

ÖZET

Spekülasyon ve Emtia Fiyatları Üzerine Bir Not

Emtia fiyatlarındaki hareketlerin ne kadarının ekonomik temellerdeki değişikliklerden, yani malın dünya genelindeki arz ve talep eğrilerindeki hareketlerden, ne kadarının spekülatif hareketlerden kaynaklandığı konusunda ampirik literatürdeki bulgular çeşitlidir. Bu notta, yakın dönemde ortaya çıkan bazı çalışmaların bulguları değerlendirilmekte ve spekülasyonun fiyat hareketlerinin oluşmasında etkili olabileceği durumlar örneklendirilerek fiyat hareketlerinin kaynağının tespit edilmesindeki zorluklara dikkat çekilmektedir.

Bu notta bahsedilen çalışmalardan, emtia piyasalarındaki spekülasyonun kısa süreli hareketler yarattığı ve ekonomik temellerdeki gelişmelerin baskın olduğu düşük frekanslarda bu hareketlerin kaybolduğu sonucuna varılabilir. Ayrıca, spekülatif hareketler arz sağlayıcılarının tutumunu etkileyerek daha kalıcı etkilere yol açabilmekte, bu hareketlerin özellikle stok verilerinin olmadığı ya da kalitesiz olduğu emtia kalemleri için ayrıştırılması güçleşmektedir. En önemlisi, talebin fiyat esnekliğinin düşük olması ve üretim kapasitesinin sınırlı kalması Hamilton'ın (2008, 2009) işaret ettiği gibi bir gözlemsel denklik yaratarak, emtia fiyat hareketlerinin hem spekülatif hareketler kaynaklı hem de ekonomik temeller kaynaklı argümanlarla açıklanmasını olanaklı kılmakta ve fiyat artışlarının gerçek sebebini teşhis etmeyi zorlaştırmaktadır.

JEL Sınıflaması: D84, F4, Q0

Anahtar Kelimeler: Emtia Fiyatları, Spekülasyon, Uluslararası Finans

ABSTRACT

A Note on Speculation and Commodity Prices

Empirical studies provide mixed evidence on the respective roles of economic fundamentals, i.e., the interaction of global supply and demand, and the speculation in the commodity price movements. In this note, findings of some recent papers will be considered to exemplify several situations under which speculation can play a role in the evolution commodity prices emphasizing the difficulties in singling out the driving force behind those movements.

The findings of the studies considered here lead to the conclusion that speculation in the commodity markets creates short-lived price movements which lose importance in low frequency data where economic fundamentals dominate. Nevertheless, speculation may impact prices more persistently by influencing the behavior of suppliers, but this effect is hard to identify especially for commodities for which stocks data is unavailable or of inferior quality. More importantly, as pointed out by Hamilton (2008, 2009), a low price elasticity of demand together with a stagnant productive capacity creates an observational equivalence which validates both speculation-based and economic-fundamentals-based explanations for the price movements, making it very hard to figure out the real underlying reason behind these movements

JEL Classification: D84, F4, Q0

Keywords: Commodity Prices, Speculation, International Finance

Spekülasyon ve Emtia Fiyatları Üzerine Bir Not



H. Murat Özbilgin*



İRİŞ

2008 yılı başlarındaki emtia fiyatlarındaki patlama ve aynı yılın sonunda neredeyse aynı keskinlikte geri dönüş hareketi sonrası spekülasyonun¹ bu keskin hareketlerde rol sahibi olup olmadığı tartışmaları ön plana çıkmıştır. Ekonomi yazınında spekülasyonun emtia fiyatları üzerindeki etkisine dair teorik çalışmalar genelde tükenebilir kaynakların optimal yönetiminin bu kaynakların fiyatları üzerindeki yansımalarını inceleyen Ho-

telling (1931) çalışmasına ve stoklar ile spot fiyatların beklenen fiyatlarla ilişkisinin irdelendiği, “Ardıye Arzı Modeli”nin ortaya çıktığı Kaldor (1939) ve Working (1949) çalışmalarına dayanmaktadır. Dikkat çeken yakın dönem çalışmalarından Jovanovic (2007) tükenebilir kaynakların spekülatif amaçlarla tutulduğu bir balon modeli sunmaktadır. Caballero, Farhi ve Gourinchas (2009) küresel dengesizliklerin emtia fiyatlarında spekülatif artışlara yol açtığı bir genel denge modeli kurmuştur.

Emtia fiyatlarındaki hareketlerin ne kadarının ekonomik temellerdeki değişikliklerden, yani malın dünya genelindeki arz ve

* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü
murat.ozbilgin@tcmb.gov.tr

Bu çalışmada sunulan görüşler yazara aittir ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın resmi görüşü olarak değerlendirilmemelidir.

¹ Spekülasyondan kastedilen, bir malın alıcısı tarafından sahip olma ihtiyacından ziyade gelecek dönemlerdeki fiyat artışı beklentileri nedeniyle satın alınmasıdır.

talep eğrilerindeki hareketlerden, ne kadarının spekülatif hareketlerden kaynaklandığı konusunda ampirik literatürdeki bulgular ise çeşitlidir. Kullanılan yöntemlerdeki ve incelenen dönemlerdeki farklılıklar bu çalışmaların karşılaştırılmasını da zorlaştırmaktadır. Bu notta, yakın dönemde ortaya çıkan bazı dikkat çekici çalışmaların bulguları Paul Krugman'ın "Speculation and Signatures" başlıklı notunda (Krugman, 2008) biçimlendirdiği analitik altyapı kullanılarak değerlendirilmekte ve spekülasyonun fiyat hareketlerinin oluşmasında etkili olabileceği bazı durumlar örneklendirilerek fiyat hareketlerinin kaynağının tespit edilmesindeki bazı zorluklara ve bunun politika yansımalarına dikkat çekilmektedir.

