

Mevduat Hesapları Negatif Reel Getiri Mi Sağlıyor?*

Nasif Özkan

Doç. Dr., Kütahya Dumlupınar Üniversitesi, Kütahya Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü,
Kütahya; nasif.ozkan@dpu.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2612-6368

Makale Bilgisi

Makale Tarihsel Süreci:
Geliş Tarihi 23/09/2020
Düzeltilme Tarihi 07/11/2020
Kabul Tarihi 10/11/2020

Anahtar Kelimeler:
Faiz, Nominal Faiz, Reel
Faiz, Beklenen Enflasyon,
Mevduat Hesabı
JEL Kodları: E43, G10, G53

Özet

Son yıllarda tüm dünyada merkez bankaları politika faizlerini düşürerek negatif faiz oranı politikaları uygulamaya başlamıştır. Bu durum, finansal piyasalarda negatif reel getiri tartışmalarını beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda çalışmada, faiz, nominal faiz, reel faiz ve enflasyon gibi temel kavramlar açıklanmaktadır. Ayrıca çalışma, Türk Lirası ve yabancı para mevduat sahiplerinin reel getirilerini nasıl hesaplayabileceklerine dair örnekler göstermektedir. Farklı enflasyon beklentileriyle 2020 yılı için oluşturulan örnekler, hem Türk Lirası hem de yabancı para mevduatta reel faiz oranlarının negatif veya sıfıra yakın olduğunu göstermektedir. Çalışmada aynı zamanda, hane halkının negatif reel getiri elde etmeleri halinde ortaya çıkabilecek sonuçlar da tartışılmaktadır.

Do Deposit Accounts Provide Negative Real Returns?

Article Info

Article history:
Received 23/09/2020
Revised 07/11/2020
Accepted 10/11/2020

Keywords:
Interest, Nominal Interest,
Real Interest, Expected
Inflation, Deposit Account
JEL Codes: E43, G10, G53

Abstract

In recent years, central banks around the world have started to implement negative interest rate policies by lowering their policy rates. This has produced negative real return debates in financial markets. In this context, firstly, interest rate, nominal interest rate, real interest rate, and inflation rate concepts are explained in the study. Besides, the study shows examples of how Turkish Lira and foreign currency deposit owners can calculate their real returns. Examples developed for 2020 with different inflation expectations show that real interest rates in both Turkish Lira and foreign currency deposits are negative or close to zero. The study also discusses the consequences that may arise if the household receives negative real returns.

*Özkan, N. (2020). Mevduat hesapları negatif reel getiri mi sağlıyor?. *Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Çalışmalar Dergisi*, 1(1), 1-12.

GİRİŞ

Finansal piyasalarda fon fazlası olanlar ve fon açığı olanlar olmak üzere iki temel grup yer almaktadır. Genel olarak, fon fazlası olan grup içinde hanehalkı, fon açığı olan grup içinde ise işletmeler ve devlet ilk sıradadır. Hanehalkı elinde bulunan, harcamadığı tasarruflarını finansal piyasalarda yatırıma dönüştürerek, çeşitli finansal varlıklar aracılığıyla işletmelere ve devlete doğrudan ya da dolaylı olarak kullanılabilmektedir (Mishkin, 2000:20-21). Hanehalkı fazla fonunu ödünç vermenin ya da tasarruf etmenin ödülü olarak, finansal varlıktan bir getiri elde etmeyi beklemektedir. Bu getirilerin adları finansal varlıkların özelliklerine göre değişmekte ve faiz, fon fiyat artışı, değer artışı (sermaye kazancı), kar payı gibi adlar alabilmektedir. Örneğin, mevduat, devlet iç borçlanma senetleri, repo gibi finansal varlıklar yatırımcılara faiz getirisi sağlarken; paylar, değer artış kazancı ve kar payı getirisi sağlamaktadır.

Hanehalkı finansal varlıklara yatırım yaparken özellikle enflasyon oranını göz önünde bulundurmakta ve bu oranın üzerinde getiri sağlayan finansal varlıklara yatırım yapmayı tercih etmektedir. Böylece, harcamalarını erteleyip gelecekte daha fazla harcama yapabilmek için bu yatırımlarından reel getiri elde etmeyi hedeflemektedir. Çünkü yapmış olduğu yatırımlardan reel getiri elde edemiyorsa, alım gücü düşmekte ve tasarruf etmesinin bir anlamı kalmamaktadır. Diğer taraftan, enflasyon oranının üzerinde bir getiri oranı, tasarruf sahiplerinin satın alma gücünü pozitif yönde etkilemektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014:9). Ancak, hanehalkı reel getirilerin hesaplanmasında çeşitli zorluklarla karşılaşabilmekte ve dolayısıyla yatırım kararlarının verilmesinde kafa karışıklığı yaşayabilmektedir. Bu nedenle çalışmada, faiz, nominal faiz, reel faiz, enflasyon, beklenen enflasyon, reel getiri gibi temel bazı finansal kavramlara açıklık getirilerek, Türkiye’de hanehalkının en çok yatırım yaptığı finansal yatırım araçlarının (TL mevduat ve yabancı para mevduat hesapları) yıllık reel getiri oranlarının nasıl hesaplanacağıyla ilgili örnekler verilmektedir. Diğer bir ifadeyle bu çalışmada, şu sorulara cevap aranmaktadır: (1) Enflasyon, beklenen enflasyon, nominal faiz (getiri) ve reel faiz (getiri) ne demektir? (2) Reel faiz (getiri) nasıl hesaplanır? (3) Bugün yatırım kararı alınır mı hangi enflasyon oranı dikkate alınmalıdır? (4) Türkiye’de yatırım araçları özellikle de TL mevduat ve yabancı para mevduat hesapları negatif reel getiri mi sağlamaktadır?

