yılı sonu için 6,50 seviyeleri telaffuz edilmeye başlanmıştır. Bu olumlu trend devam ederken Mart ayında TCMB Başkanlığında beklenmedik görev değişikliği, kurda yeniden yukarı ve sert yönlü artışlara neden olmuştur.

Döviz kurunda yaşanan yüksek artışlar ve dalgalanmaların ekonominin temel dinamiklerinde karşılığının olmadığı, kur seviyesinin reel bir ekonomik tabana dayanmadığı ve spekülasyon ataklarının sonucu olduğu kamuoyunda tartışılmaktadır. Bu tartışmalara ışık tutmak amacıyla uluslararası gösterge niteliği taşıyan Reel Efektif Döviz Kuru yardımıyla TL'nin reel değerine yönelik analiz bu yazının amacını oluşturmaktadır.

Güncel döviz kurlarının farklı ekonomik kriterler kullanılarak düzeltilmesiyle Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (REK) adı verilen bir gösterge hesaplanmaktadır. Ülkelerin para birimleri arasındaki enflasyon farklarının düzeltilmiş halini de ifade eden REK, ekonomilerin rekabet güçlerinin değerlendirilmesinde yakından takip edilen önemli bir makro ekonomik gösterge olup güncel kurun hangi oranda ekonomik zemine dayandığını göstermektedir. REK'in 100 değerinin altında olması ve azalan bir trend izlemesi ithal malların fiyatlarının arttığı, yurt içinde üretilen mal fiyatlarının görece olarak ucuzladığı ve ihracat pazarlarında rekabet gücünün arttığı ifade etmektedir. REK'in 100 değerinin üzerinde olması ve artan bir trend izlemesi ise ithal mal fiyatlarının görece olarak ucuzladığı, yurt içindeki mal fiyatlarının yine görece olarak

pahalılaşığı, ithalatın avantajlı hale geldiği ve ihracatta rekabet gücünün azaldığı anlamına gelmektedir. REK, TCMB ve uluslararası yatırım bankası JP Morgan tarafından hesaplanmaktadır. TCMB tarafından yapılan TÜFE bazlı REK, Türkiye'deki fiyat düzeyinin dış ticaret yapılan 45 ülkenin fiyat düzeylerine oranının ağırlıklı ortalaması ve dış ticaretteki payı esas alınarak hesaplanmaktadır. Kur ve REK arasında asimetric bir ilişki bulunmakta, ekonomik ve politik risklerdeki artışlara bağlı olarak kurda yaşanan hızlı yükselişler REK'in düşüşüne yol açmaktadır.

Grafik 2 ve Tablo 1'de REK'in Ocak-2003-Mart 2021 dönemindeki gelişimi yer almakta ve üç farklı zaman diliminde değerlendirilmektedir.

I. Dönem (Ocak 2003-Nisan 2013): REK'in dönem ortalaması 100'ün üzerinde ve 112 civarındadır. Bir başka ifadeyle TL istikrarlı ve güçlüdür. Ocak 2003-Mart 2021 arasındaki on sekiz yıllık dönemde REK'in en yüksek değeri olan 127,7 ve kurun ise en düşük değeri olan 1,17 Aralık 2007'de ve bu dönem içinde gerçekleşmiştir. Nisan 2013 global finansal piyasalarda FED'in bilanço küçültme sürecinin başlayacağını açıklaması ile başlayan endişelere ilave olarak ülkemizdeki Gezi Olayları ile başlayan gelişmeler bu dönemin sona ermesinde etkili olmuştur. Bu dönemin son ayı olan Nisan 2013'de gösterge tahvil faizlerinin % 5'in altına düşerek en düşük düzeylerine gerilediği unutulmamalıdır.

II. Dönem (Mayıs 2013-Temmuz 2018): Dönemde REK ortalaması ilk

döneme göre düşerek 100 değerinin hemen altı olan 97,6 seviyesine gerilemiş ve TL'nin değer kaybı süreci başlamıştır. Dönemin başlangıcında sınırlı bir değer kaybına maruz kalan TL'deki zayıflama 15 Temmuz 2016'daki darbe girişiminin ardından hızlanmıştır.