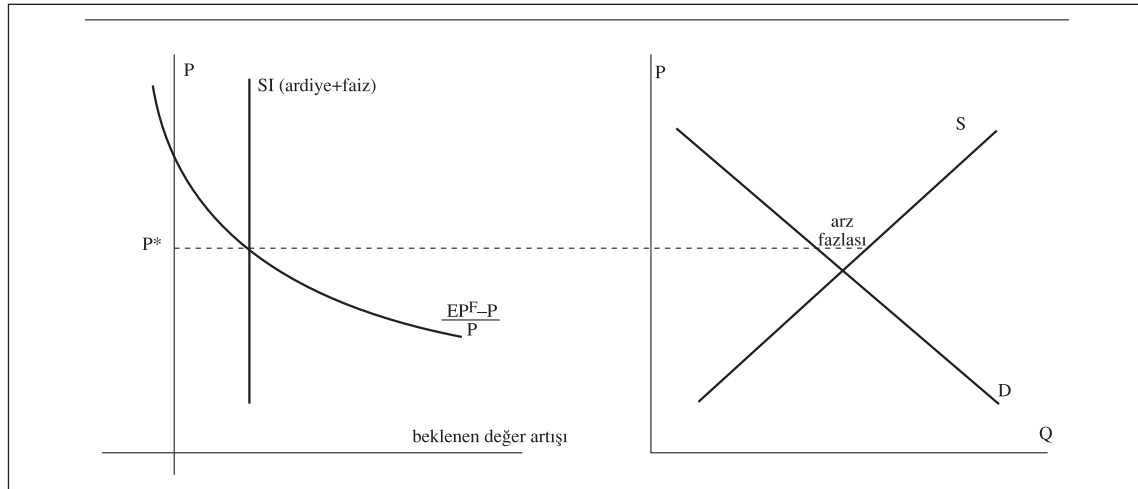
I. Ekonomik Temeller ve Spekülasyon

Krugman (2008), spekülasyonun bir malın spot fiyatını belirlemesi için Şekil 1'de

özetlenen durumun gerçekleşmesi gerektiğini öne sürmektedir. Şekilde, P malın spot fiyatını, EPF malın gelecekteki beklenen fiyatını, S ve D ise mala dair arz ve talep eğrilerini temsil etmektedir. SI doğrusu malın depolama bedeli ve faiz oranı ile temsil edilen, malı tutmakla yüklenilen bütün alternatif maliyetlerin toplamıdır. Spekülatif hareketler soldaki grafikte temsil edilmektedir. Spekülatörler malın fiyatındaki artışla kaybettikleri alternatif getirileri karşılaştırır ve buna göre bir spot fiyat ortaya çıkar. Sağdaki grafik ise ekonomik temelleri, yani mala dair arz ve talep eğrilerinin etkileşimini temsil etmektedir.

Şekil 1'den hareketle Krugman bir malın spot fiyatının spekülatif hareketlerle belirlenmesinin iki karakteristiği olduğunu söylemektedir. İlk olarak, şekilden de görüldüğü gibi spekülasyondan kaynaklanan bir fiyat artışı kısa dönemde bir arz fazlasına yol

Şekil 1



açmakta, bu arz fazlasının birisi tarafından saklanması, dolayısıyla stok artışları gözlemlenmesi gerekmektedir. Benzer argümanlar birçok çalışmanın yanında ABD Merkez Bankası Fed² ve Uluslararası Para Fonu (IMF)³ tarafından da öne sürülmüştür. Krugman'a göre spekülasyonun malın spot fiyatını belirlediği bir durumun ikinci karakteristiği de malın beklenen gelecek fiyatının (EP^F) malın spot fiyatından (P) yüksek olması, yani *contango* olarak adlandırılan durumun gözlemlenmesidir. En azından ham petrol için stok birikimlerinin gözlenmemesi ve *contango* değil *backwardation*, yani malın beklenen gelecek fiyatının spot fiyatının altında olmasından hareketle Krugman daha çok Şekil 2'deki gibi bir durumun söz konusu olduğunu iddia etmektedir.

Şekil 2'de, spot fiyat arz-talep dengesi ile belirlenmekte, stok birikimi olmamaktadır. Bununla bağlantılı olarak saklama ma-

liyetlerini ve alternatif maliyetleri karşılayacak düzeyde bir *contango* gerçekleşmekte, hatta Krugman'ın veride gözlemlediğini söylediği gibi bir *backwardation* oluşabilmektedir.

