T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
TİCARET VE FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

MERKEZ BANKALARININ KÜRESEL KRİZE TEPKİ PERFORMANSI: COVİD-19 PANDEMİ KRZİNİN FED-ECB-TCMB-RBI-BCB AÇISINDAN ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

Fatih SUCU

İSTANBUL, 2025

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
TİCARET VE FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

MERKEZ BANKALARININ KÜRESEL KRİZE TEPKİ PERFORMANSI: COVİD-19 PANDEMİ KRZİNİN FED-ECB-TCMB-RBI-BCB AÇISINDAN ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

Fatih SUCU
200032361

Danışman: Prof. Dr. Nazım EKREN

İSTANBUL, 2025

ETİK BEYAN SAYFASI

Hazırlamış olduğum tez özgün bir çalışma olup YÖK ve İstanbul Ticaret Üniversitesi Lisansüstü Yönetmeliklerine uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu çalışmayı yaparken bilimsel etik kurallarına tamamıyla uyduğumu; yararlandığım tüm kaynakları gösterdiğimi ve hiçbir kaynaktan yaptığım ayrıntılı alıntı olmadığını beyan ederim. Bu tezin ihtiva ettiği tüm hususlar şahsi görüşüm olup İstanbul Ticaret Üniversitesi'nin resmi görüşünü yansıtmamaktadır.

Fatih SUCU

ÖZET

2019 yılında Çin'de ortaya çıkan salgın, kısa sürede küresel ölçekte etkili olmuş ve Dünya Sağlık Örgütü tarafından pandemi olarak tanımlanmıştır. Salgının tüm dünyaya yayılmasıyla birlikte bireyler ve ekonomik aktörler ciddi ölçüde olumsuz etkilenmiştir. Pandemi ülkelerin enflasyon, işsizlik ve büyüme gibi temel makroekonomik göstergeleri üzerinde hasar meydana getirmiş ve bu hasar sonucunda birçok ülkede kriz ortamının oluşmasına neden olmuştur. COVID-19 pandemisinin iki önemli özelliği bulunmaktadır. Birincisi Covid-19 pandemisi ani ve hızlı bir şekilde yayılma etkisine sahiptir. Diğer ise krizi bölgesel değil küresel etkiye sahiptir. Bunun yanı sıra, salgının ekonomik etkilerinin küresel ölçekte hissedilmesine neden olmuştur. Bu çalışmada, Covid-19 pandemisinin nedenleri, etkileri, küresel boyut kapsamında ülkelerin yönetim şekli ve Covid-19 pandemisinin Amerika Birleşik Devletleri, Euro Bölgesi, Türkiye, Hindistan ve Brezilya ekonomileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, seçilen ülkelerin merkez bankalarının para politikaları çerçevesinde uygulamaya koydukları ekonomik tedbirler incelenmiş ve pandemi sürecinin nasıl yönetildiği ortaya konulmuştur. Pandeminin makroekonomik göstergeler olan büyüme, işsizlik ve enflasyon üzerindeki etkileri ülke örnekleri üzerinden değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda, mevcut durumun analizi yapılırken ilgili literatürden, yayımlanmış istatistiksel verilerden ve raporlardan yararlanılmıştır. Sonuç olarak, seçili ülkeler özelinde söz konusu makroekonomik göstergeler üzerindeki etkiler karşılaştırmalı bir şekilde ele alınmıştır.

Anahtar Kelimeler: COVID-19, Para Politikaları, Makroekonomik Göstergeler, Büyüme, Enflasyon, İşsizlik.

ABSTRACT

The outbreak that emerged in China in 2019 quickly spread on a global scale and was declared a pandemic by the World Health Organization. As the virus spread worldwide, individuals and economic actors were severely affected. The pandemic inflicted damage on fundamental macroeconomic indicators such as inflation, unemployment, and economic growth, leading to crisis conditions in many countries. COVID-19 has two significant characteristics: first, it spreads suddenly and rapidly; second, its impact is global rather than regional. Consequently, the economic effects of the outbreak have been felt across the world. In this study, the causes and consequences of the COVID-19 pandemic, the governance structures of countries within a global context, and the pandemic's effects on the economies of the United States, the Eurozone, Türkiye, India, and Brazil are examined. The study analyzes the economic measures implemented within the framework of the monetary policies of the selected countries' central banks and evaluates how the pandemic period was managed. The effects of the pandemic on key macroeconomic indicators economic growth, unemployment, and inflation are assessed through country-specific analyses. Accordingly, relevant literature, published statistical data, and official reports were utilized to analyze the current situation. In conclusion, the impacts on these macroeconomic indicators are comparatively evaluated for the selected countries.

Keywords: COVID-19, Monetary Policies, Macroeconomic Variables, Growth, Inflation, Unemployment.

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasının oluşumunda ilham kaynağı, tecrübe, birikim ve desteğini hiçbir zaman eksik etmeyen kıymetli tez danışmanım Prof. Dr. Nazım EKREN hocam başta olmak üzere Dr. Öğretim Üyesi Hüseyin KARAGÖZ ve Dr. Öğretim Üyesi Mefule FINDIKÇI ERDOĞAN hocalarıma şükranlarımı arz ederim.

Tüm çalışma süreci boyunca her daim yanımda olan sabrını ve manevi desteklerini hiç esirgemeyen eşim ve kızıma şükran ve teşekkürlerimi sunarım.

Fatih SUCU

İstanbul, 2025

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

Etik Beyan Sayfası ..... **ii**
Özet ..... **iii**
Abstract ..... **iv**
Önsöz ..... **v**
Tablolar Listesi ..... **ix**
Şekiller Listesi ..... **x**
Kısaltmalar ..... **xi**
1. GİRİŞ **1**
1.1. Covid 19 Pandemisi: Teorik Çerçeve 2
1.2. Nedenleri 4
1.3. Sonuçları 5
1.4. Yönetim Şekli 8
1.4.1. Para Politikası 10
1.4.2. Maliye Politikası 13
1.5. Literatür Çalışması 15
2. MERKEZ BANKALARININ PERFORMANSI: ANALİTİK ÇERÇEVE **23**
2.1. Merkez Bankacılığının Tarihçesi 23
2.2. Merkez Bankalarının Görevleri 30
2.2.1. Fiyat İstikrarı 31
2.2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi ve Özellikleri 34
2.2.1.2. Enflasyon Hedeflemesinin Uygulamaları: Katı-Esnek Enflasyon Hedeflemesi Tercihi ve Taylor Kuralı 35
2.2.1.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Fiyat istikrarına Etkisi ve Önkoşulları 39
2.2.1.3.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı 40
2.2.1.3.2. Fiyat İstikrarının Para Politikasının Birincil Hedefi Olması 41
2.2.1.3.3. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık 42
2.2.1.3.4. Mali Baskınlığın Olmaması 42
2.2.1.3.5. Güçlü Bir Finansal Sistemin Bulunması 43
2.2.2. Döviz Kuru İstikrarı 44
2.2.2.1. Döviz Kuru Rejimi Sınıflandırılması 45
2.2.2.2 Döviz Kuru Hedeflemesi Rejimi 49

2.2.2.3. Döviz Kurları ve Makro Ekonomik Göstergeler 54
2.1.3. Büyüme ve İstihdam 61
2.1.4. Finansal İstikrar 65
2.1.4.1. Finansal İstikrarın Önemi 67
2.1.4.2. Finansal istikrarın ölçümü ve finansal istikrar göstergeleri 73
2.3. Para, Para Politikası ve Para Teorisi Kavramları 77
2.4. Para Politikası Araçları 80
2.4.1. Geleneksel Para Politikası Araçları 81
2.4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri 81
2.4.1.2. Reeskont İşlemleri 83
2.4.1.3. Faiz Oranları 83
2.4.1.4. Zorunlu Karşılık Oranları 84
2.4.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları 85
2.4.2.1. Miktarsal Genişleme 86
2.4.2.2. Kredi Genişlemesi 88
2.4.2.3. Faiz Taahhüdü Politikası 89
2.4.2.4. Faiz Koridoru 90
2.4.2.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması 92
2.5. Parasal Aktarım Mekanizması 94
2.5.1. Faiz Oranı Kanalı 96
2.5.2. Varlık Fiyatları Kanalı (Kredi Kanalı) 98
2.5.2.1. Banka Kredi Kanalı 99
2.5.2.2. Bilanço Kanalı 99
2.5.3. Beklentiler Kanalı 100
2.5.4. Döviz Kuru Kanalı 101
3. EKONOMİLERİN MERKEZ BANKALARI POLİTİKALARINA TEPKİLERİ 103
3.1. Büyüme 103
3.1.1. Ekonomik Büyüme Kavramı 103
3.1.2. Ekonomik Büyümenin Ölçülmesi 105
3.1.3. Covıd-19 Döneminde Seçilmiş Ülkelerde Büyüme Oranları: Dünya ve Gelir Grupları ile Mukayesesi Üzerine Genel Değerlendirme 106
3.2. İşsizlik 117
3.2.1. İşsizliğin Ölçülmesi 118

3.2.2. Covid-19 Döneminde Seçilmiş Ülkelerde İşsizlik: Dünya ve Gelir Grupları ile Mukayesesi Üzerine Genel Değerlendirme 120
3.3. Enflasyon 126
3.3.1. Enflasyonun Ölçülmesi 127
3.3.1.1. Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) 127
3.3.2. Enflasyonun Türleri ve Tanımları 128
3.3.3. Covıd-19 Döneminde Seçilmiş Ülkelerde Enflasyon Oranları: Dünya ve Gelir Grupları ile Mukayesesi Üzerine Genel Değerlendirme 130
3.4. Finansal Piyasalar 138
3.5. Seçilmiş Ülkeler de Alınan Para Politikası Tedbirleri 138
4. EKONOMİLERİN MERKEZ BANKALARI POLİTİKALARINA TEPKİLERİNİN ANALİZİ 149
4.1. Veri ve Yöntem 149
4.1.1. Veri 149
4.1.2. Yöntem 150
4.2. Bulgular 151
4.2.1. Genel Bulgular 151
4.2.2. VAR analizi Bulguları 153
4.2.3. Türkiye COVID Etkisi 163
SONUÇ 166
KAYNAKÇA 168
EK 182

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. Dünya Mal Ticareti Göstergeleri 3
Tablo 2. Salgın Öncesi ve Sonrasında Ekonomik Büyüme 8
Tablo 3. Covid-19 ile Mücadelede Kamu Sektörü Destekleri 10
Tablo 4. COVID-19 Sürecinde Hükümetlerce Hızla Devreye Sokulan Para Politikaları 12
Tablo 5. COVID-19 Sürecinde Hükümetlerce Hızla Devreye Sokulan Maliye Politikaları 13
Tablo 6. Döviz Kuru Rejimleri 45
Tablo 7. Döviz Kuru Rejimleri ve Makroekonomik Performans 49
Tablo 8. Döviz Kuru, Enflasyon Büyüme ve Faiz Oranı Arasındaki İlişki 55
Tablo 9. Finansal İstikrarsızlık Sonucu Krizlerin Ekonomiye Etkisi 72
Tablo 10. IMF Finansal Sağlamlık Göstergeleri: Temel Set 75
Tablo 11. IMF tarafından önerilen set için 25 gösterge 76
Tablo 12. Covid-19 Salgının Türk Ekonomisine Etki Kanalları 114
Tablo 13. Sektörlere ve Ölçeğe Göre Üretimde Yaşanan Aksamalar (%) 116
Tablo 14. Enflasyon Türleri ve Tanımları 129
Tablo 15. TCMB'nin COVID-19 Dönemi Para Politikası ve Tedbirleri (2020) 147
Tablo 16. VAR Modelleri için Otoregresif Kökler (AR Roots) Grafikleri 155
Tablo 17. Türkiye için Uzun Dönem Eşbütünleşme Sonuçları (Temel Model ve Covid-19 Kukla Değişkenli Model) 164
Tablo 18. Türkiye için VECM Kısa Dönem Dinamikleri (Temel Model ve Covid-19 Kukla Değişkenli Model) 165

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. Üretim Değişkenliği ve Enflasyon Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisi 37
Şekil 2. Finansal İstikrarın Bileşenleri 69
Şekil 3. Finansal Sistem Performansını Etkileyen Faktörler 70
Şekil 4. Merkez Bankası Faiz Koridoru 92
Şekil 5. Sermaye Girişleri ve ROK Çalışma mekanizması 94
Şekil 6. Parasal Aktarım Mekanizması 95
Şekil 7. Hindistan GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma 108
Şekil 8. Brezilya GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma 109
Şekil 9. ABD GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma 110
Şekil 10. Euro Bölgesi GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma 111
Şekil 11. Türkiye GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma 113
Şekil 12. Hindistan İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi 121
Şekil 13. Brezilya İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi 121
Şekil 14. ABD İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi 123
Şekil 15. Euro Bölgesi İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi 124
Şekil 16. Türkiye İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi 125
Şekil 17. Hindistan Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi 131
Şekil 18. Brezilya Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi 132
Şekil 19. ABD Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi 134
Şekil 20. Euro Bölgesi Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi 135
Şekil 21. Türkiye Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi 136
Şekil 21. Modellere İlişkin Birinci Zaman Serisi Grafikleri 152
Şekil 22. Brezilya'da Politika Şoklarının Enflasyon, İşsizlik ve Reel Değişkenler Üzerindeki Etkileri: Etki–Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması Sonuçları 156
Şekil 23. Euro Bölgesinde Politika Şokunun Enflasyon, İşsizlik ve Reel Değişkenler Üzerindeki Etkileri: Etki–Tepki Fonksiyonları 158
Şekil 24. Hindistan'da Politika Politika Şoklarının Enflasyon, İşsizlik ve Reel Ekonomik Faaliyet Üzerindeki Etkileri: Etki–Tepki Fonksiyonları 159
Şekil 25. Türkiye'de Politika Şoklarının Enflasyon, İşsizlik ve Reel Ekonomik Faaliyet Üzerindeki Etkileri: Etki–Tepki Fonksiyonları 161
Şekil 26. ABD'de Politika Şoklarının Enflasyon, İşsizlik ve Reel Ekonomik Faaliyet Üzerindeki Etkileri: Etki-Tepki Fonksiyonları 163

KISALTMALAR

AMB : Avrupa Merkez Bankası

AR : Aktif Rasyo

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

CBS : Coğrafi Bilgi Sistemi

CDS : Credit Default Swaps (Kredi Risk Primi)

CEPI : Coalition for Epidemic Preparedness Innovations (Epidemiye Hazırlık İnovasyonları Koalisyonu)

COPRAS : Complex Proportional Assessment

Covid-19 : Coronavirus Disease 2019

DSÖ : Dünya Sağlık Örgütü (World Health Organization)

ECB : European Central Bank

FED : Federal Reserve System (Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası)

GAVI : Global Alliance for Vaccines and Immunization (Küresel Aşı İttifakı)

GSYİH : Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

H5N1 : Kuş Gribi

ILO : International Labour Organization (Uluslararası Çalışma Örgütü)

MERS-CoV : Orta Doğu Solunum Sendromu

SARS-CoV : Şiddetli Akut Solunum Sendromu

TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

UNICEF : United Nations Children's Fund (Birleşmiş Milletler Çocuklara Yardım Fonu)

WASPAS : Weighted Aggregated Sum Product Assessment

1. GİRİŞ

Dünyada geçmişten günümüze birçok kriz meydana gelmiştir. Geçmişe dönük bakıldığında, 1929 büyük buhran, 1974 stagflasyon krizi ve 2008 küresel finans krizi en fazla etkiye yol açan krizler olarak gösterilmektedir. İkinci Dünya Savaşı ve küresel finans krizinden sonra yaşanan en şiddetli krizlerden biri pandemi ile ortaya çıkmıştır. COVID-19 pandemisi de tüm sektörlerde benzeri görülmemiş şoklar ve belirsizliklere yol açmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde büyüme istihdamda azalmayla birlikte işsizlik oranlarında artış ve enflasyonist ortamın yaşanması durumu ortaya çıkmıştır.

COVID-19 salgınının yayılımını kontrol altına almak amacıyla, birçok ülkede ilk aşamada çeşitli önlemler devreye sokulmuştur. Bu önlemlerle toplumsal hareketliliğin sınırlandırılması hedeflenmiş ve böylece virüsün bulaşma hızının azaltılması amaçlanmıştır. Bu kapsamda, sınırların kapatılması, uluslararası ve yerel seyahat yasaklarının uygulanması ile sokağa çıkma kısıtlamaları gibi bir dizi tedbir hayata geçirilmiştir.

Alınan bu önlemler ile ekonomide reel sektör durma noktasına gelmiştir. Ancak sadece temel ihtiyaçları karşılayan işletmelerin çalışmaya devam etmesine yönelik kararın verildiği ülkeler olmuştur. Finansal ve reel sektörde daralmaya meydana gelmesiyle birlikte salgının gelişimiyle ilgili belirsizliğinde eklenmesi sonucunda hanehalkı açısından gelir kayıpları yaşanarak talepte büyük ölçüde azalma meydana gelmiştir.

Pandemi sürecinde uygulanan kısıtlayıcı tedbirler nedeniyle ülkelerin büyüme rakamları düşüş göstermiştir. Kısıtlamaların uygulanmaya başlandığı dönemlerde ülkelerde arz ve talep açısından bir takım değişiklikler meydana gelerek pandemi öncesine bir yandan üretimde diğer yandan talepte düşüşler meydana gelmiştir. Arz ve talep daralmasıyla beraber dünyada birçok ülke ekonomisinde küçülmeler yaşanmıştır.

Diğer yandan birçok ülke krizin etkilerini en aza indirebilmek amacıyla genişletici para ve maliye politikaları uygulamışlardır. Bu çalışmada, Covid-19 pandemisinin seçilmiş ülkelerin makroekonomik performansına yönelik etkisini göstermek, bu etki sonucunda merkez bankalarının krizden çıkış senaryosu için uyguladıkları para politikalarının

hangi ölçüde başarılı olduğunu ülkelerin mukayeseli analiziyle sunularak gösterilecektir.

1.1. Covid 19 Pandemisi: Teorik Çerçeve

2008 küresel finans krizinden sonra gelişmiş ülkeler resesyona girme tehlikesi ile karşı karşıya kalarak para politikasında genişlemeci bir yaklaşım izlemişlerdir.

Deflasyon olgusuyla mücadele etmek amacıyla merkez bankaları, miktarsal genişleme, kredi genişlemesi ve faiz oranı yönlendirmesi gibi çeşitli para politikası araçlarını uygulamaya koymuştur. Deflasyonist eğilimlerin yanı sıra, politika faiz oranlarının sıfır düzeyine yaklaşması bu ekonomilerde likidite tuzağı riskini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede gelişmiş ülke merkez bankaları, para arzını artırarak toplam talebi canlandırmayı ve fiyat seviyelerindeki artış yoluyla enflasyon beklentilerini yükseltmeyi amaçlamıştır. 2008 küresel finansal krizinin sonrasında ise, özellikle Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED) öncülüğünde birçok merkez bankası politika faizlerinde indirime gitmiş ve böylece reel faiz oranlarının negatif düzeylere inmesine zemin hazırlamıştır.

Krizden çıkış senaryoları 2008 sonrası dünya ticaretini canlandırmış olsa da 2017-2020 yılları arasında siyasi sebepler dolayısıyla istikrarlı büyüme oranları kaydedilememiştir. FED 2015 yılında ilk faiz artışını yapmış olup para politikası faiz oranını (politika faiz oranı) indirmeyi kademeli olarak yapma stratejisi izlemiştir. Yani sıkı para politikasına geçişi zamana yayarak uygulamak istemiştir. Tablo 1'de Dünya mal ticaretinin 2020 öncesi üç yıllık verileri yer almaktadır. 2018 yılındaki iyileşme sonucunda uluslararası ekonomik birimlerin 2019 yılında küresel ticaret ve büyüme göstergeleri için olumlu beklentileri mevcuttu. Ancak, özellikle ABD'nin Çin başta olmak üzere BRICS ülkeleri ile girmiş olduğu ticaret savaşları nedeniyle olumlu beklenti tersine dönmüştür. Tablo 1'de görüldüğü üzere 2019 yılında değer bazında mal ticareti büyümesinin -4,8 olarak negatif gerçekleşmesi küresel ticaretin daralmasının ve küresel büyümede beklentilerin tersine dönüşünün en somut göstergesidir. Bu doğrultuda 2020 yılına gelindiğinde dünya ekonomisinin ortalama %3,3 oranında büyüme kaydedeceği tahmin edilmekteydi. Dünya ekonomisinde böyle bir konjonktür söz konusu iken, 2019 Aralık ayında Çin'in Wuhan kentinde ortaya çıkan ve endemik olarak değerlendirilen ve çok kısa sürede salgına dönüşen bir virüs tahmin edilmemekteydi (Eryüzlü, 2020)

Tablo 1. Dünya Mal Ticareti Göstergeleri

YILLAR	2017	2018	2019
Mal Ticareti (Trilyon Dolar)	17,5	19,3	18,3
Değer Bazında Mal Ticareti Büyümesi	7,8	9,9	-4,8
Miktar Bazında Mal Ticareti Büyümesi	4,1	2,7	4

Kaynak: (Dünya Ticaret Örgütü, 2020)

2019 yılının son dönemlerinde Çin Halk Cumhuriyeti'nin (ÇHC) Vuhan kentinde ortaya çıkan yeni tip koronavirüsün yol açtığı hastalık, COVID-19 olarak adlandırılmıştır. Küreselleşmenin sağladığı yoğun ekonomik ve insani etkileşimler sonucunda COVID-19 kısa bir süre içerisinde Avrupa'dan Asya'ya ve Amerika Birleşik Devletleri'ne kadar geniş bir coğrafyaya yayılım göstermiştir (Kocaay ve Yücel, 2022). Nitekim salgın dünyada birçok ülkede sosyal ve ekonomik açıdan tahribata neden olmuştur. Salgının yaşandığı dönemde birçok ülkenin ekonomik ve sosyal yapılarında önemli ölçüde sorun oluşmuştur. Nitekim işsizlik oranlarında artışlar meydana gelmekle birlikte küresel Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın (GSYİH) küçüldüğü, gelişmekte olan ülkelerin çoğu için kişi başına düşen gelirin düştüğü bir dönemdir.

COVID-19 pandemisinin İkinci Dünya Savaşı'ndan bu zamana kadar devam eden liberal uluslararası düzende ekonomik, politik otoritenin ortak kullanımını nasıl etkileyeceği tartışma konularının başında gelmektedir. Analistler dünyada bazı şeylerin farklı devam edeceği yönünde farklı görüşler beyan etmişlerdir. Bu minvalde bazı analistler yükselen piyasa ekonomilerinden biri olan Çin'in liderliğinde yeni bir güç olarak yükseleceğini belirtmiş olup bazıları ise salgının Çin kaynaklı olması nedeniyle bu ülkenin küresel sistemdeki yerinin zayıflatılacağına değinmiştir. Diğerleri ise küreselleşmenin etkisi ile salgının yayılarak devam etmesi ile birlikte küreselleşme karşıtlığının baş göstererek, serbest ticaret yapısının zarar göreceğini ve salgın politikaları konusunda yetersiz kalan bazı ülkelerde yönetim veya rejim değişikliği gerçekleşeceğini ifade etmişlerdir (Bulut, 2022).

İktisat teorisi, genel olarak parasal-finansal dalgalanmalar ile talep kaynaklı şoklara odaklanmaktadır. Ekonomik doktrinlerin çoğunluğu da bu yaklaşımı benimsemektedir. Bu tür krizler ele alınırken zaman zaman 'siyah kuğu' kavramına atıf yapılsa da, gerçekte karşılaşılan durumlar çoğunlukla 'beyaz kuğu' niteliğindedir. Siyah kuğu,

finansal ve ekonomik sistemi derinden sarsabilecek, nadir rastlanan ve öngörülmesi güç olayları tanımlarken; beyaz kuğu ise küresel ekonomiyi çevreleyen ve finansal kriz sonrasında en ciddi güçlükleri ortaya çıkarma potansiyeli taşıyan öngörülebilir risklere işaret etmektedir.

Arz yönlü şoklara ilişkin literatür görece olarak ikincil niteliktedir. Bu bağlamda, 1973 ve 1979 yıllarında yaşanan petrol krizleri ile stagflasyon dönemi, bu tür şoklara verilebilecek en bilinen örneklerdendir. COVID-19 krizi ise, doğa kaynaklı olaylar (deprem, küresel ısınma, iklim değişikliği) ve savaş ekonomisi perspektifinden değerlendirilmesi gereken bir olgudur. Ancak, söz konusu kriz bu durumlarla kıyaslandığında iki belirgin farklılık taşımaktadır. İlk olarak, COVID-19 krizi hızlı ve ani yayılım göstermiştir. İkinci olarak ise, bölgesel değil, küresel ölçekte yayılma özelliği göstermiştir.

COVID-19 virüsü ekonomik açıdan negatif verimlilik şoku olarak tanımlanabilir. Bu şokun ekonomi üzerinde daraltıcı etkisinin olduğu söylenebilir. İlgili salgının 4 yönden ekonomi üzerindeki daraltıcı etkisi kendisini göstermiştir. a) emek piyasası üzerinden; İlk olarak iştihamda azalma meydana gelmiş ve sermaye talebinin azalması kanalı ile çıktı kaybına yol açmıştır. b) mal ve hizmetler için ithalat ve ihracatta maliyetler artmış olup ticaretin azalmasına sebebiyet vererek ulusal verimlilik kaybı ile sonuçlanmıştır. c) hareket kısıtlılığı nedeniyle ülkelerin turizm gelirlerindeki sert düşüş ile birlikte daha az gelir artışı dolayısıyla üretim kaybına yol açar. d) Salgının geleceğe ilişkin belirsizlikleri artırması, hanehalkının talebinde azalmaya yol açarak mal ve hizmet tüketimini sınırlandırmaktadır. Bununla birlikte, finansal piyasalarda ortaya çıkan şokların nedeni doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki gerilemedir. Dolayısıyla COVID-19'un ekonomik etkilerinin ve toplam maliyetinin daha da ağırlaşmasına neden olmaktadır (Bakırtaş ve Ozan, 2021).

1.2. Nedenleri

Çin'in Hubei eyaletinin Wuhan kentindeki Huanan Deniz Ürünleri ve Canlı Hayvan Toptan Satış Pazarı'nda meydana gelen hastalık, kısa sürede çok sayıda insana bulaşarak hızla yayılmıştır. Yapılan araştırmalara göre virüse yakalanan bireylerin birçoğu bu pazarı ziyaret etmişlerdir. Yapılan araştırmalar sonucunda SARS-CoV (Şiddetli Akut Solunum Sendromu), MERS-CoV (Orta Doğu Solunum Sendromu) ve

H5N1 (Kuş gribi) daha önce ortaya çıkan virüslerdir. Bu virüslerin solunum yolları hastalıklarına neden olduğu bilinmektedir. Ancak COVID-19 virüsünün diğer virüslerden farklı olmasının sebebi farklı bir patojene sahip olmasından kaynaklıdır. Bu yeni virüs, Covid-19 (Coronavirus Disease 2019) olarak tanımlanmaktadır. Şiddetli Akut Solunum Sendromu Koronavirüs 2'nin (SARS-COV-2) neden olduğu ve hızlı bir şekilde bulaşarak yayılan bir hastalık olan COVİD-19, dünyada birçok ülkenin nüfusu, ekonomisi, sağlık sistemini, sosyal yaşantılarını ve kültürel alanları üzerinde olumsuz etkiler meydana getirmiştir. 2019 yılının Aralık ayında Çin'in Hubei Eyaleti olan Wuhan'da ilk vakalar bildirilmesine müteakiben SARS-CoV-2'nin dünya geneline hızlı bir şekilde yayılması sonucu Dünya Sağlık Örgütü(WHO) 11 Mart 2020'de hastalığı küresel bir pandemi olarak ilan etmiştir. 2022 yılında 1918 grip salgınından bu yana yaşanan en büyük küresel salgın krizi olarak tanımlanmaktadır. 2024 yılı Mart ayı itibariyle 6 milyondan fazla ölüme yol açmış olup birçok ülkenin de sağlık sistemini negatif etkileyerek uzun süreli kapanmalar nedeniyle küresel ekonomi üzerinde dalgalanmalara neden olmuştur (Şanlı, 2024).

Küreselleşme ile birlikte ekonomik faaliyetlerin gelişimi ve ülkelerin birbirleri ile artan karşılıklı ilişkileri iktisadi bağımlılığı da beraberinde getirmiştir. İktisadi bağımlılık, ürünlerin, fikirlerin, teknolojik ürünlerin ve benzerlerinin teknolojik gelişimin ilerlemesi ile birlikte uluslararası bütünleşme neticesinde yapılan ticari alışverişler olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla söz konusu pazarların genişlemesi ve küreselleşmenin getirdiği ekonomik uzmanlaşma ve daha fazla iş bölümü olarak açıklanabilen iktisadi bağımlılık COVID-19'un yayılmasını hızlandırmıştır. Sonuç olarak iktisadi bağımlılık ve seyahat yoluyla hastalığın yayılma hızı artmış ve kontrol altına alınması da bir hayli zor hale gelmiştir (Bakırtaş ve Ozan, 2021)

1.3. Sonuçları

COVID-19 virüsünün öldürme oranı düşük olmasına rağmen bulaşıcılığı ve yayılma hızı çok yüksek olan bir salgındır. En büyük farklarından birisi de gelişen teknoloji ile hem uluslararası hareketliliğinin artması hem de iletişim ağının çok fazla gelişmiş olması sebebi ve sosyal medya aracılığıyla korku ve telaş anlamında yarattığı etki de büyük olmuştur. Bu panik ve korkuya katkı sağlayan bir diğer unsur doğruluğu kesin olmayan haberlerdir. Tüm bunlarla birlikte yaratmış olduğu stres ile birlikte psikolojik

ve sosyolojik etkileri nedeniyle birçok salgın, terörizm vb. tehditlerden farklıdır (Eryüzlü, 2020).

20 Aralık 2020 itibarıyla dünya genelinde COVID-19'a yakalanan kişi sayısı 275.084.441 olarak kaydedilmiştir. Bu kişilerden 246.882.500'ü iyileşmiş olmasına karşılık, 5.372.357 kişi salgın nedeniyle hayatını kaybetmiştir. 20 Aralık 2021 verilerine göre, Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılan toplam test sayısı 786.478.329 iken, Hindistan'da gerçekleştirilen test sayısı 664.109.365 olmuştur. ABD, küresel ölçekte en fazla vaka ve ölümün görüldüğü ülke olmuştur. ABD sonrasında ikici sırayı Hindistan aldığı gözlenmiştir. Bununla birlikte, dikkat edilmesi gereken önemli bir husus, vaka sayısının yapılan test sayısıyla doğrudan ilişkili olduğudur. Gerçekleştirilen test sayısı arttıkça tespit edilen vaka sayısında da paralel bir artış veya azalış gözlemlenebilmektedir. (Mammadov, 2022). COVID-19 salgını mahiyeti itibariyle son 100 yıl içerisinde meydana gelmiş olan salgınlar, 1929 bunalımı, ikinci dünya savaşı ve 2008 Küresel finans krizi ile aynı etki ve sonuca sahiptir. Söz konusu etkiler ise salgının daha yoğun hissedildiği ülkelerde sağlık sistemini zorlaması, tedarik zincirindeki aksaklıklar nedeniyle üretimin düşmesiyle geçici kapanmaların yaşanarak istihdamın azalması sonucu işsizliğin artması, ticaretin azalması ile beraber paranın dolaşım hızının yavaşlamasıyla finans sektörünün olumsuz etkilenmesi şeklinde sıralanabilir.

COVID-19'un etkisiyle diğer bir şokun ekonominin talep yönünden geldiği söylenebilir. Birçok sektörde talep azalması meydana gelmiş ve buna müteakiben de firmaların nakit akışları bozulmuş ve hammadde maliyetlerinin artmasıyla arz şoklarının oluşması şeklinde kendini göstermiştir. Aslında potansiyel talep mevcut olmasına rağmen sokağa çıkma yasağı, seyahat engeli vb. nedenlerle arz ve talebi buluşturacak olan piyasa mekanizması çalışmamaktadır. Bu çalışmayan piyasa mekanizması da ABD, Avrupa, ve Asya kıtalarına da yayılmaktadır. Diğer taraftan finans sektöründe ise yatırımcılar tarafından varlık satışları 1987 yılından beri en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Ülkelerde yaşanan ekonomik sorunlar birkaç adımda şunlardır.

- ***Potansiyel talebin piyasaya dahil olmaması sonucu talep şoku****:* Salgının yayılma hızını azaltmak amacıyla ilk alınan tedbirlerin başında sokağa çıkma yasağının olması tüketicilerin tüketim harcamasının sert bir şekilde düşmesine neden olmuştur. Lokanta, otel, seyahat ve tekstil işletmelerin gibi sektörlere olan talebin ciddi oranda

düşmesine devletlerin almış olduğu tedbirlerin neden olduğu söylenebilir. Bilhassa talep tarafından öncelikli olarak sosyal harcamalarda azalma meydana geldiğinden söz edilebilir.

- ***Tedarik zincirinin bozulması sonucu arz şoku:*** İlk olarak bir takım sektörlerin talebinin sert düşüşü ve uluslararası ticarete konulan tedbir kısıtları ile depolama maliyetlerinin artması ve diğer yandan tedarik zincirinin bozulmasıyla ürünlerin tedarik edilemeyişi nedeniyle arz tarafında düşüş yaşanmıştır. Özellikle tüketiciler ve firmalar arasındaki tüketim kalıpları bozulmuş olup piyasa anormallikleri meydana gelerek arz ve talep koşullarındaki denge bozulmuştur.
- ***İşsizlik oranındaki hızlı artışlar:*** Talep ve arz şokunun yaşanmasının ardından üretimin düşmesi beklenen sonuçlar arasındadır. Üretimin azalarak devam etmesi de beraberinde istihdamın azalması sonucu işsizlik oranında artışa neden olacaktır. (Eryüzlü, 2020)
- ***Finansal sektör sıkıntıları:*** COVID-19 salgını küresel finans sisteminde büyük bir belirsizliğe neden olmuştur. Finansal piyasalarda belirsizliğin doğal bir sonucu olarak yatırımcılarda panik havası meydana gelmiştir. Hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmalar ve artan belirsizlik, küresel finansal sistemde yatırım hacminin daralmasına, proje finansmanının zayıflamasına ve likidite düzeyinin azalmasına yol açmıştır.

Ancak finans sektörü diğer sektördeki sorunlara göre daha az etkilenen sektör konumundadır. Çünkü 2008 krizinden çıkarılan dersler neticesinde parasal genişleme ile erken müdahale edilmiştir. 2020 Mart ayından sonra birçok önde gelen borsada toparlanma söz konusu olmuştur. Borsadaki toparlanma genel olarak "V" şeklinde oluşmuştur (Bakırtaş ve Ozan, 2021).

Sonuç olarak ülkelerin ekonomilerinde ciddi daralmalar meydana gelmiştir. Aşağıda yer alan Tablo 2'de görüldüğü üzere gelişmiş ülke ekonomilerinde küçülme %6'ya yaklaşırken Euro bölgesinde meydana gelen ekonomik daralma %8'i aşmış vaziyettedir. Mamafih söz konusu oran Avrupa ülkelerinde yakın tarihte rastlanılan düzeyler değildir. Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerde ise biraz daha iyimser bir tablo görülmektedir. Söz konusu ülkelerde ortalama olarak %2'nin biraz üzerinde bir daralma yaşanırken, Çin ekonomisi yaklaşık %2 oranında büyüme göstermiştir. Küresel ekonominin büyümede lokomotifi olarak görülen Çin'in böyle düşük büyüme oranlarına ulaşması

doğal olarak küresel ekonomik büyümeyi de aşağı çekmiştir. Öte yandan, Hindistan bu dönemde en fazla daralma yaşayan ekonomiler arasında yer almıştır.

Çin'in ardından, pozitif büyüme performansı sergileyen tek orta gelir grubundaki ülke Türkiye olmuştur. Kredi genişlemesi kamu bankaları aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Artan kamu harcamaları ve uygulanan sosyal destek programları bu süreci desteklemiştir. Bu tür genişlemeci politikaların etkisiyle Türkiye ekonomisi yaklaşık %1,8 oranında büyüme göstermiştir (Pınar, 2022).

Tablo 2. Salgın Öncesi ve Sonrasında Ekonomik Büyüme

	2019	**2020**
	(Gerçekleşme)	**(Gerçekleşme)**
GELİŞMİŞ ÜLKELER	1,7	-5,8
Amerika Birleşik Devletleri	2,2	-4,3
Avro Bölgesi	1,3	-8,3
Japonya	0,7	-5,3
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	3,7	-2,1
Çin Halk Cumhuriyeti	6,1	1,9
Hindistan	4,2	-10,3
Brezilya	1,1	-5,8
Rusya	1,3	-4,1
Türkiye	0,9	1,8

Kaynak: (Pınar, 2022: s.219)

1.4. Yönetim Şekli

COVID-19 salgını hızla bulaşarak yayılma hızı artarken aynı zaman gündelik hayat koşulları devam etmektedir. Bu denli güç yaşam koşullarının etkileri, özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin bir şekilde hissedilmektedir. Ancak, ortaya çıkan sorunların çözümüne yönelik gerekli siyasi ve finansal kaynakların büyük bir kısmının gelişmiş ülkelerin elinde bulunduğu dikkat çekmektedir.

Bununla birlikte pandemiye karşı mücadele etmek için ilaç ve aşı üretimi kapsamında faaliyete geçen ABD, İngiltere, Avrupa, Çin ve Rusya gibi ülkeler başta gelmektedir. Görünümün bu şekilde olması ise dünyadaki ülkelerin pandemiden etkilenme

durumlarını farklı kılmıştır. Yani bir takım ülkeler aşı/ilaç üretip hem kendi ihtiyaçlarını karşılarken hem de aşı/ilaç tedarik eden ülke konumunda olmaktadır. Diğer yandan bir takım ülkeler ise ilaç veya aşı üretemeyip aşı/ilaç alan konumunda olmuşlardır.

Birleşmiş Milletler Çocuklara Yardım Fonu (UNICEF), Dünya Sağlık Örgütü (DSÖ), Küresel Aşı İttifakı (GAVI) ve Epidemiye Hazırlık İnovasyonları Koalisyonu (CEPI) gibi ulusal ve uluslararası aktörlerin iş birliğiyle oluşturulan platform kanalıyla, 365 milyondan fazla aşı dozu 2021 yılı genelinde 144 farklı ülkeye ulaştırılmıştır.

Belirtilmesi gereken husus ise yardım sağlayan kuruluşların çıkar ve politika öncelikleri sebebiyle aşı alan ülkelerden bazılarının aşı tedarikinde öncelikli bir pozisyona sahip olması gibi bir süreç ortaya çıkmıştır. Aşı üretimi yapan ülkeler ile bir takım sorunların meydana gelmesi, gelir düzeyi yüksek olan ülkelerden aşı tedariki sağlayan ülkelerin üzerine yaptıkları baskı neticesinde süreç etkin biçimde ilerletilemez hale gelmiştir. (Bulut, 2022)

Diğer yandan COVID-19 nedeniyle ortaya çıkan sorunlar ve ekonomik rizikonun yönetilebilmesi açısından birçok ülke çeşitli tedbirlere başvurmuş olup belli politikaları uygulamışlardır. Ülkeler pandeminin yayılma hızını minimize etmek amacıyla giriş ve çıkışları yasaklayıp, seyahatlere kısıtlama getirerek, sokağa çıkma yasakları gibi tedbirler getirmişlerdir. Bunun bir sonucu olarak ekonomide ciddi daralmalar meydana getirecek yönde baskılar oluşmuştur. Buna müteakiben bu baskıların etkilerini azaltabilmek amacıyla çeşitli politikaların uygulanması elzem hale gelmiştir (Gültekin ve Cinel, 2023). Pandeminin ekonomik daralma yaratacağı göz önüne alındığından ülkeler bu durumun etkilerini azaltmak amacıyla çeşitli teşvikler ve genişletici politikalara başvurmuşlardır. Bu politikalar, kredi ve likidite desteği, vergi indirimleri, vergi ödemelerinin ertelenmesi, doğrudan gelir desteği, vergi teşvikleri, merkez bankaların faiz indirimleri, sektör bazlı ve hane halkına yönelik olarak kredi desteği ve borç erteleme desteği olarak sırlanabilir. Yine salgın ile mücadelede kamu sektörü salgın ile mücadele kapsamında bir takım uygulamalara gitmiştir. Bu minvalde COVID 19 ile mücadelede kamu sektörünün sağlamış olduğu destekler aşağıda yer alan Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3. Covid-19 ile Mücadelede Kamu Sektörü Destekleri

COVID 19 İLE MÜCADELEDE	KAMU SEKTÖRÜ DESTEKLERİ
	Kira destekleri
	Sosyal Güvenlik Teşvikleri
	Yatırım İnsiyatifleri
	Tedarik Zinciri Güvenliği
	Esnek Çalışma Uygulamaları
EKONOMİK VE SOSYAL DESTEKLER	Çocuk bakım Desteği
	Esnek Çalışma Uygulamaları Fiyat Düzenlemeleri
	Gıda Güvenliği Tedbirleri
	İşsizlik Sigortası İyileştirmeleri
	Bireysel İzolasyon Yardımları
	Hastalık ya da Ailevi Durum İzni
	Elektrik/Su Doğalgaz Fatura Destekleri

Kaynak: (Ozili ve Arun, 2020:s.15).