III. Dönem (Ağustos 2018-Mart 2021): Dönem, Türkiye-ABD ilişkilerinde yaşanan Suriye-PKK/YPG-Halkbank-S400-Rahip Brunson eksenli gerilimler ekseninde ABD Başkanının ülkemizi aleni olarak tehdit ettiği tweet krizi ile zirveye taşındığı Ağustos 2018'de başlamaktadır. Bu tarihten sonra kur hızla artarken REK aynı hızla gerilemeye başlamıştır. Alınan tedbirler ile ülkemize özgü bu politik riskin makro ekonomik dengeler üzerindeki tahribatı onarılmaya çalışılırken, 2020 yılında dünya ekonomilerini zorlayan Covid-19 salgını makro ekonomik dengeler ve doğal olarak kur ile REK üzerindeki olumsuz baskıyı artırmıştır. Kasım 2020'de ekonomi yönetiminin top yükün yenilenmesi ile kurda aşağı yönlü, Mart 2021'de TCMB Başkanın beklenmedik şekilde değişimi ile de yukarı yönlü dalgalanmalar yaşanmıştır. Bu dalgalanma ile REK, TCMB tarafından hesaplanmaya başladığı tarihten itibaren düşük değerine 60,2 ile Kasım 2020'de ulaşırken dönem ortalaması ise 71 civarındadır.

Ocak 2003 ile Mart 2021 arasında ve üç döneme bölünerek yapılan REK analizlerinde, TL'nin maruz kaldığı olağan dışı değer kayıpları JP Morgan tarafından hesaplanan REK'te de

net bir şekilde görülmektedir. JP Morgan'a göre TL'deki değer kaybı TCMB tarafından hesaplanan değer kaybindan daha da fazladır. Her iki kurumun hesaplamalarına göre TL'nin değer kaybı 2018 ortasından itibaren hızlanmıştır.

Yazının amacına uygun olarak; kurda 2018 yılından itibaren yaşanan yüksek artışlar ve dalgalanmaların analizi için uluslararası gösterge niteliği taşıyan Reel Efektif Döviz Kuru (REK) yardımıyla TL'nin reel değerine yönelik bir kur hesabı yapılmaktadır. Hesaplanan bu kur, ekonomi dışı faktörlerin etkilerinin ihmal edildiği ve olağan şartlardaki kur seviyesini göstermekte ve "Adil Ekonomik Kur (AEK)" olarak isimlendirilmektedir. Tablo 2'de yer alan formüle göre 31 Mart 2021 tarihindeki 8,34 USD/TL kuru ve aynı tarihteki 65,71 REK dikkate alındığında "Adil Ekonomik Kur" 5,48 olarak hesaplanmaktadır.

Bir başka ifadeyle USD/TL için 8,34 olan güncel kurun AEK değeri 5,48'dir. Güncel kura göre 2,86 TL olarak hesaplanan değer kaybı, ekonomi dışı faktörlerden kaynaklanan risk primi veya risk kaybı, ekonomi dışı faktörlerden kaynaklanan risk primi bileşenleri olarak TL'nin değerinin aşınmasına ve güncel kur ile AEK arasındaki farkın büyümesine neden olmaktadır. Grafik 5'e göre güncel kur ve AEK arasındaki fark, hesaplamaların yapıldığı 2003 yılından global krizin yaşandığı 2008 yılına kadar +/- % 10'luk bir band içinde dalgalanmıştır. 2008 Global krizi ile birlikte fark % -20'lere kadar ulaşmış ancak Şubat 2010'dan itibaren yeniden önceki dönemdeki +/- % 10 bandına dönmüştür. 2017 yılı başından itibaren ağırlıklı olarak ABD ile yaşanan

sorunların beslediği politik risklerin etkisiyle hak etmediği bir değer kaybına maruz kalmaya başlayan TL'de, Ağustos 2018'den itibaren değer kaybı hızlanmış ve güncel kur ile AEK arasındaki fark giderek büyümüştür. 2017 yılı başlarında % 12'er civarında olan fark, 2018 yılı III. çeyreğinden itibaren % 60'lara kadar yükselmiştir. Mart 2021 verilerine göre güncel kur 8,34 ile 5,48 olarak hesaplanan AEK arasındaki fark % 52'dir.

