

Dünyada ve Türkiye'de Enflasyon Dinamikleri



SUMRU ALTUĞ
KOÇ ÜNİVERSİTESİ, CEPR VE
KU-TUSİAD EAF

Dünyadaki Gelişmeler



- Dünyada büyüme, para politikaları ve enflasyon ikili ya da çok parçalı bir seyir göstermektedir.
- ABD: İşsizlik oranının 2008 yılından bu yana ilk defa %5.5in altına inmesi halinde ABD Merkez Bankası FED'in bu yıl içinde halen %0.25 olan politika faizini yukarıya çekmek için harekete geçmesi beklenmektedir.
- Avrupa ve Japonya gibi dünyanın gelişmiş diğer belli başlı bölgelerinde merkez bankaları parasal genişleme programlarına hız vermektedir.
 - Avrupa Merkez Bankasının başvurduğu bono alım programınının 1.1 trilyon Avro civarına ulaşacağı beklenmektedir.
 - Japonya Merkez Bankası deflasyonist baskıdan kurtulmak için ise varlık alım programını yıllık bazda 80 trilyon yene çıkarmayı hedeflemektedir.

Diğer Ülkelere Gelince ...



- Dünyadaki birçok gelişmiş ve gelişen ülke ise,
 - ekonomik yavaşlama
 - düşen emtia fiyatlarının yarattığı deflasyonist baskı
 - tüketim ve yatırım harcamalarındaki durgunluk

gibi nedenlerle faiz indirimi ya da başka yollarla parasal genişlemeye yol açacak tedbirlere başvurmaktadır.
- Emtia fiyatları ve özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşün
 - arz yollu bir gelişme mi,
 - yoksa dünyanın ikinci büyük ekonomisi haline gelmiş Çin ekonomisindeki aşırı kapasite ve yavaşlamadan mı

kaynaklandığı tartışma konusundur. Ancak petrol fiyatlarındaki düşüş deflasyonist baskılara ilave bir etken olarak ortaya çıkmaktadır.

Dünyada Para Politikası



- Bu şartlarda birçok gelişmiş ve gelişen ülkede faiz indirimleri yapılmaktadır.
 - Bunların bir kısmı ekonomiyi canlandırmak amacıyla yapılmaktadır.
 - Diğerleri ise “kur savaşları”nı andıran bir şekilde dış ticarete rekabeti korumak amacıyla yapılmaktadır.
- Bunun dışında yavaşlamayla birlikte enflasyon ya da kur oynaklığı yaşayan bir diğer grup ülke ise faiz artırımına gitmektedir.
- Türkiye ile karşılaştırabilecek en belirgin ülkeler ise, Brezilya, Hindistan, Güney Afrika, Endonezya gibi ülkelerdir.

2015 Yılında Faiz İndiren Ülkeler



Ülke	Eski Faiz	Yeni Faiz	Tarih
Özbekistan	10	9	1 Ocak
Romanya	2.75	2.25	7 Ocak- 4 Şubat
İsviçre	0.5	-0.75	15 Ocak
Peru	3.5	3.25	16 Ocak
Türkiye	8.25	7.5	20 Ocak
Kanada	1	0.75	21 Ocak
Avrupa Merkez Bankası	Bono alım programı		22 Ocak
Pakistan	9.5	8.5	24 Ocak
Singapur	Dolar bandının eğimini azalttı		28 Ocak
Arnavutluk		2	28 Ocak

2015Yılında Faiz İndiren Ülkeler (devam)



Ülke	Eski Faiz	Yeni Faiz	Tarih
Avustralya	2.5	2.25	3 Şubat
Çin	5.6	5.35	28 Şubat
Danimarka	0.25	-0.35	19, 22, 29 Ocak, 5 Şubat
İsveç	0	-0.25	13 Şubat, 19 Mart
Endonezya	7.75	7.5	17 Şubat
Botsvana	7.5	6.5	18 Şubat
İsrail	0.25	0.1	23 Şubat
Hindistan	8	7.5	15 Ocak, 4 Mart
Polonya	2	1.5	4 Mart
Tayland	2	1.75	11 Mart
Rusya	17	14	30 Ocak, 13 Mart

