



Makro Ekonomi ve Strateji

Enflasyondaki Artış Neden Sorun Değil ?...

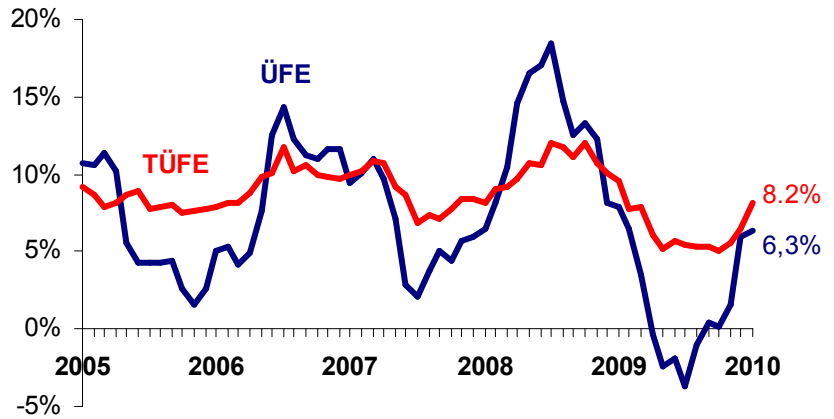
2008'in Mayıs-Kasım ayları arasındaki 7 aylık dönemde %5.1-5.7 arasında son derece yatay seyreden yıllık tüketici fiyat artışı Aralık ayından beri yükseliyor. Enflasyon Aralık ayında 1 puan ve geçen ay 1.7 puan yükselerek Kasım ayındaki %5.5'tan 2010 Ocak ayında %8.2'ye kadar çıktı (aşağıdaki grafik). Görünen o ki, enflasyon Şubat ayında yıllık bazda baz etkisi nedeniyle daha da yükselecek çünkü geçen yılın Şubat ayında deflasyon sözkonusuydu. Örneğin, Şubat ayında fiyat endeksi Ocak ayına göre hiç yükselmese dahi yıllık enflasyon %8.6'ya yükselecek. 2005-2008 yıllarının Şubat ayları ortalaması kadar bir gerçekleşme olsa (yani %0.49) yıllık enflasyon %9.1'e kadar yükselecek.

Benzer bir yükseliş üretici fiyatlarında da var. Üretici fiyat endeksi geçen Temmuz ayında yıllık bazda %3.8 gerilemişken o tarihten sonra düzenli bir şekilde yükselerek Ocak ayında %6.3'lük bir artış hızına ulaştı (yandaki grafik). Her iki göstergenin de aynı yönde hızlı bir artışa geçmesi bazı ekonomistleri/analistleri doğal olarak rahatsız ediyor. Üretici fiyatlarındaki artış bir süredir tüketiciye yansımıyordu ama iki aydır tüketici fiyat artışı da yükselişe geçtiğine göre acaba bunun ardında talep tarafında bir kıpırdanma ya da perakendecilerin üretici fiyatlarındaki artışa artık dayanamamaları mı söz konusu ?

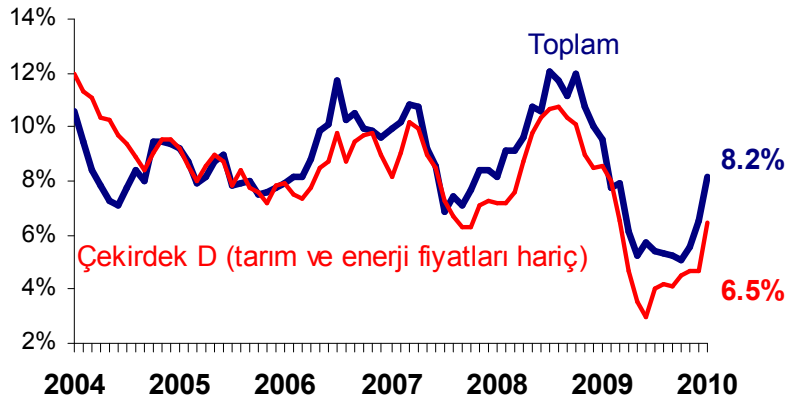
Enflasyon Neden Yükseliyor ?...

