

2006 MAYIS ÇALKANTISI 2003 VE 2004'TEKİ ÇALKANTILARDAN NASIL FARKLI?

CNBC-e Enflasyon Anketleri Ne Söylüyor?*

Giriş

Güven Sak

Türkiye Ekonomi Politikaları
Araştırma Vakfı
Direktör

Ozan Acar

Türkiye Ekonomi Politikaları
Araştırma Vakfı,
Araştırmacı

İktisadi aktörlerin enflasyon beklentilerinin özdeş olduğu ve tüm davranışların beklentiler yönünde şekillendirildiği bir ekonomide, enflasyonun iktisadi bir problem oluşturmaması beklenir. Ancak, enflasyon iktisadi bir problemdir. Bunun temel sebeplerinden bir tanesi de dışsal şokların farklı aktörlerin beklentilerini farklı yönde etkilemesidir.

Türkiye, Mayıs 2006'da gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının faiz artırımlarından kaynaklanan bir kur şokuna maruz kalmıştır. Bu şokun etkileri enflasyon beklentileri üzerinde hemen hissedilmiştir. Şok öncesinde; enflasyon hedefi etrafında birbirine yakın seyreden beklentiler, şok sonrasında; enflasyon hedefinin üzerinde birden fazla değer etrafında dağılmaya başlamıştır. Bu durum, iktisadi aktörlerdeki yönsüzlük duygusunun bir göstergesidir. Yönünü tayin etmekte zorlanan özel sektörün yatırım kararlarını erteleme olasılığı yüksektir.

Ekonomi politikalarının hem tasarımında hem de etkinlik analizinde ekonomideki yönelimlerinin takibinin büyük önemi vardır. CNBC-e, her ay düzenli olarak yaptığı anketlerle, yönelimlerin takibindeki önemli bir boşluğu doldurmaktadır. Enflasyon anketi de bunlardan bir tanesidir. Her ay düzenli olarak sonuçları kamuoyu ile paylaşılan

* Bu çalışmada kaynak olarak kullanılan CNBC-e enflasyon beklenti anketlerinin sonuçlarını TEPAV | EPRI ekonomi etütleri ile paylaşan CNBC-e'ye ve CNBC-e Araştırma Müdürü Oğuz Büktel'e teşekkür ediyoruz.

anket, finans kesiminin önde gelen kuruluşlarının üst düzey yöneticilerinin katılımıyla¹ gerçekleştirilmektedir. Bu çalışmada, dağılımındaki değişikliği analiz edeceğimiz enflasyon beklentileri CNBC-e enflasyon anketi sonuçlarına dayanmaktadır.

Son çalkantı neden önemli?

Enflasyon beklentilerinde dağılımlar yaratan son çalkantının üzerinde iki temel sebepten dolayı hassasiyetle durulmalıdır. Birincisi, bu çalkantının Türkiye'yi geliştirmekte olan diğer birçok ülkeden daha fazla etkilemesidir. Geliştirmekte olan pek çok ülkenin borsasında, şok ertesinde, yaşanan değer kaybı Türkiye'nin gerisinde kalmıştır (Tablo 1). Buna ek olarak Türkiye, EMBI+ endeksinde riskliliği en çok artan ülkelerin başında yer almaktadır (Tablo 2). Şok öncesinde; geliştirmekte olan tüm ülkelerin ortalama riskliliğini ölçen EMBI+ endeksi Türkiye'nin endeksinden daha yüksekken, şok sonrasında daha düşük seyretmiştir (Şekil 1). İkinci sebep ise, 2003'te ABD'nin Irak'a müdahalesi ve 2004'teki küresel dalgalanmaların Türkiye üzerindeki etkilerinin son yaşananlardan daha hafif olmasıdır. 1 dolar ve 0.77 Eurodan oluşan döviz sepetinin bu dönemlerdeki seyri, şokların etkisi ve süresi hakkında bir fikir verecektir (Şekil 2-4). 2003 ve 2004 yılındaki olumsuzlukların ardından döviz sepetinin değerinin tepe noktasına ulaştığı tarihte² %6,7 ve %14 olan artış, son dönemde %24 olmuştur. Bunlara ilaveten; 2003'te, şok ertesinde, sepetin değeri 2004 ve 2006'ya göre nispeten daha kısa bir sürede azalma eğilimine girmiştir. 2004 yılında döviz sepetinin değerinin söz konusu yılda yaşanan şokun öncesindeki değerine ulaşması dokuz aydan fazla sürmüştür. 2006 yılında ise Mayıstan itibaren terk edilen seviyelere geri dönüş halen gerçekleşmemiştir.