Faiz Arttıran Ülkeler



Ülke	Eski Faiz	Yeni Faiz	Tarih
Güney Afrika	5.5	5.75	17 Temmuz 2014
Yeni Zelanda	3.25	3.5	24 Temmuz 2014
Belarus	20	25	9 Ocak 2015
Mısır	8.25-9.25	8.75-9.75	15 Ocak
Ermenistan	8.5, 9.5	9.5, 10.5	21 Ocak, 11 Şubat 2015
Trinidad ve Tobago	3.25	3.5	30 Ocak 2015
Brezilya	11.75, 12.25	12.25, 12.75	21 Ocak, 4 Mart 2015
Gürcistan	4	4.5	11 Şubat 2015
Moldova	8.5	13.5	17 Şubat 2015
Ukrayna	14, 19.5	19.5, 30	6 Şubat, 4 Mart 2015

Bazı Kaynaklar



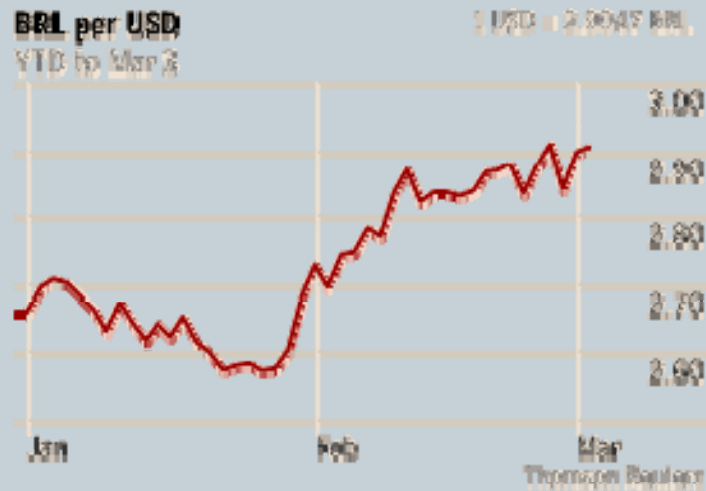
- “Australia Cuts Interest Rates To Record Low: Reserve Bank Eases Policy in Response to Tumbling Oil Price, Deflation Worries,” [*Wall Street Journal*](#), February 3, 2015
- “South Korea Joins Countries Cutting Interest Rates as the US Looks Set to Raise Them,” [*Australian Financial Review Magazine*](#), March 12, 2015
- “Asia Rushes to Cut Rates, But Maybe Not Fast Enough”, [*New York Times*](#), March 13, 2015

Faiz Arttıranlar: Brezilya



- **Durum**
 - 3 kez üst üste yaptığı faiz artırımlarıyla nominal faizleri %12.75'e çıkardı.
 - Bu, %7.5'lik enflasyon %5.25'lik reel faiz anlamına geliyor.
- **Sorun sadece enflasyon değil.**
 - Sorun sadece %4.5 enflasyon hedefinden sapılması değil, son on yılda gerçekleşen faiz dışı açığın varlığı.
 - ✦ 2012'te %2.14, 2013'te %1.9 faiz dışı fazladan sonra 2014'te %0.63 olarak gerçekleşen bir faiz dışı açık mevcut
 - ✦ Ülkenin en büyük şirketlerinden Petrobras'da meydana gelen yolsuzluk skandalları da güvensizlik ortamına katkıda bulunuyor.
- **Kur ve cari açık**
 - ✦ Kur Ocak 2015'ten beri %10 değer kaybetti ama
 - ✦ Şubat ayındaki dış ticaret dengesi 1980'den beri en kötü değerini aldı.

Faiz Arttıranlar: Brezilya (devam)



Kaynak: “Brazil’s interest rates: no time for wavering,”
Jonathan Wheatley, [FT](#), March 3, 2015

Nasıl Bir Ayrışma Var?