1.4.1. Para Politikası

COVID-19 pandemisinin ekonomik daralma üzerindeki etkisinin azaltılması amacıyla uygulanacak olan para politikası önemli bir rol oynamaktadır. Salgın süresince ülkelerin uyguladıkları para politikası araçlarının kapsamı ve politika bileşimi önemli ölçüde farklılık göstermiştir. Ancak, bu politikaların gelişmekte olan ekonomilerde sermaye hareketleri döviz kurları ve üzerindeki etkileri beklenen düzeye ulaşmamış ve istenilen sonuçlar tam anlamıyla elde edilememiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin enflasyon sorunu olduğundan dolayı daha katı enflasyon hedeflemesi söz konusudur. Diğer bir ifadeyle, gelişmekte olan ülke merkez bankaları ağırlıklı olarak hedeflenen enflasyon oranına ulaşma veya enflasyonu bu hedefe yakın bir seviyeye çekme amacı doğrultusunda hareket etmektedir. Bu tür bir enflasyon hedeflemesi, enflasyon üzerinde döviz kurunun etkilerini sınırlamaya yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte, makroihtiyati politika enstrümanları ise finansal sistemin dayanıklılığını güçlendirmiş olacaktır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları açısından para birimlerinin değer kaybı, dış borç temerrüt riski ve sermaye çıkışları gibi durumlarda rezerv birikimlerinin önemli bir denge unsuru olduğu

görülmektedir. Nitekim yüksek döviz rezervine sahip ekonomiler, salgın sürecinde döviz piyasalarına müdahale ederek kendi para birimlerinde yaşanan değer kayıplarını asgari düzeye indirmeye çalışmışlardır.

COVID-19 salgını döneminde gelişmiş ekonomilerde daha düşük enflasyon söz konusu olduğundan yaşanacak olan ekonomik daralma daha derinden hissedilmiştir. Bu ülkelerde enflasyon gelişmekte olan ülkelere göre görece daha düşük olduğundan genişletici para politikası üretken sektörlere daha fazla yatırım yapmayı sağlayıp ekonomik büyümeyi daha fazla artırabilmektedir. Aynı zamanda gelişmiş ekonomilerde uygulanan para politikası gelişmekte olan ekonomilerin uygulayacağı para politikasını etkilemektedir. Bu anlamda para politikasının makro ihtiyatı tedbirlerle desteklenmesi ekonomi politikasının etkinliğini tedavi edici olabilir (Bakırtaş ve Ozan, 2021). Ayrıca ilgili dönem için tedarik zincirlerinde aksaklık, üretimin yavaşlaması gibi nedenlerle ekonominin arz yönünden gelen şok söz konusu olmuştur. Arz şokları ekonomik faaliyetin azalması yoluyla üretim kaybına neden olarak istihdamı azaltmakta ve işsizlik yükselmektedir. Bunun sonucunda arz şokunun kısa vadede etkisini azaltabilmek amacıyla "helikopter para" yönetimi değerlendirilmiştir. Helikopter para, Friedman (1948) tarafından yapılan bir çalışmada helikopterden herkese 1.000 dolar banknot atıldığını varsayan ve sonrasında helikopter para deyimini alan teoridir. Tüketicilere bir defaya mahsus para verilerek tüketimin artacağı ve deflasyonun azalacağı bir ortam söz konusu olup enflasyon yükselmiş olacak ve devamında ise üretimde büyümenin sağlanacağı varsayılmaktadır. Güncelde helikopter para uygulaması para ve maliye politikalarının ortak bir çıkarımı olarak değerlendirilebilir. Yani para ve maliye politikaları teorik olarak koordineli bir şekilde uygulanmayı esas alan ancak alınan ve uygulanacak olan kararlar bakımından birbirinden bağımsız iki politika yöntemidir. Örneğin mali disiplinin sağlanması esası ve bütçe dengesi göz ardı edilip piyasa doğrudan desteklenir. Buna mukabil merkez bankası da para basarak hükümetin bütçe dengesinin sağlanmasına destek verir. Yani devlet harcamaları merkez bankaları tarafından karşılanmış olur. Eğer merkez bankası amacına ulaşamazsa doğrudan parayı yaratıp tüketiciye vermesi söz konusu olur. Buna karşılık doğrudan parasal destekler yerine vergi indirimleri gibi dolaylı destekler de verilebilir. Ancak vergi destekleri piyasaya enjekte edilen dolaşımdaki nakit para gibi etki yaratmayabilir. Helikopter para uygulamasının geleneksel para politikalarından ayrılan yönü devlet tahvili alımı, iç

borçlanma senedi vb. uygulamalardan ziyade paranın doğrudan piyasaya aktarılmasıdır. 2008 yılında yaşanan küresel finans krizinde ABD merkez bankası olan FED (Federal Reserve System) tarafından uygulanmıştır. Öte yandan, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2020 yılı Mayıs ayına kadar emisyon artışının büyük kısmını para basımı yoluyla gerçekleştirmiştir. Nitekim TCMB verilerine göre, 2018 yılında emisyon hacmi bir önceki yıla kıyasla %1,5 oranında azalma gösterirken, 2020 yılında 2019'a göre yaklaşık %60 oranında artış kaydedilmiştir.

Tahvil bazlı bir artıştan ziyade bir kısmının para basımı şeklinde olması mümkün görünmektedir. Zira sadece tahvil bazlı bir artış söz konusu olamaz. Bu çerçevede COVID-19 salgını döneminde Türkiye'de uygulanan para politikasının uygulanış biçimi bakımında helikopter para teorisi ile belirgin benzerlikler taşıdığından ilgili dönem için uygulanan para politikası helikopter para politikası kapsamında değerlendirilebilir (Eryüzlü, 2020). Dünyanın birçok yerinde hükümetler COVID-19 ile mücadele sürecinde hızlıca devreye soktuğu para politikaları Tablo 4'te özet olarak yer almaktadır (Acar, 2020).

Tablo 4. COVID-19 Sürecinde Hükümetlerce Hızla Devreye Sokulan Para Politikaları

Politika Türü	**Alınan Tedbirler**	**Uygulayan Ülkeler**
	Bankalara zorla düzenleyici işlem yaptırılması ve COVID-19'dan etkilenen borçlulara anapara veya faiz morratoryumu verilmesi	İrlanda, Çin, Nijerya, İtalya
	Merkez bankalarının finansal piyasalara likidite sağlanması	ABD, Çin
Para Politikası	Merkez bankalarının hızla değer kazanan tahvil ve menkul kıymetleri satın alması	Avustralya, AB, Kanada
	Merkez bankaları tarafından faiz oranlarının düşürülmesi	Türkiye, ABD, Yeni Zelanda, Japonya, İngiltere, Nijerya, Güney Kore, Kanada
	Bankalara, KOBİ'lere, halk sağlığı sektörüne, bireylere, ve önemli işletmelere süreki kredi akışı	İngiltere, ABD, Avustralya, Nijerya

Kaynak: Ozili ve Arun (2020: 15)

1.4.2. Maliye Politikası

2008-2009 küresel finans krizi sonrasında dünyada ulusal devlet anlayışının hakim olduğu bir döneme girilmiştir. Özellikle ABD'de Trump döneminde dışa açık, serbest ticareti benimseyen küreselci ekonomik politikalar yerine tarifeleri benimseyen daha korumacı ekonomik politikalar benimsenmiştir. Başta Çin hükümeti olmak üzere birçok ticaret ortağına tarifeleri yükselterek dış ticareti zorlaştıran kararlar uygulanmıştır. Korona salgınının ortaya çıkmasıyla birlikte dünya ülkelerinde devletin ekonomi üzerindeki ağırlığının daha da artmasına sebep olduğu söylenebilir. Bu bağlamda ekonomik ve sosyal hayatta devletin rolü artmış ve salgının çıktığı ilk dönemden bu yana hükümetler ekonomide devletin ağırlığını artırır politikalar benimseyerek piyasaya müdahale eder hale gelmişlerdir. Buna müteakiben zor durumdaki şirketlerin borçları ertelenerek finansal anlamda sıkıntı çeken şirketlere finansman kolaylığı sağlanmıştır. Bu kapsamda işsizlik ödenekleri ve sosyal yardımlar devreye sokulmuştur.

Maliye politikası, hane halkının talebini etkili bir şekilde koruyabilir. Salgının devam ettiği süreçte ve sonrasında toplam talep tarafından ekonomilerin düzeltilmesi sağlanabilir. Salgın ile mücadelede sağlık, kamu ve sosyal harcamalar ve vergilerde indirimler uygulanmıştır. Aşağıda yer alan Tablo 5'te uygulanan politikaları özetlemektedir.

Tablo 5. COVID-19 Sürecinde Hükümetlerce Hızla Devreye Sokulan Maliye Politikaları

Politika Türü	Alına Tedbirler	Uygulayan Ülkeler
Maliye Politikası	COVID-19 ile mücadelede salgından en fazla etkilenen sektörler ve endüstriler için büyük bir federal teşvik paketini onaylayan hükümetler	İngiltere, ABD, Avustralya, Nijerya, Türkiye
	Her hanehalkını desteklemek için sosyal yardım ödemeleri	Avustralya, ABD, Türkiye
	Bireyler için gelir desteği sağlanması	Avustralya, ABD, İngiltere, Hindistan, Türkiye

Kaynak: (Özili ve Arun, 2020: 15)

Söz konusu politikaların uygulanması sonucu aşırı artmış olan sağlık, kamu ve sosyal harcamalar ve vazgeçilen vergilerin sonucunda devletlerin bütçeleri aşırı derecede zorlanıp baskılanacağı unutulmamalıdır. Yine tedarik zincirinde yaşanan aksaklıklara bağlı olarak devletler korona öncesi dönemde kurdukları tedarik zincirlerinin alternatifini oluşturmaya çalışmışlardır. Yani ithal ettikleri ürünlerin üretimini kendi ülkelerinde üretmenin yollarına başvurmuşlardır. Dolayısıyla Tablo 5'te yer alan vergi teşvikleri sonrasında vergi gelirlerinin azalması ve yapılan kamu harcamaları sonucunda bütçe açıklarının ortaya çıkarak mali disiplinin bozulması gibi sorunlar meydana gelmiştir (Acar, 2020).

Genel olarak bir değerlendirme yapılacak olunursa, 2020 yılında küresel ekonomiyi sarsan COVID-19 pandemisi, merkez bankaları ile hükümetler arasındaki geleneksel politika alanlarının sınırlarını önemli ölçüde belirsiz hale getirerek para politikalarının hükümetlerin mali hedefleri doğrultusunda ne ölçüde şekillendiğine ilişkin tartışmaları derinleştirmiştir. Söz konusu kriz, hem para politikası araçlarının kullanım biçimlerini hem de maliye politikalarıyla olan etkileşim dinamiklerini köklü biçimde değiştiren benzersiz bir ekonomik şok niteliği taşımaktadır. Bu süreçte, merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlama yönündeki temel görevleri ile hükümetlerin istihdamı, üretimi ve genel ekonomik faaliyeti desteklemeye yönelik politik öncelikleri arasındaki çizgi giderek daha karmaşık bir hal almıştır. Bunun sonucunda, bazı ülkelerde siyasi otoritelerin kısa vadeli önceliklerinin para politikası üzerindeki etkisinin belirgin şekilde arttığı gözlemlenmiştir. Uluslararası kuruluşlar ekonomik durgunluktan çıkış için genişleyici maliye politikalarının gerekliliğini vurgulamıştır. Ancak bu adımların sürdürülebilirliği ve potansiyel enflasyonist etkileri konusunda merkez bankalarına uyarılarda bulunmuştur.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının söz konusu dönemde uyguladığı genişletici para politikalarının, gelişmekte olan ekonomilerde dış borçluluk düzeyini yükselttiği ve yerel para politikasının aktarım mekanizmasını zayıflattığı görülmüştür. Her ne kadar gelişmiş ekonomilerde para ve maliye politikaları arasındaki kriz dönemine özgü koordinasyon başlangıçta etkili ve istikrarlı bir hale gelmesi için rol oynamış olsa da, daha sonraki dönemde yükselen enflasyonla mücadelede parasal sıkılaştırmanın maliyetlerini artırmıştır. Türkiye açısından konuya bakıldığında ise, siyasi önceliklerin para politikası kararları üzerindeki etkisinin daha belirgin ve doğrudan hissedildiği bir

konjonktüre girilmiştir. Bunun da enflasyon, döviz kuru istikrarı ve genel makroekonomik denge üzerinde olumsuz sonuçlar ürettiği dikkat çekmektedir. Salgın sonrası dönem, hem merkez bankası bağımsızlığının sınandığı hem de para ve maliye politikaları arasındaki ilişkinin yeniden değerlendirildiği bir süreç olmuştur. Gelişmiş ekonomilerde başlangıçta olumlu sonuç veren politika uyumu, enflasyon baskılarının yükselmesiyle birlikte tartışmalı bir hale gelmiştir. Buna mukabil Türkiye, Hindistan ve Brezilya gibi yükselen piyasa ekonomilerinde merkez bankalarının hükümetlerin mali riskleri karşısındaki bağımsızlık dereceleri ülkeden ülkeye değişmiştir. Türkiye örneği, siyasi otoritenin para politikası üzerindeki belirgin etkisinin, uluslararası standartlardan uzaklaşılması durumunda enflasyon, finansal istikrar ve ekonomik güven açısından çok daha ağır maliyetler doğurabileceğini somut biçimde göstermektedir (Prabheesh & Wickramarachchi, 2024).

1.5. Literatür Çalışması

Literatürde COVID-19'un ekonomi üzerindeki etkilerini enflasyon, işsizlik, ticaret ekonomik büyüme gibi çeşitli göstergeler aracılığıyla ele alan çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu başlık altında ekonomik büyüme, enflasyon, işsizlik, dış ticaret gibi çeşitli iktisadi göstergelerle COVID-19 arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalara yer verilmektedir.

- **COVID-19- Finansal Piyasalar İlişkisini İnceleyen Çalışmalar:**

Tayar vd. (2020) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, COVID-19 salgınının Türkiye'deki sektörler üzerindeki etkisi Borsa İstanbul Sektör Endeksleri aracılığıyla incelenmiştir. Bu sektörün tercih edilme gerekçesi ise makroekonomik göstergelerin yayınlanma sıklığının görece düşük olması olarak ifade edilmiştir. Salgının finansal piyasalar üzerindeki yansımalarını ölçebilmek amacıyla on farklı Borsa İstanbul Sektör Endeksi analiz edilmiş ve araştırmada Basit Doğrusal Regresyon yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, elektrik, ulaştırma, sınai, mali ve teknoloji sektörlerinin ekonomik açıdan anlamlı şekilde etkilendiğini ortaya koyarken buna karşılık gıda-içecek, ticaret, tekstil, turizm ve hizmet sektörlerinde anlamlı bir etkinin gözlemlenmediğini ortaya koymuştur.

Bakırtaş ve Ozan (2021) çalışmalarında, COVID-19 salgınının ekonomik yansımalarını genel bir çerçevede ele alarak, dünyada vaka sayısının en yüksek olduğu on ülke üzerine bir inceleme gerçekleştirmiştir. İktisadi açıdan etki analizi yapılıp döviz kuru, kamu harcamaları, döviz kuru ve enerji fiyatları gibi değişkenler seçilerek değerlendirme yapılmıştır. Araştırma bulguları, ulusal ve uluslararası düzeyde sağlanan etkili politika koordinasyonunun, COVID-19 salgınının olumsuz ekonomik etkilerini önemli ölçüde hafiflettiğini ortaya koymuştur.

Barut ve Kaygın (2020: 67) tarafından gerçekleştirilen araştırmada, COVID-19 salgınının finansal piyasalar üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Araştırmada, Çin, Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık, İtalya, İspanya, Almanya, Fransa, Belçika, Hollanda, İsviçre ve Türkiye'ye ait borsa endekslerinin kapanış verileri kullanılmıştır. Analiz sonuçları, toplam COVID-19 vaka sayıları ile BIST100, MIB, FTSE, AEX, IBEX35, endeksleri arasında uzun vadeli bir eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğunu ortaya koymuştur.

Yiğiter ve Karabulut (2020: 417) tarafından Pandemi Döneminde Finansal Piyasaların Güven Endeksleri açısından incelenmesine yönelik olarak yapılan çalışmada Covid-19 döneminin salgın öncesi ve sonrası piyasalar hakkında spesifik bilgiler sağlayabilecek endekslere etkisi açıklanmaya çalışılmıştır. Bu çalışmanın amacı VAR analizi kullanılarak ilgili ve bağımsız değişkenleri belirlemeye ve sektör güven endeksini (SGE) etkileyen değişkenleri tespit etmeye yöneliktir. Çalışmada, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini ortaya koymak amacıyla Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre, sektörel güven endekslerinde belirgin bir bozulma gözlemlenirken, tüketici güven endekslerinde anlamlı bir değişim tespit edilmemiştir. Pandeminin başlangıç dönemine denk gelen Mart–Nisan döneminde sektörel güven endekslerinde düşüş yaşanmıştır. Buna mukabil Haziran ayında "yeni normal" süreci başlamıştır. Söz konusu endekslerde toparlanma eğilimi görülmüştür. Ancak tüketici güven endeksinde herhangi bir artış ya da azalış eğilimi saptanmamıştır. Elde edilen bulgular, makroekonomik değişkenlerin her bir güven endeksi üzerinde farklı yönlerde ve farklı düzeylerde etkiler oluşturduğunu ortaya koymaktadır.

Bu çalışmanın sonuçlarına göre daha doğru sonuçların elde edilmesine yardımcı olmak için endüstri araştırmalarında tüketici güven endeksleri yerine sektör güven

endekslerinin kullanılmasının doğru olacağı söylenmiştir. Ayrıca sektör güven endeksleri sayısının artması piyasa hakkında daha detaylı bilgi sağlayacaktır.

Korkut vd. (2020: 72) araştırmalarında, COVID-19 salgınının Borsa İstanbul Turizm Endeksini etkileme düzeyini ele almışlardır. Araştırmada ARDL sınır testi yöntemi kullanmak süretiyle analizler gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlar, vaka can kaybı dikkate alındığında, COVID-19 ile turizm sektörü arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca, periyot bakımından kısa zaman diliminde katsayı tahminleri, COVID-19'un Borsa İstanbul Turizm Endeksi kapsamındaki firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde olumsuz bir etki yarattığını göstermiştir. Bunun yanında normalleşme sürecinden sonra firma hisse senetleri fiyatlarında düzelmeler de ortaya konulmuştur.

Hacıevliyagil ve Gümüş (2020: 357) araştırmalarında, COVID-19 vakalarının en yoğun biçimde görüldüğü ülkelerde (Brezilya, Almanya, Türkiye, Birleşik Krallık, Fransa, İtalya, İspanya, Rusya, Amerika Birleşik Devletleri ve Çin) vaka sayıları, can kaybı verileri ve borsa endeksleri arasındaki ilişkisini değerlendirmişlerdir. Çalışma sonucunda her ülkede farklı sonuçların ortaya çıktığı belirlenmiştir.

- **Makroekonomik Performansın Ölçümüne İlişkin Çalışmalar:**

Coşkun (2022), BRICS-T ülkelerinin 2011-2020 yılları arasındaki makroekonomik performanslar karşılaştırmıştır. BRICS-T ülkelerinin makroekonomik performans karşılaştırılmasının yapıldığı araştırmaların az olması ve ilgili ülkelerin dünya ticaretindeki hacimlerinin artması bu araştırmayı daha da cazip hale getirmektedir. Çalışmada, makroekonomik göstergeler olarak GSYH, kişi başına düşen GSYİH, ekonomik büyüme oranı, enflasyon oranı ihracat doğrudan yabancı yatırımlar, ithalat ve işsizlik oranlarından yararlanılmıştır. Bu göstergelerin ağırlıklarının belirlenmesinde ENTROPİ yöntemi kullanılmış olup elde edilen ağırlıklar doğrultusunda sıralamanın yapılmasında ise Weighted Aggregated Sum Product Assessment (WASPAS) yöntemi tercih edilmiştir. Araştırma bulguları, BRICS-T ülkeleri arasında Çin'in makroekonomik performans bakımından açık ara önde olduğunu, bunu sırasıyla Brezilya, Rusya, Hindistan, Türkiye ve Güney Afrika'nın izlediğini ortaya koymaktadır

Al ve Demirel (2022), Türkiye'nin 2002–2019 dönemine ilişkin yıllık makroekonomik performansını değerlendirmiş ve elde edilen bulgular doğrultusunda söz konusu performansı TOPSIS yöntemi aracılığıyla analiz etmiştir. Çalışmada makroekonomik performansı ölçmede kullanılan temel göstergeler vardır. Bunlar, enflasyon oranı, ekonomik büyüme hızı, cari denge/GSYH oranı ve işsizlik oranı olarak belirlenmiştir. Bu değişkenlerin ağırlıklandırılmasında ise Keynesyen, Kaldoryen, ve heterodoks yaklaşımlardan yararlanılmıştır. Analiz sonuçları, Türkiye'nin makroekonomik performansının en yüksek düzeyine 2002 yılında, en düşük seviyesine ise 2008 yılında ulaştığını ortaya koymaktadır. Ayrıca, elde edilen bulgulara göre Türkiye'nin 2002–2005 yılları arasında en güçlü makroekonomik performansını sergilediği, buna karşın 2008–2009 döneminde en zayıf performansın gözlendiği belirlenmiştir.

Doğan (2022), 2010-2020 yılları arası dönemi inceleyerek Türkiye'nin makroekonomik performansını irdelemiştir. Çalışmada, CRITIC temelli Additive Ratio Assessment (ARAS) yöntemi uygulanmıştır. Araştırma kapsamında makroekonomik performansın değerlendirilmesinde kullanılan göstergeler; kişi başına düşen ihracatın ithalatı karşılama oranı, GSYH, GSYH büyüme oranı, faiz oranı, doğrudan yabancı sermaye girişi, enflasyon oranı ve işsizlik oranı şeklinde belirlenmiştir. Bu değişkenler üzerinden gerçekleştirilen analizlerle, ilgili dönemde makroekonomik performans farklı boyutlarıyla incelenmiştir.

CRITIC yöntemi, değişkenlerin ağırlıklarının belirlenmesi için tercih edilmiştir. Bu değişkenlerin incelenmesi ve karşılaştırılması sürecinde ise ARAS yöntemi kullanılmıştır. Bu değişkenlerin önem sıralamasının sırasıyla ihracatın ithalatı karşılama oranı, araştırmada kullanılan makroekonomik göstergelerin GSYH büyüme oranı, enflasyon oranı, doğrudan yabancı sermaye girişleri, işsizlik oranı, faiz oranı ve kişi başına düşen GSYH olduğu belirlenmiştir. Analiz bulguları, Türkiye'nin makroekonomik performansının en yüksek olduğu yıl 2012 olup en düşük performansını ise 2020 yılında ortaya koyduğunu göstermektedir.

Tekinay (2022), çalışmasında Türkiye ve G7 ülkelerinin ekonomik performanslarını karşılaştırmalı olarak incelemiştir. 2019 ve 2020 yılının ikinci çeyrek dönemlerini esas alarak analiz gerçekleştirmiştir. Araştırmada ekonomik performansın ölçümünde kullanılan yöntem TOPSİS olup, değerlendirmeye alınan makroekonomik değişkenler

cari işlemler dengesi/GSYİH oranı, enflasyon oranı, işsizlik oranı ve GSYİH büyüklüğü olarak belirlenmiştir. Söz konusu değişkenler eşit ağırlıklandırma yöntemiyle hesaplamalara dahil edilmiştir. Analiz bulgularına göre, 2019 yılının ikinci çeyreğinde ekonomik performansı en yüksek olan ülkenin Japonya, en düşük performansa sahip ülkenin ise Türkiye olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde, 2020 yılının ikinci çeyreğinde en iyi ekonomik performansı Almanya'nın, en zayıf performansı ise yine Türkiye'nin gösterdiği tespit edilmiştir.

Adıgüzel (2020: 192) tarafından gerçekleştirilen "Covid-19'un Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Makroekonomik Analizi" başlıklı çalışmada, Türkiye ekonomisine salgının bıraktığı etkinin tespiti amaçlanmıştır. Araştırma kapsamında Türkiye'nin faiz oranı, büyüme oranı, kamu maliyesi göstergeleri, enflasyon düzeyi, cari açık, istihdam dış ticaret hacmi gibi göstergeler ve üretim verileri değerlendirmeye alınmıştır. Söz konusu göstergeler üzerinden makroekonomik analiz yapılmıştır. Çalışmanın sonuçları bakıldığında şu sonuçlar ile karşılaşılmıştır:

Pandemi sürecinde merkezi yönetimin borç yükü, üretim ve istihdam seviyeleri, hanehalkı ile işletme gelirleri, ihracat, cari işlemler dengesi ve bütçe açıklarının olumsuz yönde etkilendiğini ve bunun ekonomik gerilemeye neden olduğunu ortaya koymuştur.

Söz konusu verilerin olumsuz etkileri nedeniyle GSYİH' da 400-675 milyar TL kayıp olabileceği tahmin edilmektedir. Çalışmada pandeminin sona ermesinin sorunları hızlı bir şekilde çözmeyeceği bildirilmiştir. Bu nedenle işsizlik sorunlarına ve yıl boyunca büyüyen bir bütçe açığına yol açarak ekonomiyi olumsuz yönde etkilemeye devam edeceği kaydedilmiştir.

Balcı ve Çetin (2020) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye için Covid-19 salgınının istihdam üzerindeki etkileri ele alınmıştır. Ayrıca mevcut dönem içinde hükümetin salgın kapsamında uygulaması gerekli politikalar ile alınması gereken önlemler konusunda çeşitli değerlendirmelere yer verilmiştir. Araştırma kapsamında Türkiye ekonomisine ait enflasyon faiz, ekonomik büyüme oranları ile kamu maliyesi göstergeleri, dış ticaret dengesi, cari açık, üretim, istihdam oranı verileri detaylı biçimde incelenmiştir. İncelenen verilere kapsamında bu göstergeler üzerinden makroekonomik analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın bulguları, pandemi döneminde üretim ve

istihdam düzeyleri, merkezi yönetimin toplam borç yükü, hanehalkı ve işletme gelirleri, cari işlemler dengesi, ihracat ve bütçe açıklarına ilişkin verilerin olumsuz yönde etkilendiğini ve bu durumun ekonomik daralmaya yol açtığı sonucuna varıldığı hususunda tespite yer verilmiştir.

Duran ve Acar (2020:57) tarafından gerçekleştirilen "Virüsün Dünyada Ne Yaptığı: Covid-19 Salgınının Makroekonomik Etkisi" başlıklı araştırmada, Covid-19 salgınının küresel ekonomi üzerindeki sektörel etkileri analiz edilmiştir. Salgının, bankacılık, imalat, finans, tedarik zinciri, turizm, enerji, kamu ve hava taşımacılığı gibi alanlar üzerindeki yansımaları ayrıntılı biçimde incelenmiştir. Çalışmada, önlemlerin alınması kapsamında hemen hemen tüm sektörleri içine alan ve ekonomide oluşan hasarın onarılarak hızlandırmaya çalışılmaktadır. Fakat çalışmanın sonucunda ulaşılan karşılaştırmalı veriler, söz konusu sektörlerin tamamının pandemi sırasında olumsuz etkilendiğini göstermektedir. Uluslararası Çalışma Örgütü (International Labour Organization, ILO) tarafından salgın sonucunda 5 ila 25 milyon kişinin işini kaybedeceği tahmin edilmiştir. Ayrıca IMF, pandemi boyunca resesyon yaşanabileceğini öngörmüştür. Çalışma sonucunda elde edilen sonuçların insanlar üzerinde psikolojik ve sosyokültürel etki yaratabileceği ve ekonomide oluşabilecek etkinin daha derin olabileceği ifade edilmiştir.

Hamamcı ve Şahinoğlu (2020), Türkiye ile birlikte yükselen 21 piyasa ekonomisini makroekonomik performansı açısından analiz ederek açıklık getirmeye çalışmıştır. Ele alınan çalışma da makroekonomik değişkenler olarak enflasyon, istihdam, iktisadi büyüme, bütçe dengesi ve dış ticaret oranı verilerinde istifade edilmiştir. Temel bileşenler analizi, seçilmiş makroekonomik değişkenlerin ağırlıklarının belirlenmesinde yöntem olarak kullanılmıştır. 2000-2008, 2009-2011 ve 2012-2017 alt dönemleri ayrı ayrı ele alınarak, 2008 yılında meydana gelen küresel finans krizinin ekonomik performans üzerindeki etkileri ortaya konulmaya çalışılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, Çin, Peru ve Nijerya sırasıyla makroekonomik performans bakımından en güçlü olan ülkelerdir. Diğer yandan yapılan çalışma, en düşük performansa sahip ülkelerin ise Mısır, Sırbistan ve Ukrayna olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye, makroekonomik performans bakımından örneklemde yer alan ülkeler arasında 19. sırada konumlanmıştır. Diğer taraftan incelenen alt dönemlerde Türkiye'nin makroekonomik performansının beklentilerin altında kaldığı tespit edilmiştir.

Kavlak vd. (2021), Covid-19 salgınının Euro Bölgesi'nde enflasyon, ekonomik büyüme, sanayi üretimi ve işsizlik üzerindeki etkilerini incelemiştir. Analizden çıkan veriler, harita ortamına Coğrafi Bilgi Sistemi (CBS) aracılığıyla aktarılmıştır. Araştırma sonucunda elde edilen bulgulara göre, Euro Bölgesi ülkelerinin ekonomilerinin 2020 yılının ilk çeyreğinde olumsuz yönde etkilendiği, ikinci çeyrekte ise bu olumsuz etkinin daha da derinleşerek tepe seviyesine ulaştığı tespit edilmiştir. Ayrıca 2020 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin yapılan araştırma neticesinde bir toparlanma meydana geldiği tespit edilerek aktarılmıştır. Bilhassa sanayi, turizm ve diğer sektörlerin ekonomik anlamda daraldığını belirtmişlerdir. Ayrıca bu sektörler özelinde istihdam edilen kişilerin işsiz kaldığı yönünde birtakım sonuçlara ulaşıldığını beyan etmişlerdir.

Küçükbay vd. (2021), COVID-19 salgınının küresel ekonomi üzerindeki etkilerini Avrupa, Asya, Kuzey Amerika, Güney Amerika, Orta Amerika ve Orta Doğu ülkeleri kapsamında incelemiştir. Araştırmada, IMF veri tabanından elde edilen veriler eşleştirilmiştir. Yapılan eşleştirme ile birlikte T-testi ile Wilcoxon testi kullanılarak değerlendirilmiştir. Yine yapılan araştırmaya göre salgın öncesi yıl olan 2019 yılı salgın öncesi yıl olarak belirlenmiş olup 2020 yılı ise salgın dönemi olarak tanımlanmıştır. Ulaşılan bulgulara göre, öncelikle salgının sağlık sektörünü etkilediği sonrasında ise alınan tedbirler sonucunda ekonomik bir kriz ortamının oluştuğu neticesine varılmıştır. Dolayısıyla işyerlerinin kapandığı, tedarik zincirlerindeki kopukluklar ile birlikte işgücü piyasasındaki yaşanan sorunlar neticesinde üretimin azalması ve buna benzer birçok olumsuz sonuç yaşanmıştır. Yapılan çalışma kapsamında GSYİH tarafında Covid-19 salgını öncesi ve sonrası dönemin arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir fark olduğu belirtilmiştir. Ayrıca TÜFE ve cari açık açısından irdelendiğinde ise salgının yaşandığı dönem öncesi ve salgının yaşandığı dönem arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmadığına yönelik sonuç çıkarılmıştır. Son kertede ise ise meydana gelen küresel salgın küresel ekonomik büyüme oranları bakımından olumsuz etkide bulunduğuna yönelik çıkarımda bulunulmuştur.

Pehlivan vd. (2021: 127) tarafından yapılan çalışma kapsamında Covid-19 salgınının birtakım seçilmiş ülkeler ve Türkiye tarafından ele alınan politikalar üzerindeki makroekonomik açıdan etkileri analiz edilmeye çalışılmıştır. Yapılan bu çalışma kapsamında salgın karşısında uygulamaya alınan maliye ve para politikası önlemlerinin hangileri olacağı ve uygulanacak olan politikaların hangisinin daha etkili olacağı

değerlendirilmiştir. Söz konusu çalışmanın sonucuna göre daha fazla faydalanılan politikanın maliye politikası olduğu sonucuna varılmıştır.

Han vd. (2022), pandemiden önce ve sonrası dönem için ekonomilerin verdiği tepkilerin nasıl olacağını belirlemek maksadıyla Türkiye ekonomisini deneysel olarak incelemeye almışlardır. Yapılan çalışmaya göre, 2019 yılı Ocak ayı ile 2021 Ağustos ayı dönemi verileri kullanılmıştır. Bu veriler, T-testi ve Mann Whitney U testi yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir. Analiz bulguları, pandeminin Türkiye'de makro düzeydeki ekonomik göstergelere olumsuz yansıdığını ortaya koymaktadır.

Kete ve Karasaç (2022) tarafından gerçekleştirilen araştırmada, pandeminin Türkiye ve Avrupa Birliği ülkelerinin ekonomik görünümüne olan yansımaları incelenmiştir. Bu kapsamda değerlendirme aracı olarak Complex Proportional Assessment (COPRAS) yöntemi kullanılmıştır. Ekonomik performansın ölçümünde GSYH büyüme oranı, kişi başına düşen GSYH, cari işlemler dengesi, işsizlik oranı, bütçe dengesi, genel yönetim borç stoku ve enflasyon oranı gibi makroekonomik göstergeler dikkate alınmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, incelenen ülkeler arasında Slovenya en yüksek makroekonomik performansa sahip ülkedir. Bunu Danimarka ve Almanya izlemiştir. Buna karşılık, en düşük performans gösteren ülkeler Türkiye, Güney Kıbrıs Rum Yönetimi ve Yunanistan olarak saptanmıştır.

Aydın ve Karabacak (2020) tarafından yürütülen çalışmada, COVID-19'un küresel makroekonomik etkileri incelenmiştir. Yapılan incelemeye göre, farklı ülkelerin makroekonomik göstergelerinde ortaya çıkan şokların genel bir görünümü sunulmuştur. Araştırma kapsamına Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Çin, Hindistan, İtalya, İspanya, Fransa ve Almanya dahil edilmiştir. Çalışmada bu ülkelerin aldıkları önlemler ayrıntılı biçimde ele alınmıştır. Ancak söz konusu önlemlerin ekonomik etkileri tamamen ortadan kaldıramadığı sonucuna ulaşılmıştır. Salgının sürmesi nedeniyle nihai etkiler henüz kesin olarak ortaya konulamamış olmakla birlikte sonuçlarının 2022 yılının ortalarına kadar devam etmesinin beklendiği belirtilmiştir. Hükümetlerin temel hedefi ise, küresel ölçekte iş birliği ile ekonomiyi yeniden canlandırarak "V" tipi bir toparlanma sürecini başlatmaktır.

2. MERKEZ BANKALARININ PERFORMANSI: ANALİTİK ÇERÇEVE

2.1. Merkez Bankacılığının Tarihçesi

Bankacılık sisteminin ilk ortaya çıkışı ekonomide takas sisteminin olduğu ve Tapınak Bankalarının olduğu döneme dayanmaktadır. Mevcut dönemde fazla hasat tapınaklarda saklanmaktaydı. Ayrıca tapınak rahipleri artan mevduatları gelir elde etmek maksadıyla ihtiyacı olanlara kredi olarak vermekteydiler. Bu sayede bankacılık sisteminin kurulduğu dönem yaklaşık olarak M.Ö 3500 yılına denk gelmekte ve Sümerlerde kurulan "Maket" adıyla isimlendirilen tapınakların olduğu söylenebilir. Takas ekonomisi ise madeni paraların bulunuşuyla bitmiş ve yerini gümüş, altın, ve bakır veya karışımlarından elde edilmiş madenler para yerine geçmiştir. Zaman geçtikçe madeni para için taşıma ve saklama açısından yaşanan zorluklar nedeniyle kağıt para kullanılmaya başlanmıştır. Kağıt paranın ilk ortaya çıkışı ve paranın bastırıldığı ülke Çin olmuştur. Avrupa ise Venedikli gezgin Marco Polo'nun seyahatleri neticesinde kağıt para ile tanışmıştır. Polo seyahatlerinin yazılı olduğu kitabında Çin'de kağıt para kullanımını ve bu sistemin Avrupa'daki altın ve gümüş sikkelerden farkını detaylıca anlatmıştır. Venedikli para tüccarları olan bankerler 13. yüzyıldan itibaren, ticari işlemlerde para yerine kullanılabilecek nitelikte kağıt senetler ortaya çıkarmaya başlamıştır. Tüccarlar, altın ve diğer madeni paraları yanlarında taşımak istemediklerinden, bu varlıklarını bankerlere teslim etmiş ve karşılığında bankerler tarafından düzenlenen senetleri almışlardır. Söz konusu senetler, mal ve hizmet alım ve satımında ödeme aracı olarak işlev görmüştür. Böylelikle ticaretin kolaylaşmasına katkıda bulunmuştur. Diğer yandan senetleri kabul eden tüccarlar, bunları tekrar bankerlere ibraz ederek karşılığında altın ya da madeni para ile değişim yapabilmişlerdir. Bu uygulama, kağıt paranın işlevini üstlenen ilk örneklerden biri olarak, bankacılığın ve finansal sistemin gelişiminde önemli bir aşamanın dayanak noktası halini almıştır.

Bankerlerin güvenirliliğine göre dolaşımdaki senetler hızlıca bozdurulurdu veyahut dolaşımda kalmaya devam ederdi. Çünkü yine banka kelimesinin kökenine inildiğinde İtalyanca "banca" kelimesinden geldiği görülmektedir. Banca kelimesinin ortaya çıkışı şöyledir. Orta çağ İtalya'sında bir masa etrafında borç verme ve para değişimi işlemleri yapılmakta olmasından kaynaklı ileri gelen bir kelimedir. Daha sonra bu masalar, daha

geniş bir finansal kuruluşa dönüştü ve "banca" kelimesi, finans sektörü ile sıkı bir şekilde ilişkilendirildi (Ertan, 2019).

Merkez bankalarının tarihsel kökeni incelendiğinde, bu kurumların başlangıçta günümüzdeki anlamıyla kamu yararını gözeten, kar amacı gütmeyen yapılar olarak çıkmasından ziyade esasen özel nitelikli ticari bankalar şeklinde ortaya çıktığı görülmektedir. Merkez bankalarının ortaya çıkış sürecinde iki temel unsur belirleyici olmuştur. Bunlardan birincisi ticari hayatın gelişmesiyle birlikte sermaye hareketlerini güvence altına alacak ve finansal işlemleri kolaylaştıracak güçlü kurumlara duyulan ihtiyacın ön plana çıkmış olmasıdır. İkinci olarak da devletlerin özellikle savaş dönemlerinde artan kamu harcamalarını finanse edebilmek için yoğun miktarda kağıt para basmaları sonucunda ortaya çıkan yüksek enflasyondur. Bu durum dolaysıyla daha güvenilir ve istikrarlı bir parasal yapının gerekliliğini gündeme getirmiştir. Bu koşullar altında, devlet müdahalesinden kısmen bağımsız faaliyet gösterebilen ve ihraç ettikleri banknotların altın gibi değerli metallere çevrilebilir olmasını sağlayarak toplumsal güven tesis eden kuruluşların varlığı kritik bir önem kazanmıştır. Bu kapsamda merkez bankalarının tarihsel olarak ortaya çıkış serüveni hem ticari gerekliliklerin hem de mali disiplin ihtiyacının bir araya gelmesiyle şekillenmiştir. Böylece bu kurumlar da zaman geçtikçe parasal istikrarın sağlanmasında temel aktörler haline gelmiştir.

Merkez bankaları ulusal para politikalarının uygulanması ve kontrolünden sorumlu olmuşlardır. 17. yy'ın ortalarından itibaren faaliyette bulunmaya başlamış ve o zamandan bu yana ülkelerin siyasi, toplumsal ve ekonomik düzel ve ihtiyaçlarına bağlı olarak ilerleme göstermiştir. İktisat tarihini inceleyen bilim inşaları tarafından, 1850 yılından sonraki dönem ise merkez bankacılığı açısından modern dönem olarak adlandırmaktadır. İngiltere İsveç, Hollanda, Finlandiya, Fransa, ve Portekiz merkez bankalarının kuruluşu savaş dönemine denk gelmektedir. Diğer yandan Avusturya, Norveç ve Danimarka merkez bankaları, savaşların hemen ardından kurulmuş kurumlar arasında yer almaktadır. Merkez bankalarının savaş dönemlerinin ortasında faaliyete geçmesinin temel nedeni, savaştan kaynaklı harcamaların finansmanını sağlama gerekliliğidir. Örneğin, başlangıçta özel bir banka olarak faaliyet gösteren İsveç Merkez Bankası, 1668 yılında gerçekleştirilen yeniden yapılanma sonucunda devlet bankası statüsü kazanarak merkez bankası niteliği kazanmıştır. Bununla birlikte, savaş dönemlerinde finansman desteği kapsamında kaynak oluşturması sebebiyle, tarihsel

açıdan en eski banka olarak dünyada yerini almıştır. İngiliz iktisatçı Walter Bagehot ise "Lombard Street: A Description of the Money Market" adlı eserinde, İngiltere Merkez Bankası'ndan aldığı ilham ile kriz dönemlerinde merkez bankalarının "nihai kredi mercii" olarak üstlendiği hayati rolü vurgulamış ve modern merkez bankacılığının temellerini gündeme getirmiştir (Sümer, 2019).

