

Araştırma Makalesi / Research Article

ENFLASYON GÖSTERGELERİ VE PARA POLİTİKASI TEPKİSİ: TÜRKİYE'DE POLİTİKA FAİZİ KARARLARI

Taner SEKMEN¹ 

ÖZET

Bu çalışma, Haziran 2013-Eylül 2025 dönemi için Türkiye’de politika faizi kararlarının belirleyicilerini sıralı probit modeli kullanarak analiz etmektedir. Politika kararları faiz artışı, indirimi veya sabit tutulması şeklinde ayrıık tercihler olarak modellenmiştir. Bulgular, hedefe göre tanımlanan enflasyon açığının politika kararları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Diğer yandan çıktı açığı, döviz kuru açığı ve beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki fark biçiminde tanımlanan enflasyon açığı değişkenlerinin politika faizi kararları üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı tahmin edilmektedir. Ayrıca, kısa ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin politika kararlarını açıklamada gerçekleşen enflasyona kıyasla daha yüksek bilgi içeriği taşıdığı görülmüştür. Sonuçlar, Türkiye’de para politikasının resmi hedeflerden ziyade ileriye dönük göstergelere, makroekonomik konjoktüre ve döviz kuru dinamiklerine duyarlı bir yapı sergilediğine işaret etmektedir. Genel olarak değerlendirildiğinde, bu çalışma Türkiye’de para politikasının katı bir enflasyon hedeflemesi çerçevesinden kısmen uzaklaştığını göstermekte ve ilan edilen enflasyon hedefinin incelenen dönemde politika yapımcılar açısından kısa vadede bağlayıcı bir çıpa işlevi görmediğine işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Enflasyon Beklentileri, Sıralı Probit Model, Türkiye

JEL Sınıflandırması: E52, E58, C25

INFLATION INDICATORS AND MONETARY POLICY RESPONSE: POLICY INTEREST RATE DECISIONS IN TÜRKİYE

ABSTRACT

This paper examines the determinants of monetary policy decisions in Türkiye over the period June 2013-September 2025 using an ordered probit model. Policy actions are modeled as discrete choices between interest rate hikes, cuts, and no change. The results indicate that target-based inflation gaps do not have a significant effect on policy decisions. On the other hand, the effects of the output gap, the exchange rate gap, and the inflation gap, defined as the difference between expected and realized inflation on policy interest rate decisions are estimated to be statistically significant. Moreover, short- and medium-term inflation expectations contain more information than realized inflation, highlighting the forward-looking nature of monetary policy decisions. The findings suggest that monetary policy in

¹ Doç. Dr., Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İİBF, Eskişehir, Türkiye, tsekmen@ogu.edu.tr

Bu makaleye yapılacak atıf: Sekmen, T. (2026). Enflasyon göstergeleri ve para politikası tepkisi: Türkiye’de politika faizi kararları. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 22(1), 411-443. <https://doi.org/10.17130/ijmeh.1860017>

ISSN:2147-9208 E-ISSN:2147-9194

<http://dx.doi.org/10.17130/ijmeh.1860017>

Başvuru Tarihi: 09.01.2026, Yayına Kabul Tarihi: 20.02.2026



Bu eser "Creative Commons Atıf-GayriTicari-4.0 Uluslararası Lisansı" ile lisanslanmıştır.

Türkiye responds more to forward-looking indicators, macroeconomic conditions, and exchange rate dynamics rather than to formal inflation targets. Overall, this study shows that monetary policy in Türkiye partially departed from a strict inflation-targeting framework and indicates that the announced inflation target did not serve as a binding short-term anchor for policymakers during the period under review.

Keywords: Monetary Policy, Inflation Expectations, Ordered Probit Model, Türkiye

JEL Classification Codes: E52, E58, C25

EXTENDED SUMMARY

Introduction

The primary objective of central banks is generally to maintain price stability. However, the intensity of the response that central banks deliver to inflationary pressures through monetary policy interest rate decisions, as well as the set of variables considered in the formulation of the policy framework, has long been debated empirically. The policy rule proposed by Taylor (1993) posits that the policy interest rate responds systematically to deviations of inflation from its target and to the output gap. While this framework has been supported by substantial empirical evidence for advanced economies, it remains contested in developing economies characterized by weak institutional structures, low policy credibility, high inflation volatility and exchange rate pass-through, and heightened financial vulnerabilities.

From this perspective, Türkiye represents a particularly striking case. Although the Central Bank of the Republic of Türkiye (CBRT) officially adopted an inflation targeting regime in 2006, realized inflation has persistently remained well above the target level. The prolonged failure to achieve the announced targets may have substantially weakened the operational role, binding nature, and overall relevance of the inflation target within the monetary policy framework. This situation raises the question of whether, in recent years, the central bank has shifted away from a target-based inflation gap toward alternative measures, such as expectation-based definitions of the inflation gap.

The Main Aim of the Paper

The main objective of this study is to identify the factors considered by the CBRT in determining its policy interest rate decisions. More specifically, assuming that price stability is the central bank's primary objective, this study aims to identify which definitions of the inflation gap shape monetary policy responses to inflation. To this end, the inflation gap is defined in multiple ways based on realized inflation, target inflation, average inflation, trend inflation, as well as short- and medium-term inflation expectations of market participants, and the central bank's reaction function is analyzed accordingly. Rather than testing the validity of a single policy rule, this study seeks to assess the relative importance of alternative inflation indicators in shaping monetary policy decisions in Türkiye.

Method and Data

The limited number of studies that analyze monetary policy responses in Türkiye directly in terms of policy decision probabilities points to a methodological gap in the literature.

Accordingly, in order to more accurately capture the nature of policy interest rate decisions, policy rate changes are modeled as ordered categorical outcomes—rate increases, no change, and rate cuts—and are estimated using an ordered probit model. The dataset employed in the analysis consists of monthly observations covering the period from June 2013 to September 2025. The one-week repo rate serves as the central bank’s policy interest rate.

Results and Conclusion

The empirical findings based on alternative inflation gap definitions indicate that the CBRT’s policy interest rate decisions are not driven by a single inflation indicator. Inflation gap measures constructed using realized inflation are found to be neither systematic nor strong determinants of policy rate decisions, suggesting that the CBRT does not adhere to a backwards-looking Taylor rule. In contrast, the output gap and exchange rate gap variables are consistently positive and highly statistically significant across all model specifications, implying that monetary policy in Türkiye is conducted within a framework that is largely responsive to real economic conditions and exchange rate dynamics.

Models incorporating inflation expectations provide important insights into the CBRT’s policy horizon. The insignificance of deviations of short-term, year-end inflation expectations from the target in explaining policy decisions, together with the prolonged inability to meet the inflation target, suggests a weakening of the target’s binding role. Conversely, in models based on 12-month-ahead inflation expectations of market participants, the inflation gap elicits a positive and statistically significant policy response, indicating that the CBRT places greater weight on medium-term inflation expectations that convey stronger signals regarding inflation persistence than on short-term expectations.

When the inflation gap is defined as the difference between expected and realized inflation, policy responses become more pronounced. The CBRT’s tendency to respond to both short- and medium-term inflation surprises and deteriorations in inflation expectations with interest rate increases indicates that the official inflation target does not function as an operational reference point. Marginal effect estimates further suggest that, in the presence of deteriorating inflation expectations, the CBRT opts for direct monetary tightening rather than adopting a wait-and-see approach.

Overall, the results indicate that monetary policy in Türkiye has partially diverged from a strict inflation-targeting framework and that the announced inflation target has not served as a binding nominal anchor for policymakers during the sample period. Instead, the CBRT appears to follow a flexible, forward-looking policy stance that jointly accounts for expectations dynamics and macroeconomic conditions rather than adhering strictly to the official inflation target.

1. Giriş

Günümüzde merkez bankalarının temel amacı genel olarak fiyat istikrarını sağlamaktır. Ancak merkez bankalarının enflasyonist baskılara karşı koymak amacıyla para politikası faiz kararları ile hangi ölçüde tepki verdiği ve politika çerçevesini hangi değişkenleri dikkate alarak oluşturduğu ampirik olarak uzun zamandır tartışılmaktadır. Taylor (1993) tarafından geliştirilen politika kuralı, politika faizinin enflasyonun hedefinden sapmasına ve çıktı açığına sistematik biçimde tepki verdiğini varsaymaktadır. Bu yaklaşım gelişmiş ülkelerde geniş bir şekilde destekleyici ampirik kanıtlar bulmasına rağmen (Clarida vd., 1998: 2000), kurumsal yapının zayıf, kredibilitenin düşük, enflasyon oynaklığının ve döviz kuru geçişkenliğinin yüksek olduğu ve finansal kırılganlıkların bulunduğu gelişmekte olan ülkelere hala tartışma konusudur (Calvo & Reinhart, 2002; Mishkin, 2008).

Gelişmekte olan ülkelere para politikası karar süreci çoğu zaman gelişmiş ülkelere farklılaşmaktadır. Bu ülkelere genellikle para politikası kararları Taylor kuralının varsaydığından dışında reel iktisadi faaliyetler, döviz kuru dinamikleri, makroekonomik belirsizlikler ya da finansal istikrarsızlıklar gibi daha geniş bir veri setinin hesaba katılması ile oluşturulmaktadır (Mohanty & Klau, 2004; Aizenman vd., 2011). Dolayısıyla bu ülkelere resmi olarak enflasyon hedeflemesi rejimi benimsenmiş olsa bile fiili politika davranışı katı bir enflasyon hedeflemesi rejiminden genellikle sapmalar şeklinde karşımıza çıkabilmektedir.

Bu çerçeveden bakıldığında Türkiye oldukça dikkat çekici bir örnektir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2006 yılında enflasyon hedeflemesi rejimini resmi olarak benimsemesine rağmen gerçekleşen enflasyon uzunca süredir hedef enflasyon oranının oldukça üzerindedir. Uzun zamandır tutturulamayan hedefler, para politikası çerçevesinde hedefin operasyonel yerini, bağlayıcılığını ve önemini büyük ölçüde azaltmış olabilir (Kara, 2012). Bu görüntü merkez bankasının son dönemlerde hedef temelli bir enflasyon açığı yerine beklenti temelli enflasyon açığı gibi alternatif tanımlamalarını takip edip etmediği sorusunu öne çıkarmaktadır.

Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi ve fiyat istikrarı konusundaki literatür para politikasının ileriye dönük yürütülmesi gereken bir süreç olduğunu yani gerçekleşen enflasyona değil beklenen enflasyona tepki vermesinin daha uygun bir politika çerçevesi sağladığını vurgulamaktadır (Bernanke & Mishkin, 1997; Svensson, 1997; Woodford, 2003). Dolayısıyla hedefin uzunca bir süredir tutturulmadığı Türkiye gibi ülkelere hangi beklentilerin (kısa ya da orta vadeli) hangi referans noktasına (hedef enflasyon gerçekleşen enflasyon) göre değerlendirildiği bir diğer ampirik soru olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışmanın amacı TCMB'nin politika faizi kararlarını belirlerken dikkate aldığı faktörleri ortaya çıkarmaktır. Daha spesifik olarak merkez bankasının temel amacının fiyat istikrarı olması nedeniyle enflasyon karşısında politika tepkilerini hangi enflasyon açığı tanımlamaları üzerinden şekillendirdiğini açığa çıkarmaktır. Bu doğrultuda çalışmada, enflasyon açığı gerçekleşen enflasyon, hedef enflasyon, ortalama enflasyon, trend enflasyon ve piyasa katılımcılarının kısa ve orta vadeli enflasyon beklentilerine dayalı alternatif göstergeler ile farklı biçimde tanımlanarak merkez bankasının tepki fonksiyonu analiz edilmektedir. Dolayısıyla bu çalışma, tek bir politika kuralının geçerliliğini test etmekten ziyade, Türkiye'de para politikası kararlarını şekillendiren farklı enflasyon göstergelerinin görece önemini anlamayı hedeflemektedir. Son yıllarda birçok ülkede politika faizlerinin düşük düzeylerde seyretmesi, faiz ayarlamalarının

çoğunlukla 25 baz puan gibi küçük ve ayırık değişimler şeklinde yapılmasına yol açmıştır. Bu durum, politika faizinin varyansını azaltarak sürekli modellerle tepki fonksiyonunun tahmini ni güçleştirmektedir (Saadon vd., 2011). Ayrıca para politikası kararları önceden belirlenmiş toplantılarda, faizi artırma, indirme veya sabit tutma biçiminde alındığından, politika faizinin düzeyi yerine politika kararını esas alan ayırık tercih modellerinin daha uygun bir çerçeve sunduğu düşünülmektedir (Boeckx, 2011; Kim vd., 2016). Türkiye için para politikası tepkilerini doğrudan politika kararı olasılıkları üzerinden inceleyen çalışmaların sınırlı olması, bu literatürde yöntemsel bir boşluğa işaret etmektedir. Bu nedenle çalışmada politika faiz kararlarının doğasını daha doğru biçimde yansıtabilmek amacıyla politika faizi kararları, artış, sabit tutma ve indirim olmak üzere sıralı kategoriler halinde ele alınmakta ve sıralı probit modeli aracılığıyla tahmin edilmektedir.