Peki enflasyon beklentilerinde durum nedir? Son çalkantının beklentilerde yarattığı bozulma 2003 ve 2004'te yaşanan olumsuzluklarla karşılaştırıldığında daha mı çoktur, daha mı kalıcıdır? Bu soruların cevaplarına CNBC-e enflasyon anketi sonuçlarından ulaşmak mümkündür.

¹ CNBC-e enflasyon anketi ortalama 18 kurumun yöneticisinin katılımıyla gerçekleştirilmektedir.

² 21 Mart 2003, 1\$+0,77Euro=3,17 YTL; 18 Mayıs 2003, 1\$+0,77Euro=2,97 YTL; 23 Haziran 2006, 1\$+0,77Euro =3,32 YTL

2003'te ABD'nin Irak'a müdahalesi ihtimalinin artması ve 2004'te yaşanan küresel dalgalanmaların, kurlarda yukarı yönlü bir harekete sebep olduğunu gördük. Yani son yaşanan yükseliş bir ilk değildir ve yakın gelecekte tekrarlama ihtimali, dış konjonktür düşünüldüğünde, vardır. Önceki iki dönemde olduğu gibi son dönemdeki şok, beklentilerin dağılımında bozulmaları beraberinde getirmiştir. Bu dağılım bozulması yönsüzlük duygusu olarak tanımlanabilir. Çünkü; dağılımın bozulması iktisadi aktörlerin farklı düşünmeye başladıklarını işaret etmektedir. Bu gibi dönemlerde beklentilerin yeniden enflasyon hedefi etrafında toplanmasını sağlayacak şekilde yönlendirilmesi gereği güçlenmektedir.

Beklentiler nasıl ve ne kadar değişti?

CNBC-e enflasyon anketinin sonuçlarını kullanarak bu sorunun cevabını vermeye çalışalım. Şekil 5, 6 ve 7'de; sırasıyla 2003, 2004 ve 2006 yıllarının seçilmiş aylarındaki enflasyon beklentilerinin dağılımı verilmektedir.

Ocak 2003'te beklentilerde ciddi bir dalgalanma yaşanmamıştır. Enflasyonun %25 civarında olacağına dair ortak bir kanaat hakimdir. Şubat ayında ABD'nin Irak'a müdahalesi ihtimali kuvvetlenmiş ve beklentiler dağılmaya başlamıştır. Şubat ve Mart aylarında Ocak ayındaki ortak kanaatten sapmalar gözlenmiş, yani yönsüzlük duygusu artmaya başlamış, ve %30'un üzerinde tahminde bulunanların sayısında artış yaşanmıştır. Nisan ayında yönsüzlük duygusu azalmaya başlamış ve beklentiler tekrar %25 etrafında toplanmaya başlamıştır. Mayıs ayında ise iyileşme sürmüştü ve beklentiler bu sefer %23 etrafında oluşmaya başlamıştır.

2004 yılında ise, bugün yaşananlara benzeyen küresel dalgalanmaların beklentiler üzerinde etkili olduğu görünmektedir. Örtük enflasyon hedefi ile tutarlı olarak enflasyon beklentilerindeki genel eğilim 2003'te %20'lerden, 2004'te %15'lere gerilemiştir. Yaşanan olumsuzluklar neticesinde dahi beklentilerde aşırı bir dağılıma gözlenmemektedir. Nisanda beklentiler %11 etrafında düzenli bir şekilde toplanmıştır. Beklentiler, çalkantıların etkisinin en çok

hissedildiği, Mayıs ayında dağınklaşmıştır. Haziran ayında dağılma devam etmiştir. Bu aydan sonra düzelme başlamış ve en sonunda Eylül ayında beklentiler %10 etrafında düzgün bir şekilde toplanmıştır.