II. Spekülatif Hareketlerin Kısa

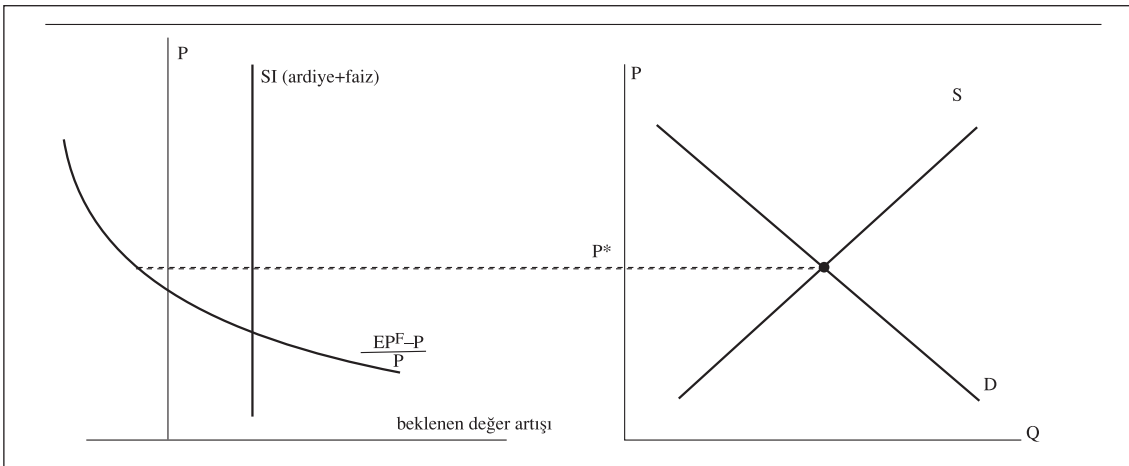
Süreliliği

Uluslararası Para Fonu Küresel Finansal İstikrar Raporu'nun Ekim 2008 nüshasında (IMF, 2008a) spekülasyonun emtia fiyatları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu amaç için yazarlar vadeli işlemler piyasasındaki yatırımcılarının pozisyonlarından emtia fiyatlarına doğru bir Granger nedensellik ilişkisi olup olmadığını incelemişler ve böyle bir nedenselliği sadece bakır için bulabil-

2 Fed Başkanı Ben Bernanke kongrede yaptığı konuşmada bu konuya dikkat çekmiştir: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080715a.htm>

3 Bkz. IMF (2008a) ve IMF (2008b).

Şekil 2



mişlerdir. Ham petrol, mısır, soya fasulyesi, pirinç ve buğday için ise benzer bir nedensellik bulunmamıştır. Bu analizde yazarların da belirttiği gibi vadeli işlem piyasalarında pozisyon alanlarının ticari ve gayri ticari (spekülatif amaçlı) olarak sınıflandırılmasındaki zorluklar ve değişik vadelerdeki pozisyonların toplulaştırılmasından kaynaklanan bir veri problemi söz konusudur. Ancak daha da önemlisi, yine yazarların belirttiği gibi verilerin haftalık frekansta olmasıdır. Gilbert'in (2008) değindiği gibi spekülatif hareketler genellikle bilgisiz spekülatörleri trend spekülatörlerinin takip etmesi ile oluşmakta ve ekonomik temelleri doğru okuyan bilgili spekülatörler⁴ tarafından bertaraf edilmesi münasebetiyle daha kısa süreli vadelerde gerçekleşmektedir. Bu yüzden günlük veride bile bu hareketleri izlemek zor olabilir.

Yine IMF'nin yayınladığı World Economic Outlook Ekim 2008 (IMF, 2008b) sayısında yer alan kutuda da spekülatif hareketlerin emtia fiyatlarının belirlenmesinde etkili olmadığı iddia edilmiştir. Burada da dayanılan argüman Krugman'ın bahsettiği gibi spekülatif hareketler vasıtasıyla oluşan arz fazlasının stok birikmelerine yansımaya gerektiği, ancak birçok emtia kalemi için stok birikmeleri gözlemlenmediği⁵ belirtilmiştir. Ancak bu stok birikmelerinin iki tane beşer yıllık örnekleme incelenmesi ve yazarların da belirttiği gibi stok verilerinin çok sorgulanabilir bir kaliteye sahip olması bu analizden elde edilen sonuçları zayıflat-

maktadır, ya da elde edilen sonuçların spekülatif hareketlerin uzun dönemde fiyatların belirlenmesinde etkisiz olduğu anlamına gelmekten öte bir anlam taşımadığını düşündürmektedir.

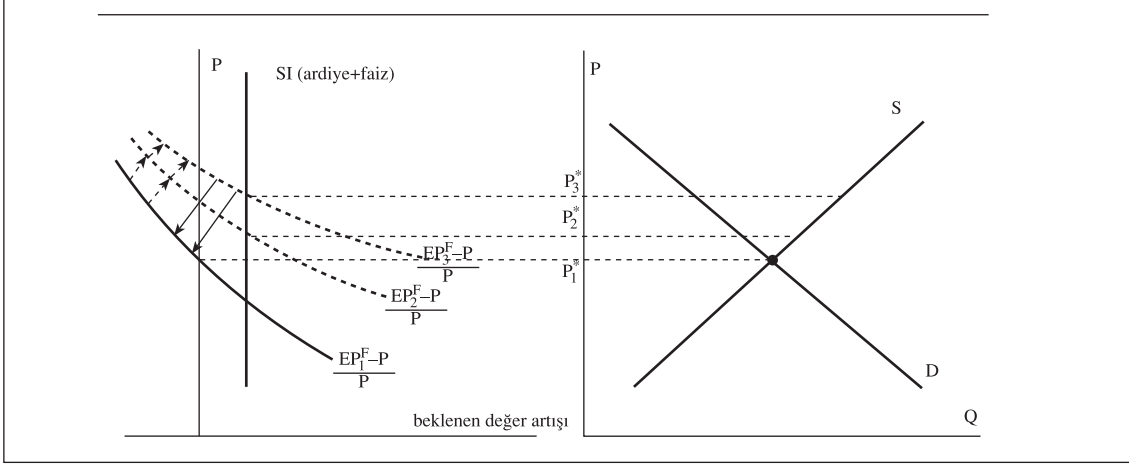
Yukarıda da değinildiği gibi emtia fiyatlarındaki spekülatif hareketlerden kaynaklanan dalgalanmalar çok kısa süreli olabilmekte, haftalık veriyle, hatta günlük veriyle yakalanması zor olabilmektedir. Bu hareketlerin daha düşük frekanslarda kaybolması ve fiyatların bu frekanslarda ekonomik temellerce belirlenmesi söz konusu olabilir. Bu durumda gerçekten Şekil 2'deki gibi bir durumda olmamıza, yani Krugman'ın belirttiği gibi fiyatların ekonomik temellerce belirlenmesine rağmen daha kısa vadelerde bu doğru olmayabilir.