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takiben ikinci bölümde reel getiri hesabıyla ilgili çeşitli finansal kavramlar açıklanmakta, üçüncü bölümde TL mevduat ve yabancı para mevduat hesaplarına ilişkin reel getiri hesaplamaları gösterilmekte ve son bölümde ise, negatif reel getirinin doğurabileceği sonuçlar sunulmaktadır.

REEL GETİRİ HESAPLAMALARINDA KULLANILAN TEMEL FİNANSAL KAVRAMLAR

Bu bölüm kapsamında reel getiri hesaplamaları yapılırken kullanılan faiz, nominal faiz, reel faiz, enflasyon, gerçekleşen enflasyon ve beklenen enflasyon kavramları incelenmektedir. Reel getiri hesaplamalarında faiz konusunun işlenmesinin arkasındaki temel neden hanehalkına ait finansal varlıkların içinde faiz kazancı sağlayan varlıkların yoğun olmasıdır. Hanehalkının finansal varlıkları içinde TL tasarruf mevduatı ve yabancı para tasarruf mevduatı hesaplarının oranı yaklaşık %76,3’tür (bkz. Tablo 1).

Türk Dil Kurumu’nun Güncel Türkçe Sözlüğünde faiz için iki tanım yapılmaktadır. Bu tanımlardan birincisi, “işletmek için bir yere ödünç verilen paraya karşılık alınan kâr, getiri, ürem, nema” iken, ikincisi “kapitalist ekonomide, artık değerın değişikliğe uğramış biçimi olarak paranın fiyatı, kiralanan paranın kira bedeli” şeklindedir (<https://sozluk.gov.tr>). Türkiye’de finans alanında yazılan pek çok akademik yayında da faiz (Aktaş vd., 2017:52; Aydın, 2014:1; Gürsoy, 2014: 40; Uzunoğlu ve Sönmezler, 2019:1), en basit anlamıyla fonun (para ya da sermaye) kullanım fiyatı, kirası ya da maliyeti; kullanılan fondan elde edilen

getiri olarak tanımlanmaktadır. Faiz kavramı genel çerçevede bu şekilde tanımlansa da, finansal piyasalarda yerli ve yabancı yatırımcılarca yakından izlenen birçok faiz çeşidi bulunmaktadır. Mevduat faizi, kredi faizi, tahvil ve bono faizleri, gösterge faiz, interbank faizi, politika faizi, gecelik faiz, geç likidite penceresi faizi vb. bunlar arasında sayılabilir (Uzunoğlu ve Sönmezler, 2019:1-2).

Tablo 1. Hanehalkı Finansal Varlıklarının Yüzdesel Dağılımı

Varlık Türü	Pay (%)
TL Tasarruf Mevduatı	40,0
Yabancı Para Tasarruf Mevduatı	36,3
Kıymetli Madenler	3,5
Tahvil ve Bonolar	2,5
Yatırım Fonları	10,1
Hisse Senedi	4,1
Repo	0,1
Dolaşımdaki Para	3,4

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu Kasım 2019

Finansal piyasalarda tasarruf fazlası olan hanehalkı ile tasarruf açığı olan işletme ve devlet arasındaki ilişkide fazla fonlarını kullandıran hanehalkının sağladığı menfaatin hesaplanmasında ise, nominal faiz ve reel faiz ayrımı öne çıkmaktadır. Nominal faiz, belirli bir dönemde paranın kredi, mevduat ve diğer piyasalardaki ödünç alma ve verme fiyatıdır ve bu faiz beklenen enflasyon primini de içermektedir². Reel faiz ise, aynı dönemde nominal faizden beklenen veya gerçekleşen enflasyon oranının düşülmesiyle elde edilen faiz oranıdır. Örneğin, bir bankanın internet sayfasında faiz oranını aradığınızda ulaşacağınız sonuç, açtıracacağınız mevduat hesabı karşılığında alacağınız nominal faiz oranıdır. Bu orandan, enflasyon tahminleri doğrultusunda elde edilen beklenen enflasyon oranı çıkarılırsa reel faize ulaşılmış olur. Hanehalkının yatırım yaptığı dönemin sonunda elde edeceği anapara ve faiz tutarı toplamının satın alma gücü, faiz oranıyla birlikte dönem içinde oluşan fiyatlar genel seviyesindeki (enflasyon) artışlardan da etkilenmektedir. Ekonomi ve finans literatüründeki genel kabul, faizi belirleyen temel etkenin “beklenen enflasyon oranı” olduğudur. Bu bağlamda, nominal faiz ve reel faiz oranları arasındaki farkın yatırımcılar tarafından iyi anlaşılması, doğru yatırım kararlarının verilmesinde önemli bir yer tutmaktadır (Akyıldız, 2017:360; Uzunoğlu ve Sönmezler, 2019:3).