- Bu analiz ülkeler arasındaki para politikasının özelliklerine, sadece faiz arttıranlar-indirenler açısından bakmanın yeterli olmadığını gösteriyor.
- Aksine, görece olarak daha yüksek faiz uygulayan ülkelerin yapısal nitelikleri açısından da bakmanın gerektiğini söylüyor.
- Bu konuda TCMB Başkanı Erdem Başçı'nın yaptığı sunumdaki yaklaşım aydınlatıcı olabilir.
- Bkz “Ekonomik Gelişmeler,” 11 Mart 2015, [TCMB Başkanın Konuşmaları](#)

Risk Primi Yüksek Ülkeler



	Piyasa Faizi (%)	Politika Faizi (%)	Belirleyicileri
Arjantin	22.74	22.9	Yüksek Enflasyon (% 20.9)
Rusya	13.88	15	Yüksek Enflasyon (% 15)
Yunanistan	9.57	0.5	Yüksek Kamu Borcu/GSYİH (%175)

Cari Açık Veren Gelişmekte Olan Ülkeler



	Piyasa Faizi (%)	Politika Faizi (%)	Belirleyicileri	Cari Açık/GSYİH (%)
Brezilya	12.75	12.25	Yüksek Enflasyon (% 7.7) Yüksek Bütçe Açığı/GSYİH (% 6.7)	3.9
Türkiye	8.2	7.5	Yüksek Enflasyon (%7.5)	5.9
Endonezya	7.3	7.5	Yüksek Enflasyon (%7.0)	3
Hindistan	7.7	7.75	Yüksek Enflasyon (%5.9)	1.3
Güney Afrika	7.8	5.75	Yüksek Enflasyon (%4.5) Yüksek Cari Açık (% 6)	6

Gelişmiş Ülkeler



	Piyasa Faizi (%)	Politika Faizi (%)	Belirleyicileri
ABD	2.1	0.25	Düşük Enflasyon (%-0.1)
İngiltere	1.9	0.5	Düşük Enflasyon (%0.3)
Euro Bölgesi	0.4	0.05	Düşük Enflasyon (%-0.3)
Japonya	0.4	0.1	Düşük Enflasyon Beklentisi (%0.9)

Asya Bölgesi ve Çin



- **Giderek büyümenin ve dünya ticaretinin odağı haline gelen Doğu ve Güneydoğu Asya ülkelerini ayrıca ele almakta fayda var.**
 - Bugüne kadar imalat sanayii, emlak sektörü ve yerel idarelerin altyapı harcamaları ile büyümesine ivme kazandıran Çin'de 2015 yılının ilk iki ayında imalat sanayiindeki büyüme %6.8 ile sınırlı kaldı.
 - Bu yavaşlama Üretici Fiyat Endeksinde geçen ay gerçekleşenen %4.9 düşüş ile daha belirgin hale geldi.
- **Asya bölgesinde (Japonya hariç) doğrudan fiyat düşüşleri olmasa da, enflasyonun aşağı yönlü seyri büyüme konusunda endişeler yaratmakta.**
 - NYT yorumuna göre, Asya bölgesinde sorun para politikasının uzun zaman edilgen kalmasıyla açıklanabilir.
 - Çin'de borçlanma maliyetlerinin görece olarak yüksek olmasının bir başka nedeni ise, "gölge bankacılık" sektörünün varlığına bağlanabilir.
 - Bu bölgede para politikasının seyri ise, ekonomideki yavaşlamayı önlemeyi hedeflemektedir. G. Kore ve Tayland gibi ülkeler ise, faiz indirimi yaparak Çin'deki yavaşlamadan korunmayı amaçlamakta.

Enflasyonun Belirleyicileri



- Bu veriler dünyadaki enflasyon ve para politikalarının çeşitlilik gösterdiğini ve tek bir reçetenin mevcut olmadığını gösteriyor.
- Bu çeşitlilik enflasyonun belirleyicileri ve ülkelerin ya da ülke gruplarının görece kırılganlıkları açısından da mevcut.
- Enflasyonun belirleyicileri arasında yerel ve küresel faktörleri saymak mümkün.
 - Yerel faktörler,
 - ✦ arz yönlü faktörler, maliyet enflasyonu ve fiyatlama davranışları ya da endeksleme, ülkenin içinde bulunduğu konjonktür (business cycle phase), ithal fiyatları ve kur geçişkenliği gibi faktörlerdir.
 - Küresel faktörler ise,
 - ✦ küresel enflasyonun durumu, emtia ve petrol fiyatları, küresel konjonktür olarak sıralanabilir.