Şekil 3'te bu tür bir durum örneklenmeye çalışılmıştır. Diyelim ki malın piyasası arz ve talep dengesine göre ortaya çıkan P_1^* fiyat düzeyinde dengede olsun. Daha sonra küresel ekonomik gelişmeler, ortaya çıkan veri ve haberlerin etkisiyle, ya da başka bir etkiyle malın beklenen gelecek fiyatının EP^F düzeyinden EP_2^F ve EP_3^F düzeylerine sıçradığını farz edelim. Bu senaryo altında, ekonomik temellerde hiçbir değişiklik olmamasına rağmen kısa vadede fiyatlar spekülatif hareketlerin etkisiyle yukarı çekilmekte, ekonomik temeller bütün

⁴ *uninformed vs. informed speculators*

⁵ *Bu çalışmaya göre kurşun, çinko, alüminyum, gümüş, buğday ve pirinçte stok birikmeleri söz konusudur.*

Şekil 3



oyuncular tarafından anlaşılıp bu hareketler söndüğünde ise tekrar arz ve talep dengesiyle belirlenen P_1^* fiyat düzeyine dönülmektedir. Burada iki noktaya dikkat çekmek istiyorum. İlk olarak, bu hareketler çok kısa vadelerde gerçekleştiğinden, stoklarda bu hareketler parlayıp sönene kadar hemen hiç bir hareket olmayabilir. Bu, vadenin kısalığı kadar, birçok durumda malın fiziki olarak el değiştirmemesi ile de alakalıdır. İkinci olarak, örneğin yukarıda bahsettiğim IMF çalışmasında olduğu gibi, eğer bu hareketleri haftalık verilere bakarak tespit etmeye çalışırsak spekülasyon hareketleri hafta içinde parlayıp söndüğü için fiyatlar üzerinde hiç etkili olmadıklarını düşünebiliriz.

Center for Global Development'dan C. Peter Timmer (Timmer, 2009) günlük veri kullanarak Euro-Dolar paritesinden çeşitli emtia fiyatlarına Granger nedensellik ilişkisi olup olmadığını altı ay uzunluğunda gün-

lük olarak kayan vadelerde incelemiştir. Yazar ham petrol için bu periyotlardan %36'sında spekülasyon hareketleri olarak tanımladığı, pariteden fiyatlara doğru Granger nedensellik ilişkisi bulmuş ve benzer bulgulara mısır ve buğday fiyatları için de ulaşmıştır. Ayrıca yazar bazen iki aya varan uzun periyotlarda bu nedenselliği gözlemleyebildiğini iddia etmektedir. Gilbert (2008) de demir dışı metallerin fiyatlarını incelemiş, benzer bir şekilde spekülasyonun spot fiyatların belirlenmesinde bazı dönemlerde etkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Söz konusu spekülasyon etkileri gerçekten çok yüksek frekanslarda parlayıp söniyor ve sonuçta fiyatlar yine arz ve talep etkileşimi ile belirleniyorsa, doğal bir soru bu tip çok kısa vadeli hareketlerin gerçekten önemli olup olmadığıdır. Bu noktada beklentilerin spekülasyon kaynaklı fiyat hare-

ketlerinden etkilenebilmesi önem kazanmaktadır. Spekülatif hareketler çok kısa süreli olsa bile, söz konusu malın fiyatındaki ve girdi olduğu malların fiyatındaki beklentilerin bozulması yoluyla daha kalıcı etkilere yol açarak para politikası ve enflasyon hedeflemesi uygulayıcılarının işini zorlaştırabilir. Aynı zamanda, spekülatif hareketlerin sık sık tekrarlanması ne kadar süreceği konusundaki belirsizlikle beraber beklentilerdeki bozulmayı derinleştirebilir.