1873 yılında Almaya, Danimarka, Norveç, İsveç ve hemen ardından diğer ülke merkez bankaları da sadece altın rezerv karşılığında para basarak altın standardını uygulamaya geçmişlerdir. Bu süreçle birlikte, farklı ülkelerin para birimleri uluslararası ticarette kullanılmaya başlanmıştır. İlgili dönemde para politikası araçları etkin biçimde uygulanmış ve merkez bankalarının öncelikli amacı, paranın altına dönüştürülme hususunu güvence altına almak suretiyle hem iç hem de dış değerini korumak altına almak olmuştur. Merkez bankalarının bu hedefe ulaşmak için, faiz oranlarını yönlendirme görevini üstlenmiştir. Ayrıca altın rezervlerini de doğrudan müdahale aracı olarak kullanır hale gelmişlerdir. Uygulamada altın alımları yoluyla bir yandan piyasadaki para arzı daraltılarak faiz oranlarının yükselmesi sağlanırken diğer yandan altın satışları yoluyla piyasaya likidite enjekte edilerek faizlerdeki ani ve aşırı yükselişlerin sınırlandırılması amaçlanmıştır. Bu uygulama mevcut dönemde hem fiyat istikrarını sağlamayı hem de döviz kuru dengesini korumayı sağlar hale getirmiştir. Merkez bankalarının söz konusu politikaları etkili biçimde uygulayabilmesi için gelişmiş ve işlevsel kısa vadeli para piyasalarının varlığı zorunlu hale gelmiştir. Bu dönemin en önemli özelliği merkez bankaları hükümetlerden ayrı bir şekilde (bağımsız) hareket ederek ticari rekabetten uzak durmuş olup daha büyük bir rol üstlenerek bankaların bankası konumuna geçmiştir (Önder, 2005).

1929 yılına gelindiğinde ABD ihracatı ithalatını aşmış talep fazlası olan ve dünyanın kredi sağlayan ülkesi haline gelmişti. 1920'lerde turizm endüstrisinin gelişim gösterdiği Florida emlak yatırımının cazip olduğu, borsa yatırımlarının artar hale gelerek emlak fiyatlarının yükseldiği bir eyalet haline gelmiştir. Emlak piyasasına olan talep arttıkça kredilerin ucuzlaması sonucu talep artmış olup emlak fiyatları kısa vadede dört katına yükselmiştir. Kısa bir süre sonra fiyatların artmasından dolayı emlak piyasasına olan ilgi azalarak yatırım sahipleri karını kaybetmemek için bu emlakları satmaya başlamıştır. Piyasada ortaya çıkan panik atmosferinin yanı sıra, art arda gerçekleşen kasırgalar, gelgit felaketleri ve Akdeniz meyve sineği istilası ile birlikte narenciye

endüstrisinin çöküşü emlak piyasasının sarsılmasına yol açmıştır. Bu süreçte Florida'da yaşanan emlak krizi, 1929'da patlak veren Büyük Buhran'a doğru ilerlerken, spekülatif faaliyetlerin sonucunda oluşan piyasa balonunun en çarpıcı örneklerinden biri olarak kabul edilmektedir.

1928 yılının başlarında, borsada işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerleri temettü gelirlerinin üzerine çıkarak, hisse senedi yatırımlarını daha cazip hale getirmiştir. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED), o dönemde bankalar için %6 oranında sağladığı fonlar mevcuttur. Ticari bankalar bu kaynakları hisse senedi alımı yapan aracı kurumlara yüzde 12 faiz oranıyla aktarmaktaydı. Bu durum, aracı kurumların finansman imkanlarını genişleterek daha fazla hisse senedi alımı yapmalarına olanak tanımıştır. FED piyasa faiz oranlarını artırma yoluna giderek müdahale bulunmuş olmasına rağmen etkili olamadı. Nihayet 3 Ekim 1929 yılında borsa krizin derinleşmesiyle işlemlerini durdurdu. 24-29 Ekim arasında borsanın dip noktasını görmesiyle birlikte piyasadaki likidite darlığı ve bu nedenle ithalata getirilen vergiler ile reel sektörde daralma yaşanarak işsizliğin meydana gelmesiyle sonuçlanmıştır. 1929 finansal piyasa krizi ile altın standardı sisteminde olan ABD, bu dönemde altın rezervi de düştüğünden altın karşılığı olmayan parayı basmaktan kaçınmıştır. Dolayısıyla piyasadaki likidite kıtlığı da krizin daha da artmasına neden olan sebeplerden biri olmuştur. 1929 yılındaki krizde merkez bankaları politikalarına büyük eleştiriler yapılmıştır. Mesela Milton Friedman, 1929 krizinde FED' in para arzını doğru zamanda gevşetmediğinden dolayı yaşandığını belirtmiştir. Eğer doğru zamanda piyasada genişletici para politikası uygulanmış olunsa basit bir resesyonun yaşanacağını dile getirmiştir (Ertan, 2019).

1929 yılında yaşanan Büyük Buhran'ın ardından, Keynesyen iktisat yaklaşımının etkisiyle merkez bankalarına yalnızca parasal istikrarın sağlanması ziyade, aynı zamanda büyüme ve tam istihdamın desteklenmesini gözetme görevi verilmiştir. Bu doğrultuda merkez bankaları, para politikasının uygulanması, bankacılık paniklerinin hafifletilmesi suretiyle finansal istikrarın korunması, bankaların düzenlenmesi ve denetlenmesi ile ödeme sistemlerinin geliştirilmesi gibi geniş sorumluluk görevi üstlenen ekonomik anlamda düzenleyici yapılar haline gelmiştir (Fischer, 1995).

1914-1945 yılları arasında iki dünya savaşının meydana gelmesi dünya ekonomisini derinden sarsmıştır. 1914 yılında savaşın yaşanması sebebiyle finansal piyasalarda şok etkisi yaratmıştır. İngiltere'de bankanın varlıkları diğer ülkelere kredi olarak verilmiş olup yükümlülüklerinin de yurtiçinde toplanan varlıklardan oluşması savaşın başlaması sonucu İngiltere Menkul Kıymetler Borsası'nın 31 Temmuz itibariyle kapanmasına neden olmuştur. Menkul kıymet borsalarının faaliyetleri birçok ülkede durdurulmuştur. Diğer ülkeler bankalara olan borçlarını ödeyememiş ve teminat olarak gösterilen menkul kıymetlerin değerlerinde yaşanan ciddi düşüşler sonucunda borçların ertelenmesine yönelik düzenleme kararı alınmıştır. Merkez bankaları, ilk aşamada altın standardına devam ederek oluşan panik havasını yatıştırmak amacıyla piyasalara likidite sağlamışlardır. Ancak, altın zamanla ödemeler dengesi açıkları ve savaş harcamalarının finansmanında kullanılmaya başlanmış ve bu nedenle dolaşım mekanizmasından kaldırılmıştır. Merkez bankaları hükümetlerin savaş finansmanı için ihtiyacı olan parayı altından bağımsız olarak karşılıksız kağıt para basarak kredi kullandırmaya başlamışlardır. Savaşın devam ettiği süreçte liberal ekonomi anlayışı yerine sermaye hareketlerine müdahale eden bir anlayış meydana gelmiştir. Bütçe açıklarının finansmanı için kağıt para basılması sonucu enflasyon yükselmiş ve böylece nominal faizler de yükselerek borç/GSYİH oranları yükselmiştir. Artan hükümet açıklarının parasal bir boyut kazanması hiperenflasyonist gelişmelere neden olmuştur. Dolayısıyla savaştan sonraki dönemde her ülke tecrübeleri doğrultusunda kendilerine uygun amaçları gerçekleştirebilmek için merkez banklarının nasıl bir yol haritası izleyeceği noktasında tahlil etmeye başlamıştır. Sonuç olarak, merkez bankası bağımsızlığı konusunda iki temel çıkarım elde edilmiştir. İlk olarak, merkez bankasının hükümetle olan ilişkilerinde iç politik baskılardan uzak bir duruş sergilemesi gerekmektedir. İkinci olarak ise, kamu maliyesinde istikrar sağlanmadan parasal istikrarın sürdürülebilmesi mümkün değildir (Önder, 2005).

Diğer taraftan 1929 yılından 1973 yılına kadar keynesyen politikalar devam ederken 1973 yılında yaşanan petrol şokları nedeniyle stagflasyon (yüksek enflasyon ile işsizliğin beraber yaşanması) meydana gelmiştir. Ekonominin talep cephesinden gelen şoklara cevap verebilen keynesyen politikalar bu dönemde ekonomi üzerinde etkisini gösterememiştir. Bu doğrultuda, Büyük Buhran sonrasında ekonomi literatüründe hakimiyet kazanan ve Phillips (1958) tarafından sunulan yüksek enflasyon ile düşük

işsizlik arasındaki negatif yönlü ilişki çeşitli eleştirilerin odağı haline gelmiştir. Friedman (1969) ve Phelps (1973) ise, söz konusu ilişkinin yalnızca kısa vadede geçerli olabileceğini, uzun vadede ise böyle bir ilişkinin varlığından söz etmenin mümkün olmadığını ileri sürmüşlerdir (Sümer, 2019).

Öte yandan 1973'lere gelindiğinde talebin ve istihdamın artması sonucu girdi fiyatları da yükselmiştir. 15 Ekim 1973 yılında OPEC'in petrol fiyatlarını yükseltmesiyle kriz meydana gelmiştir. Ülkeler yüksek işsizliğe karşı genişletici politikalar izlemeleri sonucu işsizlik düşmediği gibi uyguladıkları genişletici politikalar sebebiyle enflasyon oranları yüksek seviyelere tırmanmıştır. İlgili dönemde yaşanan yüksek enflasyona yönelik merkez bankalarının uygulamış olduğu politikalar başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Sonrasında akademik camiada araştırma konusu gündeme gelmiştir. Bu doğrultuda "akılcı (rasyonel) beklentiler ve "zaman tutarsızlığı" kavramları ön plana çıkmıştır. Fynn Kydland ve Edward Prescott 1977 yılında zaman tutarsızlığı hakkında yayımladıkları çalışmada bu kavramların merkez bankasının bağımsızlığı açısından önem arz ettiğini vurgulamışlardır. Bu anlayışa göre uzun vadede düşük enflasyon hedefinin sağlanması ve sürdürme hedefi için merkez bankalarının bağımsız oluşuna ihtiyaç vardır. Zaman içerisinde düşüncelerin, önceliklerin ve tercihlerinin sürekli değişmemesi, kamu nezdinde güvenilirliği artırmakta ve beklentileri yönlendirme kapasitesini en üst seviyeye taşımaktadır. Bu bakımdan, fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda uzun vadeli politikalar tasarlayan ve uygulayacağı politikalara dair tutarlı taahhütler sunan bir merkez bankasının varlığı, zaman tutarsızlığı ve güven sorunlarının azaltılmasında önemli rol oynamaktadır. II. Dünya Savaşı sonrasında oluşturulan Bretton Woods Sistemi'nin belirli uygulamaları ile 1973–74 ve 1978–79 yıllarında yaşanan petrol krizlerinin etkisiyle yaşanan fiyat dalgalanmaları, merkez bankalarının mücadele etmek zorunda kaldığı başlıca ekonomik sorunlar arasında yer almıştır. Bu sebeple, kurumsal yapıları farklılık gösterse dahi merkez bankaları, öncelikli olarak fiyat istikrarını sağlamayı birincil (temel) amaç olarak benimsemişlerdir. Temel amacın fiyat istikrarı olarak benimsenmesinden sonra makroekonomik dengeleri korumayı amaç edinmişlerdir. Diğer yandan Bretton Woods dönemi ile 1970'li yıllarda ise parasal hedefleme yaklaşımı benimsenmiştir. Yaşanan bu ekonomik dalgalanmalar, para politikasının bağımsız ve aynı zamanda hesap verebilir bir merkez bankası tarafından yürütülmesi ihtiyacını gündeme getirmiştir. Bu çerçevede, merkez bankası bağımsızlığı

kavramı, para politikasının siyasal kaygılardan bağımsız biçimde tasarlanması ve uygulanmasını ifade etmektedir. Fakat bu durum, siyasal otoritenin para politikası konusunda görüş beyan etmesini bütünüyle engellememektedir.

Diğer taraftan, merkez bankasının bağımsızlığının artırılması, tek amaç olarak belirlenen fiyat istikrarının kesin bir biçimde sağlanacağı anlamına gelmemektedir. Zira çıktı açığının dikkate alındığı koşullarda, enflasyonun düşürülmesi yalnızca merkez bankasının kararlarıyla garanti edilebilip sonuca gidilebilecek bir durumdan ibaret değildir. Dolayısıyla fiyat istikrarının sürdürülebilirliği, merkez bankası uygulamalarının ötesinde makroekonomik koşullar ve yapısal faktörlere de bağlıdır (Ertan, 2019).

2008 yılında ABD'de finansal bakımdan büyük olarak gösterilen Lehman Brothers gibi bankaların iflas etmesiyle birlikte tüm ekonomide resesyon olarak adlandırılan dönem başlamış ve uluslararası ekonomik ilişkiler yapış sisteminde karşılık olarak artan ekonomik bağımlılığın etkisiyle bu durum küresel bir krize dönüşmüştür. 1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin hız kazanması ve 2002–2005 döneminde genişletici para politikası uygulamaları, kredi sağlama olanaklarını önemli ölçüde artırmıştır. Bilhassa, krediye kolay ulaşım sağlayan hanehalkları kolay ulaşım sağladıkları kredilerle aşırı borç altına girerek konut ve emlak fiyatlarının hızlı yükselişi söz konusu olmuştur. Dolayısıyla 2006 yılından sonra alınan kredilerin geri ödemesinde birtakım sorunlar yaşanır hale gelerek ipotek edilen borçların hacizleri artar bir vaziyet almıştır. Bu durum, bankaların mali sıkıntılar yaşaması sonucu finans piyasalarında negatif yönde etki yaratmıştır. Amerika Birleşik Devletleri'nin yanı sıra İngiltere, Japonya ve Avrupa Merkez Bankası da fiyat istikrarı hedefiyle çelişmeyecek şekilde, ekonomik büyümenin desteklenmesi ve istihdamın artırılmasını amaçlayan para politikalarını uygulamaya koymuştur.

Amerikan Merkez Bankası (FED), 2009 yılında politika faiz oranını %0–%0,25 aralığına indirerek "nicel gevşeme" programı (finansal sistemdeki para arzını artırmak ve büyümeyi desteklemek amacıyla likidite artıma politikası) çerçevesinde bilançosunu yaklaşık 3,5 trilyon dolar büyütmüştür. İngiltere Merkez Bankası (BOE) ise aynı dönemde "nicel gevşeme" ile birlikte "kredi için fonlama mekanizması" uygulamalarını hayata geçirmiştir. Japonya Merkez Bankası (BOJ) tarafından "kapsamlı parasal

gevşeme" ve "nicel gevşeme" programları yürütülmüştür. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise Almanya'nın parasal gevşemeye yönelik temkinli yaklaşımı nedeniyle başlangıçta sınırlı adımlar atmıştır. Bu tedbirli yaklaşıma rağmen ilerleyen yıllarda parasal genişleme politikalarına daha sıkı şekilde yönelmiştir. Ayrıca 2014 yılında, mevduat faiz oranını %0 seviyesinden -%0,10 düzeyine çekmiş ve "tahvil alım programı" kapsamında yaklaşık 400 milyar avro tutarında varlık alımı gerçekleştirmiştir. Uygulanan genişletici para politikaları nedeniyle piyasada likidite bolluğu yaşanmıştır. Bu fazla olan likidite faiz oranlarının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımları olarak tabir edilen kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları olarak akmıştır. Gelişmekte olan ülkelere akan sermaye yatırımları maliyetin düşük olması ve finans sektöründe likiditenin bollaşması sebebiyle yurtiçinde verilen kredilerin artmasına olanak tanımıştır. Bu durum, yerli paranın değerlenmesine neden olup cari işlemler açığının artmasıyla sonuçlanmıştır. Nitekim gelişmekte olan ülkelere krizin yansıması ve çıkışı daha kolay olurken, aynı zamanda gelişmekte olan ülkeler için parasal genişlemenin doğuracağı menfi etkileri uyguladıkları maliye politikalarıyla dengelemişlerdir (Sümer, 2019).

2.2. Merkez Bankalarının Görevleri

Para politikaları ülkenin sosyo-ekonomik durumu ve merkez bankalarının bağımsız olup olmamasına göre ülkeden ülkeye farlılık göstermektedir. Para politikası, merkez bankasının para veya benzeri likit araçlar yaratarak ekonomide likidite sağlama kontrolü ile bugünkü ve gelecekteki milli geliri etkilemeye çalışmaktadır. Merkez bankaları aynı zamanda faiz oranları ile sermaye giriş ve çıkışlarını da etkilemeye çalışır. Para politikası; temel olarak gösterge niteliğinde olan makroekonomik hedeflere (enflasyon, büyüme, işsizlik, ödemeler dengesi, finansal istikrar) ulaşabilmek için para arzı ve faiz oranları üzerinde değişiklik yaparak ekonominin yönünün etkilemeyi amaçlayan uygulamalardır. Bu doğrultuda, reeskont politikası, açık piyasa işlemleri, swap ve zorunlu karşılık oranları (mevduat munzam karşılıkları) temel para politikası araçları olarak zorunlu karşılık oranları (mevduat munzam karşılıkları) söz konusu hedeflere ulaşmak için kullanılır (Engin, 2011).

2.2.1. Fiyat İstikrarı

1970'li yıllarda yaşanan stagflasyon krizinden sonra dünya genelinde enflasyonun maliyeti oldukça yüksek seyretmesiyle beraber merkez bankaları için fiyatlarda istikrarın sağlanması öncelikli hale gelmiştir. Hakeza merkez bankalarının ekonomideki rolü de bu dönemde artmıştır (Gül ve Gürbüz).

Söz konusu dönemde, Keynesyen ekonomi politikaları kapsamında ters yönlü ilişki içinde olduğu kabul edilen enflasyon ve işsizlik sorunlarının eş zamanlı olarak ortaya çıkması, iktisat teorisi ile politika uygulamalarında enflasyonu kontrol altına almaya yönelik yeni yöntem ve yaklaşımların geliştirilmesini zorunlu kılmıştır. Phillips eğrisinin öğretisi olan yüksek enflasyon döneminde düşük işsizlik veya yüksek işsizlik döneminde düşük enflasyon anlayışına dayalı değiş-tokuş ilişkisi OPEC 1974 yılında petrole yönelik uyguladığı ambargoya bağlı olarak arz tarafında şoklar meydana gelmiş ve bunun sonucunda stagflasyon krizi yaşanarak kabul görülen enflasyon-işsizlik teorisi ortadan kalkmıştır. Bu çerçevede, enflasyon ile işsizlik sorunlarının eş zamanlı biçimde yaşanması, Keynesyen iktisat politikalarının ciddi biçimde eleştirilmesine yol açmıştır. Sonuç olarak Milton Friedman'ın öncüsü olduğu monetarist ekolün içinden gelen Yeni Klasik İktisat'ın deneylediği güçlü ampirik bulgular içeren tezlerle keynesyen iktisat politikaları sorgulanmıştır. Bu doğrultuda enflasyonu önlemeye yönelik uygulanan politikalar üretim ve istihdam maliyetlerini minimize edecek şekilde para politikasının ayarlanması ve yürütülmesine yönelik yeni yaklaşımlar geliştirilmiştir. Asıl olarak para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarı diyen yeni makroekonomik görüşe göre fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedefleme stratejilerini de kapsamaktadır (Özdemir, 2005).

Para politikasının fiyat istikrarını sağlayıp ve istikrarı sürdürmesine yönelik olarak oluşturulan ve yapısal bir çerçeveye dayanan Enflasyon hedeflemesi rejimi, modern strateji şeklinde tanımlanmaktadır. Diğer taraftan fiyat istikrarı, bireylerin yaptıkları tasarruf, yatırım ve tüketim kararlarını verirken enflasyonu önemseme ihtiyacı hissetmeyecekleri kadar düşük düzeyde tutulan bir oran olarak kabul görmektedir. Bu bağlamda, gelişmiş ekonomilerde fiyat istikrarı genellikle %1 ile %3 arasında değişen enflasyon oranlarıyla ilişkilendirilmektedir. Fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomik ortamda, ekonomik aktörler enflasyon oranında artış beklemedikleri için kararlarını

uzun vadeli öngörülerle uyumlu biçimde şekillendirebilmektedir. Yani ekonomik aktörlerin enflasyon beklentileriyle ekonomik karar alıcı otoritelerin enflasyon beklentileri uyumlu hale gelmektedir (TCMB, 2006).

Fiyatlar genel seviyesinde artış veya azalış olarak değişmeler meydana gelebilir. Enflasyon, fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen devamlı artışlar olarak tanımlanır. Diğer taraftan fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen devamlı düşüşler ise deflasyon olarak tanımlanır. Bu iki durum istikrarsızlık olarak ifade edilmektedir. Ancak ülkeler son yıllarda daha çok enflasyonla mücadele etmektedir. Esas olarak fiyat istikrarı, iktisat politikasının temel amaçlarından biridir. Fiyatlar genel seviyesinde belirlenmiş hedefleri kapsamında dar bir enflasyon aralığında istikrarlı bir biçimde sürdürülmesi gerektiği anlamına da gelmektedir. Bu sebeple enflasyon dar bir bant aralığında ve düşük bir seyir halinde olması lazımdır. Bu doğrultuda 1980 yıllardan itibaren düşük enflasyon hedefi, ekonominin gelişebilmesi için alınabilmiş en iyi önlem olarak görülmüştür. Özellikle o dönemdeki en etkin iktisat politikasını uygulamanın ve iktisadi büyümeyi desteklemenin en iyi yolu düşük ve istikrarlı bir enflasyon ortamının varlığı ile ilişkilendirilmektedir. Böylece düşük ve istikrarlı enflasyon iktisat politikasının hedefleri arasında önem kazanmakla kalmayıp en temel hedef olarak görülür hale gelmiştir (Yavuz, 2018).

Mishkin, fiyat istikrarının hem enflasyon hem de deflasyonun yaratacağı olumsuzluklardan kaçınılması gerektiğini vurgulamıştır. Çünkü enflasyonun önlenmesi kadar deflasyonunda önlenmesi oldukça önemlidir. Fiyat istikrarının sağlanamadığı durumlarda bir takım sorunlar meydana gelmektedir. Bu yüzden fiyat istikrarına neden önem verildiğini anlamak son derece önem arz etmektedir.

- Fiyat istikrarının sağlanamadığı durumlarda ekonomideki tüm karar verici aktörler yatırım ve tüketim kararlarını alırken göreli fiyat değişikliklerini kolaylıkla ayırt edememekle birlikte karar vermek için doğru bilgiye de sahip değillerdir. Bu durum büyümenin de azalmasına yol açmaktadır.
- Enflasyonun yüksek ve kalıcı bir nitelik gösterdiği ekonomilerde, yatırımcılar uzun vadeli yatırımlarının getiri oranlarına ek olarak, enflasyonun yol açtığı risk ve belirsizlikleri telafi edebilmek amacıyla ek bir risk primi talep etmektedir. Bu

durumun doğal bir sonucu olarak, risk primi içeren reel faiz oranları görece yüksek düzeyde seyretmektedir.

- Enflasyon, piyasa aktörlerinin geleceğe ilişkin öngörülerini zorlaştırmakta ve belirsizliği artırmaktadır. Bu koşullar altında finansal piyasalar, etkin bir finansal aracılık işlevi üstlenmekte güçlük çekmekte ve kaynakların sağlıklı biçimde yönlendirilmesi engellenmektedir.
- Enflasyonun yüksek bir seyir izlemesi işgücü piyasalarında olumsuz etkiye nede olup etkinliğini azaltarak gelir dağılımında olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.
- Fiyat istikrarının oluşmadığı durumlarda hayata geçirilen politikalara güvensizlik artmakta ve politika yapıcıların tafsilatlı ve uzun vadeli projeksiyonlar dahilinde politika uygulamalarının yolu kapanır.
- Piyasalarda geleceğe yönelik fiyatlamalar yerine fiyatlama davranışlarında geçmişe yönelik endekslemenin ortaya çıkmasına neden olmakta ve enflasyonun atalet kazanması sonucu meydana gelir.
- Enflasyon dönemlerinde, finansal varlıkların değer kaybetmesi nedeniyle bireyler tasarruflarını korumak amacıyla değerli madenler ve gayrimenkul gibi reel varlıklara yönelme eğilimi göstermekte ve bu eğilimin sonucunda finansal sistemin derinliğinin enflasyondan olumsuz biçimde etkilenmesine yol açmaktadır.

Fiyat istikrarının bulunmadığı ekonomilerde enflasyonun yol açtığı maliyetler oldukça yüksek olmaktadır. Bu maliyetlere, faiz getirisi olmayan paranın günlük işlemlerde giderek artan miktarlarda kullanılması sonucu ortaya çıkan kayıplar ile vergi sisteminde meydana gelen bozulmalar da eklenebilmektedir. Enflasyon hızında meydana gelen ani ve öngörülemeyen değişimler, sermaye maliyetlerini artırarak yatırımların optimal seviyenin altına düşmesine neden olmaktadır. Enflasyonun yükselmesiyle birlikte artan vergi yükü, bir yandan sermayenin verimsiz alanlara yönelmesine neden olurken, diğer yandan kurumsal yatırımların üretken sektörlerden uzaklaşmasına ve emek piyasasında dengenin bozulmasına sebep olmaktadır.

Buna mukabil, fiyat istikrarının sağlanması halinde enflasyonun söz konusu olumsuz maliyetleri azalmakta ve ekonominin daha etkin bir şekilde işlemesi mümkün hale gelmektedir. Ayrıca, fiyat artışlarının yüksek seyretmesi ve yapışkan oluşu sebebiyle geleceğe dönük yatırımların ve projelerin uygulanmasını engellemesi söz konusu olabilmektedir. Fiyat istikrarını bir yandan makroekonomik performans açısından, diğer

yandan toplumun iktisadi ve sosyal refahının sürdürülebilirliği açısından da kritik bir unsur haline getirmektedir. Bu doğrultuda, zamanla para politikaları bakımından temel hedefin fiyat istikrarı olduğu yönündeki yaklaşım giderek daha fazla benimsenmiştir. Para teorisi ve politikası alanındaki gelişmeler ile enflasyon konusundaki deneyimler sonucunda, merkez bankaları fiyat istikrarı hedefini istihdam ve ekonomik büyüme hedeflerinin önünde konumlandırmaktadır.

Para politikasını, üretim ve istihdamı artırma ve işsizliği düşürmeyi etkileyecek şekilde uygulanması sonucu üretimde kalıcı bir artış ve işsizlikte kalıcı bir düşüş yerine enflasyon düzeyinde kalıcı bir artış söz konusu olacağından fiyat istikrarı taahhüdü para politikasının öncelikli amacı olarak uygulama alanı bulmuştur. Böylelikle merkez bankalarının politika tercihleri yüksek enflasyonla mücadele kapsamında fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olmuştur (Kılıçkan, 2014)

2.2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi ve Özellikleri

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili birçok çalışma yapılmış olup enflasyon hedeflemesi üzerinde çalışmalar yapan Frederic S. Mishkin para politikası stratejisi kapsamında beş ana unsur açıklamıştır.

- Enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin kamuoyuna ilan edilmesi
- Merkez Bankasının temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği ve diğer hedeflerinin ikinci derecen hedefi olması gerektiğidir.
- Para politikası araçlarının hangilerinin kullanılacağı ve hangi parasal büyüklük ya da döviz kurunun izleneceğinin yanı sıra bu politikaların haricinde geniş kapsamlı göstergelerin de izlenmesinin gerekliliği.
- Para politikasında şeffaflığın artırılması ve artırılmış şeffaflık ile merkez bankasının plan, amaç ve uygulamalarını toplum ve piyasa aktörleriyle paylaşması.
- Hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak için merkez bankasının bağımsızlığı oluşu ve verilen sorumluluğunun arttırılması.

1997 yılında Frederic S. Mishkin ve Ben Bernanke'nin ele aldıkları çalışmalarında, enflasyon hedeflemesi şu şekilde tanımlanmıştır. Devletin, merkez bankasının ya da iki kurumun koordineli bir biçimde hareket ederek belirli bir dönem için enflasyon oranına

ilişkin niceliksel bir hedefin veya hedef aralığının kamuoyuna açıklanması süreci olarak ifade edilmektedir.

Kısaca ifade etmek gerekirse, literatürdeki çalışmalarda enflasyon hedeflemesi, ileriye dönük fiyat istikrarını temin etme amacıyla belirlenen enflasyon oranının kamuya açıklanması esasına dayalı bir politika yaklaşımı olarak öne çıkmaktadır (Gül ve Gürbüz).

2.2.1.2. Enflasyon Hedeflemesinin Uygulamaları: Katı-Esnek Enflasyon Hedeflemesi Tercihi ve Taylor Kuralı

Katı enflasyon hedeflemesi uygulamasında merkez bankaları sadece enflasyon hedefine ulaşmayı amaçlamaktadır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ilk zamanlarda katı enflasyon hedeflemesinin özellikleri incelenmiştir. Anca pratikte katı enflasyon hedeflemesinin uygulanma alanının olmadığı fikrine varılmıştır. Yine katı enflasyon hedeflemesinin çıktı açığı üzerine etkisinin olduğunun farkına varılmasıyla birlikte merkez bankaları için istihdam da önemli bir amaç haline gelen politika konusu olmuştur. Günümüz ekonomi uygulama alanı ve teoride esnek enflasyon hedeflemesinin varlığı söz konusu olmuştur

Esnek enflasyon hedeflemesinde merkez bankası enflasyon hedefine ulaşmanın yanı sıra üretim ve döviz kurunu gözetmektedir. Günümüzde dünya genelinde hemen hemen bütün ülke ekonomiler açık olduğundan dolayı esnek enflasyon hedeflemesi uygulanmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları fiyat istikrarının yanı sıra çıktı düzeyi, döviz kurları ve faiz oranlarını dengesini sağlamayı gözetmektedir (Akkutay, 2019).

Enflasyon hedeflemesi rejimi, uygulandığı ülkelerin büyük çoğunluğunda temel özellikleri bakımından benzerlik göstermektedir. Bununla birlikte, rejimin esnek yapısı ile ülkelerin ekonomik, sosyal ve siyasal koşullarındaki farklılıklar, uygulamanın her ülkede farklı biçimlerde hayata geçirilmesine yol açabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi uygulaması öncesinde belirleyici nitelikteki çeşitli temel faktörler bulunmaktadır. Bu unsurlar arasında; hedeflenecek enflasyon oranının düzeyi, enflasyon hedefini belirleme yetkisine sahip otorite veya yetkili kurum, esas alınacak enflasyon göstergesi ile uygulamanın yöntemine ilişkin temel ilkeler yer almaktadır.

- **Karar Organı:** Enflasyon hedeflemesi süreci, hedef olarak belirlenen enflasyon oranına ilişkin rakamsal bir değerin kamuoyuna açıklanmasıyla başlamaktadır. Hedeflenen enflasyonun belirlenme biçimi ise ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Bazı ülkelerde bu karar hükümet ile merkez bankasının ortak kararıyla alınırken, bazı ülkelerde yalnızca merkez bankası vermektedir. Bazı durumlarda ise yalnızca hükümet bu konuda yetkili olmaktadır.

- **Enflasyon Hedefinin Türü:** Enflasyon hedeflemesinin en önemli özelliklerinden biri de hanehalkı tarafından kolay anlaşılabilir olmasından mütevellittir. Bundan dolayı bir yandan yaşam maliyetinin göstergesi olması diğer yandan kolay bir şekilde izlenebilir ve anlaşılabilir olmasından dolayı Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) daha fazla tercih edilmektedir. Ancak, TÜFE çok sayıda mal ve hizmetin fiyat değişimlerini yansıttığından, bazı durumlarda çeşitli sorunlara yol açabilmektedir. Bu nedenle, bazı ülkelerde geçici şoklardan daha az etkilenen ve para otoritesinin doğrudan kontrolü dışında kalan fiyat unsurlarını kapsamayan çekirdek enflasyon hedef olarak benimsenmektedir.

- **Hedef Ufku:** Merkez bankalarının hedef olarak belirledikleri seviyeye ulaşmak için belirledikleri süreye hedef ufku denmektedir. Hedef ufku her ülke için değişmektedir. Fiyat istikrarını hedeflemiş ve bunu sağlamış olan ülkeler hedefledikleri seviyeyi sürdürmeyi başarmış ülkeler genellikle enflasyon hedefini belirli bir süre sınırlaması olmadan orta ve uzun vadeli çerçevede ilan etmektedirler. Fiyat istikrarını sağlamadan başarılı olamayan ülkeler ise orta veya uzun vadeli perspektif kapsamında kamuya açıklamaktadırlar (Akça, 2017).

- **Taylor Kuralı:** Üretim ile enflasyon arasındaki değişkenliklerin oluşturduğu değiş-tokuş ilişkisi, faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmaların enflasyon ve üretimi farklı gecikme süreleriyle etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Merkez bankasının fiyat istikrarı ile üretim istikrarı arasındaki tercihleri ise, üretim değişkenliğinin yatay eksende, enflasyon değişkenliğinin ise dikey eksende yer aldığı bir grafik aracılığıyla da ifade edilebilmektedir.

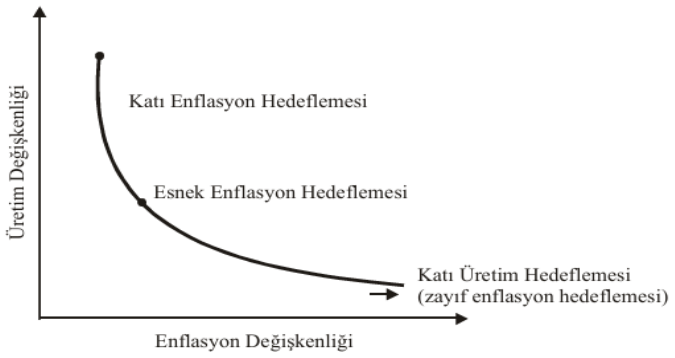
Aşağıda yer alan Şekil 1'de katı ve esnek enflasyon hedeflemesi gösterilmektedir. Enflasyon ve üretim değişkenliği eksenlerinin kesişim noktası, enflasyonun uzun dönem

denge seviyesine ulaştığı ve üretim açığının sıfırlandığı durumu ifade etmektedir. Ancak, para politikası aktarım mekanizmasındaki gecikmeler, öngörülemeyen şoklar, enflasyonun kontrolündeki güçlükler ve belirsizlik koşulları nedeniyle bu noktaya pratikte erişilememektedir. Buna karşılık, Taylor eğrisi üzerindeki her nokta, para politikasının uygulanabilir sınırlar içerisinde ulaşabileceği en etkin üretim ve enflasyon değişkenliği kombinasyonlarını geometrik olarak ortaya koymaktadır.

Enflasyon oranı ya da üretim düzeyi uzun dönem dengesinden sapma gösterdiğinde, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını politika aracı olarak kullanarak ekonomik dengeyi yeniden sağlamaya çalışmaktadır. Bu bağlamda Taylor (1993), nominal faiz oranını (R); gerçekleşen enflasyonun hedeflenen düzeyden sapması (P–P*) ile üretim açığı (Y–Y*) arasında kurulan ilişkiyi açıklayan bir fonksiyon biçiminde tanımlamıştır.

$$R= a + b1\ (P-P^*) + b2\ (Y-Y^*)$$

Bu denklem, enflasyon hedefinden sapma ya da potansiyel üretim düzeyinden farklı bir üretim seviyesinin ortaya çıkması durumunda, faiz oranlarının nasıl ayarlanması gerektiğini katsayılar aracılığıyla göstermektedir. Taylor'ın Amerikan ekonomisi üzerine yaptığı çalışmada, enflasyon hedefinden sapma ile potansiyel üretim düzeyindeki sapmaya verilen ağırlıkların eşit olduğu varsayılmıştır. Ancak söz konusu katsayıların ağırlıkları, ülkelerin ekonomik koşullarına bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir.



Şekil 1. Üretim Değişkenliği ve Enflasyon Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisi
Kaynak: (Özdemir ve Metin, 2005: 203'ten alınmıştır.)

Enflasyon hedeflemesini katı bir biçimde uygulayan merkez bankaları, esnek enflasyon hedeflemesi yaklaşımını benimseyenlere nazaran, en düşük düzeyde enflasyon

değişkenliği sağlarken daha yüksek bir üretim değişkenliği ile karşı karşıya kalmaktadır. Diğer taraftan, üretim istikrarına öncelik veren merkez bankaları ise bu kez daha düşük bir üretim değişkenliğini, daha yüksek bir enflasyon değişkenliği karşılığında elde etmekte ve bu durumda ekonominin temel istikrar olan fiyat istikrar çıpasını kaybetme riski ortaya çıkmaktadır.

Esnek enflasyon hedeflemesi, para politikasında birbirine zıt iki uç yaklaşım arasında denge kuran ara bir politika çerçevesi olarak değerlendirilmektedir. Merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretim istikrarına belirli bir önem atfetmesi, enflasyon oranında bir miktar dalgalanmaya neden olsa da, ekonomik faaliyetlerdeki oynaklığın azaltılmasına katkıda bulunmaktadır. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin esnek bir biçimde uygulanarak üretim istikrarı için gerekli adımların atılarak uygulanan bir plan, katı enflasyon hedeflemesine kıyasla makroekonomik performansı daha olumlu etkilemektedir.

Böyle bir durumda, ekonomik karar alıcılar üretim ve enflasyon değişkenliği arasında bir değiş-tokuşla karşı karşıya kalmaktadır. Bu minvalde verdikleri kararlar toplumsal refah maliyetlerine göre şekil almaktadır. Refah maliyetlerinin düzeyi ise hedefin zaman ufkuna veya fiyatların zaman içerisindeki düşüş hızına bağlı olarak belirlenmektedir. Kısa vadeli bir hedef ufku daha hızlı bir dezenflasyon sürecine götürmekte ve enflasyonun hedef değerden sapması durumunda kayıpları sınırlandırmaktadır. Fakat böyle bir yaklaşım aynı zamanda üretimde istikrarsızlığa yol açarak büyüme üzerinde baskı oluşturabilmektedir (Özdemir, 2005).

- **Nokta Hedef-Bant Hedef:** Stratejik olarak belirlenen enflasyon hedefleme politikasında önemli ölçüde karar verilmesi gereken bir diğer husus belirlenen hedefin nokta hedefi ya da belli bir hedef aralığının olup olmayacağı ile ilgilidir.

Bant hedeflemesi ya da nokta hedeflemesi yaklaşımının temel nedeni, kamuoyuna açıklamak için belli bir enflasyon hedefi belirleyen merkez bankalarının ekonomik aktörlerin beklentilerini istikrara kavuşturacak bir çıpa oluşturmak istemelerinden kaynaklanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen ülkelerin büyük bir kısmı bant hedeflemesini tercih etmektedir. Bunun başlıca nedeni, tek bir oranın esas alındığı nokta hedeflemesinde belirlenen enflasyon oranına tam olarak ulaşmanın her zaman mümkün olmaması ve hedeflenen düzeyden sapma yaşandığında güvenilirliğin

zedelenme riskinin ortaya çıkmasıdır. Diğer yandan bant hedef aralığının nokta hedefe nazaran gerçekleştirilme olanağı daha fazladır. Ancak, bant hedef aralığının tutturulamaması halinde, ortaya çıkacak güven kaybı nokta hedeflemesine kıyasla daha yüksek olabilmektedir. Bant hedeflemesi, merkez bankasına kısa vadeli şoklara karşı politika adımlarında belirli bir esneklik sağlamaktadır. Nitekim bant aralığı genişledikçe para politikasının esneklik derecesi de artmaktadır. Bununla birlikte, bant aralığının aşırı ölçüde genişlemesi, merkez bankasının enflasyonu düşürme konusundaki kararlılığı ve güvenilirliği hakkında kamuoyunda soru işaretleri doğurabilecek bir risk taşımaktadır. Ayrıca, ekonomik aktörlerin bant aralığının alt ya da üst sınırına odaklanmaları, enflasyonun gerçekleşme sürecinde belirleyici bir unsur olabilmektedir.