Çalışmanın farklı açılardan literatüre katkı sağlaması beklenmektedir. İlk olarak, çalışma merkez bankasının tepki fonksiyonunda yer alan değişkenlerin önem sırasını belirlemenin yanı sıra farklı enflasyon açığı tanımlamaları ile politika tepkisini karşılaştırarak resmi enflasyon hedefinin bağlayıcılığı ve beklenti temelli para politikası oluşturma süreçleri hakkında bilgiler açığa çıkarmaktadır. Bu karşılaştırmalar ayrıca para politikasının zaman ufku ve ileriye dönük olup olmadığı konusunda kanıtlar sunmaktadır. Çalışmanın devam eden bölümleri şu şekilde sıralanmaktadır. İkinci bölümde kısa bir ampirik literatür taraması yer alırken üçüncü bölümde model, veri seti ve yöntem tanıtılmaktadır. Dördüncü bölümde çalışmanın bulguları sunulurken beşinci bölümde sonuç kısmına yer verilmektedir.

2. Ampirik Literatür

Para politikası kararlarının ayırık nitelik taşıması ve faiz oranları genellikle küçük ve düzensiz adımlarla değişmesine rağmen merkez bankası tepki fonksiyonlarının tahmininde sıralı ayırık tercih modellerinin kullanımı oldukça sınırlı kalmıştır. Aşağıda sunulan çalışmalar, sıralı probit ve logit modelleri kullanarak farklı merkez bankalarının faiz kararlarını inceleyen ampirik literatürü özetlemektedir.

Ayırık tercih modelleri kullanılarak merkez bankası faiz kararlarını inceleyen erken dönem çalışmalar ağırlıklı olarak gelişmiş ülke örneklerine odaklanmaktadır. Gascoigne & Turner (2004), İngiltere Merkez Bankası'nın 1997-2003 dönemine ait faiz kararlarını sıralı ayırık tercih modelleriyle analiz etmektedir. Çalışmada enflasyonun faiz kararları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmazken, çıktının istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmektedir. Ancak yazarlar, kurulan modellerin tahmin gücünün oldukça düşük olduğuna özellikle dikkat çekmektedir. Benzer şekilde, Gerlach (2007) Avrupa Merkez Bankası'nın 1999-2006 dönemine ait faiz kararlarını sıralı probit modeli ile incelemekte ve enflasyonun anlamsız, buna karşılık ekonomik duyarlılık ve çıktı göstergelerinin anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Yazar bu sonucu, Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) geçici fiyat şoklarını tolere edebilme kapasitesine bağlamaktadır. Jansen & De Haan (2009) ise 1999-2002 döneminde AMB'nin faiz kararlarını analiz etmekte ve ileriye dönük modellerde hem enflasyon hem de çıktı açığının anlamlı olduğunu, ancak geriye dönük modellerde bu değişkenlerin anlamsızlaştığını göstermektedir. ABD için yapılan çalışmalar da benzer bulgular sunmaktadır. Saadon vd. (2011), 1990-2004 döneminde FED'in faiz kararlarını analiz ettikleri çalışmalarında, düşük ve istikrarlı enflasyon ortamında enflasyonun hedeften sapmasının faiz kararlarını etkilemediğini, buna karşılık

çıktı açığına güçlü tepkiler verildiğini göstermektedir. ABD için ayrık tercih modellerini kullanan diğer çalışmalar da politika kararlarının süresiz ve temkinli doğasına dikkat çekmektedir. Lapp vd. (2003), Volcker ve Greenspan dönemlerini kapsayan FOMC toplantılarını sıralı probit modeliyle incelemekte ve tüm katsayıları anlamlı tahmin etmektedir. Dapor vd. (2004) çalışmasında faiz oranı kararları ile politika eğilimi duyurularına ilişkin karar kuralları birlikte tahmin edilmekte ve her iki kararın enflasyona verdikleri tepkiler açısından güçlü bir tutarlılık sergilediği bulunmaktadır. Buna karşılık, ekonomik faaliyet göstergelerine verilen tepkilerin iki karar arasında tutarsız olduğu tespit edilmektedir. Dueker (1999) ise sıralı probit modelini kullanarak federal fon oranı hedefindeki ataleti incelemekte ve faiz indirimi ya da artırımı olasılıklarının fiili faiz değişimlerinden daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere odaklanan literatür, merkez bankalarının faiz kararlarında enflasyon hedeflerinden ziyade beklentiler, çıktı ve finansal değişkenlerin daha belirleyici olduğunu göstermektedir. Kotlowski (2005), Polonya Merkez Bankası'nın 2004-2005 dönemindeki faiz kararlarını sıralı logit modeli ile tahmin etmekte ve merkez bankasının enflasyona karşı ileriye dönük, çıktıya ise gecikmeli tepkiler verdiğini tespit etmektedir. Çalışmada döviz kurunun faiz kararları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Çağlayan & Astar (2012), Çekya için 1999-2011 dönemini kapsayan çoklu nominal probit modeli kullanarak enflasyon açığının hem faiz artışı hem de faiz indirimi kararlarında etkili olduğunu, çıktı açığının ise yalnızca faiz artışlarında anlamlı rol oynadığını göstermektedir. Xiong (2012), Çin Merkez Bankası'nın faiz kararlarını 1986-2010 dönemi için sıralı probit modeli ile analiz etmekte ve geriye dönük modellerde çıktının, ileriye dönük modellerde ise enflasyonun belirleyici olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca Çin'in resmi bir enflasyon hedefi olmamasına rağmen, 2001-2010 döneminde enflasyon beklentilerinin fiili olarak politika kararlarında dikkate alındığı vurgulanmaktadır. Vietnam örneğinde Lien (2015), 2000-2008 dönemine ait aylık ve çeyreklik verilerle çoklu nominal logit modeli tahmin etmekte ve Vietnam Merkez Bankası'nın enflasyon açığı ve çıktı açığına tepki verdiğini, buna karşılık döviz kuru ve dış ticaret dengesi değişkenlerinin faiz kararlarını etkilemediğini göstermektedir. Kore için Kim vd. (2016), 2000-2013 dönemini kapsayan çalışmada kısıtlı sıralı tercih modelleri kullanmakta ve Kore Merkez Bankası'nın fiili enflasyondan ziyade beklenen enflasyona tepki verdiğini tespit etmektedir. Bulgular ayrıca çıktı açığı ve döviz kurunun politika kararlarında önemli rol oynadığını göstermektedir.

Yukarıda değerlendirilen ampirik çalışmalar ayrık tercih modelleri çerçevesinde ve ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre kategorize edilerek ele alınmıştır. Diğer yandan bu çalışmalar arasında TCMB'nin faiz kararlarını ayrık tercih modelleri çerçevesinde analiz eden bir çalışma göze çarpmamaktadır. Ancak TCMB'nin para politikası tepkilerini Taylor tipi kuralları çerçevesinde doğrusal ya da doğrusal olmayan farklı ekonometrik yöntemlerle inceleyen farklı dönemlere ait çalışmalar bulunmaktadır. Dolayısıyla aşağıda TCMB'nin politika tepkilerinin Taylor Kuralı yaklaşımı üzerinden farklı yöntemlerle inceleyen çalışmalar değerlendirilmektedir.

Omay & Hasanov (2010), TCMB politika tepki fonksiyonunun ileri mi yoksa geriye mi dönük olduğunu 1990-2003 dönemi için doğrusal olmayan STR modeli kullanarak incelemektedir. İlgili dönemde TCMB'nin geriye dönük bir politika benimsediğini tespit eden yazarlar genişletici para politikasının çıktı istikrarı, daraltıcı para politikasının ise fiyat istikrarı amacıyla uygulandığını belirtmektedir. İlgili dönemde merkez bankası döviz kuru ve bütçe açıkları ise

dikkate almamaktadır. Lebe & Bayat (2011), 1986-2010 dönemi için VAR modelleri ve politika faizi olarak alternatif faiz oranları ile Taylor Kuralını test etmektedir. Reeskont faiz oranının politika faizi olarak düşünüldüğü modelde merkez bankasının faiz oranı tepkilerinin sıkı olmasa da Taylor Kuralı'nı takip edecek biçimde oluştuğu ortaya çıkmaktadır. Bu modelde enflasyon, çıktı ve döviz kuru şoklarına merkez bankasının pozitif tepki verdiği görülmektedir. Albayrak & Abdioğlu (2015), 2002-2014 dönemi için EKK yöntemi kullanarak TCMB'nin tepki fonksiyonunu tahmin etmektedir. Bulgular TCMB'nin hem ileriye hem de geriye dönük bir tepki fonksiyonunu izlediğini ve enflasyona çıktı açığından daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Merkez bankası genel olarak çıktı açığı dalgalanmalarını düzeltirmeye çalışmaktadır. Bal vd. (2016), TCMB'nin politika faizlerini belirlemede enflasyon, çıktı ve döviz kuru açıklarının etkilerini 2001-2016 dönemi için analiz etmektedir. Tahmin sonuçları TCMB'nin yalnızca enflasyon açığına pozitif ve anlamlı tepki verdiğini vurgulamaktadır. Öruç (2019), 1990-2018 döneminde Taylor tipi kuralların Türkiye için geçerliliğini ve ARDL modeli çerçevesinde incelemektedir. Kısa dönemde enflasyon ve reel döviz kuru hedeflerinden sapmaların politika faizini belirlemede temel etken olduğu önce çıkmaktadır. Uzun dönemde ise merkez bankasının çıktı açığını dikkate almadığı yönündeki bulgular ise merkez bankasının birincil amacının fiyat istikrarı olduğuna kanıt olarak sunulmaktadır. Yalçınkaya & Yazgan (2020), TCMB para politikası tepkilerini 2002-2019 dönemi için doğrusal ve doğrusal olmayan ARDL yöntemleri ile araştırmaktadır. Bulgular TCMB'nin enflasyon, çıktı ve döviz kuru açıklarına beklenen tepkileri vererek genişletilmiş bir Taylor kuralını takip ettiğini açığa çıkarmaktadır. Ayrıca merkez bankasının uzun dönemde enflasyon açığına daha duyarlı olması fiyat istikrarını amacını benimsediği şeklinde yorumlanmaktadır. Taş & Özbek (2021), Türkiye'de 2000-2020 döneminde Taylor Kuralı'nın geçerliliğini VAR modeli ile analiz etmektedir. Çalışmada faiz tepkilerinin enflasyon açığı ve daviz kuru sapmaları tarafından açıklandığı tespit edilirken TCMB'nin Taylor Kuralı'nı sıkı bir şekilde takip etmediği vurgulanmaktadır. Karagöl & Doğan (2022), Türkiye'de para politikasının finansal çevrimlerle ilişkisini 2003-2019 döneminde finansal çevrimlerle genişletilmiş Taylor Kuralı çerçevesinde Markov Rejim Değişim Modeli aracılığıyla sorgulamaktadır. Bulgular doğrusal olmayan modelin daha iyi sonuçlar ürettiğini ve yüksek ve düşük faiz olmak üzere iki farklı rejimin bulunduğunu göstermektedir. Yüksek faiz rejiminde merkez bankası çıktıyı ihmal ederek yalnızca enflasyona odaklanırken düşük faiz rejimlerinde ise finansal istikrarsızlığı da dikkate almaktadır. Tetik & Bari (2022) Türkiye'de para politikasının maliyet itişli şoklara verdiği tepkiyi Taylor Kuralı çerçevesinde 2006-2020 dönemi için eşik GMM yöntemi aracılığıyla incelemektedir. Para politikası doğrusal modelde enflasyon açığı ve döviz kuruna önemli tepki vermektedir. Doğrusal olmayan model sonuçları ise ithal ve girdi fiyatlarının derecesine göre farklılaşmaktadır. Fiyatların yüksek olarak ayarlandığı rejimde para politikasının bu tip maliyet itişli şokları dikkate aldığı ifade edilmektedir. Doğdu (2023), Türkiye'de Taylor Kuralı'nın 2008-2023 yılları arasındaki geçerliliğini VAR modeli ile analiz etmektedir. Yazar enflasyon, çıktı ve döviz kuru değişimlerine politika faizinin Taylor Kuralı'nın öngördüğü kadar güçlü ve anlamlı tepkiler vermediği sonucuna ulaşmaktadır. Pazarıcı & Akkoç (2023), TCMB'nin faiz tepkilerini 2011-2019 dönemini için Erdem Başçı ve Murat Çetinkaya başkanlık dönemleri çerçevesinde VAR modeli ile analiz etmektedir. Çalışmanın bulguları merkez bankasının her iki dönemde de çıktı şoklarına tepki vermezken döviz kuru şoklarına tepki verdiğini gösterirken bu döviz kuru tepkisi Çetinkaya döneminde daha şiddetli olmaktadır. Başçı döneminde faiz oranı enflasyon açığına pozitif tepki verirken bu tepki Çetin-