2003 ve 2004 yılında yaşanan gelişmeler neticesinde beklentilerde dalgalanmalar yaşandığını gördük. Ancak, enflasyon beklentilerindeki genel eğilim örtük enflasyon hedefinden çok da fazla sapmamıştır. 2006 yılına gelindiğinde ise farklı bir durum dikkatleri çekmektedir. Mart ve Nisan aylarında ankete katılanların enflasyon tahminlerindeki genel eğilim, merkez bankasının enflasyon hedefi ile tutarlı bir görünüm sergilemektedir. Mayıs ayında olumsuzlukların başlamasıyla birlikte enflasyon beklentilerinde dağılmalar yaşanmaya başlamıştır. Haziranda dağılma artarak devam etmiş ve iki temel eğilim oluşmuştur. Ankete katılanların bir kısmı enflasyonun %7, kötümser olan bir diğer kısmı ise %11 civarında olacağını tahmin etmiştir. Temmuz'da ise Haziran'a göre, yönsüzlük duygusunun azalmaya başladığını söylemek mümkündür. Enflasyon beklentileri bu ayda %9'un etrafında toparlanmaya başlamıştır.

Yukarıda analiz ettiğimiz üç dönemi mukayese ettiğimizde, Mayıs 2006'da yaşanan çalkantıların beklentiler üzerindeki olumsuz etkisinin, diğerlerine göre daha güçlü ve uzun süreli olduğunu söylemek mümkün görünmektedir. Bu farklılığı daha belirgin kılmak için analizi yapılan dönemlerdeki beklentilerin standart sapmalarının zaman içindeki seyrini incelemek faydalı olacaktır. 2003, 2004 ve 2006 yıllarındaki enflasyon beklentilerinin standart sapmaları aylar itibariyle sırasıyla Şekil 8, 9 ve 10'da verilmiştir.

Şubat 2003'te standart sapma Ocak ayı değerinin üzerine çıkmıştır. Mart ayında, Ocak ayının 1,5 katına ulaşmış ve Nisan ayında azalma eğilimine girmiştir. Merkez bankasının piyasaya herhangi bir müdahalede bulunmamasına rağmen gerçekleşen düzelmelerin temel sebebi, Avrupa Birliği (AB) Bakanlar Konseyi'nin Türkiye için Gözden Geçirilmiş Katılım Ortaklığı Belgesi'ni kabul etmesi (19 Mayıs) ve ABD ile ilişkilerin normalleşmeye başlaması olmuştur.

2004 yılında ise Mayıs ayındaki beklentilerin standart sapması Ocak ayının 1,8 katına çıkmış ve ondan sonraki aylarda düzenli olarak azalmaya başlamıştır. Beklentiler, AB'den gelen olumlu haberlerle birlikte merkez bankasının piyasalara, 2003'te olduğu gibi, herhangi bir müdahalede bulunmasına gerek kalmadan düzelme eğilimine girmiştir.

2006 yılına gelindiğinde ise, Mayıs ayında piyasalarda baş gösteren çalkantılarla birlikte standart sapma, Ocak ayının 2,5 katına çıkmış ve bu trend Haziran ayında da devam etmiştir. Haziran ayı dağılımının standart sapması, Ocak ayının 4 katından daha fazla olmuştur. 2003 ve 2004'ten farklı olarak merkez bankası bu sefer piyasalara hem döviz satarak hem de faizleri artırarak müdahale etmiştir. Bu müdahaleler Temmuz ayında etkisini göstermiş ve standart sapmada belirgin bir azalma gerçekleşmiştir. Ancak, Mayıs öncesi seviyelerden, Temmuz ayında dahi, oldukça uzakta olduğu da bir gerçektir.