Buna aralık eğilimi adı verilmektedir. Örneğin enflasyon hedefinin %1 ile %3 aralığında ilan edileceğini varsayalım. Ekonomik birimler enflasyonun %3 hedefine yakın bir yerde gerçekleşme beklentisi içine girerlerse enflasyonun bu oranda gerçekleşmesine bağlı olabilir. Buna mukabil ekonomik birimler, enflasyonun alt sınıra yakın bir seviyede gerçekleşme beklentisinin artması bu defa enflasyonun düşük seviyelerde gerçekleşmesine imkan sağlayacaktır. Diğer taraftan nokta hedef uygulaması para politikasının esnekliğinin önemli ölçüde azalmasına neden olmaktadır. Bu durumda, para politikalarının sürekli olarak ayarlamalara ihtiyaç duyması olumsuz bir yön olarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte, beklentiler açısından sağlam bir çıpa işlevi görmesi, şeffaflığı artırması ve enflasyon konusunda merkez bankasının performansının izlenmesine olanak tanıması gibi olumlu yönleri de bulunmaktadır. Ayrıca, bant hedeflemesinde görülebileceği üzere ekonomik aktörlerin bandın alt ya da üst sınırlarına yoğunlaşması şeklinde bir aralık eğilimi de meydana gelmeyecektir (Çelik, 2008).

2.2.1.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Fiyat istikrarına Etkisi ve Önkoşulları

Birçok para politikası aracının hedefi olduğu gibi enflasyon hedefleme stratejisinin de amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Yani enflasyonun uzun vadede kalıcı bir şekilde belirli düzeylerde düşük olarak seyretmesi yönünde uygulanmasıdır. Bunu ortaya koyarken de bir takım hedefler belirleyerek bu hedeflere ulaşmayı sağlamaya çalışır. Söz konusu hedefler merkez bankacılığı uygulama alanında da hayat bulan nokta ve bant hedef şeklindedir. Belirlenen stratejinin temel noktası fiyat istikrarının sağlanması

olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen ülkelerin deneyimleri incelendiğinde (örneğin Yeni Zelanda, Kanada ve bazı gelişmekte olan ülkeler), söz konusu stratejiye geçiş sürecinin başlamasıyla birlikte ve uygulamanın hayata geçirilmesinden sonra enflasyon oranlarında belirgin bir düşüş eğiliminin ortaya çıktığı görülmektedir.

Bu hedefleme stratejisi, başlı başına fiyat istikrarının sağlanması bakımından baş ölçüt olarak değerlendirilebilir. Böyle bir strateji sonucu fiyat istikrarı hem uzun vadede sağlanmış olacak hem de fiyatlarda kalıcı bir istikrar amacı kurulmuş olacaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasında, fiyat istikrarının sağlanmasının yanı sıra, bu sürece geçişte finansal sistemin güçlendirilmesi, merkez bankasının bağımsızlığının temini ve parasal otoritenin güvenilirliğinin artırılması gibi yeniden yapılandırma adımları kritik bir rol oynamaktadır. Bu unsurlar, enflasyonun kalıcı olarak düşürülmesi ve fiyat istikrarının sürdürülebilmesi için gerekli koşulları oluşturmaktadır. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşabilmesi, aşağıda sıralanan ön koşulların yerine getirilmesine bağlıdır (Kılıçkan, 2014).

2.2.1.3.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Literatürde merkez bankasının bağımsız olması siyasi iktidardan bağımsız olarak ifade edilmektedir. Yani hükümetin merkez bankası üzerinde herhangi bir etkisinin olmamasına bağlıdır. Merkez bankası fiyat istikrarını sağlamak ve korumak amacıyla hayata geçireceği para politikası stratejisi ve araçlarını uygularken kararlarının kendisine ait olması ve uygulaması son derece önem arz etmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ve enflasyon ile mücadele etmek isteyen ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığının bütünüyle kendisine ait olması sağlanmalıdır. Para arzındaki değişikliklerin ekonomide bir takım değişiklikler meydana getireceğinden dolayı hükümetlerin kendi menfaatleri doğrultusunda uygulanan para arzı değişikliklerinin enflasyona neden olması kaçınılmaz olacaktır. Örneğin siyasi otoriteler bazı zamanlarda kamunun ihtiyacı olan finansmanı karşılamak amacıyla para politikasındaki değişiklikler ile yapmak istemektedirler. Bu nedenle merkez bankası yasal ve uygulamadaki bağımsızlığı sağlaması halinde böyle bir sorunun önüne geçmiş olacaktır. Merkez bankasının bağımsızlığı teorik olarak iki şekilde olabilir. Bunlardan biri amaç bağımsızlığı, diğeri araç bağımsızlıdır. Amaç bağımsızlığını uygulamak

isteyen bir merkez bankası birincil hedefini kolayca ortaya koyabilmektedir. Araç bağımsızlığında ise merkez bankasının amaç bağımsızlığına ulaşabilmesi için kullanacağı araçları bağımsız olarak belirleyebilmesinden geçmektedir. Yine merkez bankalarının finansal serbestliği ve idari bağımsızlığının bulunması ve politik baskılara maruz kalmaması söz konusu bağımsızlığın önemli unsurlarından biri olarak gösterilmektedir. Diğer taraftan, merkez bankası bağımsızlığının kurumsal düzeyde resmen tanınması, fiyat istikrarının sağlanması ve para politikasının yürütülmesinden sorumlu tek otorite olarak hukuki bir yetkilendirmeyi zorunlu kılmaktadır. Kamuoyuna taahhüt edilen oranlar çerçevesinde enflasyon hedeflemesi gerçekleştiren ve bunu düzenli aralıklarla kamuoyu ile paylaşan merkez bankalarının bağımsızlığı, bu bağlamda kritik bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Ayrıca fiyat istikrarının sağlanabilmesi adına para politikaları ile maliye politikalarının koordineli bir şekilde eş güdümlü bir biçimde yürütülmesi rejimin başarısını sağlayan önemli unsurlardan birisidir (Akkılıç, 2010).

2.2.1.3.2. Fiyat İstikrarının Para Politikasının Birincil Hedefi Olması

Günümüz merkez bankacılığı yaklaşımında, merkez bankaları tek bir temel amaca hedefe yöneldiği kabul görmektedir. Ayrıca temel hedefe ulaşmak için tek bir temel politika aracını kullandığı varsayılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde ise merkez bankasının temel amacı, enflasyon oranını belirlediği hedef düzeye yakın bir seviyede tutmaya yönelik politikalar uygulamaktır. Çünkü bir ekonomide fiyat istikrarı sağlandığı çıktı düzeyi de olacaktır.

Merkez bankası için belirtilmesi gereken başlıca hususlardan biri, nihai hedef ve fiyat istikrarını sağlamasının, diğer makroekonomik değişkenlerin göz ardı edileceği anlamına gelmediğidir. Bu nedenle döviz kurlarında yaşanacak dalgalanmalara kayıtsız kalması da söz konusu değildir. Günümüzde ekonomilerin büyük çoğunluğu açık nitelik taşımakta olup, bu tür ekonomilerde döviz kurları para politikasının aktarım mekanizması içerisinde kritik bir rol üstlenmektedir. Özellikle talep yönlü dinamikler ve enflasyon üzerinde belirleyici etkilere sahip olan döviz kurları nedeniyle, merkez bankalarının bu değişkeni dikkate alması bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır.

Kur değişimleri, dış piyasada mal ve hizmet ticareti kanalıyla enflasyona doğrudan yansırken, toplam talep üzerinde dolaylı etkiler meydana getirebilmektedir. Ancak belirtilmesi gereken ana husus, merkez bankasının kur hareketlerinin reel nitelikli faktörlerden veyahut finansal nitelikli faktörlerden kaynaklanıp kaynaklanmadığın doğru bir şekilde analiz edebilmesidir. Dolayısıyla gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılan dönemde hem döviz kurunun hem de enflasyonun hedef değişkeni olarak belirlendiği görülmektedir. Merkez bankalarının koordineli olarak hem döviz kurunu hem de enflasyonu hedefleyen bir para politikası stratejisi benimsemelerinin belirli sakıncaları bulunmaktadır. Bu bağlamda mevcut yaklaşımın finansal piyasalara ve kamuoyuna yeterince net olmayan sinyaller göndermesi bu sakıncalardan biridir. Zira ekonomik aktörler, beklentilerini oluştururken söz konusu değişkenleri dikkate almakta ve döviz kuru ile enflasyona ilişkin beklentiler çeliştiğinde merkez bankasının hangi hedefe öncelik tanıyacağı konusunda belirsizlik ortaya çıkmaktadır. Bu durum ise uygulanan para politikasına yönelik güvenin zayıflamasına yol açabilmektedir (Dağlaroğlu, 2013).

2.2.1.3.3. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık

Merkez bankası bağımsızlığı nedeniyle tek karar organı olarak hareket edebilen bir kurum olması önemli bir sorumluluk gerektirmektedir. Merkez bankasının böyle bir sorumluluğunun bünyesinde bulunması ise beraberinde hesap verebilir olmasını gerektirir. Merkez bankasının hesap verebilirliğini, para politikalarını uygularken amaç ve araç bağımsızlığının olması dolayısıyla yapmış olduğu işlerden ve uygulamalardan sorumlu olduğu şeklinde anlatılabilir (Çelik, 2008).

2.2.1.3.4. Mali Baskınlığın Olmaması

Merkez bankası bağımsızlığının etkin biçimde işleyebilmesi için maliye politikalarının disipline edilmesi büyük önem taşımaktadır. Mali disiplinin sağlanamadığı ve kamu borç stokunun yüksek seviyelerde seyrettiği ekonomilerde, merkez bankalarının temel politika araçlarından biri olan faiz oranlarını etkin biçimde kullanma imkanı ciddi ölçüde kısıtlanabilmektedir. Maliye politikasının daha baskın hale geldiği böyle durumlarda merkez bankasının makroekonomik hedeflerin belirlenmesinde ve hedeflerin tutturulmasında etkisi azalmaktadır. Dolayısıyla piyasa operasyonlarında ise kamu dinamiklerine bağımlı hale gelmektedir. Böyle neticelerin meydana geldiği bir

ortamda enflasyon hedeflemesi stratejisinden bahsetmek imkansız görünmektedir. Bu nedenle maliye politikasının para politikasına karşı yönlendirme ve sınırlandırmanın olmaması enflasyon hedeflemesinin gerçekleşmesi bakımında önem arz etmektedir (Acet, 2009).

2.2.1.3.5. Güçlü Bir Finansal Sistemin Bulunması

Merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayabilmesi için önemli ölücüde güçlü bir finansal sistemin olmasıyla mümkündür. Finansal sistem yapısının güçlü olmaması nedeniyle ekonomi daha kırılgan hale gelerek finans piyasaları daha savunmasız ve krizler kolay şekilde meydana gelebilmektedir. Meydana gelen krizlerin sonucunda ise enflasyon daha da artar hale gelmekte ve ekonomik faaliyet gerileyerek üretim (çıktı) düzeyinde düşüşler yaşanıp reel sektörde daralmalar meydana gelmektedir. Finansal sistemin kırılgan olması nedeniyle iç ekonomik koşullara göre ayarlanan para politikası ve uygulaması zor hale gelmektedir. Zira uygulanan para politikası büyük oranda finansal yapı çerçevesinde aktarım mekanizması kanalıyla reel sektöre etki etmektedir. Yani merkez bankasının para politikası faizi olan politika faizi mekanizması yolu ile bankaların mevduat ve kredi faizlerini tetiklemek suretiyle reel sektör üzerinde etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla, para piyasalarının ağırlıklı olarak bankacılık sektörüyle, sermaye piyasalarının ise menkul kıymetler borsasıyla özdeşleştirildiği noktadan hareketle, enflasyon hedeflemesi politikasının etkinliği açısından bankacılık sistemi ile menkul kıymetler piyasalarının sağlam ve dengeli bir yapıda olması kritik bir ön koşul niteliğindedir. Merkez bankası, para politikası kararlarının ekonomik birimlere ve reel sektöre aktarımında bu iki temel finansal kurumun işlevlerinden önemli ölçüde yararlanmaktadır.

Mali piyasaların gelişmiş olması ve derin bir hale gelmesi, kamu kanadının ne şekilde borçlanacağı hususunda önem teşkil etmektedir. Nitekim kamunun borçlanma politikası kapsamında elde edilecek olan borcun derinleşememiş piyasalardan temin edilmesi halinde kamunun merkez bankası üzerindeki baskısını artıracaktır. Mevcut durum diğer taraftan reel faizlerde yukarı yönde aşırı baskı yaparak enflasyon hedeflemesinde son derece etkili olan faiz politikasını kısıtlayacaktır. Bu çerçevede, bir ekonomide özellikle bankacılık sektörü başta olmak üzere genel olarak mali sistemin zayıf bir görünüm sergilemesi, para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Çünkü sistemde meydana gelen

sorunlar nedeniyle fiyat istikrarına odaklanılması mümkün hale gelmemektedir. Mevcut durumda merkez bankası açık piyasa işlemlerine yönelik aksiyon alırken performansını sınırlanmaktadır (Acet, 2009).

2.2.2. Döviz Kuru İstikrarı

Döviz kuru, ekonomiyi biçimlendiren ücret ve faiz gibi önemli bir fiyattır. Bu fiyatlardan faiz ve ücret faktör piyasalarıyla ilişkilidir. Döviz kuru ise daha çok mal piyasalarıyla ilişkilendirilir. Döviz kuru piyasadaki fiyatlardan farklı olmakla birlikte bu farklılığın sebebi ise bir ülkenin diğer ülkelerle olan kur fiyatı yapısı arasındaki ilişkiden kaynaklanır. Uluslararası mal ticaretinde sınırların kaldırılması ve serbest ticaret anlayışı ile birlikte ülkelerin dış ticaret dengesindeki sorundan kaynaklanan dengesizliklerden ötürü farklı bir nitelik kazanmıştır. Böylelikle döviz kurunun bu kapsam içinde ülkeler arasındaki dış ticarette yaşanan rekabeti belirleyen önemli bir unsur halini almasına sebep olmuştur. Birçok çeşitli çalışmalarda döviz kuru, bir ekonominin küresel ekonomi içindeki konumunu tamamen yansıtan tek bir unsur değildir. Bu tür koşullarda, pek çok mal ve hizmetin hem yurtiçi hem de uluslararası piyasalardaki fiyat düzeyleri ile belirli ölçüde yurtiçi fiyat yapısı arasındaki denge bozulmaktadır. Diğer bir deyişle, ülkenin ekonomik dinamikleriyle uyum içinde olmayan bir kur sistemi, ekonomik düzenin işleyişini önemli ölçüde zayıflatarak makro düzeyde istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Bu çerçevede, ekonomik istikrar ile döviz kuru arasındaki karşılıklı etkileşim göz önünde bulundurulduğunda, döviz kurunun aynı zamanda bir fiyat değişkeni olması nedeniyle, ekonomik dengelerin sürdürülebilirliği büyük ölçüde döviz kurundaki istikrarın korunmasına bağlıdır.

Döviz kuru istikrarına dair yaklaşımlar incelendiğinde, bu kavramın esasen ekonominin bütününde denge sağlayan bir kur düzeyinin varlığı ve kur hareketlerinin aşırı dalgalanmalar göstermemesi biçiminde yorumlandığı anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, döviz kuru istikrarı gereği kurlarda ani ve düzensiz dalgalanmaların ortaya çıkmaması gerekir. Zira döviz kurunun istikrarlı bir seyir izlemesi kamu maliyesi, ödemeler dengesi ve para politikası gibi temel ekonomik alanlarda dengeyi destekleyecek olması açısından son derece önemlidir. Kamu maliyesi açısından döviz kurlarında istikrarın önemi, kamu açıklarının finansman yöntemleriyle yakından ilişkilidir. Özellikle dövize endeksli iç borçlanma araçlarının tercih edilmesi durumunda, döviz kurlarında istikrarın

varlığı temel bir gereklilik haline gelmektedir. Para politikası boyutunda ise kur istikrarı, fiyat istikrarı ile döviz kurları arasındaki güçlü ilişki nedeniyle kritik bir konumda bulunmaktadır. Bu mevcut ilişki, istikrarlı döviz kurları aracılığıyla para politikasının temel hedeflerinden biri olan fiyat istikrarına ulaşılmasına önemli ölçüde katkı sağlamaktadır (Duygulu, 1998).

2.2.2.1. Döviz Kuru Rejimi Sınıflandırılması

Her ülke takip edeceği döviz kuru rejimini tercih etmek durumundadır. Teorik tartışmalarda genel olarak sabit ve esnek döviz kuru sistemine ilişkin tartışmalar ağırlıklıdır. Ancak uygulama birbirine zıt bu iki döviz kuru sistemi arasında birçok döviz kuru rejimi bulunmaktadır. Aşağıda yer alan Tablo 6'da döviz kuru rejimi sınıflandırılması gösterilmektedir.

Tablo 6. Döviz Kuru Rejimleri

Ana Sınıflandırma	**Alt Sınıflandırma**	**Rejimler**
Sabit Döviz Kuru	Katı Sabit	Dolarizasyon
		Para Kurulu
		Ortak Para
	Geleneksel Sabit	Tek Paraya Endeksli
		Sepet Döviz Kuruna Endeksli
Ara Rejimler	Kurala Bağlı Müdahale	Sürünen Parite
		Hedef Bölge veya Aralık
	Kurala Bağlı Olmayan Müdahale	Yönetimli Dalgalanma
Dalgalı Rejimler	Serbest Dalgalı	Dalgalı

Kaynak: (Ghosh vd., 2003: 40–41'den yararlanılmıştır.)

Sabit döviz kuru rejimi, bir ülkenin ulusal parasının değerinin belirli bir yabancı para birimine ya da birden fazla para biriminden oluşan sepete bağlandığı ve bu parite

düzeyinin para otoritesi tarafından istikrarlı biçimde sürdürüldüğü bir uygulamadır. Bu sistemde, para otoritesi döviz kurunu belirlenen düzeyde tutmakla yükümlüdür ve bu taahhüt, ulusal para biriminin değerinin korunmasına yönelik bir güvence işlevi görmektedir

Yerel para birimi değerleri önceden belirlenmiş olup, mevcut arz ve talep koşullarını yansıtmamaktadır. Yerel para birimi değerleri önceden belirlenmiş olup, mevcut arz ve talep koşullarını yansıtmamaktadır. Sabit döviz kuru sisteminde yerli paranın değeri, ihracat ve ithalat yapanlar için dar bir aralıkta tutulmaya çalışılıp siyasi otoritenin enflasyonu düşük tutmasına ilişkin koruması amaçlanmaktadır. Bu sistemde, döviz kurları iki başlık halinde incelenir. Bunlardan ilki, sabit ayarlanabilir döviz kurudur. İkinci olarak ise döviz kuru ayarlamalarının devre dışı bırakıldığı katı sabit döviz kuru şeklinde belirtilebilir. Bu tür sistemler, para politikasının güvenilirliği bakımından önemli avantajlar sunmakla birlikte, döviz kurunda meydana gelen değişimlerin oldukça yüksek maliyetler doğurabileceği görülmektedir. Ara rejimler için kurun belirli bir değere endekslenmediği söylenebilir. Fakat para politikası otoritesi (merkez bankası) tarafından kurun belirlendiği aralık ve değerde kalması yönünde müdahalede bulunulur. Mevcut rejimlerin benimsendiği ekonomilerde iki şekilde müdahale söz konusudur. Bunlardan ilki, sürünen parite ve hedef bölge aralık şeklinde isimlendirilmektedir. Bu müdahale biçiminde yöntem olarak daha önce belirlenen bir kaide çerçevesinde müdahale edilir. Diğer bir müdahale ise herhangi bir kaidenin bulunmadığı yönetimli dalgalanma olarak karşımıza çıkmaktadır.

Serbest dalgalı kur rejiminde döviz kurları piyasa dinamikleri tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla merkez bankasının bu sürece doğrudan bir müdahalesi söz konusu olmamaktadır. Mevcut rejimde merkez bankasının döviz rezervi bulundurma gerekliliği asgari seviyeye inmektedir. Ayrıca, para politikasının etkinliğinin tam anlamıyla sağlanabilmesi açısından da bu sistemin avantaj sunduğu söylenebilir. Reel şoklar karşısında kurlarda gerçekleşen uyarlamalar yoluyla daha esnek ve etkin işleyen bir rejimdir. Öte yandan döviz kuru belirsizlikleri nedeniyle ekonomik faaliyetler üzerinde olumsuz etkilere yol açabilmektedir (Yanar, 2008). Kur sistemlerinin makroekonomik etkileri aşağıdaki başlıklarda ayrıntılı olarak incelenmiştir.

- **Sabit Döviz Kuru Sistemi**

Sabit döviz kuru sisteminde döviz kurlarının döviz piyasasında arz ve talep koşullarına göre belirlenmesine izin verilmemektedir. Merkez bankası bünyesinde toplanana rezervleri kullanarak döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bu sistemde merkez bankasının müdahalesi sonucunda kurlarda bir değişim yaşanmamaktadır. Ancak elindeki rezervlerde değişiklik meydana gelmektedir. Özellikle kura yönelik yukarı yönlü baskı oluşması durumunda rezervleri kullanarak piyasaya yabancı para satarak müdahalede bulunur. Dolayısıyla merkez bankasının sabit kur sistemini sürdürebilmesi ancak sahip olduğu rezervlerle sınırlı olmaktadır. Fakat merkez bankası kurun yükselmesine karşın yeterli rezervlere sahip değilse başarısız olması kaçınılmaz olacaktır. Böyle bir durum karşısında yeni bir kur seviyesi belirleyip devalüasyona giderek uygulamasına devam edebilir. Merkez bankası sabit döviz kuru sistemi uygularken ödemeler bilançosu dengesi ile döviz piyasası arasındaki ilişkileri de yakından takip etmek durumundadır. Çünkü ödemeler bilançosu fazla verdiğinde döviz piyasasında yabancı para miktarı artacak ve döviz arz fazlası meydana gelecektir. Böyle bir durumda piyasada bollaşan dövizi yerli para karşılığında satın alarak piyasadan döviz çekmiş olacaktır. Ancak bu durumda merkez bankasının döviz rezervlerinin artmasına karşılık para piyasasında para arzı da genişleyecektir.

Diğer yandan ise ödemeler bilançosunda açık oluştuğunda ise piyasada döviz miktarı azalmış olacağından döviz kurunun etkilenmemesi için merkez bankası kuru sabit tutmak adına yerli para karşılığında piyasaya döviz satacaktır. Bu durumda merkez bankasının rezervleri azalırken diğer yandan piyasada para arzı azalacaktır. Görüldüğü üzere sabit döviz kuru sisteminde merkez bankası ödemeler bilançosundaki gelişmelere bağlı olarak döviz piyasasını kontrol etmek amacıyla sürekli olarak müdahale etmek durumundadır. Merkez bankasının müdahalesi sonucu hem para piyasalarındaki para arzı hem de döviz rezervleri bu durumdan etkilenmektedir. Dolayısıyla para piyasasındaki para miktarında yaşanan değişmeler sabit döviz kuru sistemi altında merkez bankasının para politikası üzerinde etkinliğini kaybettiğini göstermektedir. Yani sabit döviz kuru sisteminde merkez bankalarının uyguladığı para politikaları etkinsizdir (Güvenoğlu, 2021).

Bütün bunlarla birlikte sabit döviz kurunun bir takım avantajları da söz konusudur. Sabit döviz kuru rejiminde döviz kurunu belirli bir dönem için sabitleyerek enflasyon artışlarını önlemek ve fiyat istikrarsızlığının yol açtığı diğer ekonomik problemleri çözüme kavuşturmaktır. Döviz kurlarının belirli bir dönemde sabit olması kur riskini azaltmaktadır. Kur riskinin azalması yabancı yatırımcıların sermayesini çekmekte kolaylık sağlamaktadır. Böylece sabit döviz kuru sistemi ile işlem yapan ekonomik birimlere gelecekte oluşabilecek döviz kuru risklerine karşı koruma sağlar. Bu kur sistemi, esnek kur rejiminde ortaya çıkan uluslararası ticaret ve sermaye hareketlerini tehlikeye sokan kur oynaklığı riskini ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca bu sistemde döviz kurları para otoritesi tarafından değiştirebildiği, nominal ve reel değişkenlerin aynı olmasını sağladığı için mali disiplinin yüksek olmasını sağlamaktadır (Özhuy, 2024).

- **Esnek Kur Sistemi**

Esnek döviz kuru rejiminde kurlar, piyasadaki döviz arzı ile talebi arasındaki etkileşim sonucunda belirlenmekte olup, döviz piyasasına hükümet müdahalesi doğrudan bulunmamaktadır. Bu rejim, literatürde dalgalı ya da serbest kur sistemi olarak da ifade edilmektedir. Sistemdeki döviz arz ve talep dengesi; fiyat hareketleri, ekonomik büyüme performansı ve faiz oranlarındaki farklılıklarından etkilenmektedir. Döviz kurunun serbestçe belirlenmesi, ekonomide meydana gelen olumsuz dışsal bir şok karşısında kurun değer kaybetmesine yol açmaktadır. Bu durum ise ihracatı teşvik ederken ithalat hacmini sınırlayıcı bir etki yaratmaktadır. Ayrıca, merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulayabilmesi, reel şokların ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletici bir mekanizma olarak işlev görmektedir.

Esnek döviz kuru rejiminin en temel niteliği, ülkelerin ödemeler dengesinin kur hareketleri aracılığıyla sürekli olarak dengeye kavuşmasına imkan tanımasıdır. Dalgalı kur sisteminin sunduğu bir diğer avantaj ise, merkez bankasına senyoraj geliri elde etme olanağı sağlamasının yanı sıra, “son kredi mercii” işlevini yerine getirme kapasitesini de güçlendirmesidir. Bu durum, bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek olası finansal krizlerin engellenmesine katkıda bulunmaktadır (İşler ve Özkan, 2021).

Tablo 7’de, döviz kuru rejiminin tercih şekli bakımından büyüme, enflasyon oynaklık ve krizler üzerine muhtemel etkilerinin temel sonuçları özet bir tablo şeklinde ortaya çıkarılarak aktarılmak istenmiştir. Kısaca ifade etmek gerekirse, aşağıda yer alan

tabloda nelerin gerçekleşebileceği hususunda muhtemel sonuçlar çıkarılmış ve genel hatlarıyla aktarılmıştır.

Tablo 7. Döviz Kuru Rejimleri ve Makroekonomik Performans

	Enflasyon	**Büyüme**	**Volatilite**	**Kriz**
Sabit Döviz Kuru	Para politikasının güvenilirliğini artırarak düşük enflasyona yol açar. Bunun yanında zayıf makroekonomik yapı altında enflasyon "darboğaz" a neden olabilir.	İşlem maliyetini azaltarak, ticareti ve büyümeyi arttırır. Ayrıca faiz oranlarını ve belirsizliği azaltarak yatırımları arttırır.	Reel şoklar karşısında çıktıdaki volatilite artar.	Yüksek oranlı sermaye hareketliliğinin olduğu durumlarda Kurlara karşı yüksek spekülatif atak riski taşır, bankacılık sektöründe hassasiyeti artırır.
Dalgalı Döviz Kuru	Güçlü finansal sektör ve kurumsal yapılar dışarıdan sağlanacak kredibilitenin önemini azaltır.	Reel Şokların absorbe edilmesi nedeniyle yüksek büyüme	Reel döviz kurundaki hareketliliğ in reel sektöre yayılması	Döviz kuru ve bankacılık krizlerine karşı düşük risk

Kaynak: Rogoff vd. (2003).

2.2.2.2 Döviz Kuru Hedeflemesi Rejimi

Döviz kuru hedeflemesi rejiminde yürütülen para politikası stratejisinde döviz kurunun hedeflenmesinde kastedilen ulusal paranın değerini altın gibi bir mala sabitlenmesi durumu söz konusudur. Döviz kuru seviyesinin piyasada arz ve talep koşullarında serbestçe belirlenmesine imkan verilmez. Belirli bir kur seviyesi nominal çıpa olarak belirlenerek merkez bankası tarafından kontrol edilmek istenir. Bu doğrultuda, ekonomik beklentilerin yönlendirilmesi ve denetim altına alınabilmesi amacıyla, bir ülkenin ulusal para biriminin değeri, başka bir ülkenin para birimine bağlı hale

getirilmektedir. Ülke parasının endeksleneceği ülkenin seçimi için bazı kriterlere uyması gereklidir. Seçilecek olan ülkenin ilk olarak güçlü ve güven duyulacak bir ekonomiye sahip olması oldukça önemlidir. Ayrıca seçim yapılacak olan ülkenin en çok ticaret yaptığı bir statüde olması oldukça gereklidir. Para politikası çerçevesinde Döviz kuru hedeflemesi kapsamında benimsenen kur rejimi, genel olarak katı ve esnek nitelikli olmak üzere iki ana biçimde sınıflandırılmaktadır. Katı kur rejimi kapsamında ise sistem, para kurulu uygulaması ya da tam dolarizasyon modeli şeklinde iki farklı yöntem aracılığıyla hayata geçirilebilmektedir. Para kurulu uygulamasında öngörülen kur seviyesinin korunabilmesi adına yüzde yüz döviz karşılığında yerli paranın basılması gerçekleştirilmektedir. Tam dolarizasyon uygulamasında ise yerli para yabancı bir para ile tamamen ikame edilmektedir. Yumuşak döviz kuru rejimlerinin seçimi durumunda yönlendirilmiş sabit aralık, yönlendirilmiş sabit parite ve sabit parite uygulamaları şeklinde çeşitli uygulamalar hayata geçirilebilir. Bu tip uygulamaların daha çok kredibilite düzeyi düşük olan gelişmekte olan ülkelerde daha iyi sonuçlar verebileceği öngörülmektedir (Güvenoğlu, 2021).

Bu bağlamda kura yönelik bir hedef belirlenirken, hedeflenen kur politikasına göre para ve maliye politikalarının uygulanması gerekmektedir. Burada altı çizilmesi gereken önemli bir nokta, bilhassa gelişmekte olan ülkeler için döviz kurunda istikrarın sağlanması tıpkı fiyat istikrarı hedefinin sağlandığı gibi önem verilerek hayata geçirilmesi gerekir. Yani döviz kuru istikrarına fiyat istikrarı gibi muamele ederek yaklaşım göstermek elzem bir boyut kazandırmış olacaktır. Diğer yandan döviz kuru istikrarını sağlayabilmek adına fiyat istikrarının bir ara hedefi gibi görmek lazım gelir. Böylelikle fiyat istikrarı ve döviz kuru istikrarı arasında bir uyuşmazlıktan (çatışma durumu) bahsedilmemiş olacaktır. Bu bağlamda, ilgili ülkelerde döviz kuru hedeflemesi stratejisinin başarısı büyük ölçüde iç makroekonomik dinamiklerin işleyişine bağlıdır. Öte yandan, gelişmiş ekonomilerde döviz kuru hedeflemesinin belirli dönemlerde başarılı bir şekilde uygulandığı da görülmektedir. Nitekim geçmiş dönemlere bakıldığında İngiltere ve Fransa, Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) çerçevesinde ulusal paralarını Alman Markı'na bağlamış ve bu yolla enflasyonu kontrol altına alabilmişlerdir. Fransa, 1987 yılında ulusal para birimini Alman Markı'na sabitleme kararı aldığında, ülkedeki enflasyon oranı yaklaşık olarak %3 düzeyindeydi. Bu oran, aynı dönemde Almanya'nın enflasyon oranından yaklaşık iki puan daha yüksekti.

Bununla birlikte, 1992 yılına gelindiğinde Fransa'da enflasyon oranı %2 seviyesine gerilemiştir. 1996 yılı itibarıyla ise % 2'nin altına düşerek Almanya'daki fiyat artış oranına oldukça yakın bir düzeye ulaşmıştır. Benzer bir eğilim İngiltere için de geçerli olmuştur. Nitekim İngiltere 1990 yılında ulusal parasını Alman Markı'na endekslemiş ve bu politika sayesinde 1992 yılına kadar enflasyon oranını yaklaşık %10'dan %3 seviyesine kadar azaltmayı başarmıştır (Özdemir, 2005).

Döviz kuru hedeflemesine dayalı stratejinin bazı avantajları bulunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bir ülkenin para biriminin değeri, fiyat istikrarının sağlandığı düşük enflasyon oranlarına sahip bir veya birden fazla ülkenin para birimine ya da çeşitli para birimlerinden oluşan bir sepete bağlandığında, döviz kurlarındaki dalgalanmalar büyük ölçüde sınırlandırılmakta ve bu durum enflasyonun daha kararlı bir yapıya kavuşmasına zemin hazırlamaktadır. Böylelikle fiyat istikrarının sağlanması ve ekonomik güvenin artması yönünde daha sürdürülebilir bir ortam oluşturulabilmektedir (Sürmeli, 2014).

Döviz kuru hedeflemesine dayanan para politikası yaklaşımının bir diğer üstün yönü, politika uygulamalarında ortaya çıkma olasılığı bulunan zaman uyumsuzluğu problemini ortadan kaldırma potansiyeline sahip olmasıdır. Bu yaklaşımda, ulusal para biriminin değer kaybetmesine yönelik bir eğilim söz konusu olduğunda, para otoriteleri açısından sıkı para politikalarının uygulanması zorunlu hale gelmektedir. Böylece, politika yapıcıların güvenilirliği artırılmakta ve ekonomik birimlerin beklentilerinin daha istikrarlı bir şekilde şekillenmesine katkı sağlanmaktadır.

Tersi durumda ise para politikasının gevşemesine nede olacaktır. Böylelikle para politikasının otomatik olarak ayarlanması söz konusu olacaktır. Ayrıca söz konusu strateji açık ve basit olduğundan dolayı kamu tarafından anlaşılması da bu derece kolay olmaktadır. Para politikalarının nihai amacı fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarını sağlamayabilmek adına uygulanan stratejilerin teknik ayrıntılarından ziyade kamu tarafından kolay anlaşılan bir strateji olmasıyla birlikte döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikalarına önemli bir avantaj sağlayabilmektedir (Özcan, 2006).

Diğer taraftan sabit kur rejiminin uygulandığı bir durumda herhangi bir kuru seviyesinin çapa olarak belirlendiği varsayıldığında bu kur seviyesi ile para politikası yapıcılarının para politikası düzenlemelerini döviz kuru hedefi doğrultusunda kur hedefiyle uyumlu halde yürüteceğinin iradesini ortaya koymaktadır. Buna göre Döviz kuru hedeflemesine

dayalı para politikası çerçevesinde, yerli para arzı ülkeye giren yabancı sermaye girişleri ile sınırlandırılmaktadır. Bu yaklaşım, ev sahibi ülkenin parasal genişleme olanaklarını doğrudan dış kaynak girişlerine bağımlı hale getirmekte olup böylece para politikası uygulamalarının güvenilirliğini artırmayı amaçlamaktadır. Söz konusu güvenilirlik ise, güçlü para birimlerine sahip ekonomilerin kredibilitesinden yararlanılarak sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu durum, özellikle dışa açık ekonomilerde, bir yandan para otoritelerinin içsel politika araçlarını kullanma esnekliğini kısıtlarken, diğer yandan uluslararası yatırımcı güvenini pekiştiren bir mekanizma işlevi görmektedir.

Diğer taraftan sabit kur rejimi kapsamında merkez bankasının para arzı miktarında değişiklik için uygulama alanının kısıtlandığı duruma "İmkansız Üçleme" olgusuyla açıklık getirilebilir. Bu olguya göre uluslararası sermaye piyasalarında hareket serbestisinin olduğu bir ekonomik koşulda belirlenen kur seviyesinin çıpa olarak seçilmesi halinde para politikalarının uygulanmasında ve kontrolünde merkez bankaları kontrolü tamamıyla kaybetmektedir. Böylece Merkez Bankalarının uygulanan program kapsamında para politikası uygularken kontrolü kaybetmesi sonucunda ekonomi dış şoklar karşısında daha kırılgan bir hal almaktadır. Bütün bunlar sonucunda ise sabit döviz kuru rejimi sistemini uygulayan ülkeleri önemli ölçüde spekülatif şoklara uğrayıp finansal krizlere sürüklenme tehlikesi ile karşı karşıya kalmaktadır. Spekülatif şoklar sonrasında merkez bankalarının daha önce kamuoyuna duyurduğu ve hedefledikleri kur seviyelerini aynı seviyede tutmaları zor hale gelerek devalüasyon kararı almalarına sebep olmaktadır. Zira bilhassa gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarında spekülatif şoklar karşısında rezerv olarak ayırdıkları tutarlar kısıtlı olduğundan dolayı kısa dönemde yerli paranın büyük ölçüde değer kaybetmesiyle ekonomik büyüme açısından olumsuz yönde etkiye neden olmakta ve dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanmasını zor hale getirmektedir.

İkinci olarak döviz kuru hedeflemesi kapsamında uygulanan programlar kapsamında yerli paralarda meydana gelen aşırı değerlenmeler sonucunda cari dengede açıkların oluşması ile birlikte krizler gerçekleşebilmektedir. Aslında, cari dengenin bozulmasıyla oluşan bu açıklar, kur seviyelerinde yaşanacak doğal düzeltmeler aracılığıyla kendiliğinden giderilebilir niteliktedir. Fakat sabit kur sistemlerinde döviz kuru belirli bir seviyede tutulduğundan, kendiliğinden işleyen dengeleme mekanizması işlevsiz hale gelmektedir. Zira cari açığın oluştuğu bir durumda ulusal paranın değer yitirmesi ve

buna bağlı olarak döviz kurunun yükselmesi gerekirken, merkez bankasının sabit kur hedefi doğrultusunda izlediği politika buna izin vermemektedir. Ancak sabit kur rejimlerinde merkez bankası bu sürece müdahale etmekte; ya rezervlerini kullanarak piyasaya döviz arz etmekte ya da faiz oranlarını yükselterek yabancı sermaye girişini teşvik etmeye çalışmaktadır. Bu tür politikalar kısa vadede denge sağlayıcı bir rol üstlense de, uzun vadede yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açarak cari açığın daha da büyümesine neden olmaktadır. Ayrıca, yüksek cari açıkların görüldüğü dönemlerde faiz oranlarının artırılması suretiyle ulusal paranın değerini koruma çabaları, ülkenin borçlanma maliyetlerini artırarak kamu ve özel sektör üzerinde ek bir yük yaratmaktadır. Dolayısıyla, döviz kuru hedeflemesine dayalı rejimler yalnızca dışsal şoklar karşısında kırılganlığı artırmakla kalmayıp aynı zamanda iç ekonomide finansal istikrarsızlığı derinleştiren sonuçlar doğurmuştur.

Tarihsel süreç incelendiğinde, döviz kuru hedeflemesine dayalı rejimlerin yaşanan finansal krizler sonucunda kur geçişkenliğinin en yoğun biçimde gözlendiği sistemler olarak tanımlandığı görülmektedir. Bu noktada özellikle döviz kuru hedeflemeli para politikası programları kapsamında tercih edilen sabit kur rejimlerinin yarattığı risklerin belirleyici bir rol üstlendiği anlaşılmaktadır. Literatürdeki çalışmalar da bu durumu desteklemekle birlikte sabit kur rejimlerinin aksine serbest dalgalı kur rejimlerinde döviz kuru geçişkenliğinin daha zayıf seyrettiği yönünde görüş kabul görmektedir. Buna göre beklentilerin kur hareketleri tarafından yönlendirilmediği koşullarda, döviz kurundaki dalgalanmaların fiyatlara yansıma süreci daha sınırlı bir etki göstermektedir (Karahan ve Gencür, 2019).

Dolayısıyla, döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikası stratejisine yönelik birtakım eleştiriler söz konusudur. Bu eleştiriler arasında bağımsız para politikası uygulama olanağının ortadan kalkması, spekülatif saldırılara karşı kırılganlığın artması, finansal krizlere zemin hazırlaması ve şeffaflık ile hesap verebilirlik düzeyinin yetersiz kalması dikkat çeken belli unsurlar olarak öne çıkmaktadır (Alacahan, 2011).

Sonuç olarak, kur politikası özellikle gelişmekte olan ülkelerde küresel finansal kriz dönemlerinde, ani sermaye çıkışlarının yerli para biriminde değer kaybına yol açmasını engellemek amacıyla uygulanan bir bilanço politikası niteliği taşımaktadır. Bu bağlamda, küresel kriz sürecinde ani sermaye çıkışlarına karşılık döviz satışı yoluna

gidilmesi de kur politikası çerçevesinde değerlendirilmektedir. Yabancı sermaye sahiplerinin gelişmekte olan ülke piyasalarından çıkış yaparken ulusal parayı satarak döviz talebinde bulunmaları nedeniyle kur politikalarının devreye girmesi tetiklenen bir unsur halini almaktadır. Böyle bir durumda, döviz piyasasına satım yönünde müdahale edilmemesi halinde dövizin değeri ekonomik temellerin ötesindeki nedenlerle yükselecektir. Özellikle kur geçişkenliğinin yüksek olduğu ekonomiler için bu türden kur artışları enflasyon hedeflerinin sapmasına yol açabilecek önemli bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır (Kara, 2012).

2.2.2.3. Döviz Kurları ve Makro Ekonomik Göstergeler

Enflasyon olgusu, temelde fiyat mekanizmalarından kaynaklanmakta olup mal ve hizmetlerin genel fiyat düzeyini ifade etmektedir. Bu bağlamda, finans piyasalarında ulusal para biriminin değerini faiz oranları temsil etmektedir. Buna karşılık, yabancı para birimlerinin alım satım fiyatlarını yansıtan gösterge döviz kurlarıdır. Bu göstergelerin birbiriyle uyum içinde hareket etmesi durumunda, ekonomide üretim ile tüketim arasındaki dengenin korunması mümkün hale gelmektedir.