Yatırım kararlarının verilmesinde enflasyon oranı önemli bir faktördür. Enflasyon en genel tanımıyla fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artıştır. Bu tanım dikkate alındığında, mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki tek tek artışlar ya da bunların tamamının fiyatlarındaki bir defaya mahsus artış, enflasyon olarak ifade edilememektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2009:266). Hanehalkının tasarruflarının satın alma gücünü azaltan enflasyon, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) oluşturularak ölçülmektedir³.

² Nominal ya da piyasa faiz oranlarını belirleyen faktörler; (1) riski olmayan reel faiz oranı (paranın zaman değeri), (2) enflasyon primi, (3) geri ödenmeme risk primi, (4) likidite primi ve (5) vade primi olarak sayılabilir. Bu faktörlerin yanında Merkez Bankası'nın para politikası, dış ticaret açığı, kamu kesimi açığı ve ekonomik konjonktür de faiz oranlarının genel düzeyi üzerinde etkili olmaktadır (Gürsoy, 2014:44-51; Okka, 2015:108-112)

³ TÜFE hesaplamalarında yer alan mal ve hizmetler, 12 ana harcama grubu altında toplanmaktadır. Bunlar; (1) gıda ve alkolsüz içecekler, (2) alkollü içecekler ve tütün, (3) giyim ve ayakkabı, (4) konut, (5) ev eşyası, (6) sağlık, (7) ulaştırma, (8) haberleşme, (9) eğlence ve kültür, (10) eğitim, (11) lokanta ve oteller ve (12) çeşitli mal ve hizmetlerdir. Bu ana harcama gruplarının endeks içindeki ağırlıkları her yıl değişmektedir. 2020 yılı için TÜFE

Tablo 2. Yıllık Enflasyon Oranlarına İlişkin Veriler (%)

Yıllar	Enflasyon Oranı ^a	Dünya Enflasyon Oranı ^a	Enflasyon Hedefi ^b	Beklenen Enflasyon ^c
1985	44,19	16,70	-	-
1986	30,67	9,80	-	-
1987	55,05	18,50	-	-
1988	75,21	23,30	-	-
1989	64,28	24,70	-	-
1990	60,41	25,50	-	-
1991	71,14	18,90	-	-
1992	65,97	43,60	-	-
1993	71,08	43,10	-	-
1994	125,49	26,00	-	-
1995	76,05	12,70	-	-
1996	79,76	7,90	-	-
1997	99,09	5,90	-	-
1998	69,73	7,30	-	-
1999	68,79	5,10	-	-
2000	39,03	4,90	-	-
2001	68,53	4,00	-	-
2002	29,75	4,10	35,00	47,80
2003	18,36	3,70	20,00	25,00
2004	9,35	4,10	12,00	13,50
2005	7,72	4,00	8,00	8,20
2006	9,65	3,90	5,00	5,65
2007	8,39	5,30	4,00	7,00
2008	10,06	4,70	4,00	6,50
2009	6,53	3,10	7,50	7,50
2010	6,40	4,30	6,50	7,00
2011	10,45	4,70	5,50	6,60
2012	6,16	4,00	5,00	7,20
2013	7,4	3,30	5,00	6,40
2014	8,17	2,90	5,00	7,50
2015	8,81	2,90	5,00	6,90
2016	8,53	3,00	5,00	8,20
2017	11,92	3,30	5,00	8,40
2018	20,3	3,60	5,00	9,50
2019	11,84	3,50	5,00	16,00
2020	-	-	5,00	10,00
2021	-	-	5,00	-
Ortalama	38,98	10,47		
1985-2002	66,35	16,78		
2003-2019	10,00	3,78		

Kaynak: TÜİK, TCMB, IMF

^a Enflasyon oranı ve dünya enflasyon oranı, ilgili yıllarda sırasıyla Türkiye’de ve dünyada gerçekleşen enflasyon oranlarıdır.

^b Enflasyon hedefi, TCMB tarafından Türk Hükümeti ile birlikte, 3’er yıllık dönemler halinde belirlenmektedir. Türkiye’de 2002-2005 arası örtülü enflasyon hedeflemesi dönemidir. 2006 yılında ise, açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir.

^c Beklenen enflasyon rakamları, Ocak ayında yayımlanan TCMB Beklenti Anketi İstatistiklerinden elde edilen cari yıl sonu yıllık TÜFE beklentisinin medyan değerleridir.

çinde en yüksek ağırlığa sahip ilk dört ana harcama grubu sırasıyla; gıda ve alkolsüz içecekler (%22,77), ulaştırma (%15,62), konut (%14,34), lokanta ve otellerdir (%8,67). Bu harcama gruplarının tespitinde ve endeks hesaplamasında Birleşmiş Milletler’ce önerilen amaca göre bireysel tüketim sınıflaması (COICOP) sistemi kullanılmaktadır. Endeks kapsamında 2020 yılı itibarıyla 418 madde vardır. Bu maddelere ilişkin fiyat verileri 81 il merkezinden toplam 225 ilçeden toplanmaktadır. TÜFE kapsamında ayda 28.019 işyerinden 553.064 fiyat derlenmekte ve 4.274 kiracı endeks kapsamında takip edilmektedir (<http://www.tuik.gov.tr>).