Yazıda bahsi geçen güncel kur ve AEK tanımlarına ilave olarak, sürdürülebilir kur (rekabetçi kur) adıyla yeni kur kavramı ele alınmaktadır. Sürdürülebilir Kur;

1) Global Covid-19 salgınının dünya dış ticaretindeki daraltıcı etkilerine rağmen Türkiye'nin artan ihracat trendini destekleme ve ihracatın dünya pazarlarında rekabetçi gücünü koruma,

2) İthalatı özendirici olmaktan uzak tutabilme ve

3) Enflasyon kontrolüne ılımlı destek sağlama gibi çok sayıda makro ekonomik göstereyi dikkate alan seviye olarak tanımlanmaktadır. Sürdürülebilir kur; tek bir değer yerine enflasyon, dış ticaret, ödemeler dengesi vb. kurun etkilediği ve kuru etkileyen makro ekonomik faktörler ile birlikte piyasa dinamiklerini de gözeten ve ılımlı bir dalgalanmaya izin veren dar bir aralık olarak hesaplanmaktadır.

Şekil 1'de formüle edilen bu yaklaşıma göre; USD/TL için sürdürülebilir kur seviyesi 31 Mart 2021 tarihli verilere göre 7,6 - 8,1 aralığında hesaplanmaktadır. Kurun hesaplanan aralığın alt basamağın üzerinde kalması, ithalat ve ödemeler dengesi açısından olumsuz etkiler neden olabileceği, aralığın üst bandını aşması halinde ise enflasyonu yukarı doğru taşıyabilecektir.

Global merkez bankalarının başlattığı ve Covid-19 nedeniyle hızlandırdığı faiz indirimi ve parasal genişleme adımlarının ardından, TCMB'nin yeni para politikası ile uluslararası fon akımlarının ülkemize yöneliminin artması, TCMB rezervleri ve ödemeler dengesine yönelik risk algılarının azalması ile TL, Kasım 2020'den itibaren güçlenmeye ve kur gerilemeye başlamıştır. Ancak Mart ayında TCMB başkanının sürpriz değişimi ile birlikte sıkı para politikasında değişiklik olabileceğine dair özellikle uluslararası yabancı yatırımcılarda oluşan beklenti değişikliği ile birlikte kurlarda yeniden yukarıya dönmüş hareket iki haftalık dalgalanmanın ardından durulmaya başlamıştır.

Kasım ayında normalleşme sürecine giren uluslararası fon girişlerinin yeniden başlaması ve TL'de istikrarlı dönem uzun vadede devam etmesi beklenmektedir. Mart ayındaki TCMB başkan değişimi, uzun vadeli normalleşme sürecini etkilemeyecek ancak çok kısa bir süre için geciktirebilecek yol kazası olarak değerlendirilmektedir. Global ölçekte ve yurt içinde olağan dışı politik bir risk oluşmadığı takdirde TL'nin yukarıda hesaplanan 7,6 - 8,1 aralığında istikrar kazanması beklenmektedir. Hesaplanan bu aralık nominal olarak görülmesi bile, uzun bir süre mevcut seviyelerin korunmasıyla enflasyonun gerisinde kalabileceği ve reel olarak bu değerlere erişebilecektir.

Sonuç olarak enflasyonun kontrol altına alınması ve sürdürülebilir kur seviyesinin korunması ana amacı bağlamında; yılın ikinci yarısında uluslararası fon akımlarının yeniden hızlanmasıyla TL'de oluşabilecek aşırı değerlenme ihtimaline karşı TCMB;

1) Gereğinde döviz satın alarak rezervlerini güçlendirmeli ve

2) Enflasyondaki gelişmeler paralelinde, para politikalarının etkinliğini dikkate alarak yılın ikinci yarısına gelmeden ön yüklemeli faiz indirimleri yapmalıdır.