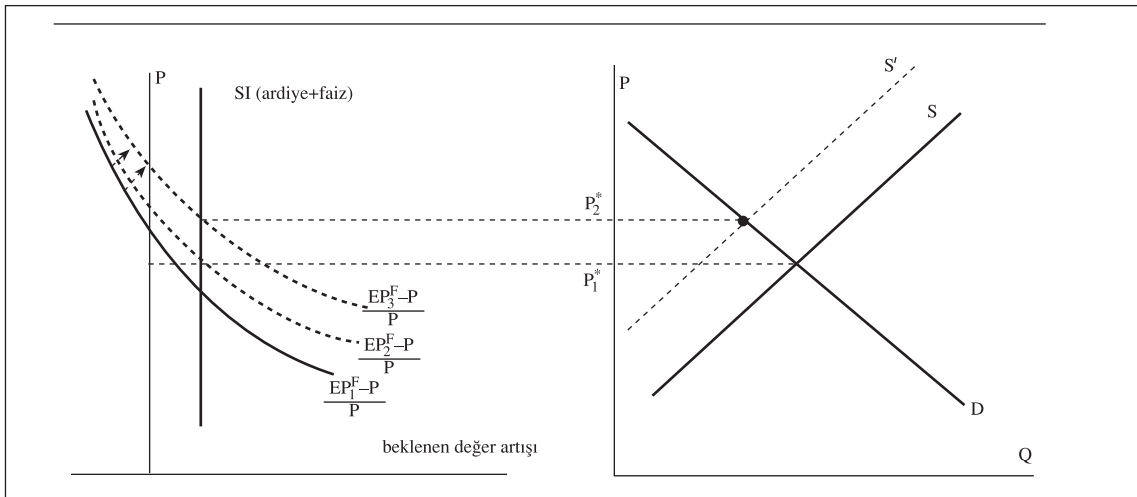
III. Spekülatif Hareketlerin Gözlemlenme Zorluğu

Şimdi, yukarıdaki tartışmaya ek olarak ve Krugman'ın çözümleme çerçevesinin içinde kalarak spekülasyonun spot fiyatların belirlenmesinde etkin bir rol oynayabileceği, fakat bunu verilerde gözlemlememizin zor ya da imkânsız olduğu bir kaç durumdan bahsetmek istiyorum.

III.1. Spekülatif Hareketlerin Arz Kısıtlanmasına Yol Açması

Spekülatif hareketlerin emtia tedarikçilerinin davranışlarını etkilediği bir durumu incelemek için Şekil 4'ü ele alalım. Başlangıçta, arz-talep dengesinden ortaya çıkan fiyat düzeyi P_1^* olsun. Beklenen fiyatlardaki sol paneldekine benzer ani bir artış üreticilerin üretimlerini kısırarak gelecek dönemlere bırakmasına yol açabilir. Bu durum rezervler toprakta bırakılabileceğinden özellikle ham petrolde geçerli olabilir. Hamilton da (2008) bu hususa işaret etmiş, talep eğrisinin fiyat esnekliğinin düşük olması bulgusuyla birlikte düşünüldüğünde bu şekilde petrol üreticilerinin kısa dönem karlarını da arttırabileceğini vurgulamıştır. Talep eğrisinin esnekliğinin düşük olması stok birikimlerinin de daha sınırlı kalmasına yol açarak mevcut fiyat hareketlerinin kaynağı-

Şekil 4



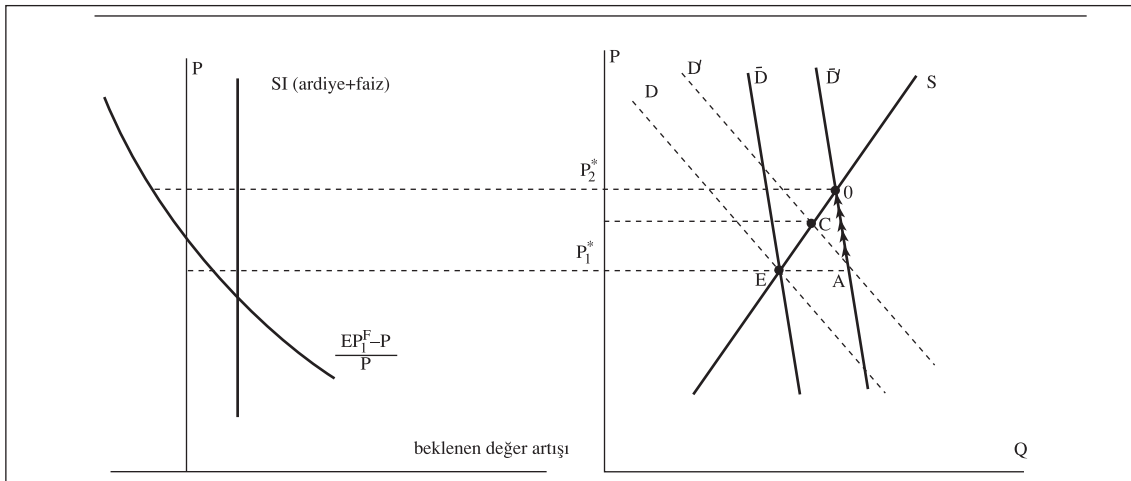
nın tespit edilmesini güçleştirebilir. Gıda türündeki emtia için de talep esnekliğine bağlı olarak bu olgu geçerli olabilir. Özellikle stok verisinin olmadığı veya çok kalitesiz olduğu veya stokların dağınık bir biçimde çok sayıda küçük üretici tarafından tutulduğu pirinç gibi bazı gıda kalemlerinde gözlemlediğimiz fiyat artışlarının bir kısmı spekülasyonun rol oynadığı bu çeşit bir kalandan gerçekleşiyor olabilir.