Eğilmez (2020)'ye göre, Türkiye'deki yüksek enflasyon oranları, hanehalkının karşı karşıya kaldığı en büyük ve en güncel ekonomik sorunlardan birisidir. Bu durum Tablo 2'de açıkça görülmektedir. Söz konusu tabloda da görüleceği üzere, 1985-2019 yılları arasında Türkiye'de gerçekleşen enflasyon oranı ortalama %38,98 iken, aynı yıllar arasında dünyada bu oran ortalama %10,47 olmuştur. Bu 35 yıllık dönemi iki ayrı dönem olarak incelersek, enflasyon oranı 1985-2002 yılları arasındaki dönemde ortalama %66,35; 2002-2019 yılları arasındaki dönemde ise ortalama %10 olarak gerçekleşmiştir. TÜFE, 2002-2019 yılları arasındaki 18 yılın sadece 6 yılında hedeflenen enflasyondan daha düşük çıkmıştır. Tablo 2'deki beklenen enflasyon değerleri ise, TCMB'nin finansal ve reel sektörde karar alıcı ve uzman kadrolarda yer alan kişilere ve profesyonellere uyguladığı beklenti anketi sonuçlarından elde edilmektedir. Tablo 2'de yer alan enflasyon oranı, gerçekleşen enflasyon oranı olarak alınıp geçmiş yıllara ait yatırımların yıllık reel getirilerinin hesaplanmasında kullanılırken; beklenen enflasyon oranı, bugünden geleceğe yönelik yapılacak yatırımların yıllık beklenen reel getirilerinin hesaplanmasında kullanılabilir. Bu bağlamda, hanehalkı yatırım yapacağı finansal varlığın sabit bir faiz oranı (mevduat hesabı gibi) söz konusuysa beklenen enflasyon oranından faydalanarak pozitif reel getiri elde edip edemeyeceğini hesaplayacak ve bu sonuca göre finansal varlığa yatırım yapıp yapmama kararı alacaktır. Eğer negatif reel getiri söz konusuysa, bu finansal varlığa yatırımdan kaçınabilecektir.

REEL GETİRİ HESAPLAMA

Enflasyon oranlarının düşük olduğu ekonomilerde reel getiri, kabaca nominal getiriden beklenen enflasyonun çıkartılmasıyla hesaplanabilmektedir. Ancak, nominal getiri ve enflasyon oranının yüksek olduğu Türkiye gibi ülkelerde ise, reel getiri hesaplarında Denklem (1)'in kullanılması daha doğru olacaktır. Eğer bir finansal varlığa ait geçmiş dönemlerdeki reel getiri oranları hesaplanmak isteniyorsa, Denklem (1)'de yer alan beklenen enflasyon yerine, o dönemdeki gerçekleşen enflasyon oranı kullanılmaktadır.

$$\text{Reel Getiri} = \left(\frac{1 + \text{Nominal Getiri}}{1 + \text{Beklenen Enflasyon ya da Gerçekleşen Enflasyon}} \right) - 1 \quad (1)$$

Tablo 3'te, 2005-2019 yılları arasında çeşitli finansal yatırım araçlarının yıllara göre yıllık nominal getiri oranları, bu yıllarda gerçekleşen yıllık enflasyon oranları ve bu enflasyona göre düzeltilmiş yıllık reel getiri oranları yer almaktadır. Tablodan da görülebileceği gibi yatırım araçlarının nominal getirileri her yıl değişmekte ve yatırım araçları bazı yıllarda enflasyonun üzerinde bazı yıllarda ise, enflasyon oranının altında reel getiri sağlamaktadır. Her yıl en az bir yatırım aracının negatif reel getiri sağladığı görülmektedir. Örneğin 2005-2019 yılları arasında mevduat faizi, üç yılda (2011, 2017 ve 2018); BIST 100 Endeksi, yedi yılda (2006, 2008, 2011, 2013, 2015, 2016 ve 2018); Amerikan Doları, sekiz yılda (2005, 2006, 2007, 2009, 2010, 2012, 2017 ve 2018); Euro, altı yılda (2007, 2009, 2010, 2012, 2014 ve 2019); külçe altın üç yılda (2007, 2012 ve 2013) ve devlet iç borçlanma senetleri ise, beş yılda (2011, 2013, 2015, 2017 ve 2018) negatif reel getiri sağlamaktadır. Bu durum da Türkiye'de hanehalkının enflasyonu yenmesinin oldukça zor olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan, bazı yatırım araçlarının incelenen dönemde oldukça yüksek pozitif reel getiri sağladığı da görülmektedir. İncelenen yılların yedisinde (2005, 2007, 2009, 2010, 2012, 2014 ve 2017) BIST 100 Endeksi en yüksek reel getiriyi (sırasıyla %50,67, %30,92, %83,52, %23,62, %37,31, %9,81 ve %27,92) sağlayan yatırım aracıdır. Ancak, bu yatırım aracı 2013 ve 2019 yılı hariç kalan altı yılda ise en düşük negatif reel getiriyi (-%7,52, -%57,75, -%27,74, -%19,91, -%4,08, -%30,27) sağlamıştır.