Görünen o ki; 2006 yılında yaşanan olumsuzlukların Türkiye ekonomisi, özellikle de enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi 2003 ve 2004 yıllarında yaşananların yarattığı etkiden daha yıkıcı ve kalıcı olmuştur. Cukierman ve Wachtel (1979)'den³ yola çıkarak, enflasyon beklentilerinin oluşumunda belirleyici olan değişkenlerde öngörülebilirliğin azalmasıyla beraber beklentilerin dağılmaya başladığı söylenebilir. Temmuz ayı itibarıyla beklentilerdeki dağınıklık, yönsüzlük duygusu devam etmektedir. Ancak 2003 ve 2004 çalkantılarında beklentilerin standart sapmasının çalkantı öncesi seviyeye ulaşmasının ortalama 4 ay sürdüğü unutulmamalıdır. Ancak bu kez bekleyişlerdeki bozulma çok daha büyük boyuttadır. Faiz oranlarının aşağıya doğru hızlı intibakı, reel sektördeki daralmanın sınırlı kalması, şok sonrası maliyetin sınırlandırılabilmesi için, beklentilerdeki bozulmanın hızla düzeltilmesi önem taşımaktadır. Düzelmelerin izlenebilmesi için önümüzdeki dönemde bekleyişlerin dağılımındaki değişmeler dikkatle izlenmelidir.

³ Cukierman, A. ve Wachtel, P. 1979, "Differential Inflationary Expectations and the Variability of the Rate of Inflation: Theory and Evidence", *American Economic Review* 69, 4, 595-609

Tablo ve Grafikler

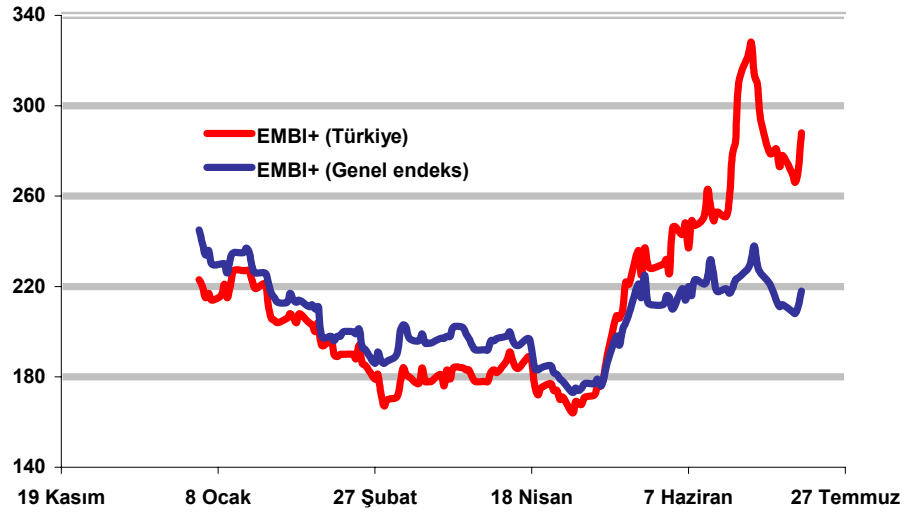
Tablo 1
Borsa endeksindeki deęişim

	Şoktan önce (5-5-2006)	Şoktan sonra (13-7-2006)	% deęişim
Arjantin	1,902.78	1,685.25	-11.4
Brezilya	40,012.36	36,069.63	-9.9
Filipinler	2,470.24	2,191.27	-11.3
Meksika	20,462.35	19,276.24	-5.8
Rusya	1562	1492	-4.5
Türkiye	44,293.63	34,947.60	-21.1
Venezüella	30,974.14	30,907.93	-0.2

Tablo 2
EMBI+ deęişimi

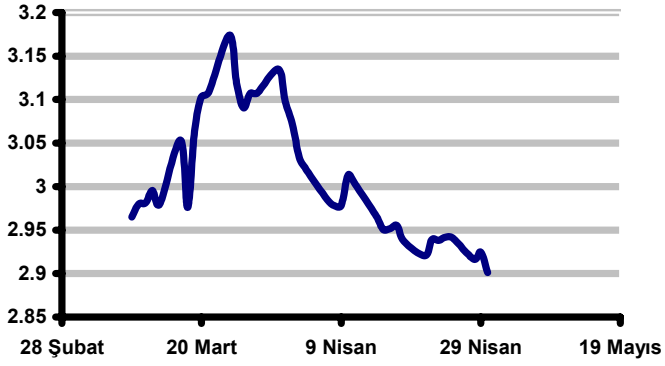
	Şoktan önce (5-5-2006)	Şoktan sonra (13-7-2006)	% deęişim
Arjantin	313	385	23.0
Brezilya	216	254	17.6
Filipinler	202	261	29.2
Meksika	119	123	3.4
Rusya	102	123	20.6
Türkiye	171	288	68.4
Venezüella	165	223	35.2