III.2. Spekülasyon ile Ekonomik Temellere Dayalı Hareketlerin Gözlemsel Denkliği

Spekülasyona dayalı ve ekonomik temellere dayalı fiyat hareketlerinin gözlemsel denkliğini ortaya koymak için 2008 yılı başlarına kadar yaşanan emtia fiyatlarındaki artışı inceleyelim. Şekil 5 bu fiyat artışına sadece ekonomik temellerin sebep olduğu varsayımı altında çizilmiştir. Piyasa baş-

langıçta E noktasında, P_1^* fiyatında denge de olsun. Talep, örneğin Çin ve Hindistan gibi büyük ve gelişmekte olan ülkelerin endüstriyel metallerle olan talebinin artması örneğinde olduğu gibi EA doğrusu kadar artsın. Bu durumda, P_2^* - P_1^* gibi yüksek düzeyde bir fiyat artışını açıklayabilmemiz için iki şeyin gözlenmesi gerekmektedir: 1- Üretim kapasitesinin sınırlı kalması, 2- Talep eğrisinin esnekliğinin çok düşük olması. Üretim kapasitesinin sınırlı kalması, Çin ve Hindistan'ın yol açtığı EA doğrusu kadar talep artışına karşılık dünyanın geri kalanının talebini bir miktar kısmasını gerektirmektedir. Bu da ancak fiyatın artmasıyla mümkün olabilir. Talep esnekliği eğer çok düşükse, bu hareketi yaratmak için gerekli olan fiyat artışı da çok büyük olacak ve piyasa C gibi bir noktada dengeye gelecek ve P_2^* - P_1^* düzeyinde yüksek bir fiyat artışı gerçekleşecektir.

Şekil 5



Şekil 6'da ise yine 2007-2008 yıllarında yaşanan emtia fiyat hareketleri incelenmiş, ancak bu kez spekülasyonun $P_2^* - P_1^*$ fiyat artışında bir rol oynayabileceği bir durum temsil edilmiştir. Talep eğrisinin D eğrisinden D' eğrisine kayması fiyat üzerinde yukarı yönlü bir baskı yaratmaktadır. Eğer spekülâtörler fiyattaki bu yukarı yönlü hareketin gelecek dönemlerde de devam edeceğini varsayarlarsa onların getiri eğrisi de yukarı doğru kayacaktır. Talep eğrisinin esnekliği şekildeki gibi çok düşükse stok hareketlerinin piyasa tarafından doğru okunması güçleşebilir ve vadeli işlemler piyasasında oluşan fiyat en azından bir süre ve kısmen spot fiyatı belirliyor olabilir. Yani piyasa kendini C yerine B noktasında bulabilir. Buna ek olarak, üreticiler Şekil 4'teki örnekte olduğu gibi üretimlerini ertelerek aslında spekülâtif hareketlerin belirlediği fiyatın gerçekleşmesine sebep olmuş da

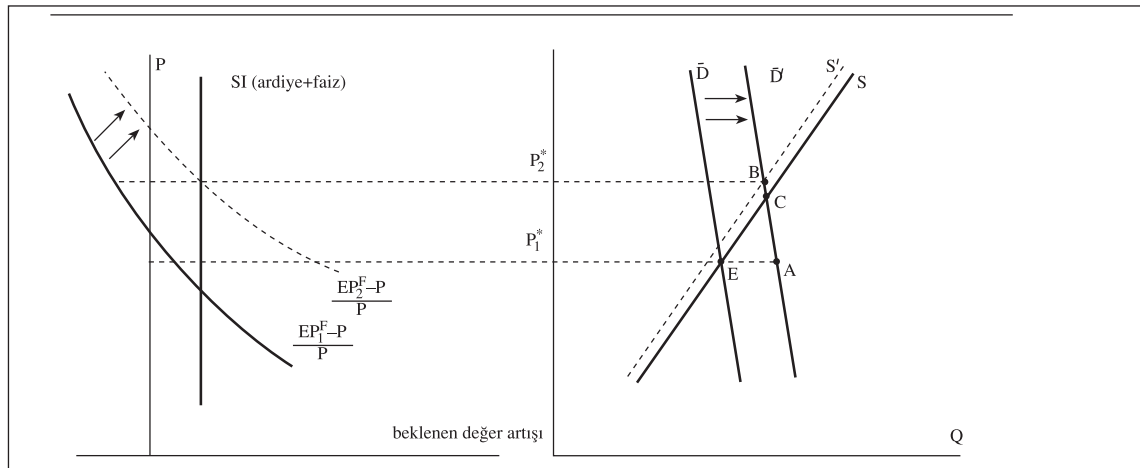
olabilirler⁶.

Şekil 5 ve Şekil 6'daki örnekler, Hamilton'ın (2009) işaret ettiği gibi, 2007-2008 ham petrol fiyatındaki artışlara spekülasyonun ya da ekonomik temellerin yol açtığını iddia etmek için ihtiyacımız olan iki kritik argümanın aynı olduğunu göstermektedir: talebin düşük fiyat esnekliği ve arz eğrisinin hareketsizliği. Hamilton (2008) ve Hamilton (2009) bu durumun yarattığı gözlemsel denklik⁷ dolayısıyla söz konusu fiyat artışlarında hem ekonomik temellerin hem de spekülasyonun etkili olmuş olabileceğini belirtmiştir.

6 Bu durum metnin başında özetlediğim, Krugman'ın bahsettiği *backwardation* durumunu dışlamaktadır. Ancak Hamilton (2009)'un işaret ettiği gibi *backwardation*, üreticilerin vadeli işlemler piyasasına güvenmemesini ve bu piyasanın sığlığı nedeniyle üreticiler tarafından bir *hedje mekanizması* olarak kullanılmamasını yansıtır olabilir.