Enflasyonun neden yükseldiğini görmek kolay. Artık Türkiye'de toplam enflasyon çeşitli mal gruplarından arındırılarak açıklanıyor. Buna göre para politikasının etki alanı dışındaki tarım (işlenmemiş gıda) ve enerji fiyatlarını dışarı çıkardığımızda enflasyon toplamdan belki 1.7 puan daha düşük ama bu şekilde hesaplanan (çekirdek D adlı) fiyat endeksi de aslında geçen yıl ortasından beri yine yükseliyor. Geçen Haziran ayında yıllık bazda %3 yukarıda olan bu endeks Ocak ayında

Yıllık Enflasyon



Tüketici Fiyat Endeksleri



%6.6'ya fırlayıverdi (yukardaki grafik). Demek ki, artışı sadece tarım ve enerji fiyatları kaynaklı değil.

Ayıklamaya devam edip gıda ve içecek fiyatları ile tütün ürünleri ve altın fiyatlarını da çıkardığımızda ise (yani çekirdek I endeksi) enflasyonun hem daha düşük hem de yatay seyrettiğini görüyoruz (yandaki grafik). Bu da bize enflasyondaki artışın daha çok bu mal grupları kaynaklı olduğunu ve bunda da kamu zamlarının etkili olduğunu gösteriyor (örneğin, endekste %5 payı olan alkollü içki ve tütün fiyatları Ocak ayında %22, son 1 yılda ise %47 arttı).

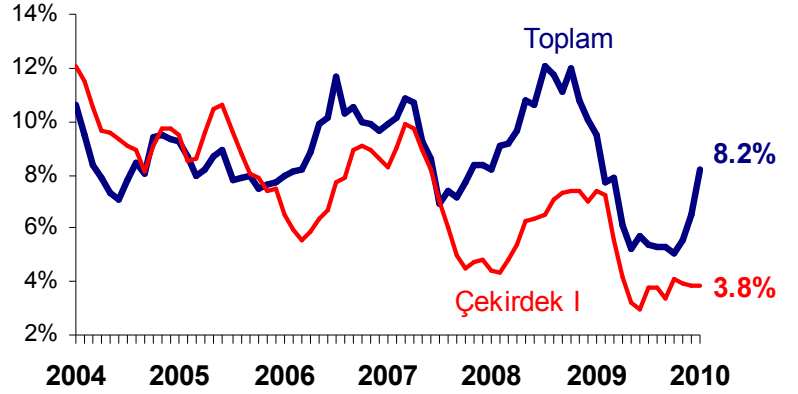
Her ne kadar 2010 yılında %6.5'luk bir yıl sonu enflasyonu hedefleniyor ve Şubat ayında enflasyonun hedefin en az 200 baz puan kadar üzerine çıkacağı görülüyor olsa da bu artıştan endişelenip bir önlem arayışına girmenin pek bir anlamı yok. Enflasyon hedeflemesine göre önlem faiz artırmak demek ama faiz arttırmakla da ne kamu zamlarının ne de altın ya da (işlenmiş) gıda fiyatlarının önüne geçmek mümkün değil.

Bu aşamada Merkez Bankası'nın enflasyon hedefi olarak toplam (ya da manşet) enflasyon yerine neden çekirdek enflasyon endeksini seçmediği gibi gayet makul bir soru sorulabilir. Zira hedef çekirdek enflasyon olsa yukardaki analizlere gerek kalmayacak. Örneğin, yılda bir kez yapılan maaş zamları zam döneminde geçici artış ya da düşüş sergileyen toplam enflasyona göre değil çekirdek enflasyona göre yapılacak. Enflasyon hedeflemesi uygulayan bazı ülkeler gerçekten de hedef olarak çekirdek enflasyon endekslerini takip ediyor olsalar da çoğunluk kamuoyuna daha anlaşılır geldiği için toplam endeksi takip ediyor. Bir kez toplam endekse işe başlayıp sonradan değiştirmek de kamuoyunu ikna açısından kolay değil. Bu baştan verilmesi gereken bir karardır.