Şekil 1
EMBI+ ve EMBI+ Türkiye



Şekil 2

YTL/(1\$+0.77Euro)
2003



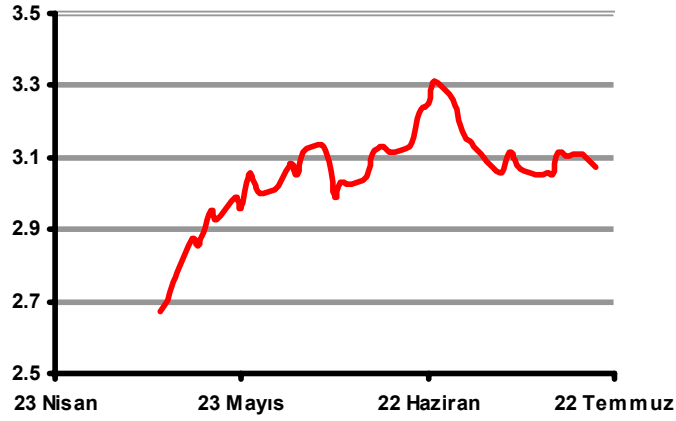
Şekil 3

YTL/(1\$+0.77Euro)
2004

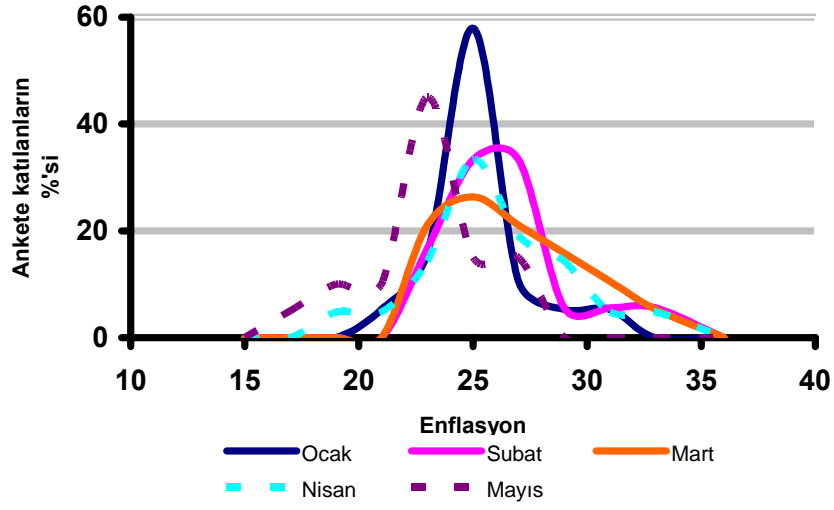


Şekil 4

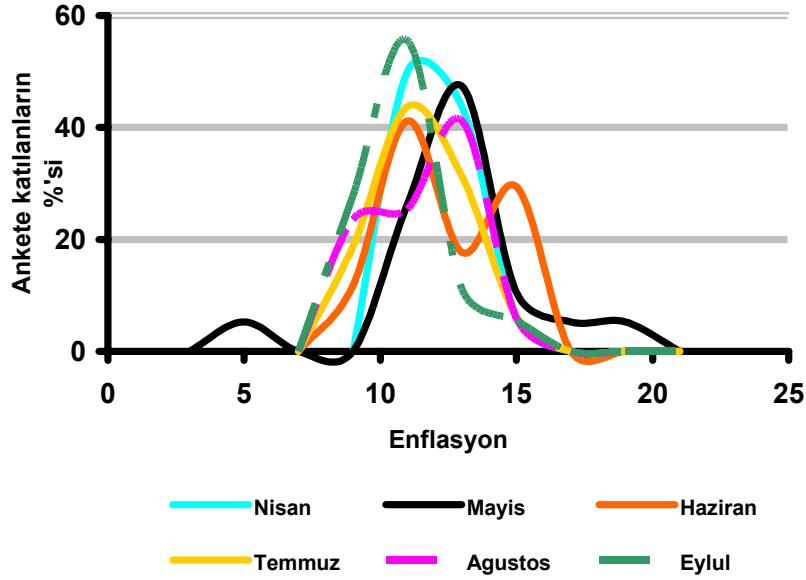
YTL/(1\$+0.77Euro)
2006



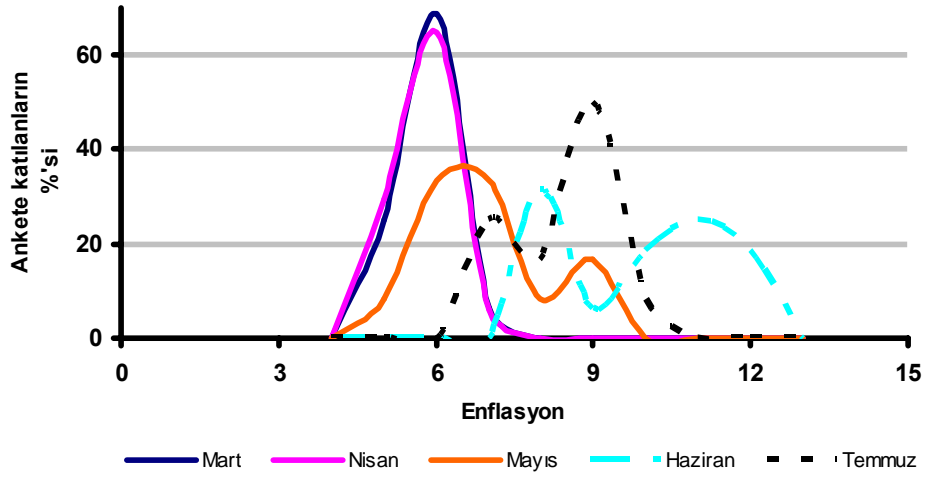
Şekil 5