7 *observational equivalence*

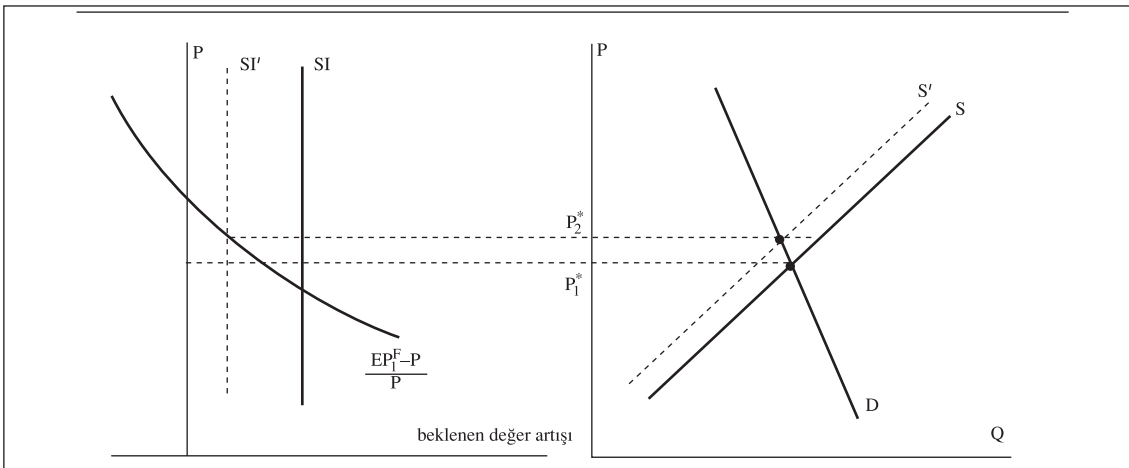
Şekil 6



III.3. Küresel Likidite Fazlası ve Spekülasyon

Son olarak yakın dönemdeki küresel likidite fazlasının⁸ emtia fiyatları üzerindeki muhtemel etkilerini aynı çerçevede ele almaya çalışalım. Dünya genelinde faizlerdeki düşüş saklama maliyetlerini ve alternatif maliyetleri özetleyen SI doğrusunun Şekil 7'deki gibi soluna kayarak SI' olmasına yol açacaktır. Bu da, beklenen gelecek fiyatlar da hiçbir değişiklik olmamasına rağmen spekülatif hareketlerle oluşan spot fiyatın artmasına yol açarak fiyatlar üzerinde bir baskı unsuru oluşturabilir. Bu durumda eğer talep eğrisinin fiyat esnekliği de düşükse, üreticilerin spekülatif hareketlerin zorladığı fiyata uyum sağlamaları söz konusu olabilir ve fiyat P_2^* düzeyine çıkabilir.

Şekil 7



Yukarıdaki örneklerde dikkat çeken husus bu etkiler gerçekleştiğinde veriye bakarak fiyatların belirlenmesinde arz ve talep kaynaklı etkenlerle spekülasyon kaynaklı etkenleri birbirinden ayırt etmemizin zor olduğudur. Bununla birlikte, Hamilton'ın (2008) işaret ettiği gibi özellikle petrol gibi arzı sınırlı ürünlerde önümüzdeki dönemlerde kıtlık rantı⁹ önemli hale gelebilecektir. Bu durumda spekülatif hareketlerin üreticiler tarafından takip edilmesi daha da sık rastlanılır bir durum olabilir.

IV. Politika Yansımaları ve Sonuç

Bu notta bahsedilen çalışmalardan, emtia piyasalarındaki spekülasyonun kısa sü-

⁸ Institute of International Finance Market Monitoring Group'un 17 Aralık 2009 tarihli basın açıklaması likidite fazlasının bu ve benzeri muhtemel etkilerine dikkat çekmektedir: <http://www.iif.com/press/press+126.php>

⁹ scarcity rent

reli hareketler yarattığı ve ekonomik temellerdeki gelişmelerin etkili ve baskın olduğu düşük frekanslarda bu hareketlerin kaybolduğu sonucuna varılabilir. Ancak yukarıda bahsedilen hususlar, ilk bakışta ekonomik temeller kaynaklı olduğu düşünülen birçok durumda bile spekülasyonun fiyat hareketlerinde etkin bir role sahip olabileceğini de örneklemektedir. Spekülatif hareketler üreticilerin tutumunu etkileyerek daha kalıcı etkilere de potansiyel olarak yol açabilmekte, bununla birlikte bu hareketlerin özellikle stok verilerinin olmadığı ya da kalitesiz olduğu emtia kalemleri için ayrıştırılması da güçleşmektedir. En önemlisi, talebin fiyat esnekliğinin düşük olması ve üretim kapasitesinin sınırlı kalması bir gözlemsel denklik yaratarak, emtia fiyat hareketlerinin hem spekülatif hareketler kaynaklı hem de ekonomik temeller kaynaklı argümanlarla açıklanmasını olanaklı kılarak fiyat artışlarının gerçek sebebini teşhis etmeyi zorlaştırmaktadır.

Sonuç olarak spekülasyon, gerek fiyatlarda ani artışlara yol açmak suretiyle, gerekse fiyatların oynaklığını yukarı çekmek suretiyle emtia fiyatlarının tahmin edilebilirliğini güçleştirme potansiyeli taşımaktadır. Örneğin, Orman, Ögünç, Saygılı ve Yılmaz (2010) spekülatif davranışların işlenmemiş gıda fiyatlarının oynaklığına katkıda bulunan faktörler arasında olduğuna işaret etmektedir. De Schutter (2010) da 2007 ve 2008 yılları arasında görülen gıda fiyatlarında ve gıda fiyatlarının oynaklığın-


da görülen artışların önemli bir kısmının spekülatif balonlar oluşmasından kaynaklandığını iddia etmektedir.