Tablo 3. Çeşitli Yatırım Araçlarının Yıllara Göre Nominal ve Reel Getiri Oranları (%)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Mevduat faizi (Brüt)	Nominal getiri	15,15	16,41	16,95	16,31	18,25	9,54	8,57	9,85	8,23	8,21	9,13	9,83	9,82	11,72	21,88
	Reel getiri	6,90	6,17	7,90	5,68	11,00	2,95	-1,70	3,48	0,77	0,04	0,29	1,20	-1,88	-7,13	8,98
BIST 100 Endeksi	Nominal getiri	62,30	1,40	41,90	-53,50	95,50	31,53	-20,19	45,77	-7,76	18,78	-12,85	4,10	43,17	-16,11	20,52
	Reel getiri	50,67	-7,52	30,92	-57,75	83,52	23,62	-27,74	37,31	-14,12	9,81	-19,91	-4,08	27,92	-30,27	7,76
Amerikan Doları	Nominal getiri	-3,20	5,90	-17,70	31,20	-2,40	1,01	22,85	-4,40	15,96	11,13	27,25	19,75	9,91	38,34	10,07
	Reel getiri	-10,14	-3,42	-24,07	19,21	-8,38	-5,07	11,23	-9,95	7,97	2,74	16,95	10,34	-1,80	15,00	-1,58
Euro	Nominal getiri	10,90	17,90	-9,20	22,50	4,60	-8,53	22,36	-4,77	21,06	-0,06	12,37	16,08	23,36	33,04	7,44
	Reel getiri	2,95	7,52	-16,23	11,30	-1,81	-14,03	10,78	-10,30	12,72	-7,61	3,27	6,96	10,22	10,59	-3,93
Altın (Külçe)	Nominal getiri	10,90	29,80	5,90	34,80	33,50	24,77	44,76	-1,91	-16,14	8,97	13,47	29,37	20,52	36,72	30,31
	Reel getiri	2,95	18,38	-2,30	22,48	25,32	17,27	31,06	-7,60	-21,92	0,74	4,28	19,20	7,68	13,65	16,51
Devlet İç Borçlanma Senetleri	Nominal getiri	22,38	11,81	22,79	17,23	21,24	11,00	5,37	16,29	0,51	14,93	1,37	9,26	6,67	1,44	33,05
	Reel getiri	13,61	1,97	13,29	6,51	13,81	4,32	-4,60	9,54	-6,42	6,25	-6,84	0,67	-4,69	-15,68	18,96
Enflasyon Oranı (TÜFE)		7,72	9,65	8,39	10,06	6,53	6,40	10,45	6,16	7,40	8,17	8,81	8,53	11,92	20,30	11,84

Kaynak: TÜİK

Tabloda ilgili yılda en yüksek reel getiriyi sağlayan finansal yatırım aracı, kalın yazı tipinde; en düşük reel getiriyi sağlayan finansal yatırım aracı ise italik olarak yazılmıştır.

Tablo 3, çeşitli yatırım araçlarının geçmiş yıllarda sağladığı reel getirileri göstermektedir. Bu reel getiriler hesaplanırken gerçekleşen enflasyon oranları kullanılmaktadır. Ancak hanehalkı, bir finansal varlığa yatırım kararı verirken geçmiş yıllara ilişkin enflasyon oranlarından etkilense de hanehalkının yapması gereken enflasyon beklentilerini dikkate alarak reel getiri hesaplaması ve bu sonuca göre yatırım kararı vermesidir. Bu bağlamda, reel getiri hesabı yapabilmek için öncelikle beklenen enflasyon oranını belirlemek gerekmektedir. Beklenen enflasyon oranı, yatırımcının kendi tahminleri, TCMB'nin enflasyon beklentisi, ekonomi programı beklentileri ve TCMB Beklenti Anketi'nin sonuçlarından elde edilebilir. Bu çerçevede, 2020 yılı tahminlerine bakıldığında, TCMB %8,20, hükümet %8,50, finansal ve reel sektördeki profesyoneller ise, %10 civarında enflasyon beklemektedir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2020: 7-36; T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2019: 9). Bu beklentilere göre, farklı vadelerde TL cinsinden açılan mevduat hesaplarının net nominal faiz oranı (stopaj sonrası) üzerinden hesaplanan reel faiz oranları Tablo 4'te sunulmaktadır.

Tablo 4. Çeşitli Vadelerde TL Üzerinden Açılan Mevduat Hesaplarının Nominal ve Reel Faizleri (%)

	1 Aya Kadar Vadeli	3 Aya Kadar Vadeli	6 Aya Kadar Vadeli	1 Yıla Kadar Vadeli	1 Yıl ve Daha Uzun Vadeli
Brüt Nominal Faiz ^a	9,60	10,46	8,76	9,75	9,93
Stopaj Oranı	15	15	15	12	10
Net Nominal Faiz	8,16	8,89	7,45	8,58	8,94
Reel Faiz ^b	-0,04	0,64	-0,70	0,35	0,68
Reel Faiz ^c	-0,31	0,36	-0,97	0,07	0,40
Reel Faiz ^d	-1,67	-1,01	-2,32	-1,29	-0,96

^a Brüt nominal faiz, 03.01.2020 tarihinde bankalarca açılan TL mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranıdır. Bu oran, TCMB faiz istatistiklerinden elde edilen haftalık akım verilerinden alınmıştır.

^b TCMB'nin 2020 yılı %8,20'lik enflasyon tahminleri dikkate alınarak, yazar tarafından hesaplanmıştır.

^c Yeni Ekonomi Programı'nın 2020 yılı %8,50'lik enflasyon tahminleri dikkate alınarak, yazar tarafından hesaplanmıştır.

^d Ocak ayı TCMB Beklenti Anketi'nde yer alan 2020 yılı cari yıl sonu %10'luk enflasyon beklentisi dikkate alınarak, yazar tarafından hesaplanmıştır.

Tablo 4'te farklı enflasyon beklentilerine göre hesaplanan reel faiz oranlarının, 2020 yılında birçok vade için negatif ya da sifıra yakın olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, hanehalkı yatırımlarının dövizde kaydığı özellikle de Amerikan Doları (USD) üzerinden mevduat hesaplarının açılacağı varsayılırsa, bu yatırımın çeşitli vadelerdeki reel faiz oranı hesaplamaları da Tablo 5'te gösterilmektedir. Yabancı para mevduat hesaplarında dönemsel getiri hem faizden hem de kurdaki değişimlerden etkilenmektedir. Bu mevduat hesabından elde edilecek dönemsel getiri ise, aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2017:28):

$$\text{Dönemsel Getiri} = [(1 + \text{Net Nominal Faiz}) * (1 + \text{Kur Artış Yüzdesi})] - 1 \quad (2)$$

Tablo 5'ten de görülebileceği gibi, USD üzerinden açılan yabancı para mevduat hesapları da TL üzerinden açılan mevduat hesaplarına benzer şekilde farklı vadelerde sifıra yakın ve negatif reel getiriler sağlamaktadır. Ancak reel getiriler, TL mevduat hesaplarına göre sifırın altına daha az düşmektedir. Diğer taraftan, ABD Doları mevduat hesabına sahip yatırımcılar, TL mevduat hesabı sahiplerine göre daha yüksek bir riske maruz kalmaktadır. Çünkü Türkiye'de döviz kurları yıllara göre ciddi değişkenlikler gösterebilmektedir ve kur artışları yerine kur düşüşleri de yaşanabilmektedir.

Tablo 5. Çeşitli Vadelerde USD Üzerinden Açılan Mevduat Hesaplarının Nominal ve Reel Faizleri (%)

	1 Aya Kadar Vadeli	3 Aya Kadar Vadeli	6 Aya Kadar Vadeli	1 Yıla Kadar Vadeli	1 Yıl ve Daha Uzun Vadeli
Brüt Nominal Faiz ^a	1,38	1,95	2,11	2,18	3,56
Stopaj Oranı	20	20	20	20	18
Net Nominal Faiz	1,10	1,56	1,69	1,74	2,92
Kur Artışı ^b	7,14	7,14	7,14	7,14	7,14
Dönemsel Getiri ^c	8,32	8,81	8,95	9,01	10,27
Reel Faiz ^d	0,12	0,57	0,69	0,75	1,91
Reel Faiz ^e	-0,16	0,29	0,41	0,47	1,63
Reel Faiz ^f	-1,52	-1,08	-0,95	-0,90	0,24

^a Brüt nominal faiz, 03.01.2020 tarihinde bankalarca açılan USD mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranıdır. Bu oran, TCMB faiz istatistiklerinden elde edilen haftalık akım verilerinden alınmıştır.

^b USD kur artış oranı hesaplanırken, TCMB'nin 03.01.2020 tarihli gösterge niteliğindeki döviz satış kuru dikkate alınmıştır. Bu tarihte, kur 5,9734 TL'dir. Cari yılsonu kur beklentisi içinse, Ocak ayı TCMB Beklenti Anketi Bankalararası Döviz Piyasası ABD Dolar Kuru Beklentisi – Cari Yıl Sonu verisinin medyan değeri olan 6,40 TL alınmıştır.

^c Dönemsel getiri, Denklem (2) kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

^d TCMB'nin 2020 yılı %8,20'lik enflasyon tahminleri dikkate alınarak, yazar tarafından hesaplanmıştır.

^e Yeni Ekonomi Programı'nın 2020 yılı %8,50'lik enflasyon tahminleri dikkate alınarak, yazar tarafından hesaplanmıştır.

^f Ocak ayı TCMB Beklenti Anketi'nde yer alan 2020 yılı cari yıl sonu %10'luk enflasyon beklentisi dikkate alınarak, yazar tarafından hesaplanmıştır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Hanehalkının yatırım kararları üzerinde birçok faktör etkili olmaktadır. Bu faktörlerin en önemlilerinden birisi enflasyondur. Çünkü yatırımcıların amaçları arasında, yatırdıkları sermayeyi enflasyona karşı koruma isteği en başta gelmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014:9). Bu nedenle, yatırım kararları alınırken yatırım yapılan finansal varlığın reel getiri sağlayıp sağlamadığı yatırım kararları üzerinde etkilidir. Bu bağlamda çalışmada, öncelikle enflasyon kavramı tanımlanıp yıllara göre Türkiye'de gerçekleşen ve beklenen enflasyon oranları sunulmaktadır. Ayrıca, faiz, nominal faiz ve reel faiz gibi kavramlar da açıklanarak reel getiri hesabının nasıl yapılacağı gösterilmektedir. Reel getiri hesaplamalarında geçmiş yıllara ilişkin elde edilen reel getirileri hesaplarken gerçekleşen enflasyon oranının; yatırım kararları verilirken ve elde edilmesi muhtemel reel getirileri hesaplarken ise beklenen enflasyon oranının kullanılmasının doğru olacağına altı çizilmektedir. Ayrıca, yatırımcıların çeşitli kaynaklardan (TCMB enflasyon tahminleri, Yeni Ekonomi Programı ve TCMB Beklenti Anketi) elde edebilecekleri beklenen enflasyon oranlarını kullanarak TL ve Amerikan Doları mevduat hesaplarına ilişkin reel getiri hesaplamalarını nasıl gerçekleştirecekleri örnekler yardımıyla gösterilmektedir. 3 Ocak 2020 tarihinde bankaya mevduat hesabı açtıran bir bireyin 2020 yılı içinde pozitif reel getiri elde edip edemeyeceği üç farklı beklenen enflasyon oranına göre hesaplanmış, hem TL hem de Amerikan Doları üzerinden açılan mevduat hesaplarının negatif ya da sifıra yakın reel getiriler sağladıkları sonucuna varılmıştır. Hesaplamalar, 2020 yılı için Amerikan Doları mevduat hesaplarının reel getirilerinin; TL mevduat hesaplarına göre daha az sayıda negatif olabileceğini göstermektedir.

Son yıllarda Türkiye'de enflasyon oranlarının çok yüksek düzeylerde seyretmesi, diğer taraftan da faiz oranlarındaki dalgalanmalar, her iki oranın da düşürülmesiyle ilgili çabaları arttırmaktadır. Ancak, enflasyon oranı düşürülmeden faiz indirimlerinin yapılmasının,

hanehalkının finansal varlıklardan negatif reel getiri elde etmesine (özellikle TL ve yabancı para mevduat hesapları) ve hanehalkıyla ilgili aşağıdaki diğer bazı sonuçların ortaya çıkmasına neden olabileceği öngörülmektedir. Çeşitli araştırmalar (Aktaş, 2020; Baştürk ve Ertürk, 2018; Köse vd., 2015:335-337; Türkoğlu, 2014: 100-101) ve beklentiler doğrultusunda muhtemel sonuçlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Tüketim harcamalarının artması ve bunun sonucunda enflasyon oranlarında yükselmenin görülmesi,
- Düşük seviyelerde olan tasarruf sahipliği oranlarının⁴ daha da azalması ve böylece mevduat artış hızının düşmesi,
- Zaten kısa vadeli olan mevduat hesaplarının, uzun vadeye dönüşmemesi ve yatırımcıların kısa vadeli yatırımlarda kalmaya devam etmesi,
- Hanehalkının yabancı para mevduat hesaplarına, döviz ve döviz endeksli tahvillere olan yatırımlarının artması ve bu nedenle döviz kurlarında artışların yaşanması,
- Hanehalkının yatırım yaptığı varlıklar içinde gayrimenkul, altın, pay ve diğer menkul kıymetlerin paylarının artması,
- Yurtdışından gelen portföy yatırımlarının (sıcak para), reel faizin daha yüksek olduğu diğer gelişmekte olan ülkelere yönelmesi ve bu nedenle cari açığın finansmanında zorluklarla karşılaşılması.

⁴ ING Bank'ın Türkiye'nin Tasarruf Eğilimleri Araştırması 2019 3. çeyrek sonuçlarına göre, Türkiye'de bireylerin tasarruf sahipliği oranı %13,6'dır. 2011Ç1-2019Ç3 yılları arasında yapılan çeyrek dönemlik araştırma sonuçlarına göre, bu oran %9,7 ile %16,7 arasında değişmektedir (<http://www.tasarrufegilimleri.com/raporlar>).