12 aylık enflasyon beklentileri
2003



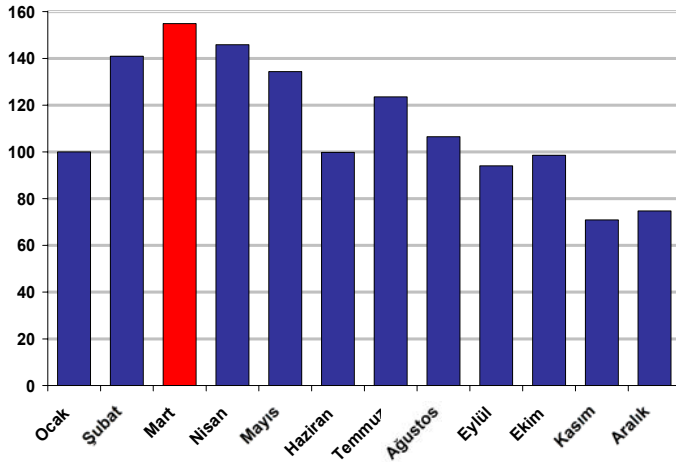
Şekil 6
12 aylık enflasyon beklentileri
2004



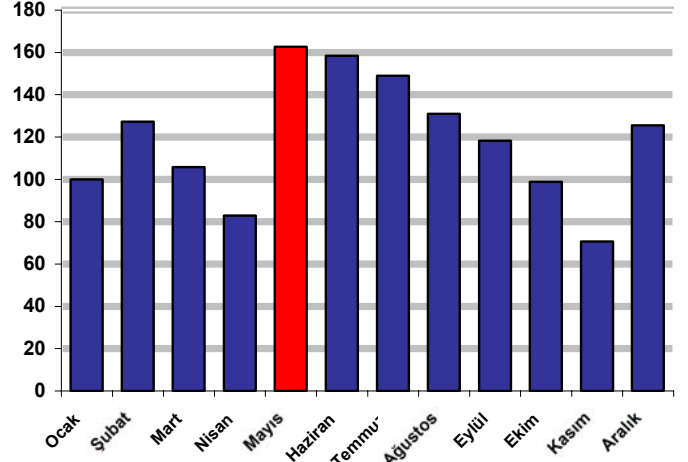
Şekil 7
12 aylık enflasyon beklentileri
2006



Şekil 8
Standart sapma
(2003, Ocak=100)



Şekil 9
Standart sapma
(2004, Ocak=100)



Şekil 9
Standart sapma
(2006, Ocak=100)