Emtia fiyatlarının oluşumunun altında kısmen de olsa spekülatif etmenlerin yer alması ve bu sebeple tahmin edilebilirliğinin zor olması, para politikası uygulaması açısından önemli zorluklar ortaya çıkarmaktadır. Söz konusu zorluklar, petrol, metal ve işlenmemiş gıda gibi önemli emtia kalemlerinin genel fiyat düzeyi içindeki ağırlıklarının fazla olması, bu kalemlerin pek çok malın üretimine girdi teşkil etmeleri ve diğer fiyatlara olan geçişkenliklerinin yüksek olması sebebiyle, gelişmekte olan ülkeler için daha da önemlidir.

Günümüzde birçok ülkenin Merkez Bankaları tarafından bir para politikası rejimi olarak benimsenen enflasyon hedeflemesinin başarılı olması açısından beklentilerin yönetimi ve güvenilirlik büyük önem arz etmektedir. Gıda ve enerji fiyatları başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki ani artışlar genel enflasyon oranında ani artışlara yol açabilmekte, bu da genel fiyat düzeyinde kalıcı bir artış yaratmadığı durumlarda bile diğer ürün fiyatlarını etkilemek ve beklentileri bozmak aracılığıyla politika patikasından sapmalara sebep olabilmekte ve Merkez Bankaları açısından kredibilite sorununu yaratabilmektedir. Bu bağlamda, Merkez Bankaları'nın emtia fiyatlarının tahmin edilebilirliği zor, ani hareketlere açık değişkenler olduğunu vurgulayarak enflasyon hedefinden geçici olarak sapmaya yol aç-

ması muhtemel senaryoları kamuoyuyla paylaşması gerekli olmaktadır¹⁰. Bu tür bir iletişim politikası, emtia fiyatlarındaki spekülasyona dayalı küresel ve yerel hareketlerin enflasyon bekleyişlerinde bozulmaya yol açmasının önüne geçebilir.

Bunun yanında, aracılığın azaltılması, kayıt dışılığın engellenmesi, stokların şeffaflaştırılması gibi düzenleyici yöntemler ve finansal piyasalarda alınabilecek önleyici tedbirler de emtia spekülasyonunu kısmen azaltarak spekülasyonun para politikası üzerinde yol açtığı güçlükleri önemli ölçüde hafifletme potansiyeline sahiptir. An-

cak bu tür tedbirlerin uygulamaya konması hem doğası gereği zaman alacağından, hem de çoğu zaman küresel koordinasyon gerektirmesi nedeniyle fizibilite sorunu taşıyabileceğinden, en azından kısa ve orta dönemde spekülatif hareketlerin enflasyon oranında ani ancak geçici yükselmelere yol açabileceğine dair iletişim politikaları azami önem taşımaktadır. 

¹⁰ Bu konuda daha kapsamlı bir değerlendirme için Fed Philadelphia Başkanı Charles I.Plosser'ın 19 Kasım 2009'da yaptığı "Food and Commodity Price Shocks and Inflation: A Central Banker's Perspective" başlıklı konuşmasına bakılabilir.

KAYNAKÇA

- Caballero, R. J., Farhi E. ve Gourinchas, P.O. (2006). An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates. *NBER Working Papers 11996*. National Bureau of Economic Research, Inc.
- De Schutter, O. (2010). Food Commodities Speculation and Food Price Crisis. UN Special Rapporteur on the Right to Food Briefing note 02. United Nations.
- Gilbert, C. L. (2008). Commodity Speculation and Commodity Investment. Discussion Paper 20. Università Degli Studi di Trento.
- Hamilton, J. D. (2008). Understanding Crude Oil Prices. *NBER Working Papers 14492*. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Hamilton, J. D. (2009). Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08. *NBER Working Papers 15002*. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Hotelling, H. (1931). The Economics of Exhaustible Resources. *Journal of Political Economy*. Vol.39, No.2, 137-175.
- IMF (2008a). Assessing Risks to Global Financial Stability. Global Financial Stability Report. Chapter 1, 62-66.
- IMF (2008b). Does Financial Investment Affect Commodity Price Behavior. *World Economic Outlook*. Chapter 3, Box 3.1, 88-93.
- Jovanovic, B. (2007). Bubbles in Prices of Exhaustible Resources. *NBER Working Papers 13320*. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Kaldor, N. (1939). Speculation and Economic Stability. *Review of Economic Studies*. Vol. VII (Oct.), 1-27.
- Krugman, P. (2008). Speculation and Signatures. <http://www.princeton.edu/~pkrugman/Speculation%20and%20Signatures.pdf>
- 10 Temmuz 2011 tarihinde erişildi.
- Orman, C., Ögünç, F., Saygılı, Ş., Yılmaz, G. (2010). İşlenmemiş Gıda Fiyatlarında Oynaklığa Yol Açan Yapısal Faktörler. *Ekonomi Notları*. Sayı: 2010-16, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Timmer, C. P. (2009). Rice Price Formation in the Short Run and the Long Run. *Technical Report 172*. Center for Global Development.
- Working, H. (1949). The Theory of Price of Storage. *The American Economic Review*. Vol.39, No.6. 1254-1262.