Enflasyonun Belirleyicileri: Bazı Bulgular



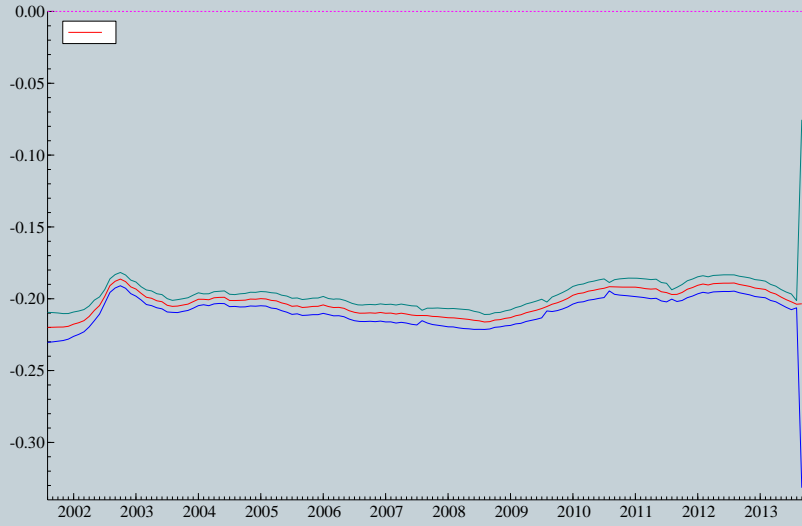
- **Borio. C. ve A. Filardo (2007)**
 - enflasyon davranışında kürelleşmeyle birlikte küresel faktörlerin artan önemine işaret ediyor.
 - ✦ Ayrıca, standart enflasyon modellerinin fazlasıyla “ülke odaklı” olduğunu,
 - ✦ küreselleşme çağında daha “dünya odaklı” bir yaklaşımla küresel çıktı açığı (output gap) ya da küresel konjonktür gibi etkenlerin de tek tek ülkelerde enflasyonu belirlediğini iddia ediyor.
- **Altug ve Cakmaklı (2015)**
 - iki önemli yükselen piyasa ekonomisi olan Brezilya ve Türkiye’de
 - ✦ enflasyonunun seviyesi, değişimi ve mevsimsel boyutu olmak üzere değişik bileşenlerini hesaplayan bir model kuruyor.
 - ✦ Bu modelde ayrıca küresel enflasyonun, ülkedeki konjontürel etkenlerin ve kur geçişkenliğinin katkılarını inceliyor.

Brezilya ve Türkiye Örneđi

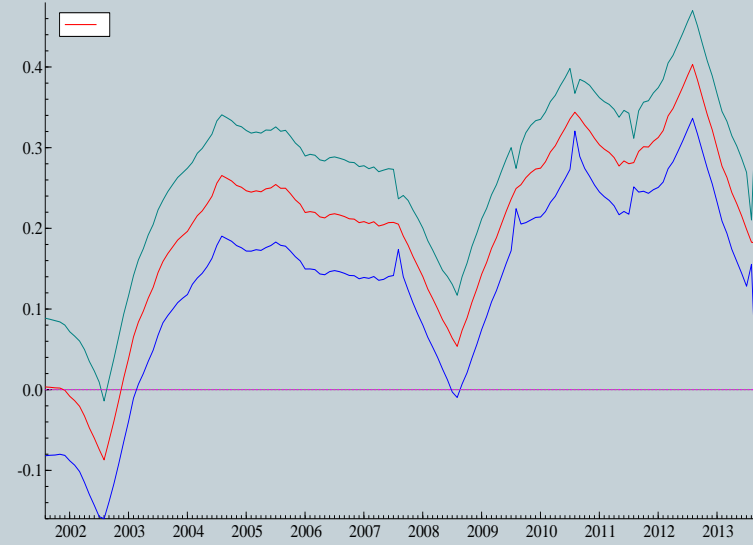


- Altuğ ve akmaklı (2015)'nin elde ettikleri sonuçlara göre,
 - Brezilya'da enflasyon küresel etkenlerle açıklanabilirken Türkiye'de yerel faktörler enflasyon üzerinde daha belirleyici.
 - Türkiye'de ayrıca konjonktürel etkiler de önemli.
 - ✦ çıktı açığı'nın arttığı dönemlerde öngörülen enflasyon ile hedef enflasyon arasındaki farkın azaldığı, çıktı açığı'nın azaldığı dönemlerde ise bu farkın arttığı bulunuyor.
 - Kur geçişkenliğine gelince, birçok çalışma Türkiye'de kur değişimlerinin fiyatlara anında yansıdığını gösteriyor (Aslaner ve diğerleri, 2014). Buna bağlı olarak modelde kurun etkisi bu dönemki kur ile bir ay öncesinin kuru olarak belirleniyor.
 - ✦ Türkiye'de kur geçişkenliğinin 2001-2014 dönemi içerisinde azaldığı görülüyor. Kurun bugünkü değerinin enflasyon üzerindeki etkisinin 2005 yılına kadar azalarak sürdüğü, bir gecikmeli değerinin ise 2010'a kadar aynı şekilde davrandığı görülür. Bu olgu Türkiye'deki dezenflasyon sürecine bağlanabilir.
 - ✦ Brezilya'da ise 2001-2014 dönemi boyunca kur geçişkenliği etkisinin aynı kaldığı görülüyor.

Brezilya'da Kur Geçişkenliği

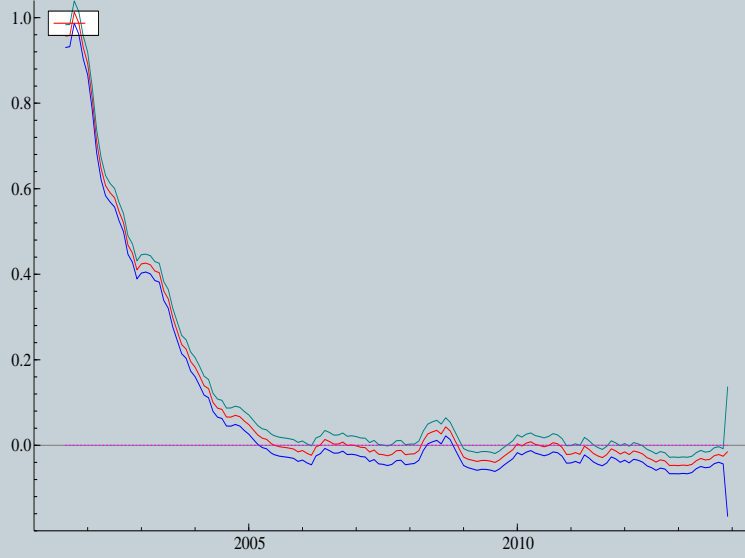


Geçmiş ayın nominal kur etkisi

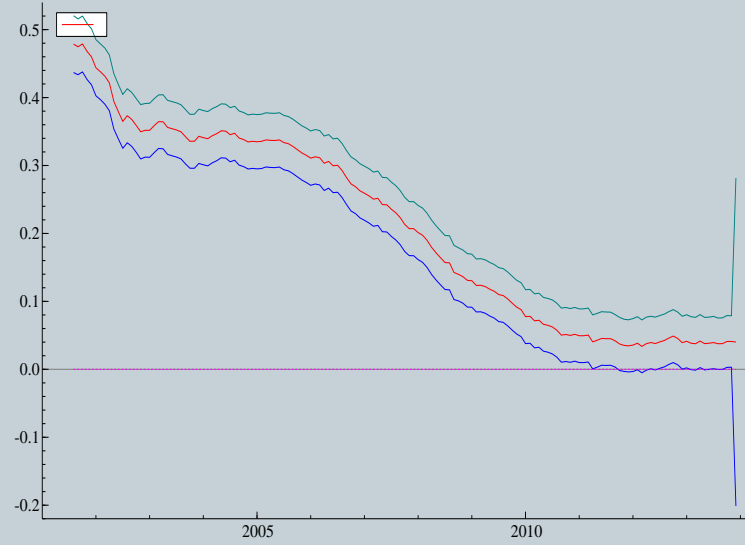


Cari ayın nominal kur etkisi

Türkiye'de Kur Geçişkenliği



Geçmiş ayın nominal kur etkisi



Cari ayın nominal kur etkisi

Kaynakça



- Altug, S. and Çakmaklı, C. (2015). “Forecasting Inflation using Survey Expectations and Target Inflation: Evidence for Brazil and Turkey,” forthcoming, CEPR DP 10419, *International Journal of Forecasting*
- Arslaner, F. , Karaman, D., Arslaner, N. and Kal, S. (2014). “The Relationship between Inflation Targeting and Exchange Rate Pass-Through in Turkey with a Model Averaging Approach,” CBRT Research and Monetary Policy Department Working Papers 1416
- Borio. C. ve A. Filardo (2007) . “Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation,” BIS WP 227.