KAYNAKÇA

- Aksoy, A. ve Tanrıöven, C. (2014). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi* (5. Baskı), Ankara, Detay Yayıncılık.
- Aktaş, A. (2020). Mevduat faizi yedi ay sonra yeniden arttı. <https://www.dunya.com/kose-yazisi/mevduat-faizi-yedi-ay-sonra-yeniden-artti/462164> (Erişim tarihi: 10.02.2020).
- Aktaş, R., Doğanay, M. M., Gökmen, Y. ve Somuncu, K. (2017). *Finansal Yönetim*, İstanbul, Beta Yayınları.
- Akyıldız, F. (2017). *Göstergeler Ne Anlatır? Türkiye İçin İktisadi Göstergeler Rehberi*, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Aydın, N. (2014). *Finans Matematiği* (2. Baskı), Ankara, Detay Yayıncılık.
- Baştürk, M. F. ve Ertürk, E. (2018). Küresel kriz sonrası gelişmiş ülke merkez bankalarının negatif faiz oranı politikası uygulamaları: bir değerlendirme, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21(40), 289-312.
- Eğilmez, M. (2020). *Türkiye Ekonomisi* (2. Baskı), İstanbul, Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2009). *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması* (13. Baskı), İstanbul, Remzi Kitabevi.
- Gürsoy, C. T. (2014). *Finansal Yönetim İlkeleri* (3. Baskı), İstanbul, Beta Yayınları.
- <http://www.tasarrufegilimleri.com/raporlar>
- <http://www.tuik.gov.tr>
- <https://sozluk.gov.tr>
- <https://www.tcmb.gov.tr>
- <https://www.imf.org/>
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2017). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi* (Göz. geç. 8. Baskı), Bursa, Ekin Yayınevi.
- Köse, Y., Atik, M. ve Yılmaz, B. (2015). Türkiye için negatif faiz oranının uygulanabilirliği ve analitik olarak incelenmesi, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), 335-337.
- Mishkin, F. S. (2000). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar: (Bankalar, Diğer Finansal Kurumlar)*. (Çev. İ. Şıklar, A. Çakmak, S. Yavuz), İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.
- Okka, O. (2018). *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler* (Geliştirilmiş 7. Basım), Ankara, Nobel Akademik Yayıncılık.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı.(2019). *Yeni Ekonomi Programı 2020-2022*. <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/10/Yeni-Ekonomi-Program%C4%B1-2020-2022.pdf> (Erişim tarihi: 10.02.2020).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2020). *Enflasyon Raporu 2020-I*. https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/92437f7d-6a9a-43ed-a351-e37b1881e49f/enfocak2020_i_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS_PACE-92437f7d-6a9a-43ed-a351-e37b1881e49f-m.SGRVT(Erişim tarihi: 10.02.2020).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2019). *Finansal İstikrar Raporu (Rapor No. 29)*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ef7c0960-1e2d-4c94-bc43>

[36b959dea47c/Tam+Metin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ef7c0960-1e2d-4c94-bc43-36b959dea47c-mWS4mm1](#) (Erişim tarihi: 10.02.2020).

Türkoğlu, F. (2014). *Ekonomiyle İlgili Her Şey*, İstanbul, Optimist Yayın Dağıtım.

Uzunoğlu, İ. S. ve Sönmezler, G. (2019). *Finans Matematiği Çalışma Kitabı (HP Hesap Makinası Uygulamalı)* (Genişletilmiş 6. Basım), İstanbul, Literatür Yayıncılık.

EXTENDED ABSTRACT

When investing in financial assets, households especially take into account the inflation rate and prefer to invest in financial assets with returns above this rate. So, they aim to obtain a real return from these investments by delaying their expenses to spend more in the future. If they cannot get a real return from their investments, their purchasing power decrease and there is no point in saving. On the other hand, a real return above the inflation rate affects the purchasing power of households positively.

In recent years, central banks around the world have started to implement negative interest rate policies by lowering their policy rates. This has produced negative real return debates in financial markets. Within this scope, the study seeks answers to the following questions: (1) What does inflation, expected inflation, nominal interest (return), and real interest (return) mean? (2) How is real interest (return) calculated? (3) What inflation rate should be taken if an investment decision is taken today? (4) Do Turkish Lira deposit and foreign currency deposit accounts provide negative real returns in Turkey?

The study firstly explains the following concepts; interest rate, nominal interest rate, real interest rate, and inflation rate. Besides, it shows examples of how Turkish Lira and foreign currency deposit owners can calculate their real returns. In this context, we first determined the expected inflation rates in order to calculate real returns. The expected inflation rate can be derived from the Central Bank of the Republic of Turkey's (CBRT) inflation expectations, the government's economic program expectations, and the results of the CBRT Survey of Expectations.

The examples developed for 2020 with different inflation expectations show that real interest rates in both Turkish Lira and foreign currency deposits are negative or close to zero. However, real interest rates on foreign currency deposits decline more limitedly to below zero compared to Turkish Lira deposit accounts. On the other hand, investors with foreign currency deposit accounts are exposed to a higher risk than those with Turkish Lira deposit accounts. The reason for this is that exchange rates vary significantly over the years in Turkey.

The study also discusses the consequences that may arise if the households receive negative real returns. These can be listed as follows:

- Increase in inflation with the increase in consumption expenditures,
- Decrease in the savings account ownership rate and thus the decrease in the deposit growth rate,
- Investors' probable attention at short-term investments and avoidance long-term investments,
- The increase in the investments of households in foreign currency deposit accounts, foreign exchange and foreign exchange indexed bonds, and therefore an increase in foreign exchange rates,
- The increase in the investments of households in real estate, gold, stocks, and other securities,
- Lack of foreign portfolio investments and possible difficulties in financing the current account deficit.