Üretim tarafında bir toparlanma var. Sanayi üretim artışı yeniden kriz öncesindeki aylık artış hızları ortalamasına yaklaşıyor (yandaki grafik). Ama fiyat baskısı açısından sadece üretime bakmak yeterli değil. Fiyatların baskılanması için üretimi kriz sonrası normalleşme (örneğin stokların yenilenmesi) değil talepteki canlılığın sürüklüyor olması gerekir. Türkiye'de talep tarafını gösteren veri az. Beyaz eşya ile otomobil satışları henüz talepte önemli bir canlılık göstermiyor. Aynı şekilde kredi kartları cirolarına bakıldığında da 2009'un son 3 çeyreğinde son derece yatay bir seyir var.

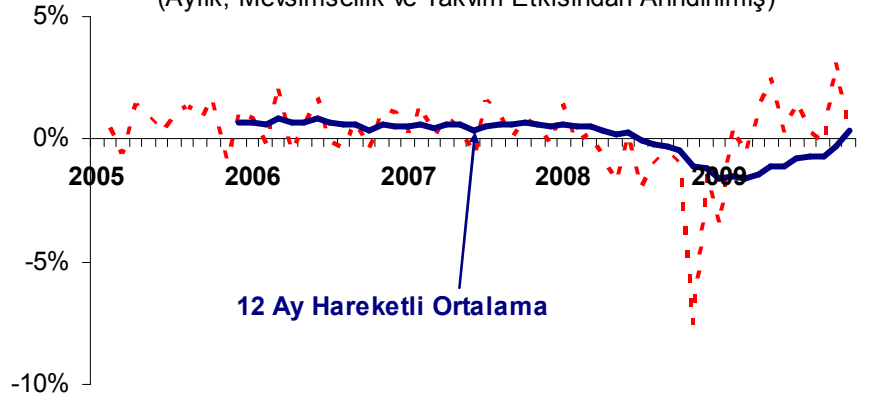
Maliyet (arz) tarafında etkili olabilecek diğer kanal olan TL'nin değeri de gayet yatay seyrediyor. Hatta (Dolar + Euro) sepete karşı bakıldığında TL bir önceki yıla göre daha güçlü. Trend olarak kalıcı bir değer kaybı gereksinimi de gözüküyor. Bu nedenle Merkez Bankası'nın faiz artırıp TL'yi destek verme ihtiyacı yok (öte yandan daha önceki raporlarımızda ısrarla vurguladığımız üzere Merkez Bankası'nın piyasadan çok daha fazla döviz aldığı durumda Türkiye ekonomisine böyle bir dönemde kaçırılmaması gereken çok önemli bir destek vereceğinde ısrarlıyız).

Tüketici Fiyat Endeksleri



Sanayi Üretim Artışı

(Aylık, Mevsimsellik ve Takvim Etkisinden Arındırılmış)

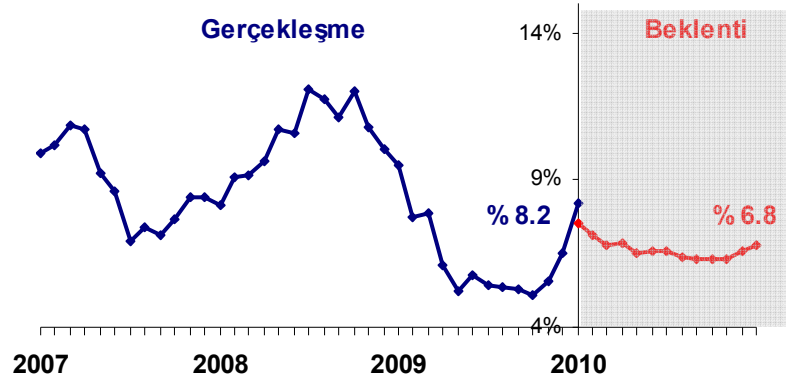


Bu durumda para otoritesinin, faizi arttırmak yerine kamuoyundaki enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmeye paralel yükselmemesine ve maaş zamlarından ürün fiyatlarına kadar bütçelere yansımamasına uğraşması gerekiyor. Buna da piyasalar “**beklenti yönetimi**” diyorlar. Bu bağlamda Merkez Bankası raporlarında ısrarla “merak etmeyin, enflasyondaki artış geçici faktörlerden kaynaklanıyor, arz ve talep tarafında kalıcı fiyat artışı sağlayacak gelişmeler yok” diyerek kamuoyunu sakin tutmaya çalışıyor. Zira enflasyonu yükseldiği yerde tutacak olan asıl faktör beklentilerin yükselişe ayak uydurması.

Beklentiler Sakin. Şimdilik...

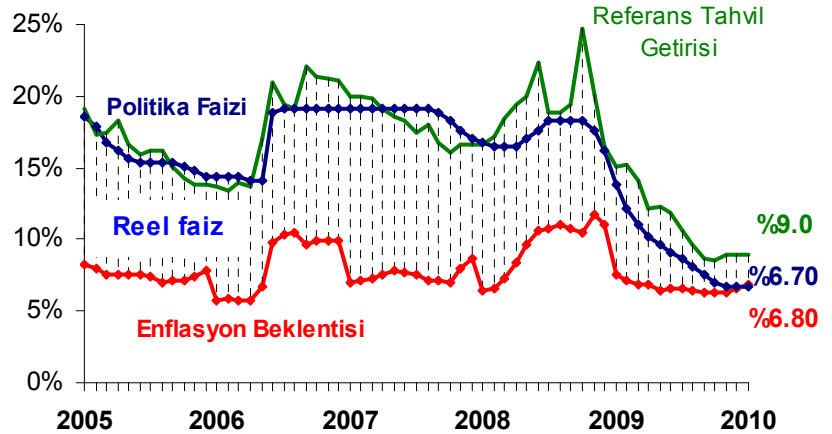
Kamuoyu şimdilik Merkez Bankası'nın bu telkinlerine olumlu tepki veriyor. Merkez Bankası anketine katılan ekonomistler, bankacılar ve işadamları 12 sonrasında %6.8'lik bir enflasyon öngörüyorlar (yandaki grafik). Beklentiler resmi yıl sonu hedefi ile uyumlu olduğu gibi aynı zamanda ciddi bir yükseliş de göstermiyor. Elbette beklentilerin ne kadar doğru olduğu ve ne kadar geçmişten ziyade geleceğe dönük belirlendiği tartışılabilir (bir yıl önce yapılan tahminlerde Ocak ayı sonunda %8.2 olan enflasyon %7.6 olarak tahmin edilmişti). Yine de bakılması gereken referanslardan biri.

Enflasyon ve Enflasyon Beklentisi



Enflasyon beklentilerine ışık tutabilecek bir başka gösterge ise tahvil faizleri (en doğrusu aslında enflasyona endeksli tahviller ama orada likidite henüz arzu edilen boyutta değil). İçinde enflasyon riskini de barındıran enflasyon beklentileri ile tahvil getirileri arasındaki fark geçmiş yıllara bakıldığında oldukça düşük (yandaki grafik). Üstelik Merkez Bankası faiz indirim sürecini bitirmiş ve Hazine hala bütçe açığı baskısıyla yüksek oranlarda borçlanıyor olmasına rağmen. Dolayısıyla, enflasyon beklentilerinin henüz ciddi bir bozulma gösterdiğini söylemek mümkün değil.

Faizler ve Enflasyon Beklentisi



Bu durum devam ettiği ve ABD ve Avrupa'da faiz artırım sürecine girilmediği

sürece Merkez Bankası'nın politika faizini mevcut seviyelerinde tutması ve enflasyondaki artışlara tepki vermemesi gayet mantıklı. Daha önceki raporlarımızda da vurguladığımız üzere Merkez Bankası faizi %6.5'a kadar indirmese ve 200 baz puan kadar yukarıda indirimleri durdursaydı, kamuoyunu ikna etmek için bugünkü kadar “beklenti yönetimine” ihtiyaç duymayacaktı. Ama tercih bu şekilde olunca ihtiyaç duyuyor.