kaya döneminde negatife dönmektedir. Dolayısıyla merkez bankasının önceliklerinin ekonomik koşullar ya da başkanlara bağlı olarak değişebildiği görülmektedir.

Bu çalışmalar birlikte değerlendirildiğinde, sıralı ayrılcı tercih modellerine ya da alternatif ekonometrik modellere dayalı literatürün ortak bulgusu, merkez bankası faiz kararlarının çoğu zaman enflasyon hedeflerinden ziyade çıktı, ekonomik faaliyet göstergeleri ve beklentiler etrafında şekillendiğidir. Enflasyonun birçok çalışmada geriye dönük modellerde istatistiksel olarak anlamsız bulunması, özellikle düşük ve istikrarlı enflasyon dönemlerinde ya da hedefin güçlü biçimde çıpalanmış olduğu rejimlerde merkez bankalarının fiyat istikrarı şoklarını tolere edebildiğine işaret etmektedir. Enflasyonun ileriye dönük modellerde anlamlı bulunması ise merkez bankalarının tepki fonksiyonlarının genellikle beklentilere göre şekillendiğini göstermektedir. Diğer yandan çıktı açığı, döviz kuru gibi diğer değişkenler politika tepkilerinin güçlü belirleyicileri olarak karşımıza çıkarken bu durum gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının daha esnek bir tepki fonksiyonu takip ettiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla ülkeler arasında farklılaşan bu bulgular para politikasının genel bir kurala indirgenemeyeceği şeklinde değerlendirilebilir.

3. Model, Yöntem ve Veri Seti

Taylor (1993) çalışmasına göre merkez bankası politika faizini Denklem (1)'deki gibi belirlemektedir:

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi^T) + \beta(y_t - y^P) \quad (1)$$

Burada i_t politika faizini, r^* uzun dönem denge reel faiz oranı ya da doğal faiz oranını, π_t gerçekleşen enflasyonu, π^T hedef enflasyonu, y_t gerçekleşen çıktıyı ve y^P ise potansiyel çıktıyı temsil etmektedir. Dolayısıyla $(\pi_t - \pi^T)$ ve $(y_t - y^P)$ ifadeleri sırasıyla enflasyon açığı ve çıktı açığını ifade etmektedir. Bu denkleme göre enflasyon hedefin üzerine ve çıktı potansiyelin üzerine çıkarsa merkez bankasının politika faizini artırması beklenir. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda merkez bankaları faiz kararları sırasında döviz kuru hareketlerini takip etme eğilimindedirler. Dolayısıyla burada merkez bankasının faiz kararları, döviz kurunu da dikkate aldığı varsayılarak, enflasyon açığı, çıktı açığı ve döviz kuru açığının bir fonksiyonu olarak genişletilmiş bir Taylor kuralı çerçevesinde Denklem (2)'deki şekilde tahmin edilebilir:

$$i_t^* = \alpha + \beta_1(\pi_t - \pi_t^T) + \beta_2(y_t - y_t^P) + \beta_3(e_t - e_t^*) + \beta_4\sigma_{\pi,t} + \beta_5\sigma_{y,t} + \beta_6\sigma_{e,t} + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim N(0,1) \quad (2)$$

Burada i artık merkez bankasının politika eğilimini gösteren karar değişkenidir. $(\pi_t - \pi_t^T)$ ve $(y_t - y_t^P)$ yine sırasıyla çıktı açığı iken $(e_t - e_t^*)$ ise döviz kuru açığını göstermektedir. β_1 , β_2 ve β_3 sırasıyla merkez bankasının ilgili değişkenlere vereceği tepki katsayılarıdır. Son olarak $\sigma_{\pi,t}$, $\sigma_{y,t}$ ve $\sigma_{e,t}$ terimleri sırasıyla enflasyon, GSYH ve döviz kuru oynaklıklarını temsil etmektedir. ε_t normal dağılıma sahip hata terimini temsil etmektedir.

$$\Delta i_t = \begin{cases} -1, & \text{eğer } i_t^* \leq \tau_1, & \text{(faiz indirimi)} \\ 0, & \text{eğer } \tau_1 < i_t^* \leq \tau_2, & \text{(faiz sabit)} \\ +1, & \text{eğer } i_t^* > \tau_2, & \text{(faiz artışı)} \end{cases} \quad (3)$$

Denklem (3)'de Δi_t sürekli bir değişken olan i_t^* 'nin ayrık ve sıralı bir karar değişkenine dönüşmüş şeklindedir. τ_1 ve τ_2 hangi aralıkta hangi kararın alındığını gösteren eşik parametreleridir. Sıralı probit modelinde Δi_t politika faizi artışları durumları için 1, faiz indirimi durumları için -1 ve faiz değişikliği olmaması durumları için 0 değerlerini almaktadır. Merkez bankası politika faizi için olasılık kararları ise Denklem (4), Denklem (5) ve Denklem (6)'daki gibidir:

$$P(\Delta i_t = -1|X_t) = \Phi(\tau_1 - X_t\beta) \quad (4)$$

$$P(\Delta i_t = 0|X_t) = \Phi(\tau_2 - X_t\beta) - \Phi(\tau_1 - X_t\beta) \quad (5)$$

$$P(\Delta i_t = +1|X_t) = 1 - \Phi(\tau_2 - X_t\beta) \quad (6)$$

Denklem (4), Denklem (5) ve Denklem (6) sırasıyla politika faizinde indirim, politika faizinin sabit tutulması ve politika faizinde artış için olasılıklardır. Marjinal etkiler ise genel olarak ise Denklem (7)'deki gibi hesaplanmaktadır:

$$\frac{\partial P(\Delta i_t=j)}{\partial X_{kt}} = [\Phi(\tau_{j-1} - X_t\beta) - \Phi(\tau_j - X_t\beta)]\beta_k \quad (7)$$

Sıralı probit modelinde açıklayıcı değişkenlerin etkisinin derecesi model katsayıları ile değil marjinal etkiler ile ölçülmektedir. Burada $\beta_k > 0$ ise faiz artırma olasılığı artacak, faiz indirim olasılığı azalacaktır. $\beta_k < 0$ ise tam tersi gerçekleşecektir. Model, hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu varsayımı altında maksimum olabilirlik yöntemiyle tahmin edilmektedir.

Çalışmada kullanılan tüm veriler aylık frekanstadır ve Haziran 2013 ve Eylül 2025 arası dönemi kapsamaktadır. Merkez bankasının politika faizi olarak 1 hafta vadeli repo faiz oranı kullanılmaktadır. TCMB 1 hafta vadeli repo faiz oranını tüm örneklem boyunca değil 1 Haziran 2018'den beri politika faizi olarak kullanılmaktadır. Ancak örneklemimizin uzunluğu, örneklemimizin büyük kısmında resmi politika faizinin 1 hafta vadeli repo faizi olduğu ve merkez bankası farklı faiz oranlarının birlikte hareket ettiği gerçeği hesaba katıldığında bu tercih oldukça makuldür.

Enflasyon verisi tüketici fiyat endeksindeki yıllık yüzde değişim olarak hesaplanmaktadır. Merkez Bankası'nın hedef enflasyon oranı ise ilgili dönem boyunca %5'dir. Enflasyon açığı değişkeni gerçekleşen enflasyon ile hedef enflasyon oranı arasındaki fark şeklinde hesap-

lanmaktadır. Bunun yanı sıra gerçekleşen enflasyona bağlı olarak gerçekleşen enflasyon eksi ilgili dönemin ortalama enflasyonu ve gerçekleşen enflasyon ve ilgili dönem enflasyonun trendi arasındaki fark olmak üzere iki farklı şekilde daha enflasyon açığı tanımlanmaktadır. Merkez bankasının ileriye dönük olarak yürüttüğü bir politikasının olup olmadığını analiz edebilmek için ayrıca beklenen enflasyona dayalı farklı enflasyon açığı değişkenleri tanımlanmaktadır. TCMB piyasa katılımcıları anketinde yer alan cari yıl sonu yıllık TÜFE beklentisi ve piyasa katılımcılarının 12 ay sonrası için yıllık enflasyon beklentisi, beklentilere dayalı enflasyon açığı tanımlamamıza imkan vermektedir. Yine bu iki değişkenin hedef enflasyondan ve gerçekleşen enflasyondan sapmaları olmak üzere dört farklı enflasyon açığı tanımlaması ile ekonometrik model tahminleri yapılmaktadır.

Çıktı açığı değişkenini hesaplayabilmek için gayri safi yurt içi hasıla değişkenini temsilen sanayi üretim endeksi kullanılmaktadır. Mevsim etkisinden arındırılmış aylık sanayi üretim endeksi verisinin Hodrick- Prescott filtresi kullanılarak trend ve çevrim değerleri hesaplanmaktadır ve çıktı açığı değişkeni elde edilmektedir. Döviz kuru değişkeni ise nominal döviz kurunun (Amerikan Dolar ve Türk Lirası) alış ve satış ortalaması olarak alınmakta ve yine Hodrick- Prescott filtresi ile ayrıştırılarak trendinden sapmalar şeklinde döviz kuru açığı olarak tanımlanmaktadır. Son olarak enflasyon, çıktı ve döviz kuru dışında bu değişkenlerdeki belirsizliğe merkez bankasının nasıl tepki verdiğini anlamak amacıyla bu değişkenlerin oynaklık serileri modele dahil edilmektedir¹.

Standart Taylor kuralında enflasyon açığı gerçekleşen enflasyon eksi hedef enflasyon olarak ($\pi - \pi^T$) tanımlanmaktadır. Ancak Türkiye’de gerçekleşen enflasyon uzun süredir hedefin oldukça uzağındadır ve TCMB para politikası metinlerinde hedef enflasyon oranına atf oldukça azalmıştır. Dolayısıyla hedefin bağlayıcılığı ve gerçekliği oldukça tartışmalıdır. Bu koşullar altında TCMB’nin para politikası kararlarını hedef enflasyon çerçevesinde belirlediğini varsaymak yanıltıcı olabilir. TCMB son yıllarda muhtemelen enflasyonun hedefin oldukça uzağına olması sebebiyle hedef enflasyon ve gerçekleşen enflasyon ilişkisi yerine piyasadaki enflasyon beklentilerini takip etme eğilimindedir. Dolayısıyla bu perspektiften hareketle çalışmanın modelleme aşaması için ilave olarak enflasyon açığı değişkenini beklenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon ilişkisine göre yeniden modifiye etmek ($\pi - \pi^e$) makul olacaktır. Bu durumda iktisadi aktörlerin enflasyon beklentileri bozuldukça enflasyonla mücadele eden bir merkez bankasının faiz artışı yönünde tepki vermesi beklenir. Dolayısıyla ($\pi^e - \pi$) şeklinde tanımladığımız enflasyon açığı denkleminde enflasyon beklentilerinde bir artış enflasyon açığının azalmasına yol açacak ve dolayısıyla merkez bankasının politika faizini yükseltmesi beklenecektir. Bu koşullarda tahmin edilecek regresyon katsayısının işareti negatif olarak beklenmelidir. Oysa beklenen enflasyon ve enflasyon açığındaki artışa merkez bankasının pozitif tepki vermesi teorik ve sezgisel olarak daha doğrudur. Bu sebeple bu pozitif davranış biçimini ve katsayı ilişkisini kurabilmek için son olarak enflasyon açığı denklemi ($\pi^e - \pi$) biçiminde revize edilmektedir.

1 Bu değişkenlerin oynaklık serileri son 12 aya ait kayan standart sapmalar şeklinde ölçülmüştür. Bu hesaplama yöntemi sırasında 11 adet gözlem kaybı yaşanmaktadır. Dolayısıyla bu değişkenlerin oynaklığının dahil edildiği modeller Mayıs 2014 ve Eylül 2025 arası için tahmin edilmektedir. Yine piyasa katılımcılarının 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentisi değişkeni Ocak 2015 tarihinden itibaren başladığı için bu değişkenin yer aldığı tahminlerde örneklem Ocak 2015-Eylül 2015 aralığını kapsamakta ve gözlem sayısı 129’a düşmektedir.

4. Model Tahminleri

Bu başlık altında sıralı probit modelinden elde edilen bulgular sunulmaktadır. Tablo 1'den Tablo14'e kadar yer alan bulgular alternatif enflasyon açığı tanımlamalarına göre oluşturulan model tahminlerini göstermektedir. Amacımız büyük oranda merkez bankasının enflasyonla mücadele arzusunu ortaya çıkarmak olduğu için bu modellerde enflasyon açığı yedi farklı biçimde tanımlanmaktadır. Bu tanımlamalar sırasıyla gerçekleşen enflasyon eksi hedef enflasyon ($\pi - \pi^T$), gerçekleşen enflasyon eksi gerçekleşen enflasyonun ortalaması ($\pi - \pi^{Ort}$), gerçekleşen enflasyon eksi gerçekleşen enflasyonun trendi ($\pi - \pi^{Trend}$), yıl sonu beklenen enflasyon eksi hedef enflasyon ($\pi^e - \pi^T$), piyasasının 12 ay sonrası için enflasyon beklentisi eksi hedef enflasyon ($\pi^e - \pi^T$), yıl sonu beklenen enflasyon eksi gerçekleşen enflasyon ($\pi^e - \pi$) ve son olarak piyasasının 12 ay sonrası için enflasyon beklentisi eksi gerçekleşen enflasyon ($\pi^e - \pi$) biçimindedir. Farklı enflasyon açığı tanımlamalarına göre oluşturulan her bir model 5 farklı biçimde tahmin edilmektedir. Öncelikle temel Taylor Kuralı çerçevesinde açıklayıcı değişken olarak yalnızca enflasyon açığı ve çıktı açığını içerecek şekilde Model (1) tahmin edilmektedir. Sonrasında Model (2)'de döviz kuru açığı ile genişletilmiş Taylor Kuralı tahmin edilmektedir. Ayrıca ekonomik belirsizliklerin faiz kararları üzerindeki etkilerini değerlendirebilmek amacıyla sırasıyla enflasyon oynaklığı, çıktı oynaklığı ve döviz kuru oynaklığı değişkenleri eklenerek Model (3), Model (4) ve Model (5) tahmin edilmektedir.

Tahmin sonuçlarının yer aldığı tabloların hepsinde kesme noktalarının tüm modellerde anlamlı olduğu görülmektedir. Kesme noktaları, gözlenemeyen politika eğiliminin hangi aralıklarda faiz indirimi, faiz oranının sabit tutulması veya faiz artışı kararlarına karşılık geldiğini belirlemektedir. Bu noktaların istatistiksel olarak anlamlı olması, karar kategorilerinin birbirinden net biçimde ayrıştığını ve bu ayrımın sağlam olduğunu göstermektedir. Diğer yandan tüm modellerde log-likelihood değerleri giderek artmakta ve dolayısıyla modelde eklenen değişkenlerin (döviz kuru açığı, oynaklıklar) açıklayıcı gücü artırdığını göstermektedir. Benzer şekilde modelin açıklayıcı gücü ve genel anlamlılığı, Pseudo R² ve Wald χ^2 değerleri ile değerlendirilmiştir. Pseudo R² değerleri, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki açıklama gücünün ve Wald χ^2 testi ise modeldeki tüm bağımsız değişkenlerin birlikte istatistiksel olarak anlamlılığının Model 5'e doğru giderek arttığını ifade etmektedir. Bu bulgular, eklenen çıktı açığı, döviz kuru açığı ve oynaklık değişkenlerinin modelin genel anlamlılığını olumlu etkilediğini göstermektedir. Son olarak AIC ve BIC değerleri hangi modelin veri ile ne kadar iyi uyum sağladığını ve karmaşıklığı birlikte değerlendirmektedir. Daha düşük değerler daha uyumlu model anlamına gelirken AIC çoğunlukla Model (5)'i seçerken BIC çoğunlukla Model (4)'ü tercih etmektedir. Model (5)'de döviz kuru oynaklığı yalnızca iki yerde istatistiksel olarak anlamlıdır ve bu modellerde bilgi kriterleri iyileşmektedir. Döviz kuru oynaklığının anlamsız olduğu modellerde ise genellikle bilgi kriterleri Model (4)'ü seçme eğilimindedir. Dolayısıyla katsayıların büyüklükleri değerlendirilirken döviz kurunun anlamlı olduğu yerde Model (5) anlamsız olduğu yerde ise Model (4) dikkate alınacaktır.

Tablo 1 gerçekleşen enflasyon eksi hedef enflasyon şeklinde hesaplanan enflasyon açığı değişkenine göre kurulan model tahminlerini sunmaktadır. Burada tüm modellerde enflasyon açığı değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamsız iken çıktı açığı ve döviz kuru açığı değişkenlerinin katsayıları ise pozitif ve yüksek anlamlılık düzeylerine sahiptir. Bunun yanı sıra, oynaklık değişkenlerinden yalnızca çıktı oynaklığı değişkeninin katsayısı pozitif ve anlamlıdır. Pozitif katsayılar bu değişkenlerdeki artışların faiz yükseltme olasılığını artırdığını göstermektedir. Bu bulgular, merkez bankasının kararlarında reel ekonomik aktivite ve döviz kuru dinamiklerinin, enflasyon açığından daha belirleyici olduğunu göstermektedir.

Tablo 1: Politika Faizi Kararları: Sıralı Probit Model-Enflasyon Açığı ($\pi - \pi^T$)

Bağımlı değişken: Politika faizi kararı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^T$)	0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)	0.003 (0.011)	0.001 (0.011)	-0.018 (0.017)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.064*** (0.023)	0.091*** (0.025)	0.087*** (0.025)	0.097*** (0.027)	0.100*** (0.028)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.496*** (0.130)	0.462*** (0.129)	0.587*** (0.142)	0.687*** (0.154)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.021 (0.045)	-0.011 (0.046)	-0.007 (0.043)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.165*** (0.044)	0.156*** (0.046)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.938 (0.600)
Kesme Noktası 1	-0.840*** (0.139)	-1.031*** (0.151)	-0.962*** (0.157)	-0.543*** (0.192)	-0.517*** (0.193)
Kesme Noktası 2	1.255*** (0.149)	1.247*** (0.163)	1.244*** (0.171)	1.828*** (0.236)	1.897*** (0.240)
Gözlem Sayısı	148	148	137	137	137
Log Likelihood	-119.482	-110.121	-105.010	-98.991	-97.000
Pseudo R ²	0.025	0.101	0.099	0.151	0.168
Wald χ^2	8.04	21.72	19.96	26.47	27.49
AIC	246.96	230.24	222.01	211.98	209.99***
BIC	258.95	245.22	239.53	232.42***	233.35

Not: Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1.

Tablo 2: Ortalama Marjinal Etkiler: Enflasyon Açığı ($\pi - \pi^T$)

Politika Faizi Artırım Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^T$)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)	-0.003 (0.003)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.012** (0.005)	0.017*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.091*** (0.025)	0.086*** (0.025)	0.099*** (0.026)	0.111*** (0.027)

Tablo 2. devam

Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.004 (0.008)	-0.002 (0.008)	-0.001 (0.007)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.028*** (0.008)	0.025*** (0.007)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.151 (0.099)
Politika Faizi Sabit Tutma Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^T$)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001 (0.001)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.004 (0.003)	0.005 (0.003)	0.005 (0.003)	0.007* (0.004)	0.007** (0.004)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.026 (0.019)	0.028 (0.019)	0.040* (0.021)	0.051** (0.023)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.011* (0.007)	0.012* (0.006)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.069 (0.048)
Politika Faizi İndirim Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^T$)	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.001 (0.003)	0.000 (0.003)	0.004 (0.004)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	-0.017*** (0.006)	-0.021*** (0.006)	-0.022*** (0.006)	-0.023*** (0.006)	-0.024*** (0.006)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		-0.117*** (0.029)	-0.115*** (0.030)	-0.139*** (0.030)	-0.162*** (0.032)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.005 (0.011)	0.003 (0.011)	0.002 (0.010)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				-0.039*** (0.011)	-0.037*** (0.011)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					-0.221 (0.136)

Not: Tabloda raporlanan değerler ortalama marjinal etkilerdir. Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10.

Tablo 3: Politika Faizi Kararları: Sıralı Probit Model-Enflasyon Açığı ($\pi - \pi^{Ort}$)

Bağımlı değişken: Politika faizi kararı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^T$)	0.002 (0.005)	-0.002 (0.005)	0.005 (0.009)	0.004 (0.009)	-0.009 (0.015)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.064*** (0.023)	0.090*** (0.025)	0.088*** (0.025)	0.098*** (0.028)	0.096*** (0.028)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.488*** (0.128)	0.465*** (0.128)	0.582*** (0.144)	0.635*** (0.152)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.025 (0.038)	-0.022 (0.040)	-0.025 (0.037)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.165*** (0.045)	0.153*** (0.046)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.770 (0.607)
Kesme Noktası 1	-0.845*** (0.151)	-1.027*** (0.162)	-0.934*** (0.172)	-0.508** (0.208)	-0.556** (0.220)
Kesme Noktası 2	1.248*** (0.159)	1.248*** (0.173)	1.272*** (0.188)	1.865*** (0.256)	1.847*** (0.257)
Gözlem Sayısı	148	148	137	137	137
Log Likelihood	-119.577	-110.189	-104.937	-98.885	-97.529
Pseudo R2	0.024	0.101	0.100	0.152	0.163
Wald χ^2	7.98	21.33	19.86	25.51	25.19
AIC	247.15	230.37	221.87	211.76	211.05***
BIC	259.14	245.36	239.39	232.20***	234.41

Not: Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1.

Tablo 4: Ortalama Marjinal Etkiler: Enflasyon Açığı ($\pi - \pi^{Ort}$)

Politika Faizi Artırım Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^{Ort}$)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.013** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.017*** (0.005)	0.016*** (0.005)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.089*** (0.025)	0.086*** (0.025)	0.098*** (0.026)	0.103*** (0.025)

Tablo 4. devam

Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.005 (0.007)	-0.004 (0.007)	-0.004 (0.006)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.028*** (0.008)	0.025*** (0.007)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.125 (0.100)
Politika Faizi Sabit Tutma Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^{Ort}$)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.004 (0.003)	0.005 (0.003)	0.006 (0.004)	0.007* (0.004)	0.007** (0.004)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.026 (0.020)	0.029 (0.019)	0.040* (0.021)	0.047** (0.022)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.011* (0.007)	0.011* (0.006)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.057 (0.046)
Politika Faizi İndirim Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^{Ort}$)	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	0.002 (0.004)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	-0.017*** (0.006)	-0.021*** (0.006)	-0.022*** (0.006)	-0.023*** (0.006)	-0.023*** (0.006)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		-0.115*** (0.029)	-0.115*** (0.030)	-0.137*** (0.031)	-0.151*** (0.032)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.006 (0.010)	0.005 (0.010)	0.006 (0.009)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				-0.039*** (0.011)	-0.036*** (0.011)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					-0.182 (0.139)

Not: Tabloda raporlanan değerler ortalama marjinal etkilerdir. Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10.

Tablo 2 ise Tablo 1’de tahmin edilen sıralı probit modelinden elde edilen katsayılara ait ortalama marjinal etkileri göstermektedir. Politika faizi artırma olasılığı, politika faizi sabit tutma olasılığı ve politika faizi indirim olasılığı durumlarının her üçü için de hesaplanan marjinal etkiler çıktı açığı, döviz kuru açığı ve çıktı oynaklığı değişkenleri için anlamlıdır. Geniş bir biçimde yorumlamak gerekirse çıktı açığı, döviz kuru açığı ve çıktı oynaklığındaki bir birimlik artışlar merkez bankasının faiz artırma olasılığını sırasıyla %1.6, %9.9 ve %2.8 oranında artırmaktadır. Diğer yandan bu değişkenlerdeki artışlar karşısında faiz değiştirmeme olasılığını %0.7, %4 ve %1.1 ve faiz indirim olasılığını ise sırasıyla %2.3, %13.9 ve %3.9 kadar azaltmaktadır. Bu bulgular, çıktı açığı, döviz kuru açığı ve çıktı oynaklığındaki artışların, faiz indirim olasılığını net bir biçimde azalttığını ortaya koyarken politika tepkisinin ani bir sıkılaşıma yerine yavaş ve kademeli olabileceği şeklinde yorumlanabilir. Dikkat edilirse sıralı probit modelinin mantığına göre faiz indirimi olasılığındaki azalışın, faiz artırımı ve faizin sabit tutulması olasılıklarının toplamı olduğu görülmekte ve aslında ikisi arasında paylaştırılmaktadır. Bu durum faiz indirim olasılığındaki azalmanın aynı oranda faiz artışı olasılığına gitmediği, bir kısmının faizi sabit tutma olasılığına kaydığını göstermektedir. Bu sonuç merkez bankası davranışları bakımından para politikası kararlarında ihtiyatlılık, daha yavaş hareket etme eğilimi ya da bekle ve gör biçiminde değerlendirilebilir.

Bir önceki modelin sonuçları enflasyon açığının TCMB’nin faiz kararlarında hiç etkili olmadığı sonucunu doğurmakta ve hatta temel amacı fiyat istikrarı olan TCMB’nin enflasyon ile hiç mücadele etmediği şeklinde değerlendirmeye yol açmaktadır. TCMB’nin ilgili örneklem dönemi boyunca zaman zaman dezenflasyonist politikalarının zayıfladığını ve hatta sert parasal gevşeme dönemleri yaşandığını biliyoruz. Ama yine de TCMB’nin enflasyon açığı gibi bir değişkene hiç anlamlı tepki vermediği yönündeki bir sonuç değişkenin doğasından kaynaklanıyor olabilir. TCMB enflasyon hedefi uzun zaman boyunca %5 düzeyinde sabittir ancak ilgili dönem boyunca gerçekleşen enflasyon oldukça yüksektir. Hedefin uzun yıllar boyunca tutturulamaması da hedefin iktisadi aktörler tarafından bağlayıcılığını tartışmalı hale getirmektedir. Dolayısıyla hedeften aşırı sapsmış bir enflasyona sahip merkez bankasının hedeften sapmalara tepki vermemesi doğal olabilir. Bu sebeple çalışmada devam eden tablolar da enflasyon açığı değişkeninin alternatif tanımlamaları kullanılarak modeller tekrar tahmin edilmektedir.

Tablo 3 enflasyon açığının gerçekleşen enflasyon eksi enflasyonun ilgili dönem ortalaması şeklinde tanımlandığı modellerin tahmin sonuçlarını gösterirken Tablo 4 ise bu tahminlerden elde edilen değişkenlerin ortalama marjinal etkilerini vermektedir. Her iki tablo birlikte yorumlandığında enflasyonun bu şekilde tanımlanmasının merkez bankası faiz kararlarını etkileyen değişkenleri değiştirmede olduğu görülmektedir. Benzer şekilde merkez bankası çıktı açığı, döviz kuru açığı ve çıktı oynaklığı değişkenlerine pozitif ve anlamlı tepkiler verirken diğer değişkenler faiz kararlarında etkili değildir. Marjinal etkiler ise bir önceki modelde tahmin edilen değerlere oldukça yakındır. Her iki modelden çıkarılacak ortak sonuç merkez bankasının politika faizi kararları sırasında ne gerçekleşen enflasyonun hedeften sapmasını ne de gerçekleşen enflasyonun ortalamasından sapmasını dikkate almadığı yönündedir. Bu bulgu merkez bankasının faiz kararları için gerçekleşen enflasyonla ilişkili oluşturulacak bir enflasyon açığı tanımlamasını takip etmediği ya da daha kestirme olarak gerçekleşen enflasyon değişimlerini önemsemediği şeklinde de yorumlanabilir.

Tablo 5: Politika Faizi Kararları: Sıralı Probit Model-Enflasyon Açığı ($\pi - \pi^{Trend}$)

Bağımlı değişken: Politika faizi kararı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^{Trend}$)	-0.001 (0.012)	-0.045*** (0.014)	-0.052*** (0.017)	-0.042** (0.019)	-0.040** (0.020)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.064*** (0.022)	0.095*** (0.028)	0.089*** (0.027)	0.099*** (0.030)	0.099*** (0.030)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.773*** (0.172)	0.777*** (0.173)	0.822*** (0.181)	0.813*** (0.181)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.022 (0.020)	0.017 (0.022)	0.009 (0.037)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.138*** (0.048)	0.138*** (0.048)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.111 (0.399)
Kesme Noktası 1	-0.896*** (0.122)	-1.010*** (0.143)	-0.839*** (0.153)	-0.507** (0.193)	-0.500** (0.196)
Kesme Noktası 2	1.194*** (0.134)	1.369*** (0.139)	1.473*** (0.179)	1.938*** (0.242)	1.947*** (0.248)
Gözlem Sayısı	148	148	137	137	137
Log Likelihood	-119.689	-104.545	-99.207	-95.242	-95.205
Pseudo R2	0.023	0.147	0.149	0.183	0.183
Wald χ^2	8.220	22.660	22.220	26.370	26.570
AIC	247.37	219.08	210.41	204.48***	206.40
BIC	259.36	234.07	227.93	224.92***	229.76

Not: Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1.

Gerçekleşen enflasyona bağlı olarak tanımladığımız son çıktı açığı değişkeni olan gerçekleşen enflasyon eksi enflasyonun ilgili dönem trendi arasındaki fark için tahmin edilen modeller Tablo 5’de, ortalama marjinal etkiler ise Tablo 6’da sunulmaktadır. Bu bulgulara baktığımızda merkez bankasının politika faizi kararları üzerinde çıktı açığı, döviz kuru açığı ve çıktı oynaklığı yine artış yönünde etkilidir. Yine burada da merkez bankası en güçlü tepkiyi döviz kuru açığına verirken bu tepki önceki iki modelden daha büyüktür. Diğer yandan burada önceki tahminlerden farklı olarak enflasyon açığı değişkenine ait katsayı anlamlı iken işareti ise teorik beklentinin tersine negatiftir. Bu bulguya göre enflasyonun trendin üstüne çıkması merkez bankasının faiz düşürme yönünde tepki vermesi ile sonuçlanmaktadır. Ancak marjinal etkiler oldukça düşüktür. Enflasyon açığının marjinal etkileri faiz artırma olasılığının %0.7, faiz düşürme olasılığının %0.4 ve faiz indirim olasılığının ise %1 olduğunu göstermektedir. Bu durum şundan kaynaklanıyor olabilir; merkez bankası, trendin üzerinde gerçekleşen enflasyonu

talep kaynaklı ve kalıcı değil büyük ölçüde geçici, arz yönlü veya maliyet kaynaklı bir sapma olarak algılanmaktadır. Dolayısıyla bu tip şoklar karşısında sıkılaşma tepkisi vermemekte politika tepkisini esas olarak çıktı açığı ve döviz kuru gelişmelerine dayandırdığına işaret etmektedir. Gerçekleşen enflasyona dayalı enflasyon açığı değişkenlerine dayanan modellerin bu sonuçları para politikasının enflasyon merkezli bir kuraldan ziyade, kur ve konjonktür ağırlıklı, seçici ve esnek bir tepki fonksiyonu izlediği yönündedir.

Önceki modellerde enflasyon açığı gerçekleşen enflasyona bağlı tanımlanarak merkez bankasının para politikası tepkilerinin geriye dönük olduğu varsayıldı. Ancak enflasyon hedeflemesi çerçevesinde merkez bankalarının yalnızca geçmiş ya da gerçekleşen enflasyona değil iktisadi aktörlerin gelecekteki enflasyon beklentilerine de tepki vermesi gerektiği kabul edilmektedir. Enflasyon beklentileri ileriye dönük para politikasının temel unsurudur. Bu nedenle bundan sonraki modellerde merkez bankasının gerçekleşen enflasyondan ziyade beklenen enflasyona tepki verip vermediğini ortaya çıkarmak amacıyla enflasyon açığı değişkeni beklenen enflasyona dayandırılmaktadır. Buradan elde edilen bulguların gerçekleşen enflasyona dair bulgular ile karşılaştırılması para politikasının ileriye dönük niteliği bakımından bilgiler ortaya çıkarabilir.

Tablo 7, beklenen yılsonu enflasyon eksi enflasyon hedefi biçiminde tanımlanan enflasyon açığına dayanan modellerde merkez bankasının nasıl politika tepkisi verdiğini göstermektedir. Tablo 8’de ise bu tahminlerin ortalama marjinal etkileri yer almaktadır. Bu bulgulardan elde edilenlere göre gerçekleşen enflasyon yerine yıl sonu beklenen enflasyonun modele dahil edilmesi model sonuçlarında anlamlı bir farklılık yaratmamaktadır. Önceki modellere benzer şekilde merkez bankası politika faiz kararlarında kısa vadeli reel konjonktür ve döviz kuru gelişmelerine duyarlı bir çerçeveyi dikkate alırken yıl sonu enflasyon beklentilerinin hedefe göre sapmasını sistematik bir belirleyici olarak kullanmamaktadır. Bu sonuç merkez bankasının ileriye dönük bir politika kuralı uygulamadığı şeklinde yorumlanabilir. Ancak bu yorum son derece dikkatli yapılmalıdır çünkü bu modelde anlamsız bir enflasyon açığının merkez bankasının ileriye dönük olmamasından mı yoksa enflasyon hedefinin inandırıcılığı ve bağlayıcılığı konusundaki sorunlardan mı kaynaklanıp kaynaklanmadığı açık değildir. Ayrıca bu detayı açığa çıkarabilmek için merkez bankasının ileriye dönük zaman ufkunun da değerlendirilmesi gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle merkez bankası ne kadar ileri dönüktür ya da hangi enflasyon beklentisini hesaba katmaktadır. Bu sebeple merkez bankasının zaman ufkunu ve hedefin bağlayıcılığını tartışabilmek amacıyla sırasıyla piyasa katılımcılarının 12 aylık enflasyon beklentisi ve hedef enflasyona dayalı enflasyon açığı yerine beklenen enflasyonun gerçekleşen enflasyondan sapmaları modele dahil edilmektedir.

Tablo 6: Ortalama Marjinal Etkiler: Enflasyon Açığı ($\pi - \pi^{Trend}$)

Politika Faizi Artırımı Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^{Trend}$)	-0.000 (0.002)	-0.008*** (0.003)	-0.009*** (0.003)	-0.007** (0.003)	-0.006** (0.003)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.013** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.015*** (0.005)	0.015*** (0.004)	0.015*** (0.004)

Tablo 6. devam

Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.130*** (0.031)	0.128*** (0.030)	0.126*** (0.028)	0.125*** (0.028)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.004 (0.003)	0.003 (0.003)	0.001 (0.006)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.021*** (0.007)	0.021*** (0.007)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.017 (0.061)
Politika Faizi Sabit Tutma Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^{Trend}$)	-0.000 (0.001)	-0.003* (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.003* (0.002)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.004 (0.003)	0.006* (0.003)	0.007** (0.003)	0.008** (0.004)	0.008** (0.004)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.047* (0.028)	0.062** (0.028)	0.069*** (0.026)	0.068*** (0.026)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.002 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.003)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.012* (0.006)	0.012* (0.006)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.009 (0.034)
Politika Faizi İndirim Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi - \pi^{Trend}$)	0.000 (0.003)	0.010*** (0.003)	0.013*** (0.004)	0.010** (0.004)	0.009** (0.005)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	-0.017*** (0.006)	-0.022*** (0.006)	-0.022*** (0.006)	-0.023*** (0.006)	-0.023*** (0.006)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		-0.177*** (0.034)	-0.191*** (0.036)	-0.195*** (0.036)	-0.193*** (0.036)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.005 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.002 (0.009)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				-0.033*** (0.012)	-0.033*** (0.012)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					-0.026 (0.095)

Not: Tabloda raporlanan değerler ortalama marjinal etkilerdir. Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10.

Tablo 7: Politika Faizi Kararları: Sıralı Probit Model-Enflasyon Açığı ($\pi^e - \pi^T$)

Bağımlı değişken: Politika faizi kararı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi^T$)	0.006 (0.007)	-0.001 (0.007)	0.019 (0.014)	0.018 (0.015)	0.009 (0.021)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.064*** (0.023)	0.090*** (0.025)	0.089*** (0.026)	0.097*** (0.028)	0.098*** (0.028)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.479*** (0.127)	0.424*** (0.131)	0.542*** (0.145)	0.583*** (0.155)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.061 (0.045)	-0.054 (0.046)	-0.055 (0.045)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.162*** (0.044)	0.158*** (0.045)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.411 (0.535)
Kesme Noktası 1	-0.795*** (0.141)	-0.978*** (0.150)	-0.919*** (0.157)	-0.501*** (0.192)	-0.488*** (0.191)
Kesme Noktası 2	1.309*** (0.156)	1.294*** (0.168)	1.303*** (0.179)	1.882*** (0.246)	1.911*** (0.243)
Gözlem Sayısı	148	148	137	137	137
Log Likelihood	-118.982	-110.310	-103.932	-98.087	-97.648
Pseudo R2	0.029	0.100	0.108	0.159	0.162
Wald χ^2	8.450	21.550	19.520	25.350	25.470
AIC	245.96	230.61	219.86	210.17***	211.29
BIC	257.95	245.60	237.38	230.61***	234.65

Not: Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1.

Tablo 9 piyasa katılımcılarının 12 aylık enflasyon beklentisinin hedef enflasyondan sapmaları şeklinde tanımlanan enflasyon açığına göre tahmin edilen modellerin sonuçlarını, Tablo 10 ise bu modellerin ortalama marjinal etkilerini göstermektedir. Modelin bu şekilde genişletilmesi enflasyonun kalıcı olup olmadığına dair daha fazla bilgi içermekte ve merkez bankasının zaman ufku genişletmesine yol açmaktadır. Diğer bir ifadeyle merkez bankasının kısa vadeli mi yoksa orta vadeli mi beklentilere tepki verdiğinin ayrıştırılmasını sağlayacaktır. Bu modellerde önceki tahminlere benzer bir şekilde merkez bankası çıktı açığı, döviz kuru açığı ve çıktı oynaklığı artışlarına faiz artışı yönünde tepki verirken diğer modellerden farklı olarak enflasyon açığı değişkenine ait katsayı pozitif ve anlamlı olarak tahmin edilmektedir. İlave olarak enflasyon oynaklığı katsayısı da anlamlı tahmin edilmesine rağmen işareti beklenenin aksine negatiftir. Bu sonuç merkez bankasının enflasyon belirsizliğindeki artışlara faiz düşüşü ile tepki verdiğini ifade etmektedir.

Tablo 8: Ortalama Marjinal Etkiler: Enflasyon Açığı Yıl Sonu Enflasyon Beklentisi ($\pi^e - \pi^T$)

Politika Faizi Artırım Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi^T$)	0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	0.004 (0.003)	0.003 (0.002)	0.001 (0.003)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.013** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.087*** (0.024)	0.077*** (0.025)	0.090*** (0.025)	0.095*** (0.026)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.011 (0.008)	-0.009 (0.007)	-0.009 (0.007)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.027*** (0.008)	0.026*** (0.007)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.067 (0.089)
Politika Faizi Sabit Tutma Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi^T$)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.002)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.004 (0.003)	0.005 (0.003)	0.006 (0.004)	0.007* (0.004)	0.007** (0.004)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.027 (0.019)	0.027 (0.018)	0.038* (0.020)	0.043** (0.021)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.011* (0.007)	0.012* (0.006)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.030 (0.040)
Politika Faizi İndirim Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi^T$)	-0.002 (0.002)	0.000 (0.002)	-0.005 (0.004)	-0.004 (0.003)	-0.002 (0.005)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	-0.017*** (0.006)	-0.021*** (0.006)	-0.022*** (0.006)	-0.023*** (0.006)	-0.023*** (0.006)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		-0.114*** (0.029)	-0.105*** (0.031)	-0.128*** (0.032)	-0.138*** (0.034)

Tablo 8. devam

Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)	0.015 (0.011)	0.013 (0.011)	0.013 (0.011)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)		-0.038*** (0.011)	-0.037*** (0.011)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)			-0.097 (0.126)

Not: Tabloda raporlanan değerler ortalama marjinal etkilerdir. Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10.

Tablo 9: Politika Faizi Kararları: Sıralı Probit Model-Enflasyon Açığı ($\pi^e - \pi^T$)

Bağımlı değişken: Politika faizi kararı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi^T$)	0.015 (0.011)	0.004 (0.011)	0.053** (0.021)	0.053** (0.021)	0.084* (0.046)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.061*** (0.023)	0.085*** (0.025)	0.092*** (0.029)	0.101*** (0.029)	0.100*** (0.029)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.443*** (0.121)	0.403*** (0.131)	0.515*** (0.145)	0.445*** (0.165)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.098** (0.041)	-0.095** (0.042)	-0.106** (0.047)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.160*** (0.047)	0.168*** (0.048)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					-0.627 (0.779)
Kesme Noktası 1	-0.695*** (0.159)	-0.904*** (0.166)	-0.878*** (0.167)	-0.433** (0.206)	-0.400* (0.212)
Kesme Noktası 2	1.358*** (0.180)	1.306*** (0.193)	1.405*** (0.196)	2.014*** (0.283)	2.052*** (0.299)
Gözlem Sayısı	129	129	129	129	129
Log Likelihood	-105.851	-98.455	-94.906	-89.489	-88.981
Pseudo R2	0.036	0.103	0.135	0.185	0.189
Wald χ^2	8.650	20.660	21.180	25.630	26.120
AIC	219.70	206.90	201.81	192.97***	193.96
BIC	231.14	221.20	218.97	212.99***	216.84

Not: Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1.

Bu bulgular, merkez bankasının kısa vadeli yıl sonu beklentilerinden ziyade politika tepkisinde enflasyonun kalıcılığına ilişkin daha güçlü sinyal içeren orta vadeli piyasa beklentilerini dikkate aldığını göstermektedir. Diğer yandan marjinal etkilerin yer aldığı Tablo 10'da önceki bulgulardan farklı olarak enflasyon açığının faiz artırma olasılığı ve faiz indirim olasılığına ait marjinal etkiler anlamlı iken faizi sabit tutma olasılığı ise anlamsızdır. Bu bulgu merkez bankasının ortalama vadeli enflasyon beklentilerindeki bir bozulma durumunda faizi sabit tutarak bekle gör politikası yerine doğrudan parasal sıkılaşmaya yöneldiğini vurgulamaktadır. Diğer yandan enflasyon oynaklığının negatif katsayısı merkez bankasının enflasyon beklentilerinde bir bozulma olmadan enflasyon belirsizliğindeki artışlara faiz artışı yönünde tepki vermediği şeklinde yorumlanabilir.

Nihayet enflasyon açığı değişkenini, bağlayıcı olduğu konusunda şüphe bulunan hedef enflasyondan kurtararak enflasyon açığını beklenen enflasyon eksi gerçekleşen enflasyon biçiminde tanımlıyoruz. Beklenen enflasyonun gerçekleşen enflasyondan sapmaları şeklinde böylesi bir tanımlama beklenti bozulması ya da enflasyon sürprizi olarak ifade edilebilir. Tablo 11 daha kısa vadeli enflasyon beklentisi olan yılsonu enflasyon beklentisi eksi gerçekleşen enflasyon farkı biçiminde tanımlanan enflasyon açığına dayalı model sonuçlarını gösterirken, Tablo 12'de bu modellerden elde edilen ortalama marjinal etkileri yansıtmaktadır.

Burada Model (5) en uygun model olarak karşımıza çıkmakta ve önceki sonuçlardan farklı olarak döviz kuru oynaklığı değişkenine ait katsayı ilk defa pozitif ve anlamlı olarak tahmin edilmektedir. Çıktı açığı, döviz kuru açığı ve çıktı oynaklığı değişkenlerine ait bulgular önceki tüm modellerle benzerdir. Enflasyon açığı değişkenine ait katsayı pozitif ve anlamlı iken bir önceki modelden farklı olarak enflasyon oynaklığı anlamsızdır. Enflasyon açığına ilişkin pozitif ve anlamlı bu bulgular hedef enflasyonun bağlayıcı olmadığını ve politika kararı sırasında operasyonel bir bilgi içeriği taşımadığını ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca merkez bankası ileriye dönük kısa zaman ufku da enflasyon beklentilerindeki bir bozulmaya ya da enflasyon sürprizlerine faiz artışı yönünde tepki verebilmektedir. Yine burada da faizin sabit tutulma olasılığına ait marjinal etkinin anlamsızlığı enflasyon beklentilerinde bir bozulma durumunda merkez bankasının bekle gör değil doğrudan faiz tepkisi şeklinde davranış değiştirdiğini ifade etmektedir.

Tablo 10: Ortalama Marjinal Etkiler: Enflasyon Açığı ($\pi^e - \pi^T$)

Politika Faizi Artırım Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi^T$)	0.003 (0.002)	0.001 (0.002)	0.010*** (0.004)	0.009*** (0.003)	0.014** (0.007)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.013** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.017*** (0.006)	0.017*** (0.005)	0.016*** (0.005)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.085*** (0.024)	0.073*** (0.023)	0.085*** (0.024)	0.073** (0.029)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.018** (0.007)	-0.016** (0.006)	-0.017*** (0.007)

Tablo 10. devam

Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.026*** (0.008)	0.027*** (0.007)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					-0.102 (0.122)
Politika Faizi Sabit Tutma Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi^T$)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.003 (0.003)	0.003 (0.003)	0.006 (0.005)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.003 (0.003)	0.004 (0.003)	0.005 (0.004)	0.007* (0.004)	0.007* (0.004)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.022 (0.019)	0.023 (0.018)	0.033* (0.020)	0.029* (0.017)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.006 (0.005)	-0.006 (0.005)	-0.007 (0.006)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.010 (0.007)	0.011 (0.007)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					-0.041 (0.061)
Politika Faizi İndirim Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi^T$)	-0.004 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.013*** (0.005)	-0.012** (0.005)	-0.019* (0.011)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	-0.016*** (0.006)	-0.020*** (0.006)	-0.022*** (0.006)	-0.023*** (0.006)	-0.023*** (0.006)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		-0.107*** (0.028)	-0.096*** (0.031)	-0.118*** (0.031)	-0.102*** (0.036)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.023** (0.010)	0.022** (0.010)	0.024** (0.011)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				-0.037*** (0.011)	-0.038*** (0.011)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.144 (0.179)

Not: Tabloda raporlanan değerler ortalama marjinal etkilerdir. Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10.

Tablo 11: Politika Faizi Kararları: Sıralı Probit Model-Enflasyon Açığı ($\pi^e - \pi$)

Bağımlı değişken: Politika faizi kararı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi$)	0.013 (0.014)	0.023* (0.013)	0.023 (0.016)	0.027 (0.017)	0.039** (0.018)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.065*** (0.023)	0.094*** (0.025)	0.089*** (0.024)	0.100*** (0.027)	0.103*** (0.028)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.506*** (0.129)	0.484*** (0.126)	0.608*** (0.143)	0.650*** (0.142)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.004 (0.024)	0.008 (0.025)	-0.031 (0.031)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.170*** (0.045)	0.160*** (0.045)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.798* (0.419)
Kesme Noktası 1	-0.953*** (0.137)	-1.074*** (0.145)	-1.000*** (0.158)	-0.561*** (0.193)	-0.497*** (0.193)
Kesme Noktası 2	1.146*** (0.143)	1.223*** (0.147)	1.221*** (0.168)	1.835*** (0.232)	1.942*** (0.245)
Gözlem Sayısı	148	148	137	137	137
Log Likelihood	-119.227	-108.930	-104.090	-97.684	-95.404
Pseudo R2	0.027	0.111	0.107	0.162	0.182
Wald χ^2	8.59	23.82	23.03	29.41	31.24
AIC	246.45	227.85	220.17	209.36	206.80***
BIC	258.44	242.84	237.69	229.80***	230.16

Not: Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1.

Tablo 12: Ortalama Marjinal Etkiler: Enflasyon Açığı ($\pi^e - \pi$)

Politika Faizi Artırım Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi$)	0.003 (0.003)	0.004* (0.002)	0.004 (0.003)	0.004 (0.003)	0.006** (0.003)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.013** (0.005)	0.017*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.017*** (0.005)	0.016*** (0.004)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.092*** (0.025)	0.089*** (0.025)	0.100*** (0.025)	0.101*** (0.023)

Tablo 12. devam

Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.001 (0.004)	0.001 (0.004)	-0.005 (0.005)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.028*** (0.008)	0.025*** (0.007)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.125* (0.065)
Politika Faizi Sabit Tutma Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi$)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.002 (0.001)	0.003 (0.002)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.004 (0.003)	0.005 (0.004)	0.005 (0.003)	0.007* (0.004)	0.008** (0.004)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.026 (0.020)	0.030 (0.020)	0.042** (0.021)	0.051** (0.023)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.000 (0.001)	0.001 (0.002)	-0.002 (0.003)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.012* (0.007)	0.013** (0.006)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.063 (0.041)
Politika Faizi İndirim Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi$)	-0.003 (0.004)	-0.005* (0.003)	-0.006 (0.004)	-0.006 (0.004)	-0.009** (0.004)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	-0.017*** (0.006)	-0.022*** (0.006)	-0.022*** (0.006)	-0.023*** (0.006)	-0.024*** (0.006)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		-0.118*** (0.028)	-0.119*** (0.029)	-0.142*** (0.030)	-0.153*** (0.031)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			-0.001 (0.006)	-0.002 (0.006)	0.007 (0.007)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				-0.040*** (0.011)	-0.038*** (0.011)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					-0.188* (0.096)

Not: Tabloda raporlanan değerler ortalama marjinal etkilerdir. Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10.

Tablo 13: Politika Faizi Kararları: Sıralı Probit Model-Enflasyon Açığı ($\pi^e - \pi$)

Bağımlı değişken: Politika faizi kararı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi$)	0.003 (0.008)	0.014* (0.008)	0.022 (0.016)	0.027* (0.016)	0.042** (0.018)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.061*** (0.023)	0.090*** (0.025)	0.089*** (0.024)	0.102*** (0.028)	0.106*** (0.029)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.508*** (0.130)	0.512*** (0.127)	0.643*** (0.140)	0.708*** (0.142)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.021 (0.035)	0.033 (0.037)	0.007 (0.035)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.168*** (0.046)	0.161*** (0.047)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.883* (0.454)
Kesme Noktası 1	-0.911*** (0.146)	-1.109*** (0.165)	-1.074*** (0.167)	-0.612*** (0.208)	-0.514*** (0.208)
Kesme Noktası 2	1.114*** (0.152)	1.133*** (0.165)	1.170*** (0.172)	1.808*** (0.242)	1.955*** (0.264)
Gözlem Sayısı	129	129	129	129	129
Log Likelihood	-107.143	-97.288	-97.058	-91.066	-88.453
Pseudo R2	0.024	0.114	0.116	0.170	0.194
Wald χ^2	7.300	22.440	24.260	30.600	32.200
AIC	222.28	204.57	206.11	196.13	192.90***
BIC	233.72	218.87	223.27	216.15	215.78***

Not: Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1.

Son olarak merkez bankasının ileriye dönük para politikası durumu orta vadeli bir zaman ufkunda ve hedef enflasyondan arındırılarak modellenmektedir. Tablo 13 piyasa katılımcılarının 12 aylık enflasyon beklentisi eksi gerçekleşen enflasyon farkı biçiminde tanımlanan enflasyon açığına dayanan model tahminlerini gösterirken, Tablo 14 bu model tahminlerinden elde edilen marjinal etkileri göstermektedir. Bu bulgular enflasyon oynaklığı hariç tüm değişkenlerin kat-sayılarının pozitif ve anlamlı olduğunu rapor etmektedir. Dolayısıyla piyasanın 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri, mevcut enflasyonun üzerine çıktıkça, merkez bankasının politika faizinde faiz artışı yönünde tepki verme olasılığı artmaktadır. Genel olarak merkez bankası politika faizini belirlerken resmi enflasyon hedefine yakınsamaktan ziyade, mevcut enflasyon patikasının kısa ve orta vadede geleceğe taşınıp taşınmadığını izlediğini göstermektedir.

Tablo 14: Ortalama Marjinal Etkiler: Enflasyon Açığı ($\pi^e - \pi$)

Politika Faizi Artırımı Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi$)	0.001 (0.002)	0.003 (0.002)	0.004 (0.003)	0.005 (0.003)	0.007** (0.003)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.013** (0.005)	0.017*** (0.005)	0.017*** (0.005)	0.018*** (0.005)	0.017*** (0.005)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.098*** (0.027)	0.098*** (0.026)	0.111*** (0.027)	0.115*** (0.024)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.004 (0.007)	0.006 (0.006)	0.001 (0.006)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.029*** (0.008)	0.026*** (0.008)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.143* (0.073)
Politika Faizi Sabit Tutma Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi$)	0.000 (0.000)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.003* (0.002)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	0.003 (0.003)	0.004 (0.004)	0.004 (0.004)	0.005 (0.004)	0.006* (0.004)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		0.021 (0.021)	0.022 (0.021)	0.031 (0.022)	0.043* (0.023)
Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)			0.001 (0.002)	0.002 (0.002)	0.000 (0.002)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)				0.008 (0.006)	0.010 (0.006)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)					0.054 (0.037)
Politika Faizi İndirim Olasılığı	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Enflasyon açığı ($\pi^e - \pi$)	-0.001 (0.002)	-0.003* (0.002)	-0.005 (0.004)	-0.006* (0.004)	-0.009** (0.004)
Çıktı açığı ($y_t - y_t^*$)	-0.016*** (0.006)	-0.021*** (0.005)	-0.021*** (0.005)	-0.023*** (0.006)	-0.024*** (0.006)
Döviz kuru açığı ($e_t - e_t^*$)		-0.118*** (0.028)	-0.120*** (0.027)	-0.142*** (0.027)	-0.158*** (0.028)

Tablo 14. devam

Enflasyon oynaklığı ($\sigma_{\pi,t}$)	-0.005 (0.008)	-0.007 (0.008)	-0.001 (0.008)
Çıktı oynaklığı ($\sigma_{y,t}$)		-0.037*** (0.010)	-0.036*** (0.011)
Döviz kuru oynaklığı ($\sigma_{e,t}$)			-0.198** (0.097)

Not: Tabloda raporlanan değerler ortalama marjinal etkilerdir. Parantez içindeki değerler sağlam (robust) standart hataları göstermektedir. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10.

Türkiye’de sıralı tercih modelleri ile para politikası tepki olasılıklarını çalışan bir çalışmaya rastlanmadığı için elde edilen bulgular genel olarak uluslararası çalışmalar ile karşılaştırılabilir. Bu çalışmadan elde edilen bulgular, para politikasının işleyişine ilişkin mevcut uluslararası ampirik literatürle yüksek ölçüde uyumludur ve bazı yönlerden literatürü tamamlayıcı nitelikte yeni kanıtlar sunmaktadır. İlk olarak, hedefe göre tanımlanan enflasyon açıklarının genel olarak politika faiz kararlarında istatistiksel olarak anlamsız bulunması, Gascoigne ve Turner (2004), Gerlach (2007) ve Saadon vd. (2011) gibi çalışmalarda rapor edilen sonuçlarla örtüşmektedir. Türkiye için elde edilen bulgular, hedef enflasyonun bağlayıcılığı konusunda tereddütleri vurgulaması bakımından bu literatürü desteklemektedir. Diğer yandan çıktı açığının politika kararları üzerindeki etkisinin tüm modellerde pozitif güçlü bir şekilde anlamı olması Kotlowski (2005), Jansen & De Haan (2009), Çağlayan & Astar (2012) ve Kim vd. (2016) gibi çalışmaları tutarlıdır. Türkiye için elde edilen bulgular yine bu çalışmaların merkez bankalarının enflasyon hedefinden ziyade reel iktisadi koşulları ve konjonktüre daha fazla duyarlı olduğu yönündeki görüşü desteklemektedir. Politika faiz kararlarını etkileyen bir diğer değişken olan döviz kuru açığı ise Kore ve Çin gibi gelişmekte olan ülkelerde yapılan Kim vd. (2016) ve Xiong (2012) çalışmalarındaki bulgulara paraleldir. Her iki çalışma da Türkiye’de olduğu gibi bu ülkelerde de döviz kurunun politika tepki fonksiyonunda önemli bir ağırlığa sahip olduğunu vurgulamaktadır. Türkiye için elde edilen bulgular merkez bankasının geriye dönük değil, beklenti bozulmalarına dayalı ileriye dönük bir politika tepkisi verdiğini göstermektedir. Bu sonuç, Kotlowski (2005), Jansen & De Haan (2009) ve Kim vd. (2016) tarafından vurgulanan ileriye dönük politika davranışıyla örtüşmektedir.

5. Sonuç

Bu çalışma TCMB’nin faiz kararlarını belirleyen faktörleri ve özellikle bu kararların hangi enflasyon göstergeleri tarafından şekillendirildiğinin yanı sıra para politikasının ne ölçüde ileri dönük bir yapıda olduğunu sıralı probit modelleri çerçevesinde analiz etmektedir. Çalışma Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin etkinliği, fiyat istikrarı ve para politikasının ileriye dönük niteliği üzerine yürütülen tartışmalara ampirik katkı sunmaktadır. Alternatif enflasyon açığı tanımlamalarından elde edilen bulgular merkez bankasının politika faizi kararlarının tek bir enflasyon göstergesine dayanmadığını ve ayrıca enflasyonun beklentilerinin zaman ufku, kalıcılığı ve hedefin bağlayıcılığı gibi faktörler tarafından yönlendirildiğini ortaya koymaktadır.

Çalışmanın temel sonuçlarından biri, gerçekleşen enflasyona dayalı olarak tanımlanan enflasyon açığı göstergelerinin (hedeften, ortalamadan veya trendden sapmalar) TCMB'nin politika faizi kararlarında sistematik ve güçlü bir belirleyici olmadığıdır. Bu durum TCMB'nin geriye dönük bir Taylor Kuralı takip etmediğini göstermektedir. Bunun yanı sıra genişletilmiş Taylor Kuralında yer alan çıktı açığı ve döviz kuru açığı değişkenlerinin tüm modellerde pozitif ve yüksek düzeyde anlamlı olması TCMB'nin politika çerçevesinde enflasyonu ne kadar önceliklendirdiği konusunda şüphe yaratmakta ve para politikasının büyük ölçüde reel konjonktür ve döviz kuru dinamiklerine duyarlı bir çerçevede yürütüldüğünü göstermektedir. Kur baskıları para politikası kararlarında merkezi bir rol oynamakta ve özellikle reel belirsizlik arttığında daha sıkı duruş sergilenmektedir. Diğer yandan enflasyon beklentilerine dayalı modeller TCMB'nin zaman ufkuna dair önemli bilgiler içermektedir. Kısa vadeli yani yılsonu enflasyon beklentilerinin hedeften sapmalarının politika kararlarında etkisiz olması ve enflasyon hedefinin uzun süredir tutturulamaması hedefin bağlayıcılığının zayıfladığını düşündürmektedir. Orta vadeli, yani piyasanın 12 ay sonrası için enflasyon beklentilerine göre oluşturulan modellerde enflasyon açığına (hem hedef enflasyondan sapma hem de gerçekleşen enflasyondan sapma için) politika faizinin pozitif ve anlamlı tepki vermesi, TCMB'nin kısa vadeli beklentilerden ziyade enflasyonun kalıcılığına dair daha güçlü sinyal içeren orta vadeli piyasa beklentilerini dikkate aldığını göstermektedir.

Çalışmanın bir diğer önemli sonucu, enflasyon açığı hedeften arındırılıp beklenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon arasındaki fark biçiminde tanımlandığında politika tepkilerinin daha görünür hale geldiğine işaret etmektedir. TCMB'nin hem kısa hem de orta vadede beklenen-gerçekleşen enflasyon farklarına diğer bir ifadeyle enflasyon sürprizleri ve enflasyon beklentilerindeki bozulmaya faiz artışı yönünde tepki vermesi, resmi enflasyon hedefinin operasyonel bir referans olmadığını açıkça göstermektedir. Dolayısıyla hedefe bağlılıktan ziyade TCMB'nin enflasyon patikasının geleceğe taşınıp taşınmadığına odaklanan bir politika çerçevesini benimsediği düşünülmektedir. Marjinal etkilere ilişkin bulgularda ise enflasyon beklentilerindeki bozulmalar karşısında TCMB'nin bekle-gör politikası yerine doğrudan parasal sıkılaşıma yöneldiği görülmektedir. TCMB'nin enflasyon beklentileri konusundaki bu hassasiyeti TCMB'nin ileriye dönük politika çerçevesini tekrar teyit etmekle birlikte hedefe sıkı şekilde bağlı olmayan seçici ve beklenti temelli bir strateji takip ettiğini göstermektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, bu çalışma Türkiye'de para politikasının katı bir enflasyon hedeflemesi çerçevesinden kısmen uzaklaştığına ve ilan edilen enflasyon hedefinin incelenen dönemde politika yapıcılar açısından kısa vadede bağlayıcı bir çıpa işlevi görmediğine işaret etmektedir. Politika faizinin belirlenmesinde TCMB'nin, resmi enflasyon hedefinden çok beklenti bozulmalarını ve makroekonomik konjonktürü birlikte gözetken esnek ve ileriye dönük bir politika tepkisi izlediğini göstermektedir. Son olarak merkez bankasının fiili uygulamada beklenti yönetimini temel bir politika aracı olarak kullanmaya çalıştığı söylenebilir.

Çalışmanın bulguları Türkiye'de para politikası etkinliğini artırabilmek amacıyla enflasyon hedefinin yalnızca bir duyuru aracı olmaktan çıkarılarak karar alma süreçlerinin merkezine daha bağlayıcı ve operasyonel bir referans olarak yerleştirilmesi gerektiğini açığa çıkarmaktadır. TCMB'nin para politikası kararlarının enflasyon beklentilerine göre şekillenmesi beklentiler kanalının ve iletişim politikalarının güçlendirilmesini zorunlu kılmaktadır. Beklenti ve iletişim politikaları ile politika kararlarında hangi zaman ufkunun dikkate alındığı açıkça

belirtilmeli ve kararlar bu çerçevede tutarlı bir şekilde gerekçelendirilmelidir. Bu durum kredibilite artışı sağlayacaktır. Nihayetinde TCMB'nin enflasyon karşısındaki tepkilerinin zayıf kalması, çıktı açığı ve döviz kuru gelişmelerine daha güçlü tepki vermesi, fiyat istikrarını sağlamada sınırlı kaldığını göstermektedir. Enflasyon karşısındaki tepkiler güçlenmez ise enflasyon hedeflemesi rejiminin kredibilitésinin kalıcı biçimde artması ve beklentilerin çıpalanması güçleşecektir.

Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı

Araştırma yazar tarafından yayın etiği ilkelerine uygun olarak hazırlanmıştır.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı

Çalışmanın %100'ü sorumlu yazar tarafından hazırlanmıştır.

Çıkar Çatışması Beyanı

Yazarın hiçbir kişi ve kurum ile çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Aizenman, J., Hutchison, M., & Noy, I. (2011). Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets. *World Development*, 39(5), 712-724. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2010.11.005>.
- Albayrak, N., & Abdioğlu, Z. (2015). Geriye ve ileriye dönük para politikası reaksiyon fonksiyonlarının tahmini: Taylor kuralı. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(4), 141-163.
- Bal, H., Tanrıöver, B., & Erdoğan, E. (2016). Taylor kuralı kapsamında merkez bankası politika faiz oranlarının belirlenmesi: Stokastik trend yaklaşımı. *International Journal of Academic Value Studies*, 2(6), 95-106. <https://izlik.org/JA98UB88JR>.
- Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: A new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97-116. <https://doi.org/10.1257/jep.11.2.97>.
- Boeckx, Jef (2011). Estimating monetary policy reaction functions: A discrete choice approach, NBB Working Paper, No. 210, National Bank of Belgium, Brussels.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408. <https://doi.org/10.1162/003355302753650274>.
- Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (1998). Monetary policy rules in practice: Some international evidence. *European Economic Review*, 42(6), 1033-1067. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(98\)00016-6](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(98)00016-6).
- Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (2000). Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory. *Quarterly Journal of Economics*, 115(1), 147-180. <https://doi.org/10.1162/003355300554692>.
- Çağlayan, E., & Astar, M. (2012). Interest reaction function of the central bank: The case of Czech Republic. *International Journal of Business and Social Science*, 3(10), 1-9.
- Doğdu, A. (2023). Türkiye'de enflasyon hedeflemesi ve genişletilmiş Taylor kuralının 2008-2023 yılları arasında geçerliliğinin test edilmesi. *Toplum, Ekonomi ve Yönetim Dergisi*, 4(Özel), 166-183. <https://doi.org/10.58702/teyd.1357546>.
- Dueker, M. (1999). Measuring monetary policy inertia in target fed funds rate changes. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September, 3-10. <https://doi.org/10.3886/ICPSR01212.v1>.
- Dupor, B., Mizoev, T., & Conley, T. (2004). Does the Federal Reserve do what it says it expects to do? Ohio: Departamento de Economía, Ohio State University.

- Gascoigne, J., & Turner, P. (2004). Asymmetries in Bank of England monetary policy. *Applied Economics Letters*, 11(10), 615-618. <https://doi.org/10.1080/1350485042000227296>.
- Gerlach, S. (2007). Interest rate setting by the ECB, 1999-2006: Words and deeds. *International Journal of Central Banking*, 3(3), 1-45.
- Jansen, D. J., & De Haan, J. (2009). Has ECB communication been helpful in predicting interest rate decisions? An evaluation of the early years of the Economic and Monetary Union. *Applied Economics*, 41(16), 1995-2003. <https://doi.org/10.1080/00036840802167384>.
- Kara, H. (2012). Turkish experience with implicit inflation targeting. *Central Bank Review*, 12(1), 1-16.
- Karagöl, V., & Doğan, B. (2022). Türkiye’de para politikasına farklı bir bakış: Finansal çevrimlerle genişletilmiş Taylor kuralı. *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(3), 1-21. <https://doi.org/10.53443/anadoluibfd.1105523>.
- Kim, H., Shi, W., & Hwang, K. M. (2016). Estimating interest rate setting behaviour in Korea: A constrained ordered choices model approach. *Applied Economics*, 48(23), 2199-2214. <https://doi.org/10.1080/00036846.2015.1117045>.
- Kotlowski, J. (2005). Reaction functions of the Polish central bankers: A logit approach (Working Paper No. 1-05). Warsaw School of Economics.
- Lapp, J. S., Pearce, D. K., & Laksanasut, S. (2003). The predictability of FOMC decisions: Evidence from the Volcker and Greenspan chairmanships. *Southern Economic Journal*, 70(2), 327-345. <https://doi.org/10.1002/j.2325-8012.2003.tb00572.x>.
- Lebe, F., & Bayat, T. (2011). Taylor kuralı: Türkiye için bir vektör otoregresif model analizi. *Ege Akademik Bakış*, 11(Özel Sayı), 95-112.
- Lien, N. T. H. (2015). A multinomial logit model and the direction of monetary policy in Vietnam. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 7(3), 30-38.
- Mishkin, F. S. (2008). Can inflation targeting work in emerging market countries? IMF Working Paper No. 08/124. International Monetary Fund. DOI 10.3386/w10646
- Mohanty, M. S., & Klau, M. (2004). Monetary policy rules in emerging market economies: Issues and evidence (BIS Working Paper No. 149). Bank for International Settlements. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.901388>.
- Omay, T., & Hasanov, M. (2010). Türkiye için reaksiyon fonksiyonunun doğrusal olmayan modellerle tahmin edilmesi. *Çankaya University Journal of Humanities and Social Sciences*, 7(2), 467-490. <https://izlik.org/JA26LY97DE>.
- Örücü, E. (2019). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası para politikası reaksiyon fonksiyonu tahmini. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(1), 195-224. <https://doi.org/10.18074/ckuiibfd.457515>.
- Pazarcı, Ş., & Akkoç, U. (2023). İki başkan tek kural: TCMB’nin Taylor tipi reaksiyon fonksiyonu tahmini. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 19(2), 260-278. <https://doi.org/10.17130/ijmeb.1194409>.
- Saadon, Y., Ben-David, N., & Ben-Zion, U. (2011). The estimation of central bank interest decisions as a dichotomous variable. *Journal of Economic & Management Perspectives*, 5(4), 339-346.
- Svensson, L. E. O. (1997). Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review*, 41(6), 1111-1146. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(96\)00055-4](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(96)00055-4).
- Taş, S., & Özbek, S. (2021). Enflasyon hedeflemesi stratejisinde genişletilmiş Taylor kuralı’nın geçerliliği: Türkiye üzerine ampirik bulgular. *Journal of Economics and Research*, 2(1), 13-25. <https://izlik.org/JA92MX38BS>.

- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195-214. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L).
- Tetik, M., & Bari, B. (2022). Reaction of monetary policy to cost-push inflation in Turkey: A Leaning against wind?. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 17(1), 256-271. <https://doi.org/10.17153/oguiibf.992149>.
- Woodford, M. (2003). Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy. Princeton University Press.
- Xiong, W. (2012). Measuring the monetary policy stance of the People's Bank of China: An ordered probit analysis. China Economic Review, 23(3), 512-533. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2011.04.002>.
- Yalçınkaya, Ö., & Yazgan, Ş. (2020). Taylor kuralı kapsamında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası para politikası tepkilerinin belirlenmesi: Doğrusal ve doğrusal olmayan zaman serisi analizi (2002:Q1-2019Q:2). Akdeniz İİBF Dergisi, 20(1), 35-65. <https://doi.org/10.25294/auibfd.734200>.