

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/227351986>

Türkiye’de enflasyon beklentilerinin çapalanması ve güvenilirlik

Article in *İktisat İşletme ve Finans* · July 2011

DOI: 10.3848/iif.2011.304.3044 · Source: RePEc

CITATIONS

4

READS

228

4 authors, including:



Eray Yucel

Bilkent University

41 PUBLICATIONS 278 CITATIONS

[SEE PROFILE](#)



Serkan Cicek

Mugla Üniversitesi

11 PUBLICATIONS 44 CITATIONS

[SEE PROFILE](#)



Cüneyt Akar

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

31 PUBLICATIONS 118 CITATIONS

[SEE PROFILE](#)



Türkiye’de enflasyon beklentilerinin çapalanması ve güvenilirlik

Serkan Çiçek†, Cüneyt Akar‡ ve Eray Yücel§*

13 Ocak 2011 tarihinde alındı, 12 Mart 2011 tarihinde revize edildi,
17 Mart 2011 tarihinde kabul edildi.

Özet. Bu çalışmada Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyimi, beklenti-
yışlerin hedeflere çapalanma derecesi üzerinden değerlendirilmektedir. Zaman
içinde değişen vektör özgecikmeli model tahminleri, çapalanma etkisinin 2006
yılı Mayıs ayına kadar yüksek, bu aydaki finansal türbülansın Kasım 2008'e
kadar kıyasla düşük seyrettiğine işaret etmektedir. 2008 yılı Kasım ayından son-
ra ise çapalanma davranışı kuvvetlenmektedir. Modelin tahminlerinin seyri ile
anekdotal tarihllemeler arasındaki uyum, karar alıcıların Merkez Bankası'nı
büyük ölçüde izlediği yönünde yorumlanabilmektedir.

Anahtar kelimeler: Para politikası, Enflasyon hedeflemesi, Merkez Ban-
kası, Bekleyişler, Çapalanma, Güvenilirlik.

JEL Sınıflaması: C51, C54, E42, E58

Abstract. Anchoring of inflation expectations and credibility in Turkey

This paper investigates the inflation targeting experience of Turkey in terms of
the degree of anchoring of expectations to official targets. The estimated time-
varying vector auto-regression model suggests a high path for the anchoring
parameter until May 2006 and a relatively lower path until November 2008
following the financial turbulence of May 2006. The anchoring behaviour
strengthens after November 2008. The congruence between model estimates
and the anecdotal milestones of the Turkish economy can be interpreted as a
sign of decision makers' manifestation of confidence in the Central Bank.

Keywords: Monetary policy, Inflation targeting, Central Bank, Expectations,
Anchoring, Credibility.

JEL Classification: C51, C54, E42, E58

†Yardımcı Doçent Doktor, Maltepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İktisat Bölümü, Maltepe, İstanbul. E-posta: serkancicek@maltepe.edu.tr

‡Yardımcı Doçent Doktor, Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi, İşletme Bölümü, Bandırma, Balıkesir. E-posta: cuneyt@balikesir.edu.tr

§Ekonomist, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel
Müdürlüğü, Kamuoyu İle İlişkiler Müdürlüğü, İstiklal Cad.No.10,Ulus,Ankara.
E-posta: eray.yucel@gmail.com

* Çalışmada dile getirilen görüşler yazarlara ait olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nı
veya çalışanlarını bağlayıcı nitelik taşımaz.

1. Giriş

1990 yılında Yeni Zelanda'nın enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya koymasının ardından birçok ülke enflasyon oranı hedefini nominal çapa olarak kullanan enflasyon hedeflemesi stratejisini (EH) izlemeye başlamıştır. Nominal çapaya bağlılık, hükümeti mali açıdan sorumlu olmaya itmekte, fiyat istikrarını sağlayacak politika davranışlarına neden olarak ekonomik etkinliğin ve büyümenin artmasına yardım etmekte ve beklentilerin yönetiminde oldukça önemli bir öge olarak karşımıza çıkmaktadır (Mishkin, 2007, s.12). Levin, Natalucci ve Piger (2004) ve Gürkaynak, Levin ve Swansson (2006), nominal çapaya bağlılığın, enflasyonun daha istikrarlı ve daha az süregelen olmasını sağladığı bulgusuna ulaşmakta; ayrıca, Fatas, Mihov ve Rose (2007) ve Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2007) nominal çapaya bağlılığın çıktı oynaklığını sınırladığını rapor etmektedir.

Nominal çapa taahhüdü, enflasyon beklentileri ve gerçekleşen enflasyon arasındaki dinamik ilişki üzerinde de önemli etkiye sahip olup, beklentiler ile gerçekleşmeler arasındaki ilişkinin zayıflaması şeklinde tezahür etmektedir. Anılan zayıflama büyük ölçüde merkez bankalarının güvenilirliği tesis edebilmelerine bağlıdır. Levin ve ark. (2004) çalışmasında, enflasyon hedeflemesi rejiminde, beklentilerin merkez bankaları tarafından daha iyi yönetilmesi durumunda, enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişkinin daha da zayıfladığının altı çizilmektedir. Bu bulgular ışığında, uzun dönemli enflasyon beklentilerinin merkez bankalarının resmi hedeflerini ne ölçüde izlediği, para politikasının güvenilirliğinin bir ölçüsü haline gelmektedir.

Türkiye ekonomisinde enflasyon beklentisi üzerine yapılmış çeşitli çalışmalardan bahsetmek mümkündür. Kara ve Tuğer (2005) Türkiye'de iktisadi ajanların, enflasyon beklentilerini şekillendirirken olası tüm bilgiyi kullanıp kullanmadıklarını araştırmış ve rasyonel bekleyişlerden sapmanın mevcut olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yapılan analizde, enflasyon beklentisi modellerinden elde edilen tahmin hatalarının döviz kurundaki değişimler ile ilişkili olduğu tespit edilmiş, buradan hareketle enflasyon beklentileri şekillendirilirken döviz kuru hareketlerinin geçmiş etkilerinin dikkate alınmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum, en azından dezenflasyon dönemlerinde, tam rasyonelitenin mevcut olmadığına kanıt olarak sunulmuştur. Başkaya, Kara ve Mutluer (2008), enflasyon beklentileri şekillendirilirken ekonomik birimlerin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından belirlenen enflasyon hedefini ve TCMB'nin resmi açıklamalarını izledikleri sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada enflasyon beklentilerinin, 2002-2005 hızlı dezenflasyon döneminde, önemli ölçüde ilan edilen hedeflere çapalandığı tespit edilmiş, bununla birlikte beklentilerin şekillenmesinde anlamlı bir heterojenliğin olduğu da vurgulanmıştır. Reel sektörün enflasyon beklentilerini şekillendiren başlıca faktörün geçmiş enflasyon, finansal sektörün enflasyon beklentilerini

şekillendiren başlıca faktörün ise döviz kuru, risk primi ve enflasyon sürprizi gibi kısa dönemli değişmelere duyarlı değişkenler olduğu belirtilmiştir. Bu bulgulardan hareketle TCMB'nin ekonomik birimlerin tümü üzerinde tam olmayan bir beklenti şekillendirme etkisine sahip olduğunu söylemek mümkündür. Kara ve Tuğer (2010) ise enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş sonrasında enflasyon oranının tek haneli rakamlara düşmesiyle birlikte enflasyon beklentilerinin davranışında, rejim kayması olarak adlandırılacak bir değişimin olduğunu belirtmişlerdir. Zaman içinde değişen parametreler yaklaşımıyla yapılan analizde, ekonomik birimlerin zaman içinde olası bilgi kümelerini kullanmada daha etkili olmaya başladıkları, bu nedenle beklentilerin şekillenmesinde öğrenme etkisi olduğu tespit edilmektedir. Son olarak, Başkaya, Gülşen ve Orak (2010), TCMB Beklenti Anketi'ndeki 12 ay ve 24 ay sonrasına dair enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki ilişkiyi, 2008 Haziran ayında gerçekleştirilen hedef revizyonu öncesi ve sonrası için karşılaştırmakta ve revizyon sonrasında anılan ilişkinin güçlendiği sonucuna ulaşmaktadır.

Yukarıda değinilen çalışmalar kronolojik sırada incelendiğinde, enflasyon beklentilerinin şekillendirilmesinde günümüze daha yakın dönemleri ele alan çalışmaların rasyonalitenin arttığı sonucuna ulaştığı ifade edilebilir. Bu durum TCMB tarafından uygulanan politikaların uzun dönem enflasyon beklentileri üzerinde daha fazla etki sağladığı biçiminde yorumlanabilir.

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişkinin zaman içindeki değişimi Demertzis, Marcellino ve Viegı (2008) tarafından kullanılan metodoloji ile incelenmektedir. Diğer bir deyişle, TCMB'nin güvenilirliğinin gelişim çizgisi, beklentilerin hedefe duyarlılığı –çapalanma derecesi– üzerinden okunmaktadır.

İzleyen bölümlerde ele alındığı üzere, çalışmada izlenen ekonometrik yöntem, enflasyon beklentilerinin hedefe çapalanma derecesine ek olarak gözlenemeyen (zımnı, implied) bir enflasyon hedefinin de tahmin edilebilmesini sağlamaktadır. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ekonomisi gibi enflasyon hedefinin doğrudan gözlenemediği bir ülke için geliştirilen bir yöntemin, açık enflasyon hedeflemesi yürüten Türkiye ekonomisine uygulanması ilk etapta bir eksiklik gibi görünse de, benimsenen sayısal yöntemin bir yan ürün olarak sayılabilecek gözlenemeyen enflasyon tahminlerinin para politikasına ilişkin değerli bir ek bilgi sağlayacağı düşünülmektedir. Nitekim aynı modelin Demertzis ve ark. (2009) tarafından açık enflasyon hedeflemesi stratejisi izleyen Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç, Birleşik Krallık, Norveç İsviçre ve İsrail gibi ülkeler ile Euro Bölgesi için test edilmesi, literatürde de benzer bir yaklaşımın sergilendiğine örnek teşkil etmektedir. Bu bağlamda, çalışmada sunulan gözlenemeyen enflasyon hedefi patikası, kurulan ekonometrik modelin “ima ettiği” hedef olup, ima edilen hedef patikası ile resmi hedef

patikası arasındaki uyumun derecesi model tutarlılığının bir ölçüsü olarak ele alınmaktadır.¹

Çalışmanın ikinci bölümünde çapalanma etkisi ele alınmakta, üçüncü bölümünde VAR ve TV-VAR metodolojilerine değinilmektedir. Çapalanma etkisinin derecesine ilişkin hipotezler dördüncü bölümde test edilmekte, sonuç ve değerlendirmeler beşinci bölümde sunulmaktadır.

2. Çapalanma Etkisi

Gerçekleşen enflasyon ile enflasyon beklentileri arasındaki ilişkinin zayıf olması ve beklentileri yönlendiren temel değişkenin merkez bankasının enflasyon hedefi olması durumunda, çapalanma etkisinin varlığından söz edilmektedir. Bir merkez bankasının bu bağlamdaki başarısı, literatürdeki karşılığını güvenilirlik olarak bulmaktadır. Güvenilirliğin çapalanma etkisi üzerinden ölçümünü ortaya koyan Bomfin ve Rudebusch (2000) çalışmasında t zamanındaki enflasyon beklentileri (π_t^e), sabit örtük hedef (π^*) ile son dönem enflasyon oranının (π_{t-1}) ağırlıklı ortalaması olarak Denklem 1'deki gibi tanımlanmaktadır.

$$(1) \quad \pi_t^e = \lambda_t \pi^* + (1 - \lambda_t) \pi_{t-1}$$

Çapalanma derecesi, $[0,1]$ aralığında değerler alabilen λ_t parametresi ile gösterilmektedir. Eğer $\lambda_t = 1$ olursa, enflasyon beklentileri sabit π^* değerine tam olarak çapalanır ki enflasyon hedeflemesi rejimleri, iletişim ile belirlenen enflasyon hedefi (π^T) karşısında çapraz kontrole tabi olabilir. Güvenilir rejimlerde $\lambda_t = 1$ ve $\pi^* = \pi^T$ olmaktadır. λ_t 'nin 0 olması ise, beklentilerin şekillendirilmesinde enflasyon hedefinin göz ardı edilmesine ve beklentilerin kabaca geçmiş enflasyona uyarlanmasına karşılık gelmektedir.

Bomfin ve Rudebusch (2000) tarafından ortaya konan yukarıdaki ilişki, Demertzis ve ark. (2008, 2009) tarafından çeşitli ülke ekonomileri için test edilmiştir. Gerek enflasyon hedefinin doğrudan gözlemlenemediği ABD ekonomisinin incelendiği Demertzis ve ark. (2008) makalesinin, gerek açık enflasyon hedefinin ilan edildiği Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç, Birleşik Krallık, Norveç, İsviçre, Euro Bölgesi, Japonya ve İsrail ekonomilerinin incelendiği Demertzis ve ark. (2009) makalesinin gerçekleştirmelerle ve sezgisel beklentilerle uyumlu sonuçlar sağladığı görülmektedir. Metodolojinin diğer ekonomiler için gerçekçi sonuçlar vermesinden hareketle, Türkiye ekonomisi için çapalanma etkisinin geçerli olup olmadığı, aynı metodoloji ile test edilmektedir.

1 Gözlenmeyen hedef tahminlerine ilişkin uyarı ve katkıları için çalışmanın hakemine teşekkür ederiz.

3. Metodoloji

3.1.Vektör Özgecikmeli Regresyon (VAR) Modeli

Çapalanma etkisinin testinde Demertzis ve ark. (2008) çalışmasındaki VAR ve TV-VAR metodolojisi kullanılmaktadır. Enflasyon ve enflasyon beklentileri arasındaki ilişki önce genel VAR modeli ile temsil edilebilir:

$$(2) \pi_t = \alpha_0 + \alpha_1 \pi_{t-1} + \dots + \alpha_p \pi_{t-p} + \beta_1 \pi_t^e + \dots + \beta_p \pi_{t-p}^e + \varepsilon_{1t}$$

$$(3) \pi_t^e = \theta_0 + \theta_1 \pi_{t-1} + \dots + \theta_p \pi_{t-p} + \varphi_1 \pi_{t-1}^e + \dots + \varphi_p \pi_{t-p}^e + \varepsilon_{2t}$$

Denklem 2 ve 3'te yer alan π_t ve π_t^e sırasıyla enflasyon oranını ve enflasyon beklentisini temsil etmektedir. p gecikme uzunluğu, $\alpha_i, \beta_i, \theta_i$ ve φ_i ise model parametreleridir. Uzun dönemde Denklem 2 ve 3'ün durağan halleri Denklem 4 ve 5'teki gibi yazılabilir.

$$(4) \pi = \alpha_0 + \alpha_1 \pi + \dots + \alpha_p \pi + \beta_1 \pi^e + \dots + \beta_p \pi^e$$

$$(5) \pi^e = \theta_0 + \theta_1 \pi + \dots + \theta_p \pi + \varphi_1 \pi^e + \dots + \varphi_p \pi^e$$

Denklem 5, enflasyon beklentisi yalnız bırakılacak şekilde düzenlendiğinde;

$$(6) \pi^e = \frac{\theta_0}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p} + \frac{\theta_1 + \dots + \theta_p}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p} \pi$$

elde edilmektedir. Bomfin ve Rudebusch (2000) t zamanındaki uzun dönemli enflasyon beklentilerini, sabit örtük hedef (π^*) ile son dönem enflasyon oranının (π_{t-1}) ağırlıklı ortalaması olarak tanımlamaktadır.

$$(7) \pi_t^e = \lambda_t \pi^* + (1 - \lambda_t) \pi_{t-1}$$

Denklem 6 ve 7'deki değişkenler eşitlenirse;

$$(8) \lambda_t \pi^* = \frac{\theta_0}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p}$$

$$(9) 1 - \lambda_t = \frac{\theta_1 + \dots + \theta_p}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p}$$

Denklem 8 ve 9 çözüldüğünde, Denklem 10 ve 11 elde edilmektedir:

$$(10) \quad \lambda_t = 1 - \frac{\theta_1 + \dots + \theta_p}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p}$$

$$(11) \quad \pi^* = \frac{\theta_0}{(1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p)\lambda_t}$$

Hatırlanacağı üzere, $\lambda_t = 1$ olduğunda enflasyon beklentileri sabit π^* değerine tam olarak çapalanmakta, $\lambda_t = 0$ olduğunda ise, enflasyon hedefi beklentilerin şekillendirilmesinde göz ardı edilmektedir. Demertzis ve arkadaşlarına (2008) göre güvenilirlik, enflasyon oranı ile enflasyon beklentileri arasındaki dinamik ilişkinin kopmasıyla mümkündür. Bu ilişkiadaki kopuş aşağıdaki hipotezler üzerinden sınanmaktadır.

$$\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0$$

- H_1 Beklenen enflasyon, gerçekleşen enflasyonun geçmişinden etkilenmez.
 $\theta_1 = \theta_2 = \dots = \theta_p = 0$
- H_2 Beklenen enflasyon, ortalama bir sabite (örtük hedefe) çapalıdır.
 $\theta_1 = \theta_2 = \dots = \theta_p = 0$ ve $\varphi_1 = \varphi_2 = \dots = \varphi_p = 0$
- H_3 Gerçekleşen enflasyon beklenen enflasyondan etkilenmez.
 $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0$

3.2. Zamanla Değişen Vektör Özgecikmeli Regresyon (TV-VAR) Modeli

Çalışmadaki önemli amaçlarımızdan biri olan λ ve π^* değişkenlerinin değerlerinin zaman içindeki değişimini belirlemede standart VAR modeli kullanışsızdır. Bu amaçla Denklem 2 ve 3'te yer alan standart VAR modelinden hareket ederek parametrelerin zaman içerisinde değişimine izin veren TV-VAR modeli tahmin edilmiştir. TV-VAR modelinde parametrelerin, Denklem 12'deki rassal yürüyüşe uygun olarak değiştikleri varsayılmıştır. φ_t parametresi için ifade edilen rassal yürüyüş, diğer tüm parametreler için de geçerlidir.

$$(12) \quad \varphi_t = \varphi_{t-1} + \eta_t$$

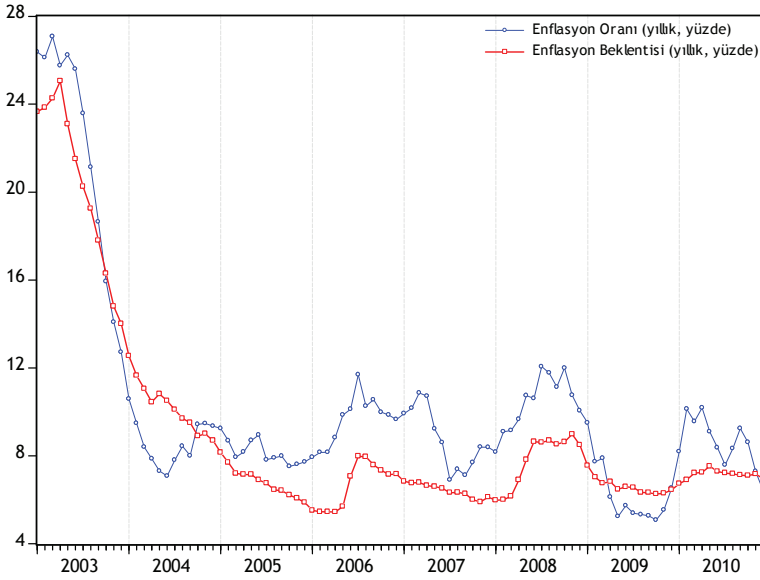
Rassal yürüyüşlerin hata terimleri birbirleriyle ve VAR modelinin hata terimiyle, ayrıca VAR modeli hata terimleri de birbirleriyle ilişkisizdir .

$[cor(\eta_t, \varepsilon_{1t}) = 0, cor(\eta_t, \varepsilon_{2t}) = 0, cor(\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}) = 0]$.TV-VAR modelindeki λ_t ve π_t^* parametrelerinin zaman içerisindeki değişimleri, Kalman Filtresi ile tahmin edilmiştir.

4. Model ve Bulgular

Çalışmada, Ocak 2003–Aralık 2010 dönemi için TCMB–Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden (EVDS) temin edilen Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) yıllık enflasyon oranı ve 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi verileri kullanılmıştır². Yıllık enflasyon hedef rakamları aylık frekansa Yazgan ve Yılmazkuday (2007) tarafından uygulanan yöntem ile dönüştürülmüştür (Şekil 1).

Şekil 1: Enflasyon Oranı ve Enflasyon Beklentisi (Yıllık %)



Değişkenlerin betimleyici istatistikleri Tablo 1’de sunulmuştur. Jarqua-Bera testlerinde serilerin normal dağıldığı sıfır hipotezi reddedilmekle birlikte, örneklem döneminin başlangıç ayı günümüze yaklaştığında normal dağılım dışı davranış gözlenmemektedir.³ Enflasyon oranı ve enflasyon beklentisi

2 TV-VAR prosedürünün yapısı gereği tahmin edilen parametreler örneklem döneminin ilk gözlemlerinde teorik açıdan kabul edilebilir değerlere yakınsamakta, bununla birlikte makul sayısal değerlere ancak belli sayıda gözlemden sonra ulaşmaktadır. 2002 yılında başlayan hızlı dezenflasyon parametre tahminlerinin yakınsamasını ayrıca ötelemektedir. Ocak 2003 – Aralık 2010 dönemi bu kısım altında kullanılabilen en geniş örneklem dönemi olarak karşımıza çıkmaktadır.

3 Bu sonuç Başçı, Özel ve Sarıkaya (2008) tarafından elde edilen sonuçlarla örtüşmektedir. Yazarlara göre yüksek ve süregelen bir enflasyon geçmişine sahip ekonomilerde enflasyon beklentilerini enflasyonun geçmiş değerleri şekillendireceği için enflasyon hedeflemesinin ilk yıllarında beklentilerde normal dağılımın varlığından söz etmek mümkün değildir. Ancak ilerleyen süreçte

arasındaki korelasyon katsayısı istatistiksel olarak anlamlıdır ve iki seri de durağandır.

Tablo 1: Enflasyon Oranı ve Enflasyon Beklentisine Ait Özet İstatistikler

(Ocak 2003 – Aralık 2010)	Enflasyon Oranı	Enflasyon Beklentisi
Ortalama	10,299	9,002
Medyan	9,027	7,157
Standart Sapma	5,012	4,701
Maksimum	27,084	25,050
Minimum	5,076	5,440
Çarpıklık (Skewness)	2,272	2,228
Basıklık (Kurtosis)	7,456	6,958
Jarqu-Bera	162,065*	142,066*
Enflasyonla Korelasyon	-	0,93*
KPSS Durağanlık Testi	0,376	0,345
Gözlem Sayısı	96	96

*0.05 düzeyinde anlamlı

VAR ve TV-VAR modellerinin gecikme uzunluğu, Schwarz and Hannan-Quinn bilgi kriterlerine göre iki ay olarak belirlenmiştir. VAR(2) modeline dayalı Granger nedenselliği testlerine göre (Tablo 2) değişkenler arasında karşılıklı bir nedensellik bulunmakta, H_1 , H_2 ve H_3 hipotezleri reddedilmektedir. Bu durum incelenen dönemde tam olmayan güvenilirliği işaret etmektedir.

Tablo 2: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Dışlanan Değişken	Serbestlik Derecesi	Ki-kare (χ^2) Değeri
π_t	π_t^e	2	17,059*
π_t^e	π_t	2	12,822*

*0.01 düzeyinde anlamlı

VAR(2) modelinden hesaplanan etki-tepki fonksiyonları Şekil 2’de, varyans ayrıştırması ise Şekil 3’te sunulmaktadır.⁴ Şekil 2’ye göre, enflasyon ile enflasyon beklentileri arasındaki etkileşim 7–12 ay sürmektedir. Varyans ayrıştırması ise, uzun dönemde enflasyondaki değişimin %70’inin kendi değişimlerinden, %30’unun ise beklentilerdeki değişimlerden kaynaklandığını göstermektedir. Benzer oranlar enflasyon beklentisi için de geçerli olup, enflasyon beklentisindeki değişimin %20’si enflasyondan kaynaklanmaktadır.⁵

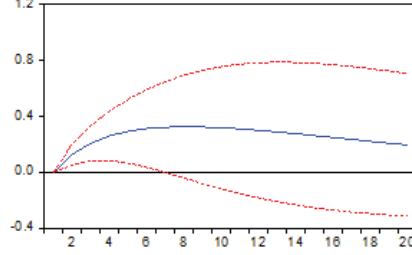
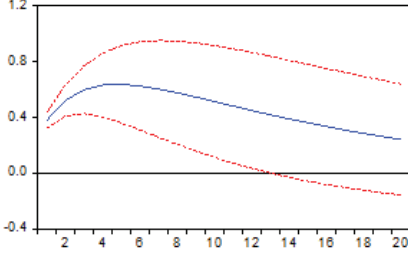
enflasyon beklentileri, TCMB’nin politika reaksiyonuna duyarlı hale gelmeye başlamakta ve normal dağılım sergileme eğilimine girmektedir.

4 Modelin karakteristik polinomunun kökleri birim çember içinde olduğundan model durağanlık koşulunu sağlamaktadır.

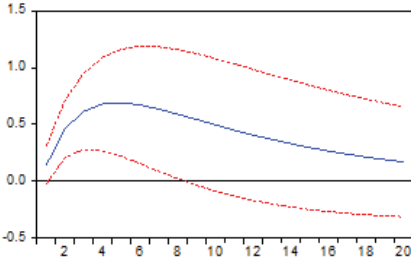
5 Etki-tepki ve varyans ayrıştırması sonuçları değişkenlerin Cholesky sıralamasına hassasiyet göstermemektedir.

Şekil 2: Etki-Tepki Fonksiyonları*

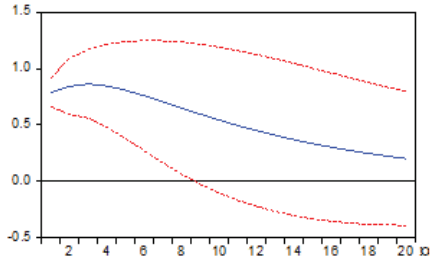
Enflasyon beklentisinin enflasyon beklentisine tepkisi Enflasyon beklentisinin enflasyona tepkisi



Enflasyonun enflasyon beklentisine tepkisi



Enflasyonun enflasyona tepkisi

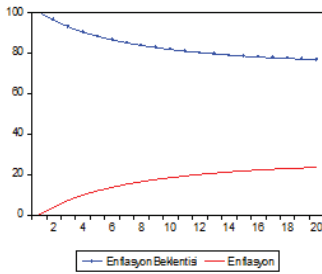


*Kesiksiz merkezi çizgi bir standart sapmalı şoka verilen tepkileri, kesikli çizgiler tepki fonksiyonunun %95 güven aralığını göstermektedir.

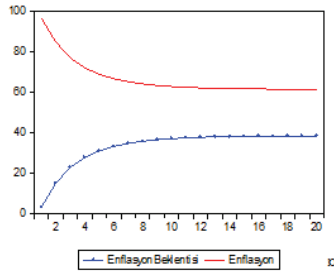
§

Şekil 3: Varyans Ayrıştırması

Enflasyon beklentisi



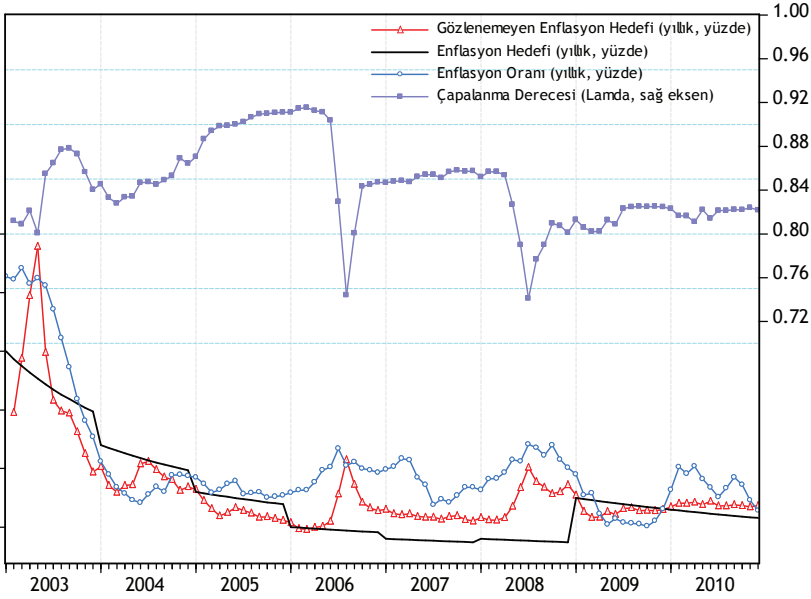
Enflasyon



VAR(2) modeli için model parametrelerinden Denklem 9 ve 10 kullanılarak hesaplanan λ ve π^* değerleri sırasıyla 0,41 ve 4,22'dir. Örneklem periyodunda enflasyon hedefinin medyan değeri 6,53 olup, modelden hesaplanan 4,22 değeri hedeften büyük ölçüde sapmaktadır.

Standart VAR modeli sonuçları örneklem döneminin değişmesi ya da alt örneklemelere bölünmesi durumunda değişiklik gösterebilecektir. Bu kısıtı aşarak daha geniş kapsamlı bir değerlendirme yapmak amacıyla tahmin edilen TV-VAR(2) modelinin işaret ettiği λ_t ve π_t^* değerleri Şekil 4'te gösterilmiştir.

Şekil 4: λ ve π^* Değerlerinin Zaman İçindeki Değişimi



Şekil 4, 2003 yılındaki ekonomik toparlanmanın ardından, çapalanma parametresinin 2004 yılı başından Haziran 2006'ya kadar istikrarlı biçimde arttığını göstermektedir. Aynı dönemde, gözlenemeyen hedef tahmini de resmi hedef patikası ile yakın değerler almaktadır. 2002 yılının başından itibaren uygulamaya konan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte enflasyon oranları hızla düşüşe geçmiş, 2005 yılı sonuna kadar enflasyon gerçekleştirmeleri hedeflenen düzeyin altında seyretmiş, bu durum bu stratejiye olan güvenin yüksek düzeyde seyretmesine neden olmuştur.

Para politikası stratejisi, ilk olumsuz deneyimini 2006 ortasında yaşamıştır. Sermaye girişlerinin yön değiştirmesi sonucu döviz kurunda meydana gelen ani artış sonrasında politika faiz oranları tekrar yükseltilmek durumunda kalmış⁶,

6 Mayıs-Temmuz 2006'da toplamda 425 baz puanı ulaşan politika faiz artırımı ile ilgili olarak "MB'nin bir döviz kuru hedefi veya eşik değeri gözetmediği, yalnızca beklentilerdeki bozulmayı dikkate aldığı" hususlarına dikkat edilmelidir. Bkz: politika faiz oranının artırılmasına ilişkin 7 Haziran 2006 (Sayı: 2006-38), 25 Haziran 2006 (Sayı: 2006-46) ve 20 Temmuz 2006 (Sayı: 2006-54) tarihli Para Politikası Kurulu kararları ile 13 Haziran 2006 (Sayı: 2006-40) tarihli döviz müdahalesine ilişkin basın duyurusu.

bununla birlikte yılsonu enflasyon hedefi tutturulamamıştır. λ parametresinin seyirinde Mayıs 2006'dan itibaren gözlenen kırılma bu gelişmenin bir sonucu olarak okunabilmektedir. 2007 ve 2008 yıllarında enflasyon hedeflerinin revize edilmemesi ve enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmesi, 2006 yılının son dört ayında λ parametresinde oluşan düzelmenin λ 'nın önceki dönemdeki düzeyini yakalayamamasının önemli bir nedeni olarak görülebilir.

2008 yılının ilk yarısında enflasyon üzerinde belirleyici rol oynayan olumsuz maliyet şokları Şekil 4'te λ değerinde belirgin bir düşüş olarak gözlenmektedir. Ancak yıl ortasında, 2009 yılından geçerli olmak üzere enflasyon hedeflerinin daha gerçekçi bir görünüm alacak şekilde revize edilmesi ile güvenilirliğin göstergesi olan λ yukarı yönlü bir eğilim yakalamıştır. Bu bulgu, hedef revizyonunun beklentiler üzerindeki etkilerini kapsamlı bir çerçevede inceleyen Başkaya ve ark. (2010, s.4) çalışmasındaki "TCMB Beklenti Anketi'ndeki 12 ay ve 24 ay sonrasına dair enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki ilişkinin hedef revizyonu sonrasında tekrar güçlendiği, beklentilerin enflasyon gerçekleştirmelerine duyarlılığının azaldığı ve beklenti yönetiminde hedeflerin yeniden etkin bir rol kazandığı" bulguları ile örtüşmektedir.

Örneklem döneminin sonu (Aralık 2010) itibarıyla λ yaklaşık 0.82'lik bir değer çevresinde sınırlı ölçüde salınım göstermektedir. Örneklem sathında çapalanma parametresinin izlediği patika, görsel olarak, karar alıcıların Merkez Bankası'nı büyük ölçüde izlediği yönünde yorumlanabilmektedir.

"Modelden elde edilen hedef enflasyon" olarak ifade edilen gözlenemeyen enflasyon hedefi (π^*), 2003 yılının ilk ayları dikkate alınmadığında, sadece Mayıs 2006 – Aralık 2008 döneminde Merkez Bankası tarafından belirlenen açık enflasyon hedefinden (π^T) farklılaşmaktadır. Şekil 4, iki değer hedef revizyonunu müteakip yakınsadığını işaret etmektedir.

Örneklem dönemi boyunca hesaplanan gözlenemeyen enflasyon hedefi ile resmi enflasyon hedefi serileri arasında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için yapılan eşleştirilmiş örneklem t-testi sonuçlarına göre (Tablo 3) π^* serisi ile π^T serisi arasında fark olmadığı hipotezi yüzde 5 istatistiksel anlamlılık ile reddedilmektedir. Benzer sınamalar, gözlem sayısı düşük alt örneklem dönemleri için parametrik olmayan Wilcoxon işaret testi ile yapıldığında (Tablo 4), π^* ile π^T arasında anlamlı fark olmadığı hipotezi sadece Ocak 2005 – Haziran 2006 dönemi için reddedilememektedir.

Tablo 3: Eşleştirilmiş Örneklem t Testi Sonuçları

Eşleştirilmiş Farklar	
Eşleştirme	$\pi^T - \pi^*$
Ortalama	-0,63
Standart Sapma	2,54
Standart Hata	0,26
Farkın %95 Güven Aralığı	
Alt Sınır	-1,15
Üst Sınır	-0,11
t-istatistiği	-2,43
Anlamlılık Düzeyi (p)	0,017

§

Tablo 4: Wilcoxon İşaret Testi Sonuçları

Örneklem	Eşleştirme	z-değeri	p-değeri
Şubat 2003 – Aralık 2004	$\pi^T - \pi^*$	-2,251	0,024
Ocak 2005 – Haziran 2006	$\pi^T - \pi^*$	-1,493	0,135
Temmuz 2006 – Aralık 2010	$\pi^T - \pi^*$	-5,183	0,000

5. Sonuç ve Değerlendirmeler

2002 yılının başından itibaren uygulamaya konan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte TÜFE enflasyon oranı hızla düşmüş, 2005 yılı sonuna kadar üst üste dört yıl gerçekleştirmelerin hedeflerin altında kalması ile stratejiye olan güven yüksek düzeyde seyretmiştir. Enflasyonun 2002-2005 dönemindeki hızlı düşüşü, açık hedeflemenin ön koşullarından birinin sağlanması anlamına geldiği için önemli bir kilometre taşı teşkil etmektedir. Diğer taraftan, aynı kilometre taşı önce küresel likidite koşullarının bozulduğu, sonra ise tarihin en derin ekonomik buhranının yaşandığı bir dönemin başlangıcını da işaretlemektedir. Bu bağlamda, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk olumsuz deneyimini Mayıs-Haziran 2006 döneminde yaşadığı bilinmektedir. Sonrasında ise 2007-2009 Küresel Finans Krizi ekonomi politikasının temel kaygısını teşkil eder hale gelmiştir. Anılan dönemde örtük hedefleme döneminin performansı tekrar edilememiştir.

30 Nisan 2008 tarihli TCMB açık mektubunda gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin olarak dile getirilen risklerin baskın biçimde gerçekleşmesi ile, para politikasının etki alanı dışındaki bu değişkenlere bağlı olarak hedeften büyük oranda ve uzun süreli sapmalar görüleceğini öngören Merkez Bankası, orta vadeli hedeflerin rasyonalitesini kaybettiği tespiti ile Hükümete hedef

revizyonu önerisini götürmüştür. Hükümete sunulan gerekçenin “para politikasının temkinli duruşu altında dahi dönemin %4’lük yılsonu hedefine ulaşamayacağı” biçiminde olması dikkate değerdir. Hedef revizyonundan 2008 yılı Kasım ayına kadar geçen dönemde, küresel krizin daraltıcı etkilerine rağmen faiz indirimine gidilmemiş olması, TCMB’nin revize edilmiş hedeflere bağlılığının bir işareti olarak okunabilir.⁷ Revizyonun piyasalarda beklenen etkiyi yapmasının sonrasında ise krizden doğan negatif toplam talep şoku radikal bir indirim döngüsü ile karşılanmıştır.

Bu çerçevede, çalışılan örneklem dönemi için beş temel tarihleme yapılabilmektedir: birinci dönem Ocak 2003 – Aralık 2005, ikinci dönem Ocak 2006 – Mayıs 2006, üçüncü dönem Haziran 2006 – Haziran 2008, dördüncü dönem Temmuz 2008 – Kasım 2008, beşinci ve son dönem ise Aralık 2008 – Aralık 2010 dönemidir. Çalışmada elde edilen model tahminlerinin bu dönemler bazındaki özet görünümü Tablo 5’teki gibidir.

Tablo 5: Temel Dönemler İtibarıyla Bulguların Özet Sunumu				
Dönem		λ ’nın yükseldiği ayların oranı	Ortalama λ	Ortalama π^*
I	Oca 2003 – Ara 2005	25/34	0,8639	10,6758
II	Oca 2006 – May 2006	3/5	0,9130	5,0220
III	Haz 2006 – Haz 2008	14/25	0,8432	6,4820
IV	Tem 2008 – Kas 2008	3/5	0,7849	8,6477
V	Ara 2008 – Ara 2010	12/25	0,8171	6,7516

Tablo 5’te özetlendiği üzere, örneklemin örtük enflasyon hedeflemesindeki bölümü (Ocak 2003 – Aralık 2005) ile Ocak – Mayıs 2006 döneminde, λ yüksek değerler almıştır. λ ’nın anılan dönemlerde neredeyse sürekli bir artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, π^* tahmininin ortalama değeri Ocak 2003 – Aralık 2005 döneminden Ocak – Mayıs 2006 dönemine geçildiğinde gözle görülür biçimde düşmektedir. Bu tespit örtük enflasyon hedeflemesi döneminin kuvvetli dezenflasyon performansı ile örtüşür niteliktedir. 2006 Mayıs türbülansını müteakip, Şekil 4’te ve Tablo 5’te okunduğu üzere 2008 yılı Haziran ayına kadarki dönemde bekleyişlerdeki çapalanmanın azaldığı, π^* tahmininin sınırlı biçimde de olsa arttığı görülmektedir. Yine de, Haziran 2006 – Haziran 2008 döneminde λ ’nın 25 ayın 14’ünde artış göstermiş olması bekleyişlerin kısmen de olsa düzeldiğinin bir teyidi olarak karşımıza çıkmaktadır. Hedef revizyonunun duyurulduğu Haziran 2008’den sonra, Temmuz 2008 – Kasım 2008 döneminde λ ’da iyileşme görülmemekte, π^* ’da ise artış kaydedilmektedir. Kullanılan modelden içsel olarak türetilen sayısal tahminlerin, çalışmanın önceki kısımlarında dile getirilen anekdotal

7 Hedef revizyonu 2009 yılı başından itibaren geçerli olmakla birlikte, revizyon duyurusu 2008 yılı Haziran ayında yapıldığı için, Haziran 2008 döneminde esas alınmıştır.

gözlemlerle ve tarihlenmelerle uyumunun çarpıcı olduğu not edilmelidir.

Bulgular politika performansının değerlendirilmesine yönelik olarak okunduğunda (Şekil 4 ve Tablo 5'in son satırı), TCMB'nin Kasım 2008'den sonra gerek faiz indirim döngüsü gerek politika metinleri ile verdiği mesajların iyileştirici etkileri ile karşılaşmaktadır. Bu dönemdeki 25 ayın 12'sinde λ yükselmiş ve önceki dönemdeki ortalama 0,7849 değeri 0,8171 olmuştur. π^* 'da ise çok sınırlı bir düşüş görülmektedir. Çapalanma davranışı Ocak 2003 – Mayıs 2006 dönemindeki (Tablo 5, I ve II) kadar kuvvetli olmasa da, Aralık 2008 – Aralık 2010 dönemi (Tablo 5, V) düzelmenin ilk ipuçlarını vermektedir.

Kaynakça

Başçı, E., Ö. Özel ve Ç. Sarıkaya (2008), "The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments", BIS Papers, No: 35.

Başkaya, S., H. Kara ve D. Mutluer (2008), "Expectations, Communication and Monetary Policy in Turkey", TCMB Çalışma Tebliği, No: 08/01

Başkaya, Y. S., E. Gülşen ve M. Orak (2010), "2008 Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri", TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2010-1.

Bomfin, A. ve G. Rudebusch (2000), "Opportunistic and Deliberate Disinflation Under Imperfect Credibility", Journal of Money Credit and Banking 32:707-721. doi:10.2307/2601179

Demertzis, M., M. Marcellino ve N. Viegi (2008), "A Measure for Credibility: Tracking US Monetary Developments", De Nederlandsche Bank Working Paper No: 187/2008.

Demertzis, M., M. Marcellino ve N. Viegi (2009), "Anchors for Inflation Expectations", De Nederlandsche Bank Working Paper No: 229/2009.

Fatas, A., I. Mihov and A. K. Rose (2007), "Quantitative Goals for Monetary Policy", Journal of Money Credit and Banking 39(5): 1163-1176. doi:10.1111/j.1538-4616.2007.00061.x

Gürkaynak R., A. T. Levin ve E. T. Swanson (2006), "Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectation? Evidence from Long-Term Bond Yields in the US, UK and Sweden", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 09.

Kara, H. ve H. Küçük Tuğer (2005), "Some Evidence on the (Ir)rationality of Inflation Expectations in Turkey", TCMB Çalışma Tebliği, No: 05/12

Kara, H. ve H. Küçük Tuğer (2010), “Inflation Expectations in Turkey: Learning to be Rational”, *Applied Economics*, 42, 2725-2742 .doi:10.1080/00036840801964559

Levin, A. T., F. M. Natalucci ve J. M. Piger (2004), “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 86(4):51-80.

Mishkin, F. S. ve K. Schmidt-Hebbel (2007), “Does Inflation Targeting Matter?” in *Monetary Policy Under Inflation Targeting*, Santiago: Central Bank of Chile, 291-372.

Mishkin, F. S., (2007); “Will Monetary Policy Become More of a Science?”, NBER Working Paper, No: 13566.

TCMB, 07 Haziran 2006, Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2006-38).

TCMB, 13 Haziran 2006, Döviz Müdahalesine İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2006-40).

TCMB, 25 Haziran 2006, Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2006-46).

TCMB, 20 Temmuz 2006, Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2006-54).

TCMB, 30 Nisan 2008, TCMB Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup (Sayı: 2008-18).

TCMB, 03 Haziran 2008, TCMB Kanununun 4. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Enflasyon Hedefleri ile İlgili Mektup (Sayı: 2008-24).

Wilcoxon, F. (1945), “Individual comparisons by ranking methods”, *Biometrics* 1:80-83. doi:10.2307/3001968

Yazgan, M.E. ve H. Yılmazkuday (2007) “Monetary policy rules in practice: evidence from Turkey and Israel,” *Applied Financial Economics* 17(1):1-8. doi:10.1080/09603100600606206

Extensive Summary

Anchoring of inflation expectations and credibility in Turkey

Serkan Çiçek*
Maltepe University
Department of Economics

Cüneyt Akar
Balıkesir University
Department of Business
Administration

Eray Yücel**
Central Bank of the
Republic of Turkey
Public Relations Division

Received 13 January 2011, received in revised form 12 March 2011,
accepted 17 March 2011.

Introduction

The inflation targeting (IT) experience of the Turkish economy does not have a long history. Though the IT strategy helped Turkey a lot in terms of bringing inflation down from chronic-high to single digit levels in a couple of years. From 2002 to end-year 2005 the strategy was implemented under the name of “implicit inflation targeting” and starting January 2006 a “full-fledged inflation targeting” strategy has been adopted. One may agree that the degree of congruence of public’s inflation expectations with the official targets is the main pillar of the IT regime. This congruence corresponds to and hence named as “anchoring effect”.

During the course of IT, a number of shocks tested the reliability of this monetary policy strategy. Among these, one may count the financial turbulence of May-June 2006, the adverse shocks to food and energy prices in 2008, the subsequent update of inflation targets and finally the sharp recession by end-2008. As expected, these shocks affected the public’s inflation expectations and confidence in the policy reactions as well as discourse of the Central Bank. The surveys and anecdotal data, indeed, revealed the changes in confidence well. In this paper, the degree of anchoring of inflation expectations to official targets has been formally investigated through the hypotheses of H_1 : Expected inflation is not affected by the past inflation realizations, H_2 : The expected inflation is anchored to a fixed and implicit target, and H_3 : Inflation realizations are not affected by expected inflation.

The analysis suggests a high path for the anchoring parameter until May 2006 and a relatively lower path until November 2008 following the financial turbulence of May 2006. The anchoring behavior strengthens after November 2008. It is salutary that the endogenously found numerical estimates are congruent with the anecdotal milestones of the Turkish economy. Based on the whole sample, the anchoring parameter sustains a value that can be interpreted as a sign of decision makers’ confidence to the Central Bank.

*Address for Correspondence: Maltepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Marmara Eğitim Köyü, 34857- Maltepe, İstanbul, Türkiye. E-mail: serkancek@maltepe.edu.tr.

** The views and opinions expressed in this study belong to the authors and do not represent those of the Central Bank of the Republic of Turkey, or its staff.

Method

The approach of this paper is in line with that of Demertzis, Marcellino and Viegi (2008) which makes use of Vector Auto-Regression (VAR) and Time-Varying VAR (TV-VAR) techniques. In Equation (1) and (2) π_t ve π_t^e are inflation and the expected inflation, respectively.

$$(2) \pi_t = \alpha_0 + \alpha_1 \pi_{t-1} + \dots + \alpha_p \pi_{t-p} + \beta_1 \pi_{t-1}^e + \dots + \beta_p \pi_{t-p}^e + \varepsilon_{1t}$$

$$(3) \pi_t^e = \theta_0 + \theta_1 \pi_{t-1} + \dots + \theta_p \pi_{t-p} + \varphi_1 \pi_{t-1}^e + \dots + \varphi_p \pi_{t-p}^e + \varepsilon_{2t}$$

In the long-term Equation (1) and (2) take the forms of Equation (3) and (4):

$$(4) \pi = \alpha_0 + \alpha_1 \pi + \dots + \alpha_p \pi + \beta_1 \pi^e + \dots + \beta_p \pi^e$$

$$(5) \pi^e = \theta_0 + \theta_1 \pi + \dots + \theta_p \pi + \varphi_1 \pi^e + \dots + \varphi_p \pi^e$$

Solving for the expected inflation:

$$(6) \pi^e = \frac{\theta_0}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p} + \frac{\theta_1 + \dots + \theta_p}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p} \pi$$

Following Bomfin and Rudebusch (2000) the expected inflation at time t can be expressed as a weighted average of fixed implicit target (π^*) and inflation rate of the previous period (π_{t-1}):

$$(7) \pi_t^e = \lambda_t \pi^* + (1 - \lambda_t) \pi_{t-1}$$

Substituting for π_t^e , Equation (7) and (8) are obtained:

$$(8) \lambda_t \pi^* = \frac{\theta_0}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p}$$

$$(9) 1 - \lambda_t = \frac{\theta_1 + \dots + \theta_p}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p}$$

Finally, simultaneous solution of (7) and (8) yields:

$$(10) \lambda_t = 1 - \frac{\theta_1 + \dots + \theta_p}{1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p}$$

$$(11) \pi^* = \frac{\theta_0}{(1 - \varphi_1 - \dots - \varphi_p)\lambda_t}$$

The case that $\lambda_t = 1$ indicates full-anchoring of expectations to π^* . At the other extreme ($\lambda_t = 0$), the official target is totally omitted in forming expectations. This is nothing but the case of zero credibility or fully-adaptive expectations.

Since the aim of this study is to reveal the patterns of change of λ and π^* through time, the standart VAR model is of limited value-added. In order to do so, a time-varying version of the model (TV-VAR) has been estimated. In that, Equation (11) describes the random walk process which is followed by all TV-VAR model parameters:

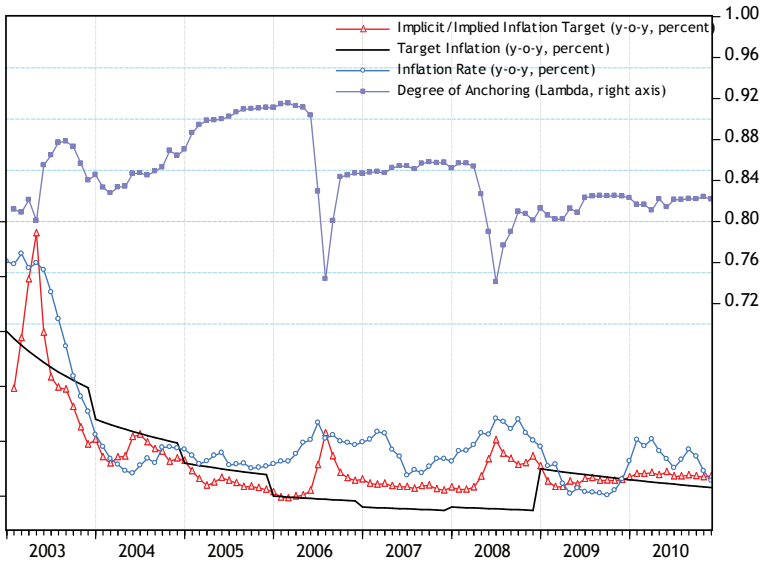
$$(12) \varphi_t = \varphi_{t-1} + \eta_t$$

Shock term of each random walk process has zero correlation with the estimated parameters and among themselves, $[cor(\eta_t, \varepsilon_{1t}) = 0, cor(\eta_t, \varepsilon_{2t}) = 0, cor(\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}) = 0]$. Evolution of λ_t ve π_t^* has been computed through Kalman Filter.

Results

Figure 4 displays the time-varying papameter estimates. It suggests that $\lambda_t = 1$ and $\pi^* = \pi^T$ are almost satisfied from November 2004 to June 2006. This is followed by a brief episode of credibility loss. Starting January 2009, the anchoring parameter assumes an increasing path again till the end of sample.

Figure 4: Evolution of λ and π^*



In order to test whether there is a difference between the computed π^* and the official inflation targets, the paired-t test has been employed. The test suggests, for the whole sample, that π^* is considerably above the π^T series. In order to further elaborate this finding, one might re-use the test at a subsample level. However, this has been avoided due to the small subsample sizes. The nonparametric Wilcoxon sign test, though, could not reject the null hypothesis of “no difference between π^* and π^T ” indicating high credibility (high anchoring effect) for the November 2004 – June 2006 period.

Conclusion

In the earlier sections of the paper, the evolutions of anchoring parameter (λ_t) and the implicit target (π_t^*) were revealed by means of a TV-VAR model. It is important to note that no additional information other than expected inflation and actual inflation was included in the TV-VAR. Hence one should check for the correspondence between the model output and the anecdotal knowledge of the Turkish economy. In that, the paper suggests five episodes as in the second column of Table 5.

Table 5: Summary of Findings in the Subsample Periods

	Period	Fraction of Months with Increasing λ	Average λ	Average π^*
I	Jan 2003 – Dec 2005	25/34	0.8639	10.6758
II	Jan 2006 – May 2006	3/5	0.9130	5.0220
III	Jun 2006 – Jun 2008	14/25	0.8432	6.4820
IV	Jul 2008 – Nov 2008	3/5	0.7849	8.6477
V	Dec 2008 – Dec 2010	12/25	0.8171	6.7516

Based on Table 5, the anchoring effect seem to have been remarkable from January 2003 to December 2005. So the implicit IT period has quite highly been successful. The first five months of the full-fledged IT experience displays a high anchoring effect interrupted by the May-June 2006 period of financial turbulence. From this date to the first half of 2008 the anchoring parameter follows a lower path, though with partial recovery. The adverse cost shocks during the first half of 2008 impacted anchoring parameter negatively, whereas from the update of official targets (June 2008) to November 2008 the anchoring effect recovered in a quick manner, having a one-to-one congruence with the findings of Baskaya, Gulsen and Orak (2010). In the subsequent period until December 2010, the anchoring parameter displays an average value of 0.82. In terms Figure 4 and Table 5, the anchoring of expectations to targets is on a continuing recovery.

In a nutshell, the correspondence between the model-based credibility and the past episodes of the IT experience of Turkey is remarkable. Second, the findings of the paper underline the importance of “meeting words with deeds”. Finally the recent recovery in anchoring parameter sheds light on the resurrection of credibility.