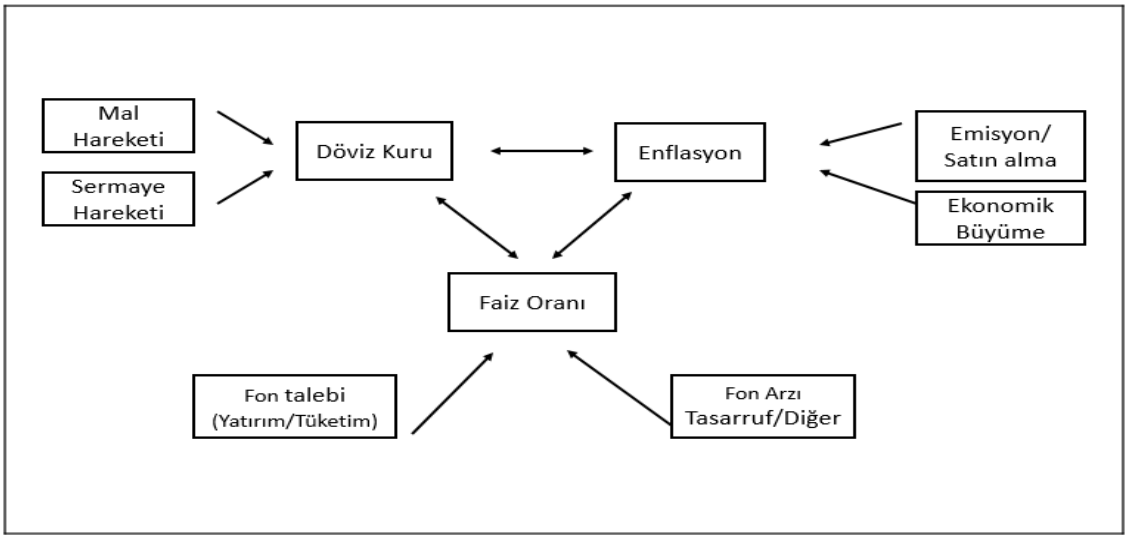
- **Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı ve Büyüme Arasındaki İlişkiler**

Ekonomik büyümenin istikrarlı bir biçimde sürdürülmesi için mal ve hizmet piyasalarıyla finansal piyasaların birbiriyle uyumlu bir şekilde hareket etmeleri gerekmektedir. Bu kapsamda üretimden elde edilen gelir, doğrudan tüketim veya dolaylı yoldan tasarruflar şeklinde mal piyasasına yönelmektedir. Bu döngü dengeli bir şekilde gerçekleştiği sürece üretim istikrarı sağlanmış olmaktadır. Piyasalarda karışıklığa izin vermemek gerekmektedir. Bu anlamda ekonomik büyümenin sağlanabilmesi adına mal ve hizmetlerin fiyat düzeyi, yabancı paraların değeri açısından döviz kuru ve yerli paranın satın alma gücünü yansıtan faiz oranlarındaki artışların birbirine yakın seviyelerde gerçekleşmesi gerekmektedir.

Ekonomik değişkenlerde ortaya çıkan olumsuz eğilimler, iç ve dış denge unsurları arasındaki karşılıklı uyumu zayıflatabilmektedir. Böyle bir durumda, alternatif maliyetlerdeki değişim genel ekonomik yapıyı olumsuz yönde etkileyerek istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Söz konusu üçlü dengenin düşük seviyelerde sürdürülmesi, makroekonomik performansın güçlenmesine ve ekonomik göstergelerin

daha yüksek düzeylere ulaşmasına katkı sağlamaktadır. Buna karşın, bu oranların yüksek seyretmesi ekonomik büyümenin yavaşlamasına ve ülkenin küresel ekonomiden aldığı payın azalmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede, döviz kuru, faiz oranı ve enflasyonun yüksek düzeylerde bulunması her zaman ekonomik kriz göstergesi olarak değerlendirilmemelidir. Ancak, bu unsurların refah düzeyinde gerilemeye ve gelir dağılımında bozulmalara neden olabileceği ifade edilebilir.

Tablo 8. Döviz Kuru, Enflasyon Büyüme ve Faiz Oranı Arasındaki İlişki



Kaynak: (Ekren, 2010)

Tablo 8'de gösterildiği üzere döviz kuru, enflasyon ve faiz oranlarının oluşumu ve bunlar arasındaki ilişkiler yer almaktadır. Tabloda yer alan üç parasal değişkenin birbirlerine karşılıklı etkileri söz konusudur. Yani ekonominin farklı sektörlerinde etkili olan çeşitli göstergelerin mevcut durumu ve bunlardaki değişimlerden doğrudan etkilenmektedir. Bununla birlikte, söz konusu üç parasal değişkenin birbirleriyle karşılıklı bir etkileşim içinde olduğu da görülmektedir. Daha açık bir ifadeyle, ekonominin iç dengesi (reel ve finansal kesim) ile dış dengesi arasında görece bir denge ilişkisi mevcuttur. Dolayısıyla bu dengelerin bozulması durumunda alternatif maliyetler ilişkisi etkilenerek ekonominin bütününü olumsuz yönde etkileyebilecektir (Sever ve Mızrak, 2007).

- **Döviz kuru ve Enflasyon**

Döviz kuru ile fiyat düzeyleri arasındaki ilişkiyi inceleyen teorik yaklaşımlarda, genellikle "tek fiyat kanunu" temel hareket noktası olarak kabul edilmektedir.

Piyasaların etkin bir biçimde işlediği ve tam rekabet koşullarının geçerli olduğu bir durumda döviz kuru ile dış fiyatların çarpımı ülke içi fiyat düzeyini belirlemektedir. Bu çerçevede, döviz kurunda meydana gelen bir değişim, doğrusal bir ilişki aracılığıyla yurtdışı fiyatların yurtiçi fiyatlara göre artmasına veya azalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, böyle bir durumda döviz kurundaki değişimlerin iç fiyatlara tam olarak yansıdığı varsayılmaktadır. Bununla birlikte, yapılan ampirik araştırmaların büyük bir kısmı, söz konusu iki değişken arasında tam bir geçişkenliğin bulunmadığını ortaya koymaktadır. Literatürde, döviz kurundaki değişimlerin ithalat fiyatlarına ve genel fiyat düzeyine ne ölçüde ve hangi hızda yansıdığını analiz etmeye yönelik çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, piyasaların bölümlenmesi hipotezidir. Bu hipotez de pazara göre fiyatlandırma yapılması anlatılmıştır. Eksik rekabet koşullarının geçerli olduğu piyasalarda firmaların fiyatlama davranışları belirleyici rol oynamaktadır. Firmalar, farklı ülkelerdeki kar marjlarını dikkate alarak aynı ürüne farklı fiyatlar uygulamakta olup uluslararası rekabetin yoğunlaştığı durumlarda ise ihracat paylarını koruyabilmek için döviz kurundaki artışı dengeleyecek ölçüde fiyat indirimine gitmektedir. Eksik döviz kuru geçişkenliğine ilişkin bir diğer açıklama Taylor'un (2000) hipotezine dayanmaktadır. Buna göre, düşük enflasyona sahip ve para politikasına güven duyulan ekonomilerde, kur değişimlerinin yurtiçi fiyatlara yansıması sınırlı kalmaktadır.

Burstein et al. (2003) ise, ticareti yapılmayan yerli girdilerin üretim ve dağıtım süreçlerindeki rolüne dikkat çekmektedir. İthal malların bu süreçlerde yarattığı yerli katma değerin artışı, kur değişimlerinin fiyatlara yansımasını azaltmaktadır. Ayrıca bazı çalışmalar, ulaşım maliyetleri ve vergi farklılıklarının da eksik geçişkenliğe katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadır (Korkmaz ve Bayır, 2015).

Özellikle enflasyon oranı ve döviz kuru arasındaki ilişkinin ekonominin istikrarı açısından daha önemli olarak görüldüğü gelişmek olan ülkeler olarak kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, kurdaki ani dalgalanmalar iki kanal üzerinden etki de bulunmaktadır. Birincisi kur dalgalanmaları fiyatlar genel düzeyini etkisi olabilmektedir. İkinci olarak eğer üretimin büyük bir kısmı ithal girdiyle (hammadde, ara malı ve yatırım malı ithalatı) sağlandığı düşünüldüğünde üretim maliyetleri üzerinde önemli etkiye sahiptir. Döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişki, genellikle döviz kurundan fiyatlar genel düzeyine olan aktarım mekanizması üzerinden açıklanmaktadır.

Bu süreçte, kurun yükselmesi durumunda, artan döviz maliyetlerinin üretim giderlerine yansıması sonucunda fiyat düzeylerinde artış meydana gelmektedir. Temel olarak, döviz kurundaki yükselişin ulusal paranın değerini azaltması, üretimde kullanılan ithal girdilerin maliyetini artırmakta ve buna bağlı olarak ithal malların fiyatlarının yükselmesine yol açmaktadır. Bu durum, genel fiyat düzeyinde artışa neden olarak enflasyon oranının yükselmesine zemin hazırlamaktadır. Döviz kurundaki artış aynı zamanda enflasyon beklentilerinin güçlenmesine neden olurken, ulusal paranın değer saklama özelliğini zayıflatmaktadır. Bunun sonucunda, ekonomik birimler tasarruflarını yabancı para cinsinden tutmaya yönelmekte, yerli para birimine olan güven azalmaktadır. Bu olgu, döviz talebinin artması ve yerel paranın değer kaybetmesi süreciyle kendini gösteren dolarizasyon olarak tanımlanmaktadır (Karakış, 2019).

- **Döviz kuru ve Faiz oranı**

Enflasyona neden olan faktörlerin başında genellikle kamu açıklarının geldiği söylenebilir. Toplumun geneline bakıldığında politika yapıcılarının vergi gibi gelir artırıcı politikalarına pek iyimser bakılmadığı söylenebilir. Buna karşılık kamunun giderlerini artıracak olan harcamalara karşı herhangi bir tepki gösterilmemektedir. Böyle bir durumda politika yapıcı aktörler artan giderleri karşılamak için emisyon uygulamasına veya borçlanma yoluna gitmeyi uygun görmektedirler. Para basma (emisyon) politikasına gidilmesi durumunda para arzı, ekonomik büyüme oranının üzerinde gerçekleştiğinde ekonomide enflasyon üzerinde baskı meydana gelerek fiyat istikrarı üzerinde baskı oluşacaktır. Kamu tarafında borçlanma iki türden olabilmektedir. İlk olarak, yurtiçinde belirli kaynaklar yoluyla finanse edilmeye çalışılır. İkincisi ise yurtdışından finanse edilmesi şeklinde olabilir. Kamu tarafından bütçe açıkları iç borçlanma yoluyla finanse edildiğinde faiz oranı üzerindeki etkisi daha net olmaktadır. Tasarruf açığı olan özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlanmaları yoluyla açıklar finanse edildiği durumlarda borçlanmaların ilk etkileri faizler tarafında oluşmaktadır.

Kamu açıklarının faiz oranı üzerindeki etkisini inceleyen birden fazla çalışma söz konusu olmuştur. Özellikle 1980 yılından sonra ele alınan çalışmalardan çıkan sonuçlar birbirinden farklıdır. Faiz oranı ile kamunun borçlanmaları arasındaki ilişkinin müspet olduğuna dair saptama yapılmıştır. Bundan dolayı faiz oranlarının yüksek olduğu bir

ortamda özel sektörün finansmana ulaşması daha pahalı bir hale gelecektir. Faiz oranlarının fon talebine bağlı olarak ne kadar esnek olup olmadığı özel kesimin bu fonları talep etmesinde belirleyici olduğundan özel kesimin fon talebi azalabilecektir. Dolayısıyla kamunun borçlanması nedeniyle özel sektör kesimine daha az borçlanma payı bırakılmış olacaktır. Bu da demek oluyor ki, kamunu fon talebi özel sektörün fon talebini kısıtlayıcı bir unsur olabilmektedir. Ayrıca yurtiçinden borçlanma yoluna gidildiğinde kaynakların bir bölümünü özel sektörün kullanmasından ziyade kamu sektörü yararlanıcı konumda olmaktadır. Bununla birlikte yükselen faiz oranları sonucu özel kesimin yatırımları azalarak üretimde kayıplar meydana gelecektir.

Diğer taraftan gelişmekte olan ülkeler ekonomik kalkınma hızlarını artırabilmek adına milli gelirlerinin büyük bir kısmını yatırımlara ayırmak durumundadır. Bunu içinde ülke için tasarruflar önemli bir yer tutmaktadır. Bu anlamda gelişmekte olan ülkeler genelinde asıl sorun söz konusu tasarrufların yetersizliği önemli sorunların başında gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların artırılmamasından kaynaklı olarak yurtdışından finansman sağlamaya yönelik hareket etmektedirler. Temin edilen bu borçların verimli alanlara aktarılmaması ihtimalinde yenide borçlanma yoluna gidilebilmektedir. Diğer bir sorun ise tekrar edilerek sağlanan finansman için daha yüksek faiz oranına maruz kalınmaktadır. Böylelikle ülkelerin eğer ki, ihracatında artış kaydedilemiyorsa dövize olan ihtiyacın şiddeti artmış olacaktır (Sever ve Mızrak, 2007).

- **Döviz kuru ve büyüme**

Teorik olarak bakıldığında döviz kuru ve büyüme arasında birebir ilişkinin varlığından söz edilemez. Fakat döviz kuru rejimlerinin büyümeye üzerine etkisinin dolaylı yoldan olduğu ve bunu da iki şekilde açıklamam mümkündür.

- ✓ Fiyat oynaklığını göreceli olarak azaltarak beklentiler üzerindeki belirsizliği kaldırılıp yatırımların artması sonucu ekonomik büyüme sağlanır.
- ✓ Fiyat istikrarı sağlanması durumunda faiz oranı üzerindeki etkisini azaltmak suretiyle büyüme oranı üzerinde azaltıcı etki yaparak ekonomik büyümede artış kaydedilir (Yanar, 2008).

Genel olarak bakıldığında döviz kuru istikrarını sağlamak adına bir takım nedenler gereklidir. Bunlar, üç başlıkta incelenebilir.

- Döviz kurunda istikrar sağlamaya dair uygulamaya alınan müdahale sonucu döviz kuru belirsizliklerini minimum düzeye çekmektedir. Böylelikle kurda istikrar sağlanıp, fiyat yapısı ve döviz kurundaki göreceli oynaklıklar giderilip kaynakların dağılımında etkinlik sağlanmış olacaktır.
- Ülkeler arasındaki rekabet ve döviz kuruna dayalı olarak paranın değer yitirmesi ile daha düşük enflasyon için rekabete dayalı yerli paranın değerlenmesini içeren politika özendirmelerinin oluşturduğu açık işbirliği engellenebilmektedir.
- Fiyat istikrarını sağlayabilmek adına döviz kuruna yönelik yönetim tarzı aynı zamanda para politikası aracı olarak kullanılması anlamına gelmektedir.

Burada 'içe dönük alternatif para politikası" kavramına açıklama getirmek gerekirse, para politikası amaçlarından biri olan ekonomik büyüme ve istihdamın sağlanabilmesine giden yollardan biri de döviz kurunda istikrarın sağlanması adeta bir araç görevi görmektedir.

Çünkü dış dengenin sağlanabilmesi için döviz kurunda birtakım politikalar uygulanabilmektedir. Bahsi geçen denge açısından fiyat istikrarına dair politikaların uygulanması durumunda iç dengenin sağlanabilmesi açısından döviz kurlarını yönetilebilir. Bu açından döviz kurları alternatif bir para politikası olarak kullanılabilmektedir. Uluslararası alanda yapılan anlaşmalar sonucu böyle bir politikaya destek verilmesi halinde şayet üretim maliyeti de istenilen düzeyde dengede gerçekleşirse, enflasyonun olması gereken düzeye ineceğine dair olumlu beklentileri söz konusu olabilmektedir (Duygulu, 1998).

Yukarıda bahsedilenler haricinde para politikası yapıcıları için döviz kurunda istikrarı sağlamaya dair farklı nedenlerde bulunmaktadır. Bahsi geçen nedenler arasında, kurda oluşan oynaklıklar yurtdışından gelen sermayenin akımını engellemekte olduğundan döviz kurunda aşırı oynaklıklar nedeniyle yabancı finansal varlıkların elde edilmesine dair isteğin azalmasına neden olma durumu gerçekleşebilmektedir. Diğer yandan özel sektörde firmaların döviz kurundaki oynaklıklar sebebiyle beklenen karlarında düşüş endişesi yaratabilir. Böyle bir durumda firmalar fiziki yatırımlarını gerçekleştirebilmeleri noktasında iştahları azabilir. Sonuç olarak, döviz kurunda

yaşanan oynaklıklardan kaynaklı belirsizlik nedeniyle sermaye yatırımlarının dışarıya yönelmesine olumsuz yönde etki yaratarak küresel ekonomide kaynakların etkin dağılmasına engel teşkil etmektedir.

Öte yandan kurlarda yaşanan oynaklıkların uluslararası alanda yapılan ticarete olan etkisi bir başka neden olarak gösterilebilir. Kurların sürekli volatil bir davranış göstermesi durumunda uluslararası alanda yapılan ticaretten elde edilecek gelir üzerinde belirsizlik yaratmaktadır. Böylesine belirsiz bir ortamın oluşu, firmaları ihracat yaptıkları ürünlerin maliyetlerine ek bir "risk primi" dahil etmeye zorlayabilmektedir. Bu ek maliyetin fiyatlara yansıtılması durumunda, ticarete konu mallara olan talepte azalma meydana gelir. Dolayısıyla, uluslararası ticaret ve finansal işlemler açısından kur istikrarının sağlanması, yalnızca dış ticaret riskini azaltmakla kalmayıp, aynı zamanda kısa ve uzun vadeli sermaye girişlerini teşvik ederek enflasyonist baskıların ve sermaye çıkışlarının önlenmesine katkı sağlamaktadır. Para politikası yapılmasından sorumlu mercilerin döviz kurunda istikrarının gerekli olduğuna dair sonuncu neden mali piyasalarla ilgilidir.

Döviz kurundaki belirsizlik ve oynaklığın yurtiçindeki varlıklara dair belirli riskler yüklemekte ve bu nedenle varlık fiyatları oynak bir seyir izleyebilmektedir. Bu durumda mali piyasalarda yaşanan hareketli seyir neticesinde piyasalarda istikrarsızlığa neden olabilecektir. Böyle bir durumda para politikasının hedef ve amaçlarının gerçekleşmesini zedeleyecektir. Döviz kurunda istikrar sağlandığında ekonomik istikrar sağlanmış olacaktır. Böylece para politikası yapıcı aktörlerin aksiyonları sonucu uluslararası düzeyde bir uyum elde edilmiş olacaktır. Bu nedenle döviz kurunda istikrar politikası başarılı olduğunda hem yerli ekonomide istikrarı sağlama amacı gerçekleşmiş olacak, hem de uluslararası düzeyde küresel ekonominin istikrarı açısından katkıda bulunma amacı gerçekleşmiş olacaktır (Türkcan, 1982).

Ayrıca küresel rekabet ve globalleşen dünyada ülkelerin küresel ekonomiye dahil olma çabaları hızlanmıştır. Bu sayede küresel ekonomide yer edinme çabaları ve dışa açılmalarının etkisi söz konusu olmuştur. Bu etkiyle birlikte hem ulusal hem de uluslararası piyasalarla ilişkilerinin yeniden düzenlenmesi gündeme gelmiştir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerde dış borç stokunun yüksek olması durumu söz konusudur. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerin politika önerilerine bağlı

kalmışlardır. Bu durum, gelişmekte olan ülkeleri alternatif bir politika geliştirmekten alıkoyarak istikrarı sağlamak için dünya ekonomisiyle uyumlu politika tercihlerine ve uygulamalarına yöneltmiştir. Özellikle 1980'li yılarda dışa açılmanın getirdiği finansal serbestleşme akımları gelişmekte olan ülkelerin birçoğunu etkisi altına almıştır.

Bu bağlamda, finansal serbestleşme sürecinin temel unsurlarından biri olan sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, sermaye girişlerinin döviz kuru üzerinde yaratabileceği dalgalanmalar nedeniyle kritik bir öneme sahiptir. Sermaye akımlarının hız kazanması, kur oynaklığını artırarak döviz piyasalarında istikrarsızlığa yol açabilmektedir (Duygulu, 1998).

Sonuç itibarıyla, döviz kurundaki istikrarsızlık, dış ticarete konu sektörlerde faaliyet gösteren firmalar açısından belirsizliği artırmakta ve bu durum, söz konusu sektörlere finansman sağlayan kuruluşların maruz kaldığı riskleri yükselterek sermaye maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Kur oynaklığının başlamasıyla birlikte bu süreç reel sektörü olumsuz yönde etkileyerek zamanla tüm ekonomik alanlara yayılan ve genel ekonomik istikrarsızlıkla sonuçlanan bir yapıya dönüşebilmektedir.

Finansal piyasalarda serbestlikle beraber dış ticaret piyasaları da serbeste hale gelmiştir. Böylelikle uluslararası piyasalarda sermaye hareketlerinde serbestleşmenin yaşanması durumu hasıl olmuştur. Bunun bir sonucu olarak, yurtiçinde ekonomik anlamda mal hareketlerinde bağımsız ve kısa vadeli getirilere karşı duyarlı bir döviz büyüklüğünden bahsedilmeye başlanmıştır. Bu süreç içinde döviz kurunun serbest bir seyir izlemesi ve faizin temel görevinden kopmuş ve uluslararası sermaye hareketinin hızlanması sebebiyle tamamen sermaye hareketinin etki alanına girer bir vaziyet göstermiştir (Bakkal ve Gürdal, 2007).

Döviz kurunda yaşanan oynaklığın ekonomideki faaliyetleri etkilemesi nedeniyle döviz kuru istikrarı ile fiyat istikrarının beraber ele alınması gereklidir. Bu sayede ekonomide büyümede kalıcı istikrarın sağlanması mümkün hale gelmektedir (Duygulu, 1998).

2.1.3. Büyüme ve İstihdam

Tam istihdam kavramını ele almadan önce, istihdam ve işsizlik kavramlarının açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. İstihdam, belirli bir ülke ekonomisinde ve belirli bir

zaman diliminde, tam veya kısmi süreli olarak çalışan bireylerin toplamını ifade etmektedir. Buna karşılık işsizlik, çalışma arzusunda olup aktif biçimde iş arayan, ancak mevcut koşullar altında herhangi bir istihdam alanında yer bulamayan kişilerin toplamını tanımlamaktadır (Altuntaş, 2018).

Tam istihdam, mevcut ücret düzeyinde çalışmak isteyen tüm bireylerin iş sahibi olduğu durumu ifade etmektedir. En geniş anlamıyla ekonomideki mevcut üretim faktörlerinin tamamının en verimli bir şekilde kullanılmasını ifade etmektedir. Dar anlamda ele alındığında ise ekonomide çalışmak isteyen tüm yetişkin kişilerin iş bulup çalışmaları olarak ifade edilebilir. Merkez bankalarının para politikaları uygulamasına göre tam istihdamın amacı emek piyasasında iş gücü arzı ile iş gücü talebinin eşit olmasıdır. Bu nedenle işsizlik sorununu çözmeye dair uygulamalar para politikasının amaçlarından biridir. Para politikasının amacı niteliğinde olması nedeniyle istihdamın aşırı veya eksik olmasına bağlı olarak toplam talepte artış veya azalış için genişletici veya daraltıcı para politikaları uygulanmaktadır (Atasoy, 2023).

1970'li yıllarda yaşanan arz yönlü şoklar sonucunda ortaya çıkan stagflasyon krizi, ekonomik istikrarın yalnızca talep yönlü politikalarla sağlanamayacağını göstermiştir. Bu dönemin ardından, öngörülebilir ve kontrol edilebilir bir enflasyon politikası ile birlikte, tam istihdam ve ekonomik büyümeyi destekleyen politika araçlarının uygulanması merkez bankalarının temel sorumluluk alanlarından biri haline gelmiştir (Ertan, 2019). Aslında daha geriye dönüldüğünde tam istihdam 1929 ekonomik krizinden bu yana ekonomide para politikasının önemli nihai hedeflerinden biridir. 1929 krizi, istihdam da büyük kayıplara yol açtığından ötürü devletin tam istihdamı sağlamak adına ekonomiye müdahalesi söz konusu olmuştur (Göklemez, 2011).

Öte yandan tam istihdamın amacı iki şekilde açıklanabilir.

- Konjonktürel işsizliğin önlenmesi
- Yapısal, mevsimlik ve arızi işsizlik türlerinin giderilmesi ya da ortadan kaldırılmasıdır.

Diğer yandan tam istihdam iki nedenden dolayı hedef olarak gösterilebilir.

- Yüksek işsizlik nedeniyle yoksulluk içinde yaşayan hanehalkları ve firmalardaki finansal sıkıntılar sebebiyle işten çıkarmalar ve artan suç oranları

- İşsizliğin yüksek olduğu dönemlerde ekonomide sadece işsizlerden ziyade üretimin potansiyelin altına düşmesi, yatırımların azalması firma iflasları nedeniyle tam istihdamın ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmaktadır.

Ekonomide tam istihdama ulaşılabilir mi sorusuna, ekonomide hiçbir işsizin kalmadığı oran olan sıfır (%0) işsizlik oranına ulaşıldığı takdirde cevap olarak gösterilebilir (Onaran, 1995).

Asıl olarak tam istihdam oranına ulaşmak mümkün olmamakla birlikte istenilen bir durumda değildir. Ayrıca %4-5 gibi bir geçici işsizliğin olması istenilen istihdam oranı ile uyumsuz bir durumda değildir. Zira tam istihdam seviyesine ulaşılması halinde ekonomide yeni işgücünün olmaması nedeniyle yeni faaliyet alanları ve kurumları bulunamaz hale gelip yeni iş kolları oluşmama durumu yaşanabilecektir. Böyle bir durumda ekonomik büyümenin dinamikleri zayıflar hale gelecektir (Akça, 2017).

Diğer taraftan, istihdam hedefinin yanı sıra merkez bankalarının para politikaları kapsamında ulaşmayı amaçladığı bir diğer temel hedef ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Ekonomik büyüme, bir ekonomide belirli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin reel miktarındaki artış olarak tanımlanmaktadır. Para politikasında yapılan düzenlemeler aracılığıyla ekonomik büyüme iki farklı yolla desteklenebilmektedir.

- Milli gelirde artış sağlama için para politikasını faiz oranları ayarlanarak etkileyip istihdam ve yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi sağlamak.
- İş gücü ve işgücü verimliliğini artırarak üretimin artırılmasını sağlamak.

Keynesyen iktisat anlayışına göre, para politikası yoluyla faiz oranlarında gerçekleştirilen değişiklikler yatırım düzeyini etkileyebilmekte ve böylece ekonomik faaliyetler üzerinde belirleyici bir rol oynayabilmektedir. Buna karşılık, Monetarist ve Yeni Klasik iktisat yaklaşımları, para politikasının ekonomik büyümeyi etkileyen bir araç olarak kullanılmasına yönelik görüşlere eleştirel yaklaşmakta ve bu etkinin sınırlı olduğunu savunmaktadır. Yeni klasik iktisatçılara göre para politikası araçları kullanılarak kısa dönemde ekonomik büyümede reel etkiler meydana getirmek mümkün değildir. Diğer yandan monetarist iktisatçılara göre enflasyon parasal bir olgudur. Bu nedenle büyümenin gerçekleştirilmesi için ılımlı parasal büyüme oranını önermişlerdir (Ataş, 2022).

Ayrıca ekonomik büyüme sağlandığında ülkenin kişi başına geliri pozitif olarak artmaktadır. Ancak tamamen kişi sayısına ve devlet gelirine bağlı olmayarak bir artış gösterir. Gelir ve insan sayısı baz alınarak büyüme hedeflendiği takdirde gerçek bir büyümeden söz edilemez. Bu durumu nominal büyüme olarak kabul edebiliriz. Çünkü para kurları, emtia kurları, enflasyon ve deflasyon yıl boyunca değişebileceğinden dolayı bu durum kişi başına net geliri göstermez (Gojayev, 2022).

Ülkenin ne oranda büyüme kaydettiği ve bu büyümenin hızının ne derecede olduğunu belirleme kadına ortalama büyüme hızı ve yıllık büyüme hızı hesaplanmaktadır. Ekonomide büyümenin belli başlı belirleyici öğeleri bulunmaktadır. Ekonomik büyümeyi hızlandıran faktörler aşağıda yer almaktadır.

- Sermaye birikiminin arttırılması gerekliliği.
- Teknolojide ilerlemenin kaydedilmesi gerekliliği.
- Teknolojinin elde edilmesi sonucu üretim sırasında kullanılan girdinin minimum düzeyde kalıp elde edilen çıktının maksimum düzeye çıkmasını sağlamak.
- Sermaye ve iş gücünde tasarrufun sağlanması.
- İş gücünde ve nüfusta artış sağlanması (Gökova, 2018).

İkinci dünya savaşı sonrasında ülkelerin büyük çoğunluğu için (dünya ekonomisi) ekonomilerde küçülme meydana gelmiştir. Birçok ekonomide negatif büyüme oranları söz konusu olmuştur. Bu açıdan bakıldığında büyüme kavramı ikinci dünya savaşından sonra önem kazanmıştır. Bu sebeple ikinci dünya savaşı sonrası ekonomik büyüme bir amaç haline gelerek önemli bir makroekonomik performans ölçütü olarak gösterilmiştir. Fakat burada asıl önemli olan büyümede istikrarın sağlanması ve sürdürülebilir olmasıdır (Kasap, 2019).

Sürdürülebilir büyüme iktisadi ve çevresel olmak üzere iki biçimde ele alınması mümkündür. İktisadi açıdan sürdürülebilir büyümeyi ifade etmek gerekirse, büyüme oranının potansiyel büyüme oranına yakın ve istikrarın sağlanmış olmasıdır. Diğer yandan makroekonomik göstergelerde uyumlu bir denge ve fiyat istikrarının sağlanması gereklidir. Fiyat istikrarının sağlanarak enflasyona neden olmayan bir büyümenin sürdürülebilir olduğu kabul görmektedir. Dolayısıyla sürdürülebilir bir büyümeden

bahsedebilmek için kısa vadede sağlanan büyüme oranının uzun vadede sağlanabilir olması gereklidir (Arsari, 2023).

Sürdürülebilir ve dengeli bir ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için istihdam seviyesinin artırılması temel bir gerekliliktir. Ekonomide üretim kapasitesinin genişlemesi, ancak üretim faktörlerinin tam ve verimli biçimde kullanılmasıyla mümkün olmaktadır. Büyüme eğiliminin istikrarlı bir biçimde devam edebilmesi için, ekonominin para ve kredi gereksiniminin zamanında karşılanması, uygun finansman koşullarının oluşturulması ve parasal genişlemenin ölçülü düzeyde sürdürülmesi önem taşımaktadır. Ayrıca, atıl para talebinin toplam talep üzerinde yarattığı daraltıcı etkilerin giderilebilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir (Ceylan, 2010).

Son olarak ekonomik büyüme meselesine hükümetlerin merkez bankalarının para politikaları çerçevesinde bakıldığında genişlemeci politikalar ile büyüme oranlarını artırabilirler. Yani para politikası faiz oranlarını düşürüp yatırımlar teşvik edilebilir. Fakat bunun sonucunda piyasadaki para miktarı artacağından enflasyona neden olarak yatırımları düşürebilir. Burada önemli olan hangi etkinin daha güçlü olduğudur.

Büyüme de istikrarlı bir yapıya kavuşmanın yolu istihdam seviyesinin yüksek oranda olmasına bağlı olmaktadır. Zira istihdamın artmasına bağlı olarak işgücünün artmasıyla beraber işsizlik oranlarında azalma meydana gelecektir. Bu durumda firmalar verimlilik artışı sağlayarak yatırımlarını artıracak ve büyümeye pozitif katkı sağlanmış olacaktır. İki ana kapsamında uygulanacak olan para politikalarının etkisiyle firmalar yatırıma teşvik edilerek daha fazla fon kaynağı aktarılmış olacaktır. Buradaki dikkat çekilmesi gereken nokta, aktarılacak fonun tesisinde insanların tasarrufları kilit rol oynadığından hanehalkı tasarruf yapmaya teşvik edilerek iktisadı büyüme amaçlanabilir (Kaplan, 2022).

2.1.4. Finansal İstikrar

Finansal istikrar kavramına ilişkin literatürde genel anlamda kabul edilen bir tanımın varlığından söz edilemez. Bu durumun en önemli sebeplerinden biri, finansal istikrarın tanımının yapılmasında yaşanılan zorluktur. Bunun temel sebebi, akademi yazınında finansal istikrar kavramı daha çok istikrar ve istikrarsızlık üzerinden değerlendirilmiş ve birden çok görüşün ortaya çıkışı ile finansal istikrara yönelik tanımın yapılmasını zor

hale getirmiştir. Finansal istikrarın tanımına ilişkin literatürde yapılana çeşitli çalışmalar şöyledir. Chant (2004), finansal istikrarsızlığı; ekonomik yapının işleyişini sekteye uğratabilecek ve finansal sistemin bütünlüğünü zayıflatabilecek türden olumsuz gelişmeler olarak değerlendirmektedir. Buna karşılık Crockett (1997), finansal istikrar kavramını, ekonomik ve finansal birimlerin işlevlerini aksatacak herhangi bir istikrarsızlık unsurunun bulunmadığı bir durum şeklinde tanımlamaktadır.

Padoa-Schioppa (2002), finansal istikrarı; bir ekonomide birikimlerin verimli yatırım kanallarına yöneltilebildiği ve finansal yapının, ödeme mekanizmasının işleyişini bozabilecek dışsal ya da içsel şoklara karşı dayanıklılığını koruduğu koşullar bütünü olarak yorumlamaktadır.

Finansal istikrar kavramını hem 'istikrar' hem de 'istikrarsızlık' yönleriyle tanımlayan Rosengren'e (2011) göre, finansal istikrar, reel ekonominin büyüme patikasında ihtiyaç duyduğu kredi aracılığı ve ödeme hizmetlerini finansal sistemin düzenli bir şekilde sağlama becerisi şeklinde ifade edilebilir.

Finansal istikrarsızlığa dair yapılan tanım şu şekildedir. Kurumlar, piyasalar ve ödeme sistemleri ya da genel olarak finansal yapıda ortaya çıkan sorunlar veyahut bu sorunların ortaya çıkma ihtimaline yönelik endişelerin reel ekonominin büyüme sürecini belirgin biçimde sekteye uğratarak kredi aracılık işlevinin sağlıklı şekilde yürütülmesini engelleyecek boyuta ulaşması şeklinde tanımlanabilmektedir (Çamlica, 2015).

Schinasi (2004) yaptığı çalışması itibariyle şu şekilde tanımlamaktadır. Geniş ve doğru bir finansal istikrar tanımı yapabilmek için beş temel ilke öne sürmüştür. Her şeyden önce, finansal istikrarın altyapı, kurumlar ve piyasalar gibi çeşitli bileşenleri kapsayan geniş bir kavram olduğu hususunun altını çizmek gerekir. Bu çerçevede hem özel sektör hem de kamu otoriteleri piyasalarla birlikte finansal altyapının kritik unsurlarında etkin bir rol üstlenmektedir. Bu nedenle "finansal sistem" ifadesi parasal sistemdeki resmi ve kurumsal düzenlemelerin yanı sıra özel finansal faaliyetlerin süreçlerini, kurumlarını ve sözleşmelerini de içine alan kapsamlı bir yapıyı tanımlamaktadır. Ayrıca finansal istikrar, yalnızca finansman kaynaklarının ve risklerin dağıtımı, tasarrufların oluşması ya da servet birikimi ve ekonomik büyümenin desteklenmesiyle sınırlı değildir. Aynı zamanda ekonominin bütününde ödeme sistemlerinin kesintisiz ve sorunsuz biçimde

işlemesinin güvence altına alınması da finansal istikrarın önemli bir parçasını oluşturmaktadır.

Üçüncü olarak, finansal istikrarın yalnızca mevcut bir finansal krizin meydana gelmemesi ile açıklanamayacağı ifade edilmelidir. Bu kavram aynı zamanda finansal sistemde ya da ekonomik süreçlerde tehdit oluşturabilecek dengesizliklerin ortaya çıkmadan önce bir takım aksiyonların alınması gerekir. Bunlar, finansal krizin tespit edilmesi, krizi sınırlandırılacak önlemeler alınması ve oluşabilecek risklerin ortadan kaldırılması şeklinde değerlendirilmelidir. Dördüncü olarak, reel ekonomi üzerindeki olası etkiler dikkate alındığında finansal istikrarın sağlanması büyük önem taşımaktadır. Son olarak, finansal istikrarın finansal sistemin dinamikleriyle uyumlu biçimde süreklilik arz eden bir süreç olarak ortaya çıkması gerektiği belirtilmelidir. Diğer yandan bu sürekliliğin sağlıklı bir yapının oluşmasına zemin hazırlaması ve bunun sonucunda toplumsal refah düzeyinin yükselmesine katkı bulunacak olması belirtilmelidir (Taş, 2020).

2.1.4.1. Finansal İstikrarın Önemi

Finansal sistem, reel ekonomideki kaynakların faaliyet ve zaman arasında verimli bir şekilde dağılımını gerçekleştirmeyi sağlar. Diğer yandan borçluluk ilişkisinde bulunan taraflar arasında çeşitli likidite tercihine göre vade dönüşümünü gerçekleştirme, ekonomik ve finansal riskleri yönetme ve fiyatlama gibi temel işlevleri nedeniyle, ekonomik büyümenin desteklenmesi ve toplumsal refahın yükseltilmesinde kritik bir rol oynamaktadır. Buna mukabil finansal sistemde yer alan işlemler çok fazla bilgiden oluşması nedeniyle finansal kuruluşların bilançosunda yaşanan sıkıntılar ve finansal kuruluşlar ve piyasaların birbirileri ile olan bağının bir neticesi olarak kırılganlık göstergesi olan bir boyut kazanmaktadır. Bunun sonucunda finansal sistemin kendisi reel ekonomiye dair bir risk faktörü haline gelmektedir.

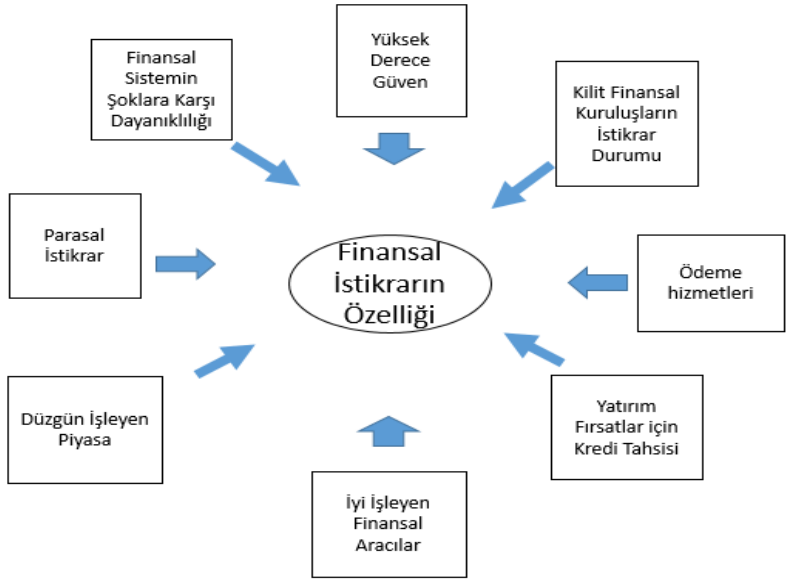
1990 yıllarında yaşanan finansal krizler ile 2007 yılında ABD'de ortaya çıkan ve ardından Euro bölgesine ve oradan tüm dünyaya yayılan küresel finans kriz sonucu finansal sistemin yapısında bir takım riskler oluşturarak finansal sistemi savunmasız bırakarak reel ekonomiler üzerinde çok ağır sonuçlar meydana getirmiştir. Ayrıca finansal sistemin istikrarlı olmasının zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı ilk olarak merkez bankalarından başlamak üzere birçok finans kurumu için politika

yapıcıların finansal istikrarın sağlanmasında ve sürdürülebilir olması maksadıyla daha verimli bir yaklaşımın oluşturulması gerektiği öncelik halini almıştır (İlhan, 2018).

Merkez bankasının finansal sistemde istikrarı koruması için finansal istikrar ve fiyat istikrarını sağlaması oldukça önem arz eder. Para politikasının finansal istikrar üzerinde önemli etkileri bulunduğu gibi, finansal istikrar da etkin bir para politikasının temel unsurlarından biri olarak değerlendirilmektedir. Bu durum, merkez bankalarının kuruluş süreçleri incelendiğinde açık biçimde ortaya çıkmaktadır. Nitekim, Amerikan Merkez Bankası (FED) ile İngiltere Merkez Bankası'nın kuruluş dönemleri, finansal sistemin çöküşten kurtarılmasına yönelik çabaların yoğunlaştığı bir döneme denk gelmektedir. Dolayısıyla, para politikasına ilişkin görevlerin finansal istikrar işlevinden sonra şekillendiği anlaşılmaktadır. Zira fiyat istikrarı ve makroekonomik dengelerin sağlanması açısından finansal istikrar belirleyici bir unsur konumundadır. Bu çerçevede finansal istikrar, ekonomik dengenin sürdürülebilmesi açısından temel bir unsur olarak görülmektedir. Ekonomide istikrarlı bir finansal yapının oluşturulması, ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde tereddüt ve belirsizlik yaşamalarının önüne geçmektedir. Zira finansal dengesizliklerin ortaya çıktığı ortamlarda, reel üretim açığının hızla genişlemesi, finansal varlık fiyatlarında sert dalgalanmalar ve ekonomik değişkenlerde aşırı oynaklık meydana gelebilmektedir. Bu tür gelişmeler, bankacılık krizleri, döviz-borç krizleri ya da sistemik nitelikteki geniş ölçekli finansal çalkantıların ortaya çıkma ihtimalini artırmaktadır. Ayrıca makroekonomik göstergelerdeki yoğun dalgalanmalar, ekonomide gelir ve servet dağılımının bozulmasına yol açabilmektedir.

Bu durum aynı zamanda toplumun refah seviyesini bozabilmektedir. Bundan dolayı makroekonomik istikrarın sağlanması, toplumun refah seviyesinin korunması namına önem arz etmektedir. Finansal istikrar, tasarrufların verimli yatırımlara yönlendirilmesinde oynadığı rol nedeniyle kaynakların etkin kullanımını zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda, etkin biçimde işleyen bir finansal yapı, bir taraftan risklerin ekonomik aktörler arasında dengeli şekilde paylaşılmasına yardımcı olurken, diğer taraftan ekonominin dış kaynaklı şoklara karşı kırılganlığını azaltıcı bir rol üstlenmektedir. Fakat finansal istikrarın sağlanamadığı bir ortamda ortaya çıkabilecek olası krizler, reel sektör üretiminde kesintilere yol açarak ciddi refah kayıplarına neden olabilmektedir. Bu çerçevede finansal sektördeki istikrarsızlık, makroekonomik istikrarı da doğrudan tehdit etmektedir. Öte yandan, finansal açıdan istikrarlı bir ekonominin en

temel özelliği, yalnızca şokların etkisini sınırlamak değil, aynı zamanda ekonomiyi bu tür şoklara karşı daha dayanıklı hale getirmesidir (Eşsiz, 2016).



Şekil 2. Finansal İstikrarın Bileşenleri

Kaynak: (Anatolyevna ve Ramilevna, 2013: 858)

Şekil 2'de görüldüğü üzere finansal istikrarın temel özellikleri şöyledir.

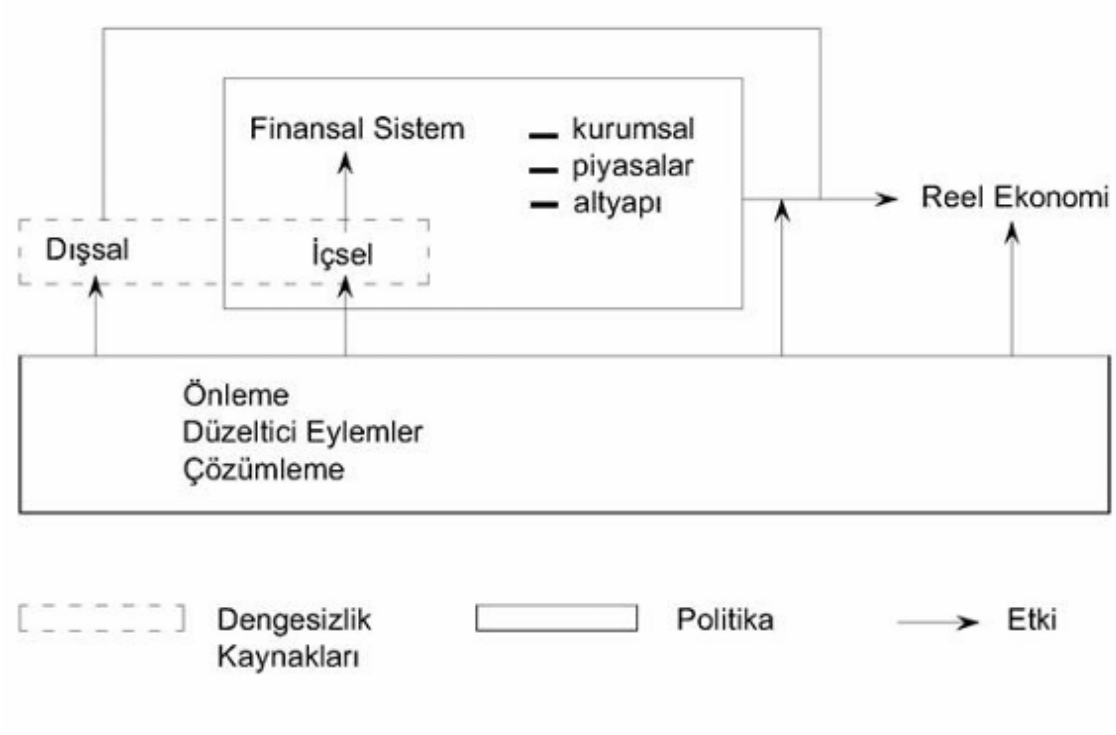
- Finansal kurumlara sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki güven
- Büyük finansal kurumların istikrarı
- Finansal sitemin ödeme hizmetleri sağlama veya üretken yatırım fırsatlarına kredi tahsis etme yeteneği
- Finansal aracıların işleyişinden kaynaklanan ekonomik iyileşme, kredinin mevcudiyeti ile sistemli işleyen piyasa
- Reel ve finansal varlıklar ile parasal istikrarı sağlamak ve sistemin dış şoklara karşı dayanıklılığı (Tekman, 2023).

Finansal istikrar üzerine yapılan bu analizler yukarıda yer alan unsurları göz önüne alarak, sistem üzerinde kırılganlık yaratan unsurları incelemekle kalmayıp, makroekonomik anlamda oluşan koşulları ve ne gibi politika önlemlerinin alınması gerektiği üzerine yoğunlaşıp önceden tahmin etmeye dayalı analizler yapmaktadır. Böylelikle ekonominin finansal sistem üzerinde ortaya çıkabilecek şoklara karşı, finans

dışı kurumların yanı sıra hane halkının tüketim ve tasarruf gibi ekonomik davranışlarının da dikkate alındığı görülmektedir.

Özet olarak finansal istikrar açısından oluşabilecek riskler ve finansal sitemin kendi yapısından kaynaklı riskler oluşabilmektedir. Diğer yandan bu tehditler dış faktörlerden de kaynaklanabilmektedir Şekil 3'de Schinasi oluşabilecek tehdit faktörlerini aşağıda yer alan tabloda belirleyerek açıklık getirmiştir. Performans açısından finansal sistem etki eden öğeler şekilde görülebilmektedir. Bunlar şu şekilde açıklanabilir. Finansal piyasaların, kurumların ve finansal altyapının sağlamlığı, makroekonomik koşullar ve bunlara dair zayıflıklar ile kırılganlıklar şeklinde farklı argümanlar gösterilebilir. Bu kapsamda merkez bankalarının finansal istikrarı korumaya yönelik sorumlu bir şekilde hareket etmesi ve bu sorumluluğa yönelik alınan aksiyon neticesinde oluşabilecek krizlerin önlenmesi için gerekli eylemleri hayata geçirdiğinde finansal istikrarı sağlamış olacaktır. Bu şekilde bir yol haritası izlenmesine müteakiben finansal istikrara verilen önlem anlaşılır hale gelecektir (Şimşek, 2010).

Finansal Sistem Performansını Etkileyen Faktörler



Şekil 3. Finansal Sistem Performansını Etkileyen Faktörler

Kaynak: (Schinasi, 2005: 5)

Ayrıca belirtilmesi gereken önemli birkaç husus söz konusudur. Küresel finansal kriz sonrasında elde edilen temel çıkarımlardan biri, merkez bankalarının yalnızca fiyat istikrarını hedeflemelerinin yeterli görülmediğidir. Aynı zamanda finansal sistemde biriken riskleri ve varlık fiyatlarında ortaya çıkan aşırı değer artışlarını da politika tasarımında dikkate almaları gerektiğidir.

Uluslararası platformlarda da finansal istikrara merkez bankaları tarafından daha fazla önem verilmesi gerektiği görüşü yaygınlık kazanmaktadır. Finansal sistemin istikrarının önemi son yıllarda artmış olup bunun dört önemli nedeni bulunmaktadır.

- Finansal sistemin reel ekonomiden çok daha hızlı bir şekilde büyümesidir. Bu büyüme ile birlikte gelişmiş ekonomilerde finansal varlıklar üretimin çok daha üstüne çıkmışlardır.
- Finansal derinleşme sürecine, parasal olmayan varlıkların artan payı ve dolaylı olarak parasal tabanda daha fazla kaldıraç ile finansal sistemin değişen bileşimi eşlik etmiştir.
- Artan küreselleşme ile birlikte finansal sistemler hem ulusal hem de uluslararası düzeyde iç içe geçmiştir.
- Finansal araçların karmaşıklığı, faaliyetlerin çeşitliliği ve beraberindeki risklerin hareketliliği açısında finansal sistem daha karmaşık hale gelmiştir

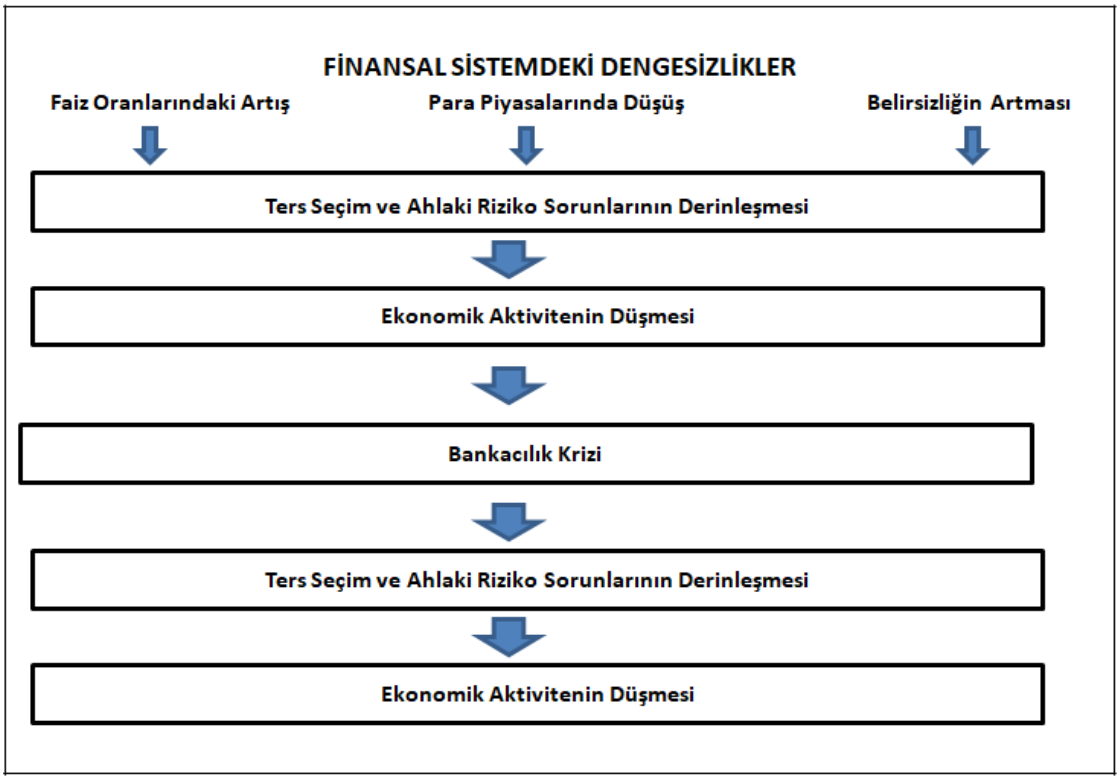
Bu nedenlerle birlikte merkez bankaları için fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrar da önemli bir hedef haline gelmiştir (Akça, 2022).

Diğer yandan ekonominin geneline ilişkin üretim, istihdam, bütçe, dış ticaret ve enflasyon gibi makroekonomik göstergelerde oynaklıkların meydana gelmesi ekonominin gelir dağıtım mekanizmasını ve toplumun refah seviyesini menfi yönde etkileyecektir. Makroekonomik açıdan finansal istikrarın sağlanması durumunda aktarım mekanizması doğru işleyecek hale gelip şokların giderilmesi mümkün hale gelecektir. Dolayısıyla finansal istikrar sağlandığı takdirde aktarım mekanizmasının doğru şekilde işlevini görecek olması şokların giderilmesinde direkt olarak etkilidir. Bu nedenle makroekonomik istikrarın en önemli koşullarından birisi finansal sitemin sağlam olmasıdır. Finansal istikrarın sağlanmaması (istikrarsızlık hali) sonucu ekonomi üzerine etkisi ve diğer piyasalara bulaşarak yayılmaya başlaması nedeniyle sonuçları

oldukça maliyetli olabilir. Mishkin finansal sistemde dengesizlik halinin, ahlaki riziko ters seçim ve bankacılık sektöründen başlayarak finansal sistem krizine dönüşebileceğini belirtmektedir. Tüm bunlar sonucunda ise ekonomiye çok ağır maliyetleri olabileceğine dair vurgu yapmaktadır.

Tablo 9'da da görüldüğü gibi, bir ekonomide finansal istikrarın sağlanamaması ve finansal sistemde dengesizliklerin ortaya çıkması halinde süreç, ekonomik işleyişi olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal sistemde yaşanan bir dengesizlik, ahlaki riziko ve ters seçim gibi sorunlar ya da bunların genel bir ifadesi olan asimetrik enformasyon aracılığıyla derinleşerek ekonomik daralmaya neden olabilmektedir. Söz konusu daralma ise zamanla finansal krize dönüşebilmektedir. Kriz dönemlerinde, asimetrik enformasyonun etkisiyle bu daralma daha da yoğunlaşarak ekonomideki olumsuzlukların şiddetini artırmaktadır.

Tablo 9. Finansal İstikrarsızlık Sonucu Krizlerin Ekonomiye Etkisi



Kaynak: (Mishkin, 1996: 26)

Finansal sistemde ortaya çıkan istikrarsızlık aynı zamanda hanehalkı üzerinde de birtakım etkiler yaratabilmektedir. Söz konusu istikrarsızlık ve beraberindeki sorunların

hane halkını üç farklı kanal üzerinden etkilediği görülmektedir. İlk olarak, reel ekonomi aracılığıyla etkiler söz konusudur. Finansal istikrarsızlık ekonomik faaliyetlerin zayıflamasına yol açmakta olup bu da işsizlik oranlarının yükselmesine ve ücretlerin gerilemesine neden olmaktadır. Ücretlerdeki bu olumsuz gelişmeler emeklilik gelirlerine de yansımaktadır. İkinci olarak, kamu sektörü kanalıyla etkiler ortaya çıkmaktadır. Finansal sistemin istikrarsız seyretmesi, mevduat sigortaları ve para arzı yoluyla kamu maliyesi üzerindeki yükü artırmaktadır. Artan bu yük ise artan vergiler aracılığıyla refah seviyesinin düşmesine sebebiyet vermektedir.

Son olarak, finansal istikrarsızlık belirsizliği artırarak faiz oranlarının yükselmesine yol açmaktadır. Bu durumda ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla finansal kurumlardan fon talebinde bulunan hane halkı daha yüksek faiz ödemek zorunda kalarak fonlama maliyetlerinin artışıyla karşı karşıya kalmaktadır. Dolayısıyla, her üç kanalda da hane halkı finansal istikrarsızlığın olumsuz etkilerini doğrudan hissetmektedir. Finansal istikrara bu açıdan bakıldığında para politikası uygulayıcıları konumunda olan ve para ihracında tekel yetkisine sahip piyasanın en büyük oyuncusu olan merkez bankaları açısından kritik öneme sahiptir. Bankalar para yaratma sürecinde bir takım roller üstlenmiş olsalar da merkez bankaları piyasaların en güçlü aktörü olarak finansal sistemin yönlendirici unsuru durumundadır. Bu bağlamda, finansal istikrarın sağlanması para politikasının etkinliğini önemli ölçüde artırmaktadır (Koçaşli, 2020).

2.1.4.2. Finansal istikrarın ölçümü ve finansal istikrar göstergeleri

Finansal istikrarı izlemek ve ölçmek, onu tanımlamak kadar zordur. Finansal istikrarın birden çok tanımı olmakla birlikte finansal istikrarı doğru bir şekilde yansıtan birden çok küresel gösterge de söz konusu değildir. Her ülkenin farklı ekonomik yapısı nedeniyle, genellikle küresel bir gösterge seti yoktur. Finansal istikrar, finansal kurumların dayanıklılığına, piyasalardaki işleyişe ve finansal altyapıyı oluşturan unsurların performansına doğrudan bağlı olduğundan, finansal sistemin bütün bileşenleri tarafından belirlenen bir olgudur. Bu nedenle, finansal istikrarın değerlendirilebilmesi için sistemin söz konusu alt unsurlarına (yani finansal kuruluşlara, piyasalara ve altyapı mekanizmaların) ilişkin çeşitli göstergelerin eş zamanlı olarak izlenmesi gerekmektedir (Tekman, 2023).

1990'lı yıllarda birçok ülkede politika otoriteleri, akademik çevreler ve uygulayıcılar, artan finansal kırılganlıkların etkisiyle finansal sistemlerdeki zafiyetleri daha derinlemesine analiz etmeye yönelmişlerdir. Bu doğrultuda, finansal sistemin ne ölçüde istikrarlı olduğunu değerlendirmeye yönelik çeşitli çalışmalar yürütülmüştür. Finansal istikrarın ölçülmesi, hem sistemde istikrarın korunmasına katkı sağlamak hem de finansal yapıda ortaya çıkabilecek riskleri önceden belirleyerek olası istikrarsızlık kaynaklarını zamanında tespit edebilmek açısından kritik bir önem taşımaktadır (Koçaşli, 2020). Finansal istikrara dair analiz yapılabilmesi için mikro ve makro açıdan birçok verinin takip edilmesi gereklidir. Bu kapsamda finansal sağlamlık göstergeleri bu anlamda oldukça önemlidir. IMF'nin öncülüğünde, BIS, Dünya Bankası, OECD, ECB gibi uluslararası kuruluşlar ile üye ülkelerin de dahil olduğu geniş bir çevre tarafından finansal sağlamlık göstergelerinin geliştirilmesine yönelik çalışmalar yürütülmektedir. Bu göstergeler, finansal sistemin şoklara karşı ne ölçüde kırılgan olduğunu ve ortaya çıkabilecek şokların yol açabileceği kayıpları absorbe etme kapasitesini izlemek amacıyla kullanılmaktadır (Şimşek, 2010).

Monetarist yaklaşıma göre krizlerin temelinde, durağanlıktan uzak, belirli bir kurala dayanmayan ve öngörülemez nitelikteki para politikası uygulamaları yer almaktadır. Bu görüş çerçevesinde, finansal istikrarın ölçülmesinde parasal büyüklüklerdeki artışın dikkate alınması gerektiği savunulmaktadır. Zira banka hücumları ve iflaslarının arkasında likidite yetersizliği bulunduğundan ötürü parasal değişkenler finansal istikrarı değerlendirmede önemli bir ölçüt olarak kullanılmalıdır. Ancak finansal sistemin hızlı biçimde gelişmesi, genişlemesi ve giderek karmaşık bir yapı kazanması sebebiyle finansal istikrarın tek bir değişken üzerinden ölçülmesinin ve ifade edilmesinin mümkün olmadığını göstermiştir. Bu nedenle, finansal istikrarı yansıtmak ve finansal sistemin genel durumunu daha kapsamlı biçimde temsil etmek üzere çeşitli göstergeler geliştirilmiştir (Gezer, 2019).

2001 yılında Uluslararası Para Fonu Yönetim Kurulu, ülkeler genelinde finansal kurumların sağlığı ve sağlamlığı hakkında bir fikir sağlamak için, temel bir set ve bir tavsiye setinden oluşan finansal sağlamlık göstergelerini yayınladı. IMF'nin finansal sağlamlık göstergeleri temel ve tavsiye edilen gruplara ayrılmıştır. Tablo 10'da Mevduat kabul eden temel kurumlar için temel set 12 göstergeyi içermektedir.

Tablo 10. IMF Finansal Sağlamlık Göstergeleri: Temel Set

Ana Set	
Mevduat kabul eden kuruluşlar	
Sermaye yeterliliği	Yasal Özkaynak / Risk Ağırlıklı Varlıklar Birinci Kuşak Sermaye / Risk Ağırlıklı Varlıklar Net Takipteki Alacaklar / Sermaye
Aktif kalitesi Getiriler	Takipteki Alacaklar / Toplam Brüt Krediler Kredilerin Sektörel Dağılımı / Toplam Krediler
Getiriler ve karlılık	Aktif Karlılığı Özkaynak Karlılığı Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler Faiz dışı gider/Toplam Gelirler
Likidite	Likit Aktifler / Toplam Aktifler Likit Aktifler / Kısa Vadeli Yükümlülükler
Piyasa riskine duyarlılık	Yabancı Para Net Açık Pozisyonu / Sermaye

Kaynak: (IMF, 2019).

Merkez bankaları finansal istikrara yönelik analiz yaparken çoğunlukla Tablo 10'da gösterilen IMF'in asıl set içerisinde bulunan finansal sağlamlık göstergelerinden fayda sağlamaktadırlar. IMF'in bu set içerisinde yer alan göstergelerden sermaye yeterliliği göstergeleri, bankacılık sektörünün oluşabilecek şoklar karşısında dayanıklılığını ve bir anda oluşabilecek zararları karşılayabilme kabiliyetini tespit etmektedir. Varlık kalitesi göstergeleri ise bankaların likidite açısından ödeme yeterliliğini zayıflatabilecek olası risklerle ilişkilidir. Karlılık göstergeleri, sermayeye etki etmeden zararları ortadan kaldırma becerisinin ölçülmesini sağlarken likidite göstergeleri, bankaların nakit akışlarında ortaya çıkabilecek şoklara karşı dayanıklılığını değerlendirmektedir. Bu kapsamda, piyasa riskine duyarlılık; varlık ve yükümlülüklerin vadelerinden kaynaklanan risk, varlık fiyatlarındaki dalgalanmalardan doğan risk, faiz oranı riski ve döviz kuru riski unsurlarını içermektedir.

Tablo 11'de ise IMF tarafından önerilen set için 25 göstergeye yer verilmektedir.

Tablo 11. IMF tarafından önerilen set için 25 gösterge

	Önerilen Set
Mevduat Toplayan Kuruluşlar	Özkaynak/Toplam Aktif Büyük boyuttaki riskler Kredilerde Coğrafi dağılım Finansal Türev ürünler (aktif)/Sermaye Finansal Türev ürünler (pasif)/Sermaye Ticari portföy geliri/Toplam Gelir Personel giderleri/Faiz dışı giderler Kredi-Mevduat Faiz aralığı En yüksek ve en düşük interbank faiz farkı Mevduat/Krediler Yabancı para krediler/Toplam krediler Yabancı para yükümlülükler/Toplam yükümlülükler
Diğer Finansal Kuruluşlar	Toplam finansal sistem içindeki varlık payı Varlıklar/GSYH
Finansal Olmayan Kuruluşlar	Borç/Sermaye Özkaynak Karlılığı Toplam Gelirler/ Faiz ve anapara ödemeleri Yabancı para açık pozisyonu/sermaye İflas başvurusu yapanlar
Hane halkı	Yükümlülük/GSYH Anapara ve faiz ödemesi/Toplam Gelir
Piyasa Likiditesi	Menkul Kıymet Piyasalarında en iyi alış satış fiyat tekliflerinin ortalaması Menkul Kıymet Piyasalarında ortalama devir hızı
Emlak piyasası	Konut fiyatları Ticari konut fiyatları Konut kredileri/Toplam Krediler Ticari krediler/Toplam Krediler

Kaynak: IMF,2019

Tablo 10 ve Tablo 11'de IMF tarafından oluşturularak 2006 yılında yayınlanan ve birçok çalışma için referans kaynağı olarak gösterilen "Finansal Sağlamlık Göstergeleri" kılavuzunda yer alan finansal sağlamlık göstergeleri, ana set ve önerilen set başlıkları altında gösterilmiştir. Oluşturulan gösterge seti, yoğun olarak bankacılık

verilerinden oluşsa da finansal kuruluşlar, finansal olmayan kuruluşlar, hane halkı ve emlak piyasası verilerini de içermektedir.

2.3. Para, Para Politikası ve Para Teorisi Kavramları

Para, en yalın biçimiyle, bir toplumun değerleri ölçmede ve ödemeleri gerçekleştirmede ortak biçimde kullanmayı benimsediği bir araç olarak tanımlanabilir. Bu tanım iki ayrı unsuru bünyesinde barındırmaktadır. İlk unsur, paranın fonksiyonlarına işaret etmekte olup; değer ölçme ve ödeme yapma gibi temel işlevleri kapsamaktadır. İkinci unsur ise bu işlevleri yerine getirecek olan aracın, yani paranın, toplum tarafından genel kabul görmesi gerekliliğini vurgulamaktadır (Eren, 2000).

Bir iktisadi kıymetin, para olarak kabul görebilmesi için taşıması gereken bir takım nitelikler vardır. Bu nitelikler ise paranın genel kabul görmesi, standart olması, (tüm paraların aynı fiziksel özelliklere sahip olması) bölünebilir olması, Taşınabilir olması, çabuk bozulabilir olması, taklit edilememesi ve değerini koruması şeklinde sıralanabilir. Bir ekonomide yaşanan enflasyon paranın iki özelliğine büyük zararlar verebilir. Enflasyon, belirli bir dönem boyunca paranın satın alma gücünde sürekli bir azalmaya yol açarak, paranın değerini zaman içinde muhafaza etme niteliğini zayıflatabilmektedir. Ayrıca enflasyon, paranın geniş kesimler tarafından kabul edilen bir değişim aracı olma işlevini de olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Enflasyon meydana geldiğinde ulusal para biriminin değerinde azalma meydana geldiğinde karar birimleri ulusal para yerine yabancı para birimine yönelerek para ikamesi (dolarizasyon) gerçekleşir ve yerli paranın yerine yabancı paralar kullanılır hale gelebilir.

Bunun yanında, paranın çeşitli temel işlevleri bulunmaktadır. Bu işlevler arasında değişim sürecinde kullanılan bir araç olma niteliği, ekonomik değerlerin ölçülmesini sağlayan bir hesap birimi olma özelliği, tasarrufların değerini korumaya yönelik bir birikim aracı işlevi ve para politikasının uygulanmasında kullanılan bir araç olma rolü yer almaktadır.

- **Mübadele Aracı Olma Fonksiyonu:** Bu işlev çerçevesinde para, mal ve hizmetlerin karşılıklı değişimini mümkün kılarak ekonomik faaliyetlerin daha verimli

yürütülmesine katkı sağlamaktadır. Paranın henüz kullanılmadığı dönemlerde ise bir takas düzeni geçerli olmuş; üretilen mallar, değişim sürecinde doğrudan diğer mallarla takas edilerek mübadele gerçekleştirilmiştir.

- **Hesap Birimi (Değer Ölçüsü) Olma Fonksiyonu:** Bu çerçevede para, herhangi bir ekonomik değerin parasal bir ifadeyle gösterilmesine olanak tanımaktadır. Hesap birimi işlevi sayesinde para, ekonomideki mal ve hizmetlerin değerini parasal olarak ölçmeye olanak sunarak fiyatların tek bir ortak ölçüt üzerinden belirlenmesini sağlamaktadır. Böylelikle fiyat karmaşasını azaltarak ekonomik işlemlerin daha etkin yürütülmesine katkıda bulunur.

- **Değer Saklama Fonksiyonu:** İktisadi ajanlar bir takım servetler elde ettiklerinde bir kısmını para biçiminde saklama istekleri olabilir. Böyle bir durumda para onların servetlerini en likit şekilde muhafaza etmelerine olanak tanımaktadır. İktisadi ajanlar paralarını arsa, arazi, bina ve taşıt olarak da muhafaza edebilmektedirler. Ancak para en likit değer saklama aracı olarak servetin muhafaza edilmesine olanak tanımaktadır.
- **Para Politikası Aracı Olma Fonksiyonu:** Bu fonksiyona göre para, ekonomik ortamda yatırımları, faiz oranlarını ve hasıla düzeyini etki etmesinden dolayı bir araç olarak kullanılır. Bu açıdan bakıldığında ekonomik dengeleri etkileme aracı olduğu söylenebilir. Merkez bankası para politikası aracılığıyla piyasadaki para arzını etkilediği zaman ekonomide yatırım hacmi ve faiz oranların ve denge hasıla seviyesinde değişikliklere neden olmaktadır (Özdurak, 2014).

Literatüre bakıldığında bir takım iktisatçılar tarafından paranın farklı şekillerde tanımının yapıldığı görülmektedir.

Bazı iktisatçıların paranın tanımına yönelik ifadeleri şu şekildedir:

Friedman'a göre para; satın alma gücünün geçici meskenidir. Bireyler parayı, bir sonraki satın alma güçlerine kadar kullanabilecekleri bir değer stoğu olarak ellerinde tutmaktadırlar. Bu geçicilik kavramı, birkaç dakika sürebileceği gibi yıllarca da sürebilmektedir.

Einzig'e göre para; belirli bir noktaya kadar standart olan, hesaplama veya toplum tarafından ödeme yapmak amacıyla kullanılan araçtır.

Pesek ve Saving'e göre para; bir aktif olarak görülmekte ve para kavramını kullanmayanlar için bir yükümlülük teşkil etmemektedir. Bu çerçevede para; banka ve para endüstrisi tarafından üretilmiş ve satılmış bir servis bağlayıcı ürün olarak tanımlanmaktadır.

Tarihsel açıdan para üzerindeki gelişim, para politikalarının anlaşılması ve değerlendirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle öncelikle para politikasının tanımlanması gerekmektedir. Para politikası denildiğinde genel olarak paranın ekonomi içindeki yeri ve ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri akla gelmektedir. Ekonomi içerisinde paranın rolü, para politikasının hedeflediği amaçlar, bu amaçların etkileme süresi ve kullanılan araçları da içermektedir (Şanlı, 2024).

Ekonomik denge, toplam arz ve toplam talep eğrilerinin kesiştiği noktada oluşmaktadır. Ekonomik şoklar ise toplam talep ve toplam arzdaki ani değişmelerden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla para politikası, toplam talep ve toplam arzda meydana gelen değişimlerin parasal faktörlerle ilişkisi incelemekle kalmayıp şoklara ilişkinde para politikası araçlarının etkin bir şekilde etkisini de araştırmaktadır.

Toplam Talep Şoklar; ekonomide mal veya hizmetlere olan talebi geçici olarak artıran veya azaltan ani olaylara talep şoku adı verilir. Talep şoku ile ilgili olarak ekonomide iki şok olayı üretilebilir. Pozitif talep şoku ve Negatif talep şokundan bahsedilebilir. Pozitif talep şoku, toplam talebin beklenmedik biçimde yükselmesi anlamına gelmektedir. Bu tür bir talep artışını ortaya çıkaran unsurlar arasında para arzındaki genişleme, ekonomik aktörlerin geleceğe yönelik iyimser değerlendirmeleri, servet düzeyinde yaşanan artışlar, vergi yükünün azaltılması, kamu harcamalarının hızla yükselmesi, ihracat artış hızındaki yükseliş ve ithalat büyümesindeki yavaşlama sayılabilir. Buna karşılık negatif talep şoku, toplam talepte ani bir gerileme meydana gelmesi durumunu ifade etmektedir. Negatif talep şokuna yol açan başlıca etmenler arasında para arzındaki sınırlı artış, kötümser ekonomik beklentiler, servet düzeyinin düşmesi, vergi oranlarının artırılması, kamu harcamalarının yavaş bir tempoda artırılması, ihracat büyümesinin ivme kaybetmesi ve ithalat artış hızının yükselmesi yer almaktadır.

Toplam arz şokları; Ekonomide hali hazırda uygulanan para politikası haricinde üretim maliyetlerinde aniden meydana gelen ve buna bağlı olarak fiyatlar genel seviyesindeki

artışlar olarak adlandırılmaktadır. Toplam arz şoklarına örnek olarak gösterilebilecek etkenler şunlardır. Üretim teknolojilerinde meydana gelen yeni üretim teknolojileri, yeni hammadde kaynaklarının keşfedilmesi, hava koşullarındaki olumlu ve olumsuzluklar, yasal zorunluklar veya hukuki düzenlemeler şeklindedir. Bunlara ek olarak ekonomide kısa dönemde arz şoku sonrasında üretim maliyetlerindeki artış ile ücretlerin hemen dengeye gelemeyerek enflasyonist bir ortam ve işsizliğin meydana gelme durumu söz konusudur. Bu durumda yüksek enflasyon ve işsizliğin beraber yaşanması anlamına gelmekte olup stagflasyon adı verilmektedir (Şahan, 2018).

Para politikası genel anlamda, ulusal ekonomi içerisindeki hedeflere ulaşabilmek için parasal otoritelerin aldığı ve uyguladığı kararlar olarak adlandırılmaktadır. Para politikasının bu hedeflere ulaşabilmesi kullanılacak olan araçlar ile mümkündür. Üzerinde birikmiş faiz getirisi olmayan yasal ödeme aracı olarak milli para, nakit para ve üzerinde birikmiş faiz geliri olan vadeli para teorik olarak farklı içeriklerde incelenmektedir. Bu çerçevede, egemenlik hakkının bir türevi olan ve hazine veya merkez bankaları tarafından dolaşıma çıkarılmış kağıt banknotlar dışsal para; kurumların yaratmış olduğu türev araçlar ve mali sistem ise içsel para olarak tanımlanmaktadır. Tarihsel süreç içerisinde para teorisinin, ekonomik düşüncenin gelişmesine paralel bir gelişim izlediği belirlenmiştir. Para, sadece bir değişim aracı olmanın ötesinde, tüccarlarla merkez otorite arasındaki çıkar ilişkilerini dengeleyen bir araç olarak da görülmektedir (Şanlı, 2024).

2.4. Para Politikası Araçları

Merkez bankalarının öncelikli görevi, fiyat istikrarının sürdürülebilir bir biçimde sağlanmasıdır ve bu hedefe ulaşmak için çeşitli para politikası araçlarından yararlanılmaktadır. Fiyat istikrarının yanı sıra, finansal istikrarın korunması, ekonomik büyümenin desteklenmesi, istihdamın artırılması ve döviz kurunda denge sağlanması da merkez bankalarının gözettiği diğer politika amaçları arasında yer almaktadır. 2008 yılına kadar genellikle merkez bankalarının görüşü, ekonomide fiyat istikrarı gözetildiğinde diğer amaçlarında sağlanacağı kabul edilmekteydi. Bununla birlikte, küresel finansal kriz sonrasında hem gelişmiş ekonomilerde hem de gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarının büyük ölçüde sağlanmasına karşın, finansal istikrarın tam anlamıyla tesis edilemediği gözlemlenmiştir. Fiyat istikrarına odaklanan geleneksel para

politikası araçlarının finansal istikrarı korumada yetersiz kalması üzerine, birçok merkez bankası hem fiyat hem de finansal istikrar hedeflerini eş zamanlı olarak destekleyebilmek amacıyla geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına yönelmiştir.

2.4.1. Geleneksel Para Politikası Araçları

Merkez bankaları para politikalarını, para arzının genişletilmesi veya daraltılması şeklinde uygulamaktadır. Para politikaları, geçmişten günümüze kadar maliye politikaları ile birlikte kullanılmaktadır. 1970'li yıllara kadar uygulanan para politikası daha çok destekleyici bir unsur olarak görülürken, küreselleşme dalgasının görüldüğü ve 70'lerde ortaya çıkan petrol krizinden sonra keynesyen politikaların çözüm sağlayamaması nedeniyle sık olarak başvurulan önemli bir yapı haline gelmiştir. Kriz dönemleriyle belirginleşen yüksek enflasyon olgusu sonrasında merkez bankaları, fiyat istikrarını temel hedef olarak benimsemeye yönelmiştir. Özellikle 1980'lerden itibaren, enflasyonla mücadeleye yönelik para politikası stratejilerinin geliştirilmesi ve para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin hangi kanallar aracılığıyla ortaya çıktığını açıklamayı amaçlayan parasal aktarım mekanizmalarına ilişkin araştırmalar önemli ölçüde artış göstermiştir (Gündoğdu, 2022).

2.4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankalarınım dolaşımdaki para miktarını azaltmak veya artırmak için hazine senedi, tahvil ve bazı özel sektör tahvil ve senetlerini alıp satma işlemlerine açık piyasa işlemleri denmektedir. Piyasadan bahsedilen varlıkların satın alınması karşılığında piyasaya para enjekte etmesi söz konusu olmaktadır. Diğer yandan varlıkların piyasada satılması sonucu piyasadan para çekilmiş olacaktır. Merkez bankası hedeflediği para politikasını uygularken tahvil veya senet alım veya satım işlemleri yoluyla piyasadaki likiditeyi yönetmeyi amaçlanmaktadır (Karanfil, 2020).

Merkez bankası genişletici para politikası uygulamak istediğinde piyasadan tahvil ve senet alımı yaparak bankalara likidite sunmaktadır. Bankalara sunulan bu likidite sonucunda bankaların artan rezervleri sonucunda piyasanın kredi ihtiyacını kaynak sağlanmış olacaktır. Merkez bankasının açık piyasa işlemleri kapsamında gerçekleştirdiği menkul kıymet alımları, dolaşımdaki para miktarını artırarak likiditeyi

genişletmektedir. Artan likidite ise enflasyonist baskıları güçlendirirken, ekonomik faaliyet üzerinde genişletici bir etki ortaya çıkarmaktadır. Buna karşılık, merkez bankasının piyasaya tahvil ya da bono satması durumunda, bankacılık sistemindeki rezervler azalmakta ve piyasadaki likidite daralmaktadır. Böylece merkez bankası fazla likiditeyi piyasadan çekmiş olur. Merkez bankasını bahsi geçen satın alım işlemleri yapmasıyla piyasanın ihtiyacı doğrultusunda enjekte edilen döviz esnasında uygulanmak olduğundan dolayı gerçekleşen bu duruma sterilizasyon denilmektedir. Daha net bir ifadeyle sterilizasyon, piyasaya gereğinden fazla giren dövizin olası olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla merkez bankasının çeşitli para politikası araçlarını (zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması vb.) devreye sokması anlamına gelmektedir. Fazla dövizin piyasaya girişi iki temel sonuç doğurmaktadır. İlk olarak, Türk lirasında değer kazanımı meydana gelmekte; TL'nin güçlenmesi sonucunda ihracat hacmi daralırken ithalat artmakta ve bu durum cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır. İkinci olarak, döviz girişine karşılık TL talebinin yükselmesi nedeniyle piyasadaki TL likiditesi azalabilmektedir.

Buna mukabil strerilize politikası uygulayan merkez bankasının bunu iki şekilde yapmaktadır. İlk olarak, Türk lirasının aşırı değerlenmesini önlemek ve azalan döviz rezervlerini artırmak amacıyla para politikası araçları olan zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon mekanizmasını kullanabilmektedir. İkinci olarak ise tahvil/bono alım işlemleri veya haftalık repo alım işlemi sonucunda piyasanın ihtiyacı olan Türk lirası likiditesini sağlamış olmaktadır.

Merkez bankası repo işlemi kapsamında belirli bir süre için gelecekteki bir tarihe kadar vadeli satın alma taahhütte bulunarak tahvil-bono vererek piyasadaki fazla likiditeyi çekmektedir. Diğer taraftan piyasanın ihtiyacı doğrultusunda ters repo kapsamında likidite enjekte ederek senet-tahvil gibi menkul kıymetleri toplamaktadır. Merkez bankası repo işlemleri için iki tür ihaleye çıkmaktadır.

- Miktar ihalesi: Piyasanın likidite ihtiyacı doğrultusunda merkez bankası, belirlenmiş bir faiz oranından istediği miktarı elde etmek amacıyla açılan ihale olarak tanımlanabilir.
- Faiz ihalesi: Açılan ihale kapsamında katılımda bulunanlar verebilecekleri miktarı merkez bankasına sunup talep ettikleri faizi belirtirler (Şahan, 2018).

Dolaşımdaki rezervlerin veya parasal tabanda değişiklik olması durumunda, kaydi para hacmi aynı yönde etkilenip toplam para stokunda değişiklik meydana gelecektir. Açık piyasa işlemlerinin uygulanması durumunda dolaşımdaki para miktarı etkilenmektedir. Bu durum aynı zamanda tahvil fiyatları ve faiz oranını da etkilemektedir. Söz konusu işlemin uygulanması çeşitli şekillerde olabilir. Bunlar doğrudan alım, doğrudan satım, geri satım vaadiyle alım ve geri alım vaadiyle satım olmak üzere dört çeşit olarak sıralanabilir. Bu uygulamanın başarılı olabilmesi için gelişmiş finansal piyasalar ve derinleşmiş ikincil piyasaların olması gerekmektedir (Karanfil, 2020).

2.4.1.2. Reeskont İşlemleri

Reeskont kredileri, bankalar kısa vadeli kredileri alabilmek maksadıyla iskonto ettikleri ve vadesi gelmeyen borç senetlerini merkez bankasına tekrar iskonto ettirme işlemi yaptırmaları şeklinde açıklanabilir. Merkez bankaları, ekonomideki para arzı ve kredi genişlemesini dikkate alarak reeskont faiz oranı değişiklikleri kanalıyla dolaylı yoldan para arzının kontrolünü sağlamaktadır (Öztürk, 2021). Nihai likidite kaynağı olarak merkez bankası da, bankaların kaydi para yaratma olanaklarını reeskont oranlarında değişimler yaparak etkileyebilmektedir. Reeskont politikasıyla genelde iki şey amaçlanmaktadır.

- Bankaların nezdinde bulunan varlıkları alarak karşılığında para verme işlemi sonucu piyasada oluşan likidite seviyesinin dengelenmesini amaçlamaktadır.
- Piyasadaki faiz oranını etkilemek amacıyla reeskont faizini değiştirmektedir. (Kara, 2017).

2.4.1.3. Faiz Oranları

Merkez bankaları, uygulamış oldukları gecelik borç alma ve verme faiz oranlarını değiştirmek suretiyle piyasa faiz oranlarını etkilemek istemesine faiz oranı politikası denir. Faiz oranı politikasında merkez bankalara fonlama yaparak ya da bankalar arası fon alışverişini sağlamak için faiz oranını kullanmaktadır. Bu faiz oranı ise bankalar için maliyet unsuru olmakta ve piyasa faiz oranlarının şekillenmesinde önemli bir araç haline gelmektedir (Eğilmez, 2020).

2.4.1.4. Zorunlu Karşılık Oranları

Bankaların merkez bankasında tutmakla yükümlü olduğu fonların oranı, zorunlu karşılık oranı olarak adlandırılmaktadır. Merkez bankasının bu oranı artırıp azaltarak kredi hacmini ve kredi maliyetlerini etkileme süreci ise karşılıklar politikası şeklinde ifade edilmektedir. Bu kapsamda, zorunlu karşılıkların yükseltilmesi ya da düşürülmesi yoluyla kredi büyümesinin yönü ve hızı kontrol altına alınmaktadır. Ayrıca mevduat vadelerinin uzatılmasıyla likidite riskinin azaltılması hedeflenmektedir.

Para arzının düzenlenmesinde önemli bir araç olan karşılık oranının değiştirilmesi sayesinde bankaların kullandırabileceği kredi miktarı dengeye kavuşturulmakta ve böylece kredi hacmindeki aşırı genişlemenin ekonomide yaratabileceği olumsuz etkilerin önüne geçilmeye çalışılmaktadır (Eroğlu ve Kara, 2017).

Açık piyasa işlemlerinde fiyat kanalı doğrudan etkisini gösterirken, zorunlu karşılık politikası esas itibarıyla miktarlar üzerindeki etkisiyle öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, miktar kanalındaki değişimler dolaylı yoldan fiyat oluşumunu da etkileyebilmektedir. Zorunlu karşılık uygulamasının sonuçları ise aşağıda daha açık ve net bir biçimde özetlenmiştir.

- Zorunlu karşılık yükümlülüğü bulunmayan ve para piyasasında faaliyet gösteren finansal kuruluşların karşılıklarının artırılması bu kurumlara imtiyazlı bir konum sağlayabilmektedir.
- Zorunlu karşılık oranları belirlenirken bankalar arasında ayrım gözetilmediğinden düzenleme tüm bankalar üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle küçük ölçekli bankalar büyük bankalara kıyasla daha yüksek oranda etkilenerek likidite sıkıntısı il karşı karşıya kalabilmektedir
- Zorunlu karşılıklarda gerçekleştirilen küçük ölçekli bir değişiklik dahi büyük sonuçlar doğurabilmektedir. Dolayısıyla bu politikada işlemin geri alınması mümkün olmadığından dolayı politikanın esnekliğinin sınırlı olduğunu sonucuna varılmaktadır.
- Rezerv yetersizliği yaşayan bazı bankalar zorunlu karşılıkların artırılması durumunda ellerindeki menkul kıymetleri satma zorunluluğu ile karşı karşıya kalınmaktadır.

- Zorunlu karşılıkların yükseltilmesi durumunda bankaların kaynak temin etme arayışına yönelmelerine zemin hazırlayabilir. Ancak bu sürecin zaman alması politikanın beklenen etkisinin gecikmesine yol açabilmektedir.

Zorunlu karşılıklar, işlevsel açıdan bankalar üzerinde dolaylı bir vergi niteliği taşıyan bir yükümlülük olarak değerlendirilebilir. Merkez bankaları çoğu durumda bu karşılık tutarlarına faiz ödemediğinden, bankalar söz konusu fonlardan herhangi bir getiri elde edememektedirler. Bunun yanı sıra, bu kaynakları krediye dönüştürmeleri halinde sağlayabilecekleri faiz gelirinden de mahrum kalırlar. Bu durum, ticari bankaların diğer finansal aracı kurumlara kıyasla daha yüksek maliyetle karşılaşmalarına ve rekabet güçlerinin zayıflamasına yol açmaktadır. Bu nedenle merkez bankaları, söz konusu olumsuz etkileri sınırlamak amacıyla zorunlu karşılık oranlarını mümkün olduğunca düşük seviyelerde tutma eğilimindedir.

Zorunlu karşılıklar bankalar için bir fon maliyeti oluştururken, Merkez Bankası bazı durumlarda bankaların uzun vadeli mevduatı daha özendirici hale getirmeleri için, değişken faizli uzun vadeli mevduata düşük zorunlu karşılık oranı uygulamıştır. Bankaların ayırmak zorunda oldukları zorunlu karşılık tutarları, ekonomideki para dolaşımının düzeyini doğrudan etkilemektedir. Merkez bankası karşılık oranlarını artırdığında, bankalar daha fazla fonu rezerv olarak tutmak zorunda kalacağından kullandırabilecekleri kredi miktarı daralacaktır. Buna karşılık oranların düşürülmesi durumunda bankaların serbest kaynakları artacak ve kredi arzı genişleyecektir. Bu mekanizma sayesinde merkez bankası, dolaşımdaki para hacmini ihtiyaç duyduğu anda artırma ya da azaltma imkânına sahip olmaktadır (Koç, 2017).

2.4.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Merkez bankalarının temel hedefi fiyat istikrarının sürdürülebilir biçimde sağlanmasıdır. Bu hedef doğrultusunda, para politikasının başlıca aracı olan kısa vadeli faiz oranlarında düzenlemelere gidilmekteydi. 2008 küresel finans krizinden önce, fiyat istikrarını koruma amacı doğrultusunda merkez bankaları, geleneksel para politikası araçları arasında yer alan faiz oranlarını değiştirerek ekonomiye müdahalede bulunabilmekteydi. Fiyat istikrarı dışında büyüme ve istihdam gibi makroekonomik değişkenleri etkileyebilmek için parasal aktarım mekanizması kanalı ile aksiyon alınabiliyordu.

2008 krizi ile birlikte merkez bankaları faiz oranlarını düşürerek müdahalede bulunmaya çalışmışlardır. Fakat kriz döneminde gelişmiş ülkelerin çoğunda faiz oranları sıfıra yakın düzeydeydi. Bu durum, merkez bankalarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini sınırlamış ve geleneksel para politikası araçlarının kullanım alanını daraltmıştır. Bunun sonucunda, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetme gerekliliğinin ortaya çıkmasıyla birlikte merkez bankaları yeni politika araçlarına yönelmiştir. Bu bağlamda, miktarsal genişleme, kredi kanallarının genişletilmesi, faiz koridoru uygulamaları ve ileriye dönük faiz rehberliği gibi geleneksel olmayan para politikası araçları devreye alınmıştır.

Bu araçların geleneksel olmayan politika olarak adlandırılmasının temel nedeni ise kriz öncesi dönemde yaygın ve etkin bir biçimde kullanılmamış olmalarıdır. Zorunlu karşılık uygulaması ise çoğu ülke için yeni bir para politikası aracı olmamakla birlikte küresel kriz sonrasında daha yoğun ve etkin bir şekilde kullanılmaya başlanması nedeniyle yeni bir araç olarak değerlendirilmektedir. Geleneksel olmayan para politikası uygulamalar ülkelerin ekonomik koşullarına bağlı olarak farlılık arz etmektedir. Gelişmiş ekonomiler için deflasyonist baskılara karşılık çoğunlukla miktarsal genişleme, kredi genişlemesi ve faiz taahhüdü gibi politikalar benimsenmektedir. Buna mukabil gelişmekte olan ülkeler enflasyonist baskılar nedeniyle daha çok faiz koridoru ve zorunlu karşılık politikalarını tercih etmektedir. Aşağıda geleneksel olmayan para politikası araçları kavramsal düzeyde ele alınmaktadır (Coşkun, 2022).

2.4.2.1. Miktarsal Genişleme

Merkez bankaları 2008 küresel krizi gibi belirli kriz dönemlerinde parasal genişleme politikası uygulamak üzere para basma yolunu tercih edebilmektedirler. Merkez bankasının miktarsal genişleme politikası olarak ifade edilen bu parasal genişleme para basma yoluna giderek uygulanan parasal bir genişlemeden ziyade merkez bankasının mevcut rezervleri kullanılması kapsamında yapılmaktadır. 2008 küresel finans krizinin hemen ardından gelişmiş ülkelerde faiz oranları sıfıra yakın bir seviyede seyretmiştir. Bu koşullar altında merkez bankalarının para politikası araçlarının etkinliği belirgin biçimde zayıflamıştır. Likidite ihtiyacının devam etmesine karşın faiz oranlarında ilave bir indirimin mümkün olmayacağı görüşü ağırlık kazandıkça, merkez bankaları finansal olarak kırılgan hale gelen banka ve firmalara kredi kanallarını kullanarak destek

sağlamaya yönelmiştir. Geleneksel araçların etkisinin sınırlanması sonucunda miktarsal genişleme politikaları uygulanmaya başlanmıştır.

Ekonomik faaliyetlerin sürekliliğini hedefleyen bu yaklaşımda gelişmiş ülkelerde parasal genişleme sürecinin başlamasına yol açmıştır. Krizle mücadele kapsamında gelişmiş ülkeler miktarsal genişleme politikası çerçevesinde ağırlıklı olarak varlık alım programlarına yönelmiştir. Geleneksel olmayan para politikası uygulamaları arasında değerlendirilen bu yöntem ise literatürde miktarsal genişleme olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu varlık alım programları ise kısa vadeli finansal araçları, uzun vadeli devlet tahvillerini veya kredi alacaklarını içerebilmektedir. Merkez bankaları söz konusu varlık alımları sayesinde hem bilançolarını genişletmiş hem de parasal tabanı büyütmüştür (Gündoğdu, 2022).

Miktarsal genişlemede, merkez bankası varlık alımları veya diğer işlemler yoluyla büyük miktarlarda fon sağlamaktadır. Bu, finansal kuruluşlardan kısa vadeli finansal varlıkların satın alınmasını veya daha uzun vadeli devlet iç borçlanma senetleri veya kredi varlıklarının satın alınmasını içerebilir. Bu nedenle kullanılan yöntemler geleneksel bir yöntem olabileceği gibi aynı zamanda geleneksel olmayan bir yöntemde olabilir. Ancak tanım olarak, miktarsal genişleme kapsamındaki varlık alımları, geleneksel politikaya göre çok daha büyük olma eğilimindedir. Ayrıca fonlar politika faizinin etkin bir şekilde sıfır olduğu bir zamanda tedarik edilmesi gerektiğinden, miktarsal genişleme hedefi her zaman geleneksel olmayan bir politika aracı olarak görülmektedir. Merkez bankası faiz oranını doğrudan hedeflemekten uzaklaşıp politika odağını bankacılık sektörüne daha fazla likidite sağlamaya yönelttiğinde, miktarsal genişleme uygulamaya girmiş olur.

Dolayısıyla olağanüstü dönemlerde paranın sisteme doğrudan enjekte edilerek uygulanması anlamına gelmektedir. Bu durumun temel nedeni, repo işlemleri aracılığıyla yürütülen açık piyasa işlemlerinin bilançoyu yalnızca geçici olarak genişletmesine karşın, merkez bankalarının diğer parasal genişleme araçları tükendiğinde son başvuru yöntemi olarak miktarsal genişlemeye yönelmeleridir. Bu çerçevede, miktarsal genişleme en basit tanımıyla ekonomiye doğrudan likidite aktarılması anlamına gelmektedir (Akça, 2022).

2.4.2.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi politikası, merkez bankalarının belirli piyasalardan menkul kıymetler anonim şirket tahvilleri veya varlığa dayalı menkul kıymetleri doğrudan satın alması yoluyla yürürlüğe konulmaktadır. Bu politikanın temel amacı, daralan likidite ve dağılım sorunlarını hafifletmek ve işlevselliğini yitirmiş finansal piyasaların yeniden işlerlik kazanmasını sağlamak ya da mevcut yapıların ikame edilmesine imkan tanımaktır. Böylelikle likidite ve kredi risk primlerinin azaltılması ve finansal işlemler üzerinde oluşan risklerin sınırlandırılması hedeflenmektedir. Genellikle ekonomik durgunluklar veya finansal istikrarsızlık dönemlerinde büyümeyi teşvik etmek ve kredi vermeyi teşvik etmek amacıyla uygulanır. Geleneksel niceliksel genişlemeden farklı olarak, varlık satın almaya odaklanmak yerine, kredi genişlemesi özellikle kredi piyasasını hedef alarak borçlanma maliyetlerini düşürmeyi ve likiditeyi artırmayı amaçlar. Miktarsal genişleme, merkez bankalarının bilanço büyüklüğünü artırmaya yönelik bir uygulamadır. Diğer yandan kredi genişlemesi ise bilanço büyüklüğünden ziyade kompozisyon üzerinde değişiklik yaratmaktadır. Miktarsal genişleme politikası doğrudan para arzının artırılmasına dayanırken kredi genişlemesinde merkez bankaları piyasadaki likiditeyi ticari menkul kıymetleri satın almak ve buna karşılık risksiz menkul kıymetleri piyasaya arz etmek suretiyle sağlamaktadır (Aksoy, 2018).

Uygulamaya konulan her para politikası aracının, merkez bankaları tarafından dikkatle takip edilmesi ve ortaya çıkabilecek olası yan etkilerin titizlikle değerlendirilmesi gerekmektedir. ABD Merkez Bankası'nın eski başkanlarından Ben S. Bernanke, 2009 yılında yaptığı bir konuşmada; kredi programları sayesinde piyasalara kısa vadeli likidite sağlandığını, uzun vadeli menkul kıymetlerin merkez bankası tarafından satın alındığını ve organize olmayan piyasalara likidite akışının desteklendiğini ifade etmiştir. Bernanke'nin bu değerlendirmeleri, bilançonun genişlemesine ve bu süreçte ortaya çıkabilecek risklere dikkat çekmektedir (Altınışık, 2024). Çünkü Federal Reserve Bank (FED), bu politikayı uygulamak suretiyle varlık alımları aracılığıyla finansal krizin önlenmesini ve olumsuz etkilerinin giderilmesini hedeflemiştir. Bu çerçevede, piyasaya ilave likidite sağlanarak mortgage faizlerinin azalması hedeflenmiş ve ekonominin kritik sektörlerine doğrudan kredi aktarımını mümkün kılan mekanizmalar oluşturulmuştur. Bazı durumlarda kredi genişlemesi de tıpkı miktarsal genişleme gibi merkez bankası bilançolarının büyümesine yol açsa da, kredi genişlemesinin temel

amacı bilanço bileşenlerinin çeşitlendirilmesi ve varlık yapısının yeniden şekillendirilmesidir. Bu uygulamada bilançonun toplam büyüklüğü ve vade yapısı değişmemektedir. Sadece bilanço bileşimi farklılaşmaktadır. Böylelikle, risksiz menkul kıymetler piyasaya arz edilirken, riskli menkul kıymetler merkez bankasının portföyüne geçmekte ve risk dağılımı değiştiğinden merkez bankası bilançolarının risk profili de yeniden şekillenmektedir (Aksoy, 2018).

2.4.2.3. Faiz Taahhüdü Politikası

Bu uygulamada merkez bankası bir faiz oranı açıklamakta ve bu oranın uzun süre sıfır bandında tutulacağına dair garanti vermektedir. Ekonomide konjonktürün durgunluk evresine girdiği dönemde uygulama alanı bulmuştur. 2008 küresel finans krizinde birçok gelişmiş ülke merkez bankası (Yeni Zelanda, Şili, İsveç ABD, İngiltere, Avrupa Birliği,) bu politikayı uygulamaya sokmuştur. Hedeflenen ekonomik toparlanma ve enflasyon düzeyine ulaşıldığında politika faiz oranı yükseltilmektedir. Merkez bankaları bu yaklaşım ile ekonomik aktörleri kısa vadeli faiz oranlarının yakın dönemde artmayacağına ikna etmeyi amaçlamaktadır. Bu durumun kısa vadede başarılması halinde uzun vadeli faiz oranlarında da düşüşlere yol açarak arzu edilen ekonomik canlanmanın gerçekleşmesine katkı sağlamaktadır. Aslında söz konusu politika, geleceğe yönelik beklentilerin yönetimine dayanmaktadır. Zira beklentiler aracılığıyla uzun vadeli faiz oranlarının yönlendirilmesi hedeflenmektedir. Bu güven ortamının oluşturulabilmesi için merkez bankalarının taahhütte bulunması faiz taahhüdü olarak adlandırılmaktadır. Ayrıca merkez bankaları ekonomik aktörleri gelecekte fiyatlar genel seviyesinin yükseleceğine ikna ederek reel faiz oranlarını düşürmeyi de amaçlayabilmektedir (Şeker ve Demirel, 2019).

Faiz taahhüdü politikası, duyurulması ve kamuoyuna açıklanması görece kolay olan bir para politikası aracıdır. Bu çerçevede, merkez bankalarının düşük faiz düzeyini belirli bir süre boyunca sürdüreceğine ilişkin beklentiyi kamuoyuna tutarlı ve güvenilir bir biçimde aktarması büyük önem taşımaktadır. Ancak bu politika uygulanırken enflasyon dinamiklerinin dikkatle izlenmesi gerekmektedir. Zira uzun süreli düşük faiz taahhüdü, toplam talebi öngörülenden fazla canlandırarak enflasyonist baskıları artırma eğilimi gösterebilir. Böyle bir durumda merkez bankaları, daha önce verdikleri taahhüdü bozmak ve faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalabilir. Bu tür bir gelişme ise merkez

bankasının güvenilirliği ve politik kredibilitesi açısından olumsuz sonuçlar doğurabileceği için dikkatle değerlendirilmelidir. Faiz taahhüdü politikası kapsamında bu taahhüt bazı zamanlarda açık ve net bir biçimde dile getirilebileceği gibi bazı durumlarda örtülü şekilde de ifade edilebilmektedir. Normal koşullarda faiz taahhüdünün örtük biçimde açıklanması herhangi bir sorun teşkil etmeyen kriz dönemlerinde söz konusu taahhüdün açık bir şekilde ortaya konulması, piyasa beklentilerinin daha etkin biçimde yönetilmesinde kritik bir işlev üstlenmektedir (Öner, 2015).

Sonuç itibariyle, faiz taahhüdü uygulaması aracılığıyla kısa vadeli faizlere ilişkin beklentileri bünyesinde barındıran uzun vadeli faiz oranları, merkez bankaları tarafından daha etkili bir şekilde yönlendirilebilmektedir. Bu politikanın başarılı olabilmesi için taahhüdün güvenilirliğinin sağlanması ve enflasyon beklentilerinin istikrara kavuşturulması gerekmektedir. Özellikle belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde işlevsel olan faiz taahhüdü politikası, düşük faiz oranı taahhüdü aracılığıyla uzun vadeli yatırımları teşvik edici bir etki de yaratmaktadır (Vural, 2013).

2.4.2.4. Faiz Koridoru

Faiz koridoru uygulaması, finansal piyasalarda ortaya çıkan belirsizlikleri azaltmayı ve sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini sınırlamayı amaçlayan geleneksel olmayan bir para politikası aracıdır. Kriz dönemlerinde değişen finansal koşullara daha hızlı ve esnek tepki verebilme ihtiyacının artmasıyla birlikte, merkez bankaları bu yöntemi politika araç setine dahil etmiştir. Faiz koridoru sayesinde, politika faizini değiştirmeden parasal duruşun sıkılaştırılması ya da gevşetilmesi mümkün hale gelmektedir. Bu sayede finansal oynaklıklar karşısında daha etkin bir müdahale alanı sağlanmaktadır (Karaş, 2017).

Faiz koridoru uygulamasında sistem şu şekildedir. Merkez bankalarının kısa vadeli kredi olanaklarına yönelik belirlediği gecelik borçlanma faiz oranı sistemde bir alt sınır işlevi görmektedir. Borçlanma ve borç verme faiz oranları faiz koridorunun alt ve üst sınırlarını oluşturur. Bu iki sınır arasındaki alan faiz koridoru olarak adlandırılır ve ortasında yer alan oran politika faizidir. Politika faizinin koridorun tam ortasında belirlenmesi simetrik, üst ya da alt sınıra yakın belirlenmesi ise asimetrik faiz koridoru olarak kabul edilir (Kurum, 2019).

Hızlı sermaye girişlerinin gerçekleştiği dönemlerde kısa vadeli faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulması yoluyla makroekonomik dengesizliklerin ortaya çıkması engellenmeye çalışılmaktadır. Ancak faizlerin uzun süre düşük düzeylerde kalması durumunda iç talebin artmasına ve fiyatlar üzerinde baskı oluşturmasına yol açabilmektedir. Bu nedenle merkez bankalarının faiz aracını kullanırken son derece ihtiyatlı davranmaları oldukça önem arz etmektedir (Serel ve Özkurt, 2014).

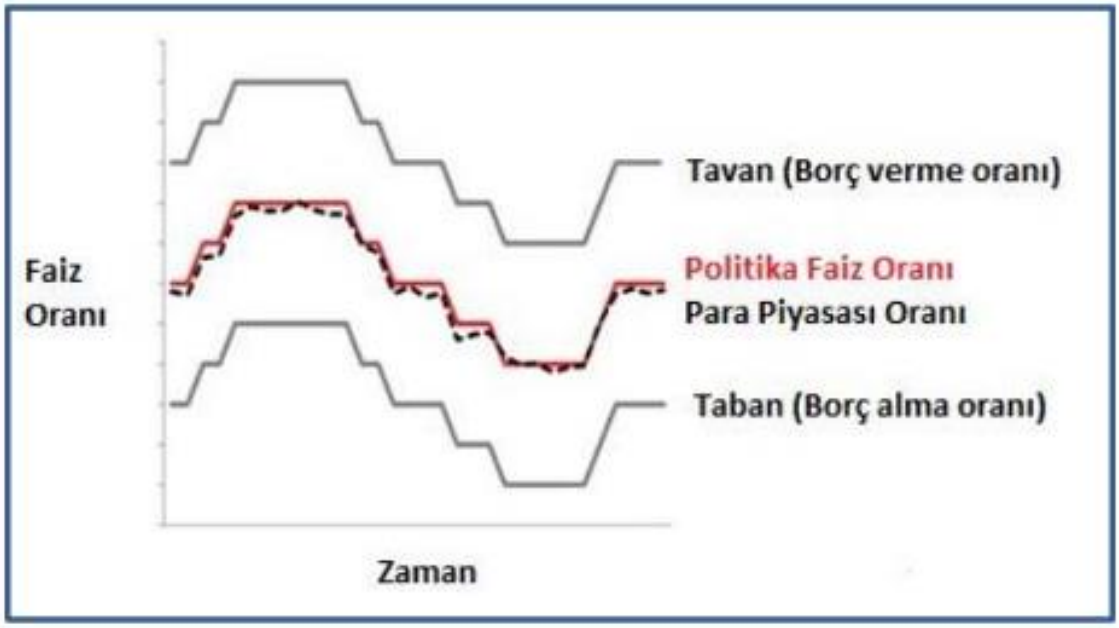
Özetle şeklinde değerlendirme yapmak gerekirse, faiz koridoru politikasında üçlü bir faiz yapısı bulunmaktadır Faiz koridoru; politika faizi ile merkez bankasının gecelik borç alma ve borç verme faizlerinden oluşan bant yapısıdır. Politika faizi genellikle bu bandın orta noktasını oluşturur. Borç verme faizi, likidite açığı yaşayan bankaların merkez bankasından kısa vadeli fon sağlarken ödedikleri oranı; borç alma faizi ise likidite fazlası olan bankaların merkez bankasına yatırdıkları fonlar üzerinden elde ettikleri getiriyi ifade eder. Bu sistem, bankaların likidite yönetimini kolaylaştırır ve piyasadaki kısa vadeli faizlerin yönlendirilmesinde temel araçlardan biri olarak kullanılır (Çelik F. , 2019).

Faiz koridoru sistemi, kısa vadeli faizlerin belirlenen alt ve üst sınırlar içinde hareket etmesini sağlayan bir mekanizmadır. Merkez bankası, faiz oranı alt banda yaklaştığında piyasadaki likidite fazlasını borçlanarak çeker ve düşüşün devamını önler. Tersine, faizler likidite açığı nedeniyle yükselişe geçtiğinde, borç verme imkanı üzerinden piyasaya likidite sağlar. Böylece faiz oranlarının koridorun üst sınırını aşması engellenir ve kısa vadeli faizlerde istenen çerçeve korunur.

Borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki fark ise faizlerin dalgalanmasına izin verilen bir marj olarak değerlendirilebilir. Üçlü faiz yapısında yer alan politika faizi ise çoğunlukla koridorun orta noktasında konumlandırılmaktadır. Genel olarak ifade etmek gerekirse sıkı para politikası uygulamalarında piyasadaki likidite açığı nedeniyle denge faiz oranları koridorun üst bandına yakın oluşmaktadır. Diğer yandan genişletici para politikası dönemlerinde likidite fazlasının etkisiyle denge faiz oranları alt banda doğru şekillenmektedir.

Ekonomide oluşan belirsizliklerin azaltılmasına katkı sağlayan politika araçlarından biri olan faiz koridoru, merkez bankaları açısından önemli bir konuma sahiptir. Merkez bankası, piyasalarda oluşan gecelik faiz oranını hedeflediği seviyeye yönlendirebilmek

için bu mekanizmadan yararlanmaktadır. Faiz koridoru, özellikle döviz piyasalarında ortaya çıkan oynaklıkların sınırlandırılmasında sıkça kullanılan bir para politikası aracı niteliğindedir. Buna ek olarak, açık piyasa işlemlerine aşırı bağımlılığı azaltmak amacıyla tamamlayıcı bir araç olarak da işlev görmektedir (Gündoğdu, 2022).



Şekil 4. Merkez Bankası Faiz Koridoru

Kaynak: (Gedikli, 2017: 26).

2.4.2.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması

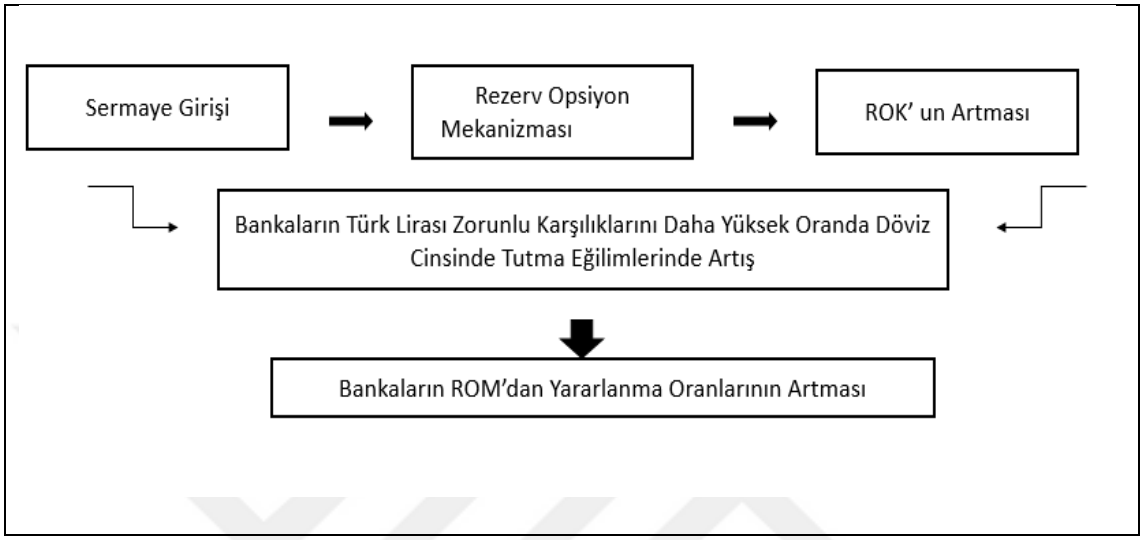
Rezerv opsiyon mekanizması aracı geleneksel para politikası yöntemleri arasında sayılan zorunlu karşılık uygulamasına yeni bir bakış açısı getirmiştir. TCMB tarafından finansal ihtiyaçlar düşünülerek tasarlanıp geliştirilmiştir. Bu çerçevede, finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek dalgalanmaların finansal istikrarı tehdit edebilecek seviyelere ulaşma riskine karşı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) geliştirilmiştir. Söz konusu mekanizma ile zorunlu karşılık olarak tutulması gereken Türk lirası yükümlülüklerin belirli bir oranının yabancı para veya altın cinsinden tesis edilmesine olanak tanınmıştır (Gündoğdu ve Çokgezen Yalınpala, 2022).

Aslında merkez bankasının bu mekanizmayı geliştirmesinin nedeni zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve likidite yönetimi gibi politika araçlarının yanı sıra sermaye hareketlerinin yüksek oranda volatil bir yapıda olması ile finansal ve makroekonomik

istikrar üzerindeki negatif etkilerinin belirli bir seviyede korunmasını sağlayarak ekonomideki yastık altı diye adlandırılan tasarrufların ekonomiye kazandırma amacına yönelik olarak otomatik olarak dengeleyici özelliğe sahip rezerv opsiyon mekanizmasını (ROM) hayata geçirmiştir. Daha açık şekilde ifade etmek gerekirse, bankaların Türk lirası cinsinden zorunlu karşılık yükümlülüklerini yerine getirirken söz konusu karşılıkların Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir bölümünü Merkez Bankası'nın izin verdiği oranlar dahilinde döviz veya altın olarak tesis edebilmesine imkan tanıyan bir uygulamadır. Bu imkanın hangi oranda kullanılabileceğini gösteren katsayı ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) olarak adlandırılır. ROM sayesinde Merkez Bankası, bankalara karşılık yapısında esneklik sağlayarak döviz likiditesini desteklemeyi, kur oynaklığını azaltmayı ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrolü güçlendirmeyi amaçlamaktadır.

Bankalar, TCMB nezdinde bulundurmakla yükümlü oldukları zorunlu karşılıkları tesis ederken maliyet unsurlarını dikkate almaktadır. Sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde ise döviz kaynaklarının daha düşük maliyetli olması nedeniyle, TL yükümlülüklerine karşılık ayırmaları gereken zorunlu karşılıkların önemli bir bölümünü döviz cinsinden tesis etmeyi tercih etmektedirler. Ayrıca sermaye çıkışlarının yoğunlaştığı dönemlerde döviz kaynak maliyetinin artması nedeniyle bankalar zorunlu karşılıklarını Türk lirası cinsinden tesis etmektedir. Türk lirası cinsinde tesis etme durumu TCMB'nin brüt döviz rezervleri üzerinde etkili olmaktadır. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde ise döviz kuru gerilemekte olup TL değer kazanmakta ve TL cinsinden varlıkların fiyatları yükselmektedir. Böyle bir ortamda bankaların TL faiz oranları düşmektedir. Aynı zamandan buna bağlı olarak kredi teminatlarının gücü artmaktadır. Firmaların bankalardan daha düşük faiz oranlarıyla kredi kullanabilmesi sonucunda kredi hacminin genişlemesi durumu meydana gelir. Ancak kredi hacmindeki artışın olması durumunda ithalat artarak cari denge üzerinde baskı oluşmakta ve açığın büyümesine neden olabilmektedir. Merkez bankası faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması oranlarında yaptığı düzenlemeler aracılığıyla söz konusu süreci ve bankaların fonlama maliyetlerini etkileyerek piyasadaki likiditeyi ve para politikası aktarım kanallarını yönetmeye çalışmaktadır (Yıldız vd., 2020).

Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın kullanım düzeyi, sermaye girişlerinin hızlandığı ya da tersine sermaye çıkışlarının arttığı dönemlerde farklılık göstermektedir. Bu değişimin işleyişi, aşağıdaki aşamalar halinde şematize edilmiştir. Şekil 5 söz konusu süreci özetleyici nitelikte sunmaktadır.



Şekil 5. Sermaye Girişleri ve ROK Çalışma mekanizması

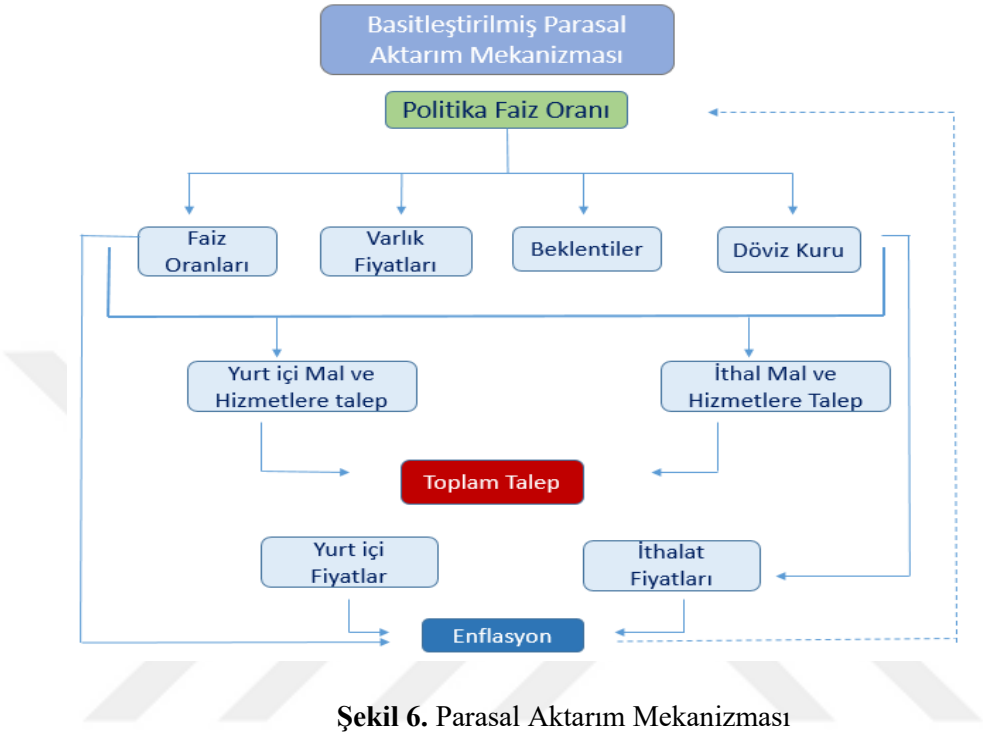
Kaynak: (Küçüksaraç ve Özel, 2012:3-4 çalışmasından yararlanılarak yazarlar tarafından oluşturulmuştur).

Şekil 5'te yer alan işleyiş çerçevesinde, yabancı para kaynaklarının belirli bir bölümü Türk lirası zorunlu karşılık olarak TCMB'de tutulmakta; böylece bu tutarlar piyasadan çekilerek TL üzerindeki değerlenme baskısı hafifletilmektedir. Bununla birlikte, sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde yabancı para kaynaklarının maliyeti Türk lirasına kıyasla artmakta ve yurtdışı fonlara erişim zorlaştığından ROM kullanımında belirgin bir azalma ortaya çıkmaktadır (Ergin ve Aydın, 2017).

2.5. Parasal Aktarım Mekanizması

Merkez bankalarınca uygulanan para politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerini doğru biçimde değerlendirebilmek için, öncelikle bu politika araçlarının ekonomik değişkenleri hangi kanallar aracılığıyla etkilediğinin açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. 1980'li yıllardan itibaren merkez bankaları, para politikasının ekonomiye hangi süreçlerden geçerek ve hangi güçte yansıdığını analiz edebilmek amacıyla, parasal değişkenlerin toplam talep, ekonomik aktivite ve enflasyon üzerindeki etkilerini ortaya koyan parasal aktarım mekanizmasını çalışmalarında temel bir çerçeve

olarak kullanmaya başlamıştır. Parasal aktarım mekanizması, alınan para politikası kararlarının varlık fiyatları ile genel ekonomik koşullar üzerinde nasıl bir etki yarattığını açıklayan işleyiş sürecini ifade etmektedir (Altuntaş, 2018).



Şekil 6. Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: (TCMB, 2013:4)

Merkez bankası tarafından uygulanan para politikasının hedeflerine ulaşmak için çeşitli ekonomik ve finansal faaliyetleri nasıl etkilediği ortaya konulabilmektedir. Bir yol haritası niteliğinde olan parasal aktarım mekanizması, para politikasının özel sektör ve hane halklarının davranışlarına olan etkilerinin açıklanması ve uygulanan politikaların değerlendirilmesine uygun bir zemin oluşturmaktadır. Parasal aktarım mekanizmasının teorik çerçevesi parasalcı veya finansal piyasa fiyatı yaklaşımı ve kredi yaklaşımına dayanmaktadır. Parasalcı yaklaşım para politikasının, tahvil fiyatları, faiz oranları ve döviz kurları dahil olmak üzere finansal varlıklar üzerindeki fiyatlar ve getiri oranlarının firmaların ve hane halklarının harcamaları üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır. Kredi yaklaşımı ise, para politikasının bankalar ve finansal kurumlar tarafından verilen kredi miktarındaki değişimlerin etkisini temel alarak toplam talep ile olan ilişkisini açıklamaktadır. Bu noktada ilgili yaklaşım, kredi piyasalarında asimetrik enformasyon ve ahlaki tehlike sorunlarının olduğunu varsaymaktadır. Bu nedenle kredi piyasalarının etkin bir biçimde çalışmadığı varsayılır. Merkez bankasının para politikası

uygulamalarının etkileri ilk olarak finansal piyasalarda kendisini göstermekte olup aktarım kanalları aracılığıyla finans sektörü ve reel ekonomi üzerinde etkili olmaktadır (Yıldırım, 2024).

Parasal aktarım mekanizmasının düzgün çalışması gerekir. Düzgün çalıştığı takdirde para politikalarının temel amacı olan fiyat istikrarını sağlanmış olacaktır. Faiz kararlarının ekonomik aktivite ve enflasyona etkilerinin ortaya çıkma süresi ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Gelişmiş ekonomilerde bu süre yirmi dört aya kadar uzamaktadır. Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerde bu süreni daha kısa olduğu söylenebilir. Enflasyonist baskıların bulunduğu ekonomilerde politika kararlarının beklentiler üzerindeki etkisini öngörmek güçleşir hale gelmektedir. Beklenti kanalı görece hızlı işlerken finansal piyasaların gelişmediği ve kamu borcunun yüksek olduğu ülkelerde faiz kanalı etkin çalışmamaktadır. Faiz kanalının etkin olduğu ekonomilerde kısa vadeli faizlerin artırılması talebi azaltarak enflasyonu düşürmektedir. Buna mukabil faizlerin düşürülmesi ise tersi yönde etkiler yaratmaktadır. Bu mekanizmanın temelinde işleyen bir sermaye piyasası ve varlıkların tam ikame edilebilirliği varsayımı yer almaktadır (Kara, 2018).

Merkez bankalarının politika kararları ekonomik faaliyeti ve enflasyonu dört farklı kanal üzerinden etkilemektedir. Bu kanallar aşağıda belirtilmiştir.

- Faiz Oranı Kanalı
- Varlık Fiyatları Kanalı (Kredi Kanalı)
- Beklentiler Kanalı
- Döviz Kuru Kanalı

2.5.1. Faiz Oranı Kanalı

Milli gelir üzerinde para politikasının toplam talep kanalı yoluyla belirgin etkiler yarattığına ilişkin güçlü ampirik kanıtlar bulunmaktadır. Bu etkinin temelinde, aktarım mekanizmasının kritik bir bileşeni olan faiz oranı kanalı yer almaktadır. Merkez bankalarının kısa vadeli politika faizlerinde yaptıkları ayarlamalar, reel faiz düzeyini değiştirerek yatırım ve tüketim kararlarını yönlendirmektedir. Böylelikle para politikasının makroekonomik etkileri ortaya çıkmaktadır. Aktarım süreçleri içinde en geleneksel ve literatürde çoğu zaman "Keynesyen standart aktarım kanalı" olarak

tanımlanan faiz oranı kanalı, borçlanma maliyetlerindeki değişim yoluyla hem hanehalkının tüketim eğilimlerini hem de firmaların yatırım davranışlarını şekillendirmektedir. Bu etkileşim nihai olarak toplam talep düzeyinin belirlenmesine katkı sunmaktadır.

Keynesyen yaklaşıma göre faiz oranları, tasarruf ve yatırımdan bağımsız şekilde para arzı ile para talebi arasındaki denge tarafından belirlenmekte olup para politikasının ekonomik birimler üzerindeki etkisini iki temel işlev üzerinden yerine getirir. Bu nedenle politika faizinin ne ölçüde yönlendirilebildiği, para politikasının toplam talep üzerindeki etkisinin belirleyici unsurudur.

- Faiz faktörü bireylerin tasarruflarını para biçiminde elde tutma ile alternatif yatırım araçlarına yönlendirme tercihlerini belirleyen temel unsurlardan biridir. Faiz oranı, "tasarrufları para olarak elde tutmanın maliyeti" ya da "likiditeden vazgeçmenin getirisi" şeklinde değerlendirilmektedir. Faiz oranı ne kadar yüksek seviyede kalırsa spekülatif amaçlı para talebi de o ölçüde azalmaktadır.
- Faiz oranı, para piyasası ile reel piyasa arasında bir bağ kurmaktadır. Sermayenin marjinal etkinliğini ifade eden "iç verim oranı" ile piyasa faiz oranı arasındaki etkileşim yatırım talebini şekillendirmektedir. Bu doğrultuda, parasal kesimde belirlenen faiz oranı yatırım talebi aracılığıyla reel sektörü etkilemektedir (Karahan , 2016).

Keynesyen aktarım sürecinin merkezinde yer alan faiz oranının ekonomiye etkisi, genellikle IS-LM çerçevesi üzerinden değerlendirilmektedir. Bu yaklaşıma göre, para politikasının faiz oranları üzerinden toplam talep ve gelir düzeyi üzerinde nasıl bir etki yarattığı, IS-LM modelinin sunduğu teorik yapı aracılığıyla açıklanmaktadır. Dolayısıyla Keynesyen perspektifte faiz oranı kanalına dayalı parasal aktarım mekanizması, bu modelin işleyişine dayanan sade bir şema ile temsil edilebilmektedir.

$$M\uparrow => ir\downarrow => I\uparrow => Y\uparrow$$

Para arzındaki bir genişleme (M↑), likidite tercihine dayalı yaklaşıma göre faiz oranlarında düşüşe yol açmaktadır. Merkez bankası, kısa vadeli politika faizini bir araç olarak kullanarak sermayenin maliyetini belirleyebilmektedir. Bu yolla stok birikimi, konut talebi, sabit sermaye yatırımları ve dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcama

kararlarını yönlendirebilmektedir. Faiz oranlarının gerilemesi yatırım ve tüketim eğilimlerini güçlendirerek toplam talebin ve buna bağlı olarak toplam üretim düzeyinin yükselmesine katkı sağlamaktadır. Bu nedenle, geleneksel aktarım mekanizması çerçevesinde parasal genişleme ekonomik faaliyetleri artırırken, parasal sıkılaşma sürecinde iktisadi aktivitenin daralma eğilimi gösterdiği kabul edilmektedir.

Günümüzde faiz oranlarındaki düşüş sonucu merkez bankalarının açık piyasa işlemleri yoluyla tahvil alımları gerçekleştirmesi yoluyla da sağlanabilmektedir. Bu durumda tahvil fiyatları yükselirken faiz oranları gerilemektedir. Merkez bankaları ayrıca kısa vadeli faiz oranlarını doğrudan kontrol ederek piyasaya yön verebilmektedir. Ayrıca politika faizinde yapılan değişiklikler kısa vadeli piyasa faizlerini de etkilemektedir. Ancak harcamalar üzerinde asıl belirleyici olan uzun vadeli faizlerdir. Bu noktadan hareketle ifade edilecek olunursa kısa vadeli faizlerdeki değişimlerin uzun vadeli faizlere yansıması faiz oranlarının vade yapısını açıklayan "bekleyişler hipotezi" ile ilişkilendirilmektedir.

Faiz oranı kanalının ikinci aşamasında reel faizlerdeki düşüşün sermaye maliyetini azaltarak yatırımları teşvik ettiği söylenebilmektedir. Bu durum ise hanehalkları açısından konut ve dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamaları artırmaktadır. Bu durum tüketimin zamanlar arası ikame etkisinden kaynaklanmakta olup düşük faiz dönemlerinde bugünkü tüketimin gelecekteki tüketime tercih edilmesiyle sonuçlanmaktadır (Göklemez, 2011).

2.5.2. Varlık Fiyatları Kanalı (Kredi Kanalı)

Kredi kanalı, literatürde banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere iki ayrı çerçevede ele alınmakta olup her iki yaklaşımın temelinde kredi piyasalarında ortaya çıkan asimetrik bilgi sorunu bulunmaktadır. Banka kredi kanalı, bankaların kredi arzındaki değişimlerin işletmelerin yatırım ve harcama davranışlarını nasıl etkilediğine odaklanırken; bilanço kanalı, firmaların yanı sıra hanehalklarının finansal koşullarındaki değişikliklerin tüketim ve yatırım kararları üzerindeki yansımalarını da kapsamaktadır.

2.5.2.1. Banka Kredi Kanalı

Banka kredi kanalı, bankaların finansal sistem içerisinde özel bir konuma sahip olduğu yaklaşımına dayanmaktadır. Zira küçük ölçekli firmalar kredi piyasalarına yalnızca banka kredileri aracılığıyla erişebilmektedir. Bu bağlamda bankalar, asimetrik bilgi sorunlarıyla karşı karşıya kalabilecek küçük ölçekli firmalar için önemli bir görev üstlenmektedir. Buna mukabil büyük ölçekli firmalar senet ve tahvil piyasaları üzerinden doğrudan krediye ulaşabilmektedir. Bu nedenle banka kredi kanalının özellikle küçük ölçekli firmalar açısından kritik bir öneme sahip olduğu söylenebilir. Daraltıcı para politikaları ise bankaların rezervleri ile mevduat hesaplarını azaltarak kredi hacmini daraltmaktadır. Dolayısıyla kredi hacmindeki bu azalış tüketim harcamalarının ve toplam üretimin gerilemesine yol açmaktadır (Akdeniz, 2016).

2.5.2.2. Bilanço Kanalı

Para politikasının borçluların bilanço yapısını etkileyerek reel üretim düzeyinde değişimlere yol açtığı bu aktarım mekanizması literatürde bilanço kanalı olarak adlandırılmaktadır. Bilanço kanalının işleyişine ilişkin iki temel mekanizma bulunmaktadır. Bu iki ana mekanizma Kohler, Britton ve Yates (2000: 8) tarafından detaylı biçimde açıklanmıştır:

- İlk mekanizmaya göre toplam talebi daraltıcı etkiler yaratan sıkı para politikasıdır. Sıkı para politikası firmaların nakit akışlarını zayıflatabilmektedir. Bu durum, hem iç hem de dış kaynaklardan sağlanması gereken proje finansmanı ihtiyacını artırarak kredi temerrüt olasılığını yükseltmektedir. Böyle bir durumda ise dış finansman priminin artması kaçınılmaz hale gelmektedir.
- İkinci mekanizma kapsamında toplam talebi daraltıcı etkiler oluşturan sıkı para politikasının varlık fiyatlarının gerilemesine yol açtığı söylenebilir. Bu durum, firmaların finansal aracılara teminat olarak sunabilecekleri firma değerini düşürerek dış finansman primlerinin artmasına ve bu yolla kullanılabilecek kredi hacminin sınırlanmasına neden olmaktadır (Karabıyık, 2019).

2.5.3. Beklentiler Kanalı

Ekonomik aktörlerin özellikle enflasyon başta olmak üzere gelecekteki makroekonomik koşullara dair beklentilerindeki değişimlerin, iktisadi kararları etkileyerek işlediği aktarım sürecini ifade eden bir kanaldır. Kanalın işleyişinde merkez bankalarının güvenilirliği anlamına gelen yüksek kredibilite ve uyguladığı para politikalarında şeffaflığı ve hesap verilebilirliği ön planda tutması oldukça etkili olmaktadır. Alınan ekonomik kararların, iktisadı ajanların (hanehalkı, firmalar, kamuoyu vb.) beklentilerini yönlendirmesi daha çok uzun vadeli beklentilere dayalı oluşmaktadır (Berber ve Bayraktar Daştan, 2020). Bu çerçevede para politikası, ekonomik birimlerin beklentileri üzerinde yönlendirici etki oluşturarak onların geleceğe ilişkin algılarını değiştirebilmektedir. Beklentilerde meydana gelen bu dönüşüm, iktisadi karar alma süreçlerini de doğrudan şekillendirmektedir. Ayrıca, keyfi müdahalelere dayanan politika uygulamaları yerine kurala bağlı bir para politikası yaklaşımının benimsenmesinin, politika yapıcıların güvenilirliğini artırmada daha etkili olduğu dikkate alınmalıdır. İktisadi birimlerin merkez bankasının gelecekteki enflasyon (beklenen enflasyon) tahmin ve kontrol ufkuna güveni oldukça önemlidir. Zira ekonomik birimler, güven unsurunu temel alarak gelecekteki enflasyona ilişkin beklentilerini ve merkez bankasının ortaya koyduğu ve kamuoyuyla paylaştığı bilgiler doğrultusunda şekillendirmektedir. Bu nedenle merkez bankasının yanılgıya düşmesi ya da yanıltıcı bir tutum sergilemesi durumunda hesap verebilirlik ilkesi gereği kamuoyuna açıklama yapması zorunlu hale gelmektedir. Ayrıca para politikalarının belirli bir kural çerçevesinde yürütülmesi sayesinde merkez bankasına duyulan güvenin artmasına yol açan bir unsur olarak değerlendirilmektedir (Oktar vd., 2015).

Özetle, para politikasının etkinliğini değerlendirilirken dikkate alınması gereken bazı temel unsurlar bulunmaktadır. Bu unsurlar ise para politikasıyla ilgili beklentiler ile önceden ilan edilen politikalara duyulan güven olarak ifade edilebilir. Para politikasının beklenti oluşturma süreci söz konusu politikanın etkinliğini artıran bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede beklenti kanalı parasal aktarım mekanizması içerisinde bağımsız bir aktarım kanalı olarak yorumlanmıştır. Uzun vadeli sözleşmeler gibi bazı istisnai durumlar dışarıda bırakıldığında ve beklentilerdeki değişimlerin hızlı gerçekleşmesi halinde beklenti kanalında yalnızca sınırlı bir zamansal gecikme

yaşanmaktadır. Dolayısıyla para politikasına dair elde edilen bir bilginin piyasaları belirli bir yönde harekete geçirebilmesi bu duruma örnek teşkil etmektedir.

Ödeme sistemlerindeki teknolojik ilerlemeler, finansal piyasalarda meydana gelen değişimlerin oldukça hızlı bir şekilde gerçekleşmesine yol açmıştır. Buna karşın, mal ve hizmet üretiminin belirli bir zaman gerektirmesi nedeniyle reel piyasaların dengeye ulaşması daha yavaş olmaktadır. Bu durum, beklentiler kanalının öneminin merkez bankasının güvenilirliği ile sıkı bir biçimde ilişkili olduğunu göstermektedir. Para politikasının ekonomik birimlerin beklentileri üzerinde arzu edilmeyen sonuçlar doğurmaması için merkez bankasının yüksek düzeyde güvenilirliğe sahip olması kritik bir gereklilik taşımaktadır. Dolayısıyla, merkez bankasının güvenilirliğini inşa etmesi ve fiyat istikrarına yönelik taahhüdünü kamuoyuna açıklaması durumunda uygulanacak para politikaları ilan edilen hedeflerle uyumlu biçimde algılanacaktır. Böyle bir koşul kapsamında politika uygulamalarının istenilen etkiler yaratması mümkün hale gelmektedir. Fakat aksi bir durumda aynı politika uygulamalarının etkisi sınırlı kalacaktır. Bunu yanı sıra yanlış yorumlanması halinde özel sektör aktörlerinin karar alma süreçleri üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilecektir (Cengiz, 2015).

2.5.4. Döviz Kuru Kanalı

Dışa açık bir ekonominin var olduğu ve Mundell–Fleming çerçevesinin geçerli kabul edildiği bir ortamda, para politikasında yapılan düzenlemeler döviz kuru üzerinden ulusal paranın dış değerini doğrudan etkilemektedir. Kur seviyesindeki oynaklıklar, yurt içi ve yurt dışı mal ve hizmet fiyatlarının birbirine göre değişmesine yol açarak ikame etkisini ortaya çıkarmaktadır. Bu mekanizma sonucunda toplam talep ve toplam arz bileşenlerinde, ayrıca net ihracat ile milli gelir düzeylerinde önemli yönlü değişimler meydana gelebilmektedir. Kur hareketlenmelerinin, ülke ekonomisindeki üretim ve fiyatlama süreçleri üzerinde büyük bir rol oynaması nedeniyle döviz kuru kanalının anlaşılması oldukça önem arz etmektedir. Günümüz ekonomilerinde uluslararası sermaye hareketlerinin giderek serbestleştiği bilinmektedir. Bu durumda merkez bankalarının uyguladığı para politikaları kapsamında faiz oranlarında yapılan değişiklikler aracılığıyla döviz kurları üzerinden ulusal paranın değerinde oynaklıklara neden olabilmektedir. Söz konusu durum ise ülkeler arasında dış ticarete konu olan mal

ve hizmetlerin fiyatlarında ve dolayısıyla dış ticaret hacminde değişimlere yol açmaktadır (Erarslan vd Katı, 2015).

Bu bağlamda ekonomik büyümenin yukarı yönlü hareketi ve esnek kur politikası kapsamında döviz kurlarının esnek olması anlayışının benimsenmesi üzerine para politikasının net ihracat üzerindeki etkileri bakımından ilgi uyandırmıştır. Merkez bankası, para politikasını daraltıcı bir şekilde kullanması durumunda para arzının azalması söz konusu olup yurtiçinde reel faiz oranları göreceli olarak yükselir. Bu doğrultuda ülkeye sermaye girişinin sağlanmasıyla birlikte döviz kurlarında düşüş meydana gelecektir. Böyle bir durum ihraç edilen malların fiyatlarının yükselmesine neden olurken ithal malların fiyatlarının ise gerilemesine yol açacaktır. Sonuç olarak net ihracat azalacak ve milli gelirde düşüş yaşanacaktır.

$$M\downarrow \Rightarrow i\uparrow \Rightarrow E\downarrow \Rightarrow NX\downarrow Y\downarrow \text{ (Mishkin, 1995:11).}$$

Kenneth Rogoff ve Maurice Obstfeld, döviz kuru kanalının para politikası aktarım mekanizmasının temel parçalarından biri olduğunu özellikle vurgulamaktadır (Sever, 2018).

Para otoritesinin genişlemeye yönelik bir para politikası uygulaması, reel faiz oranlarının gerilemesine neden olmaktadır. Reel faizlerdeki bu düşüş, sermaye hareketlerinin yönü ve büyüklüğü üzerinde hızlı ve belirgin etkiler yaratmaktadır. Bu durumun temelinde, yabancı para cinsinden tasarruf araçlarının yerel para cinsinden varlıklara kıyasla daha yüksek getiri sunar hale gelmesi yatmaktadır. Böyle bir süreçte yerli para değer kaybederken yabancı para birimleri değer kazanma eğilimi göstermektedir. Ulusal paranın değer kaybı, iç piyasadaki malların göreli olarak ucuzlamasına, dış piyasa mallarının ise daha pahalı hale gelmesine yol açarak net ihracatı artırmaktadır. Bunun sonucunda milli gelir düzeyinde yükselme meydana gelmektedir (Bakan ve Akçacı, 2015).

$$M\uparrow \Rightarrow İ\downarrow \Rightarrow \text{Döviz Kurları}\uparrow \Rightarrow \text{Ulusal Paranın Değeri}\downarrow \Rightarrow \text{Net İhracat}\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

3. EKONOMİLERİN MERKEZ BANKALARI POLİTİKALARINA TEPKİLERİ

3.1. Büyüme

3.1.1. Ekonomik Büyüme Kavramı

Ekonomik büyüme en genel anlamıyla ülke ekonomisine ait milli gelirin büyümesi ya da birtakım reformlarla birlikte ekonomik büyümenin rakamsal olarak artması şeklinde ifade edilebilir. Ülkelerin önemli makroekonomik hedefleri arasında yer alan ekonomik büyüme, yeni büyüme modelleri ile farklılık kazanmıştır. Ekonomik büyümenin sağlanmasından öte sürdürülebilir olup olmaması bakımından politikacılar tarafından ilgi odağı olmuştur (Peçe, 2020).

Nüfus, sermaye ve tasarruf düzeylerindeki artış ile milli gelirdeki artış ekonomik büyümenin unsurları arasında yer almaktadır. Ancak bu büyüme kapasitesi ele alınacak olunursa ülkenin doğal kaynak varlığına, bu kaynakların niteliğine, teknolojik gelişmişlik düzeyine, eğilimlere ve coğrafi koşullara bağlı olarak değişmektedir. Genel anlamda büyüme, uzun dönemde milli hasılanın veya kişi başına gelirin artışı şeklinde tanımlanmaktadır. François Perroux'ya göre ise büyüme, yapı, organizasyon veya sistemlerde gerçekleşen dönüşümlerin yol açtığı sürekli üretim artışı olarak ifade edilmektedir.

Bu tanımda dört özellik söz konusudur. Bunların tanımı aşağıdaki gibidir.

- **Uzun dönem:** Üretim artışı için, eksik kapasitede bulunmamak kaydıyla, kısa dönem yeterli olmadığından uzun dönem ayrımı yapılmaktadır.
- **İktisadi yapıların değişmesi:** Bu kavramdan maksat, bir üretim kesiminin toplam üretimdeki payının artmasıyla ilgilidir. Örneğin, sanayi üretiminin toplam üretimdeki payının artışı yapısal olarak değişmesi olup aşağıdaki biçimde gösterilir.

$$\frac{\text{Sanayi Üretimi}}{\text{Toplam Üretim}}$$

- **Sistem değişmesi:** Kurumsal yapının veya mülkiyet düzenlemelerinin değiştirilmesi üretim kapasitesinin genişlemesine katkı sağlayabilir.

- **Sürekli olarak üretim artışı:** Ekonomik büyüme hızının sürdürülebilir kılınabilmesi için üretim seviyesinin kesintisiz biçimde artırılması gerekmektedir.

Diğer yandan kalkınmayı sağlamış ve geri kalmış ülkeler bakımından büyüme amaç bakımından farklılık göstermektedir.

➢ **Kalkınmış Ülkelerde Büyümenin Amaçları**

- Üretim araçlarında yenilik sağlayacak buluşlar.
- Üretim yöntemlerinde yenilik ve bulunan yeni üretim araçlarını uygulamaya sokmak.
- İç ve dış pazarlara yeni ürünler arz etmek.

Gelişmiş ekonomiler, belirli mal ve hizmet gruplarında uzmanlaşmanın yanı sıra, sürdürülebilir kalkınmanın devamlılığını sağlamak amacıyla ekonomik dengelerin bozulmamasına özen göstermektedir. Bu ülkeler, kalkınma hedeflerinin belirli bir aşamasına ulaştıktan sonra büyüme stratejilerinin yönünü ve amaçlarını yeniden şekillendirme eğilimindedir. Söz konusu politika tercihleri genel olarak şu biçimde özetlenebilir:

- Toplumun yaşam ve refah düzeyini artırmak,
- Bireylere daha geniş boş zaman olanakları sunmak,
- Az gelişmiş ülkelere destek sağlamak,
- Uluslararası arenada siyasal ve diplomatik etki alanını genişletmek.

➢ **Geri Kalmış Ülkelerde Büyüme**

Geri kalmış ülkelerde büyüme, geleneksel ekonomiden veya basit üretim tekniğinden daha karmaşık bir ekonomiye geçiştir. Bu bağlamda ileri bir üretim tekniğine geçiş söz konusudur. Fakat bahsedilen ülkeler için "çarpan" ve "hızlandıran" etkileri zayıftır. Çünkü yatırım olanaklarının sınırlı düzeyde olması nedeniyle nüfus artışı ile net milli gelirdeki artış genellikle paralel bir seyir izlemektedir. Gelişmiş veya geri kalmış ülke ayrımı gözetilmeksizin ekonomik büyümenin temel amacı üretimin artırılmasıdır. Üretim kapasitesinin genişletilebilmesi ise büyük ölçüde teknoloji transferine bağlıdır. Bu çerçevede büyümenin ya da üretim artışının hedefi ise siyasal güç elde etmekten ziyade hem iç hem de dış talebi karşılayabilmektir (Özgüven, 1988).

3.1.2. Ekonomik Büyümenin Ölçülmesi

Ekonomik büyüme, ekonomi içerisinde yer alan bütün ekonomik birimlerin tüm kazancını gösteren reel GSYH bilgisiyle hesaplanır. GSYİH bir ekonomide belli bir dönemde ortaya çıkarılan bütün nihai ürün ve hizmetlerin piyasadaki karşılığıdır. Ekonomik büyüme, bir ekonomide üretim hacminde meydana gelen ve sayısal genişlemeleri veya yükselişleri açıklayan kavram olarak kabul görmektedir.

Bu kapsamda büyüme ise üretim hacmindeki artış ile beraber milli gelirin yükselmesi olarak ifade edilebilir. Büyüme iki ayrı üretim artışıyla olağan kılınır. Bunlardan birincisi, ekonominin tam istihdam düzeyinde olduğunda ekonomiye yeni ve farklı üretim etkenlerinin dahil edilmesi ya da teknolojik gelişme neticesinde üretim hacminin artmasını temel alan orta ve uzun vadeli üretim artışıdır. İkinci üretim artışı ise, ekonomi yetersiz istihdam seviyesindeyken talepteki artış nedeniyle kapasite kullanım derecelerinin artırılması neticesinde üretim hacmindeki artıştır (Berber, 2024).

Ekonomik performansın ölçülmesinde temel gösterge, belirli bir dönemde üretilen tüm nihai mal ve hizmetlerin parasal karşılığını ifade eden Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) değeridir. Büyüme oranlarının hesaplanmasında ise nominal GSYİH yerine fiyat etkisinden arındırılmış olan reel GSYİH kullanılmaktadır.

Nominal GSYİH'de görülen artışlar çoğunlukla fiyat düzeyindeki yükselişlerden kaynaklanabildiği için, üretim hacmindeki gerçek değişimi yansıtmakta yetersiz kalmaktadır. Buna karşılık reel GSYİH, belirli bir dönem içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin sabit fiyatlarla değerini gösterdiğinden, ekonomik büyümenin gerçek oranını ortaya koymaktadır. Ekonomik büyüme oranı, ülkede üretilen mal ve hizmetlerin sabit bir temel yıl fiyatlarıyla hesaplanan reel GSYİH düzeyindeki yüzdesel değişim üzerinden elde edilir. Bir ekonominin ne ölçüde büyüdüğü matematiksel olarak hesaplanabilmektedir:

$$\text{Yıllık Büyüme Oranı} = \frac{Reel\ GSYIH_t - Reel\ GSYIH_{\{t-12\}}}{Reel}\ GSYIH_{\{t-12\}} * 100$$

Reel $GSYİH_t$, t dönemine ait reel gayrisafi yurtiçi hasılayı; Reel $GSYİH_{t-1}$ ise bir önceki yıla ilişkin reel üretim düzeyini ifade etmektedir. Ekonomik büyüme oranının yıllık hesaplanmasında, ilgili yılın reel GSYİH değeri önceki yılın reel GSYİH değeriyle

karşılaştırılarak yüzdesel değişim elde edilmektedir. Aynı yöntem, üç aylık ya da aylık büyüme hesaplamaları için de geçerlidir; bu durumda bir dönemin reel GSYİH düzeyi, bir önceki yılın aynı dönemine ait reel GSYİH değeriyle kıyaslanmaktadır. Çeyrek dönem büyümesinin ölçülmek istendiği durumda hesaplama şu biçimde ifade edilmektedir.

$$\text{Çeyreklik Büyüme Oranı= Çeyreklik Reel GSYİH Büyüme Oranı} = (\text{Reel GSYİH}_t - \text{Reel GSYİH}_{t-4}) / \text{Reel GSYİH}_{t-4} \times 100$$

Biçiminde gösterilir. Ekonomik büyüme oranı aynı zamanda uzun dönem olarak gösterilen trend olarak ekonomik büyüme hızını da verebilmektedir. Ekonomik büyüme hızı aşağıdaki formül ile hesaplanabilmektedir.

$$\text{Trend Büyüme Hızı} = \left(\frac{GSYIH_{son}}{GSYIH_{bas}}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Ekonomik büyüme, bir ekonominin üretim kapasitesini ve uzun dönemli potansiyelini değerlendirmede kullanılan temel göstergelerden biridir. Bu büyüme hızının sabit kabul edildiği durumlarda, bir ülkenin mevcut GSYH düzeyini hangi sürede iki katına çıkarabileceği de hesaplanabilmektedir. Lucas'ın ifade ettiği kurala göre, yıllık büyüme hızı g olan bir ekonomide kişi başına gelir, yaklaşık olarak 70/g yılsonu iki katına ulaşmaktadır. Bu kural akademik literatürde 70 kuralı olarak adlandırılmaktadır (Taban, 2016: 10). Bu doğrultuda örneğin bir ülke yılda ortalama %10 büyümüş ise 70/10=7 yani yaklaşık 7 yılda bu ülkenin GSYİH'yi iki katına çıkaracağı söylenebilir (Özat, 2022).

3.1.3. Covıd-19 Döneminde Seçilmiş Ülkelerde Büyüme Oranları: Dünya ve Gelir Grupları ile Mukayesesi Üzerine Genel Değerlendirme

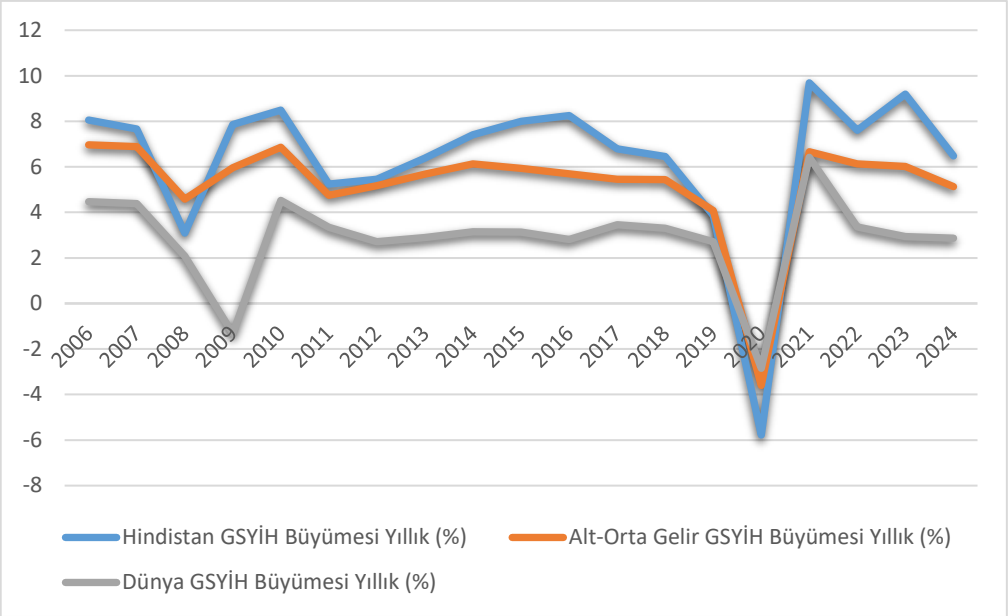
Bu bölümde 2019-2023 dönemi ekonomik büyüme oranları, COVID-19 pandemisinin küresel etkileri çerçevesinde Türkiye, Brezilya, Euro bölgesi, Hindistan ve ABD için dünya, düşük, orta ve yüksek gelir düzeyi ortalamalarıyla (ortalamanın altında ya da üstünde) karşılaştırma yapılması analiz özelinde daha isabetli olacaktır. Bu kapsamda aşağıda yer alan şekillerde Amerika Birleşik Devletleri, Euro Bölgesi, Türkiye, Brezilya ve Hindistan'ın 2006-2024 dönemi için büyüme rakamları ve dünya, düşük gelir, orta gelir ve yüksek gelirli ülkelerin büyüme ortalamalarına yer verilmiştir.

2019 yılında düşük gelire sahip ülkeler %3.5, orta gelire sahip ülkeler %4.1, yüksek gelire sahip ülkeler %1.9 düzeyinde büyüme kaydetmiştir. 2019 yılı dünya ekonomisi ise %2.7 düzeyinde büyümüştür. Pandeminin ekonomik anlamda etkisini gösterdiği 2020 yılında ise büyüme oranları; dünya -%2.8, düşük gelirli ülkelerin büyüme ortalaması -%1.00, orta gelire sahip ülkelerin büyüme ortalaması -%1.1, yüksek gelire sahip ülkelerin büyüme ortalaması -%3.9 şeklindedir. 2021 yılına gelindiğinde ise ülkelerin pandeminin etkisini azaltmak amacıyla uyguladığı mali ve parasal uygulamaların neticesinde büyüme oranlarında 2020 yılına göre daha iyi bir tablo ortaya koyduğunu söylemek mümkündür.

2021 yılında dünya ortalaması %6.4, düşük gelir düzeyine sahip ülkelerin büyüme oranı 1,3, orta gelir düzeyine sahip ülkelerin büyüme oranı %7.5 ve yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerin büyüme oranı %5.8'dir. 2022 yılında küresel büyüme oranı %3.4, düşük gelir düzeyine sahip ülke ortalaması %3.6, orta gelir düzeyi %4, yüksek gelir düzeyi ise %3 olarak kaydedilmiştir. 2023 yılı için küresel büyüme oranı %2.9, düşük gelir düzeyine sahip ülke ortalaması -%0.2, orta gelir düzeyi %4.9, yüksek gelir düzeyi ise %1.8 olarak gerçekleşmiştir. Sonuç olarak COVID-19'un etkisiyle 2020 yılında küresel ölçekte ekonomik daralmanın yaşandığını ve 2021 yılında mali-parasal teşviklerle güçlü bir toparlanma sürecinin başladığını göstermektedir (OECD, 2023).

- **Hindistan**

Şekil 7'de Hindistan, 2020 yılında pandeminin ilk dalgasında -%5.8 küçülmüş; ancak 2021–2023 döneminde dünya, düşük, orta ve yüksek gelir ortalamalarının tamamının üzerinde güçlü bir toparlanma göstermiştir. Hükümet kısıtlamalarının kalkması ve salgının kontrol altına alınması ile 2021 yılında ekonomik büyüme oranında yükseliş olduğu görülmektedir. Alınan önlemler ekonomik faaliyetleri durma noktasına getirse de hükümet harcamaları ile ekonomi canlandırılmaya çalışılmıştır. Bu dönemde Hindistan, pandemi sonrası dönemde en yüksek büyüme oranına ulaşan gelişmekte olan ülke konumuna gelmiştir.



Şekil 7. Hindistan GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma

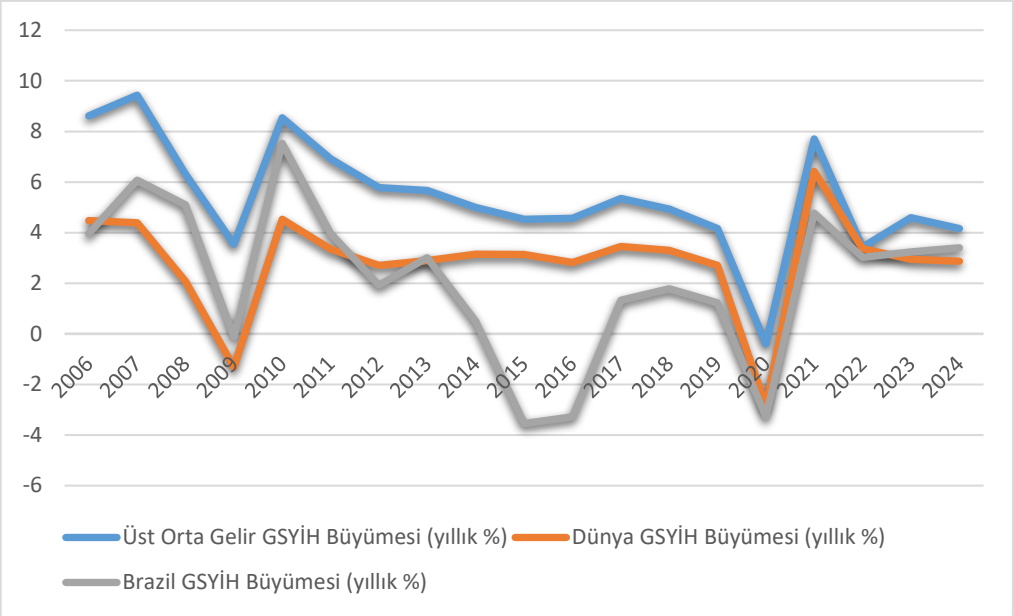
Kaynak: (World Bank, 2025)

- **Brezilya**

Brezilya ekonomisi 2008 yılında küresel finans krizinin de etkisiyle sekteye uğramış ve 2009 yılında büyüme oranı negatifli seviyelere kadar düşmüştür. Toparlanmaya çalışan ekonomi 2014 yılındaki kriz ile tekrar sarsılmış ve 2015-2016 yıllarında ekonomik büyüme oranı tekrar sıfırın altına düşmüştür. Uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ile 2019 yılına kadar ekonomik büyüme pozitif değerlere ulaşmıştır.

Şekil 8'de yer alan veriler incelendiğinde, 2019 yılının son çeyreğinde ortaya çıkan korona virüs salgınının pandemiye dönüşmesi ve küresel anlamda ekonomik sonuçları Brezilya ekonomisini de etkilemiştir. Çeşitli ekonomik sektörleri etkileyen önlemler, üretim, tüketim ve dağıtım gibi farklı alanlarda etkilerini göstermiştir. Pandeminin 2020 yılında ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyerek yeniden negatif seviyelere düşürdüğü görülmektedir (Usta, 2023).

Şekil 8'de Brezilya'da 2020 yılında ekonomide küçülme meydana gelmiştir. 2020 küçülmesi, dünya ortalamasından daha sınırlı gerçekleşmiştir. 2021'de küresel ve yüksek gelir ortalamasının gerisinde kalan büyüme oranlarının 2023'te toparlandığı ve dünya-yüksek gelir ortalamasının üstüne çıktığı görülmektedir. Diğer yandan orta gelir düzeyi ortalamasıyla farkın korunduğu gözlemlenmektedir.



Şekil 8. Brezilya GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma

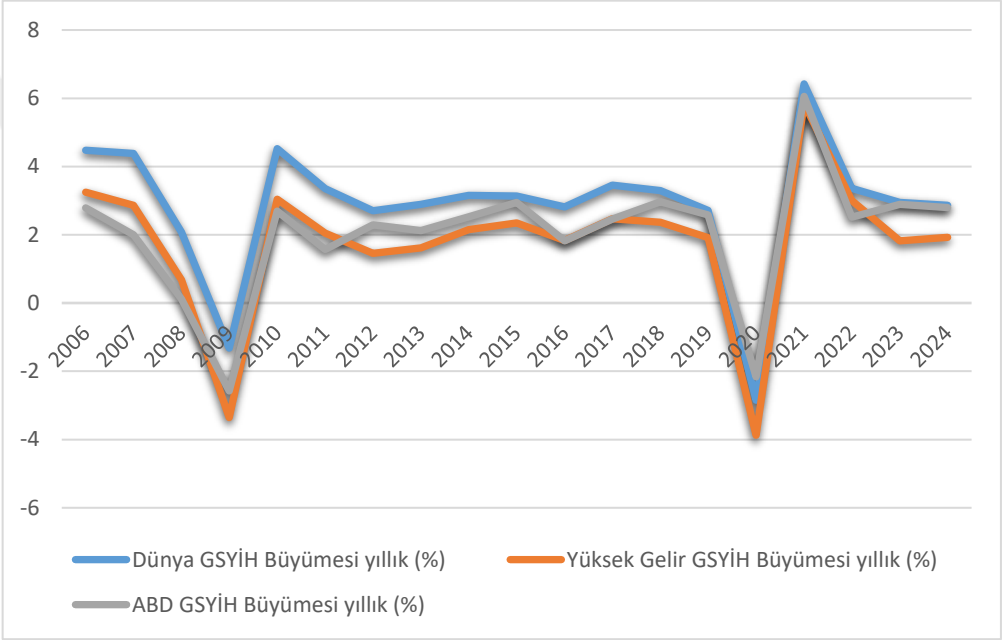
Kaynak: (World Bank, 2025)

- **Amerika Birleşik Devletleri**

ABD'nin ulusal hesaplarına ilişkin veriler, GSYİH'de meydana gelen daralmanın temel nedeninin özellikle hanehalkı tüketimindeki gerileme olduğunu göstermektedir. Yapılan araştırmalar ise, bu harcama daralmasının önemli kısmının yüksek gelir gruplarındaki hanelerden kaynaklandığı görülmektedir. Covid-19 salgınının yayılması ise ekonomik faaliyetlerin belirgin biçimde yavaşlamasına yol açmıştır. Küresel ölçekte hisse senedi piyasalarında belirgin bir değer kaybı yaşanmıştır. Söz konusu gerileme, fiyat oynaklığındaki artışla birlikte nominal faiz oranlarının aşağı yönlü hareket etmesine yol açmış ve bunun sonucunda GSYİH seviyelerinde düşüşler ortaya çıkmıştır. 2020 yılının birinci çeyrek döneminde yaşanan gelişmeler ele alındığında, sınır kapanmalarının çoğu bu dönemde başlamıştır. 2020 yılının İkinci çeyrek döneminde ABD'de negatif yönlü ekonomik büyüme gerçekleşmiştir. 2020 yılı üçüncü ve dördüncü çeyrek dönemlerinde meydana gelen reel GSYİH değerleri göz önüne alındığında ise, 2020 yılının üçüncü çeyrek döneminde, bir önceki döneme göre ekonomik daralmada düşüş meydana gelse de salgının ikinci bir dalga olarak yayılımının artması ile dördüncü çeyrek dönemde ekonomik durgunluk yüksek bir seyirde ilerlemiştir. 2020 yılının sonlarında Covid-19 salgınına karşı geliştirilen aşılar, insan sağlığını virüse karşı koruyarak, vaka ve ölüm oranlarında düşüşe sebep olmuştur. Bundan dolayı hükümetler, aşı politikası ile birlikte

kapanma kısıtlamalarını gevşeterek ekonominin arz yönünden canlanmasına yol açmışlardır. Üretim ve tüketimin salgın öncesi gibi arttırılmaya çalışılması, 2021 yılında reel GSYİH değerlerinde artışa sebep olmuştur (Karabacak, 2022).

ABD ekonomisi 2020 yılında %−2.2 oranında daralma yaşamış, bu daralma küresel ortalamadan daha sığ olmuştur. 2021 yılında %6.1 büyüme oranına ulaşarak yüksek gelir ortalamasının üzerinde performans göstermiştir. 2022 yılında küresel ortalamanın biraz altında kalsa da 2023'te yeniden dünya ve yüksek gelir ortalamasının üzerine çıkmıştır.



Şekil 9. ABD GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma

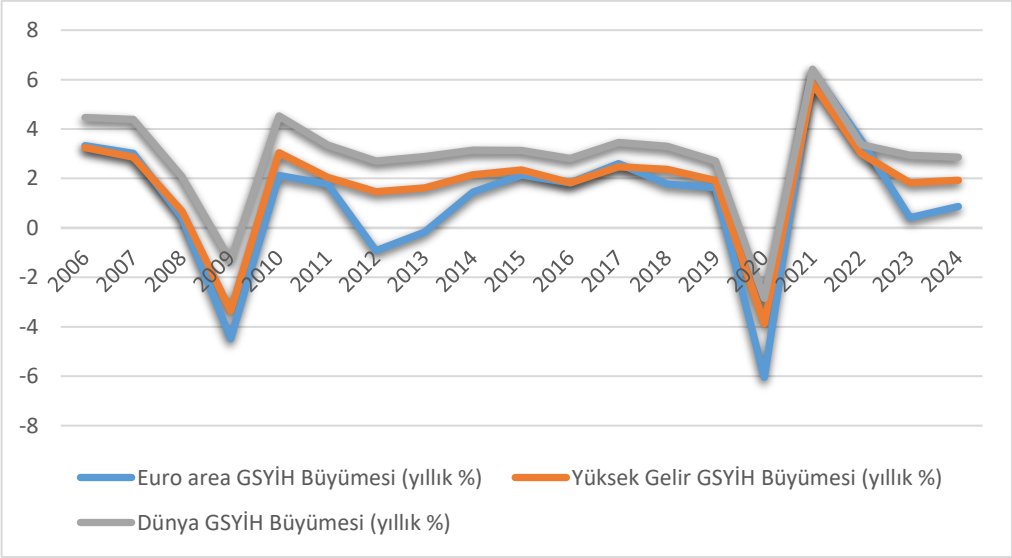
Kaynak: (World Bank, 2025)

- **Avrupa Birliği Euro Bölgesi**

Avrupa ekonomisinin 2019 yılı verileri incelendiğinde, Euro Bölgesi'nde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) artışının %1,6 olarak gerçekleştiği gözlemlenmektedir. Salgın döneminde Avrupa'nın ekonomisi derinden etkilenmiş ve para politikalarında önemli değişikliklere yol açmıştır. Şekil 10'da yer alan 2019 yılına ait Avrupa ekonomik göstergeleri, pandemiden hemen önceki dönemin ekonomik durumunu yansıtmaktadır. Bu göstergeler, Avrupa Birliği ve Euro Bölgesi'nde nispeten istikrarlı bir ekonomik ortamın var olduğunu göstermektedir. Ancak, bu göstergelerde salgının başlangıcından itibaren belirgin değişimler gözlenmiştir. 2019 yılında Euro Bölgesi'nde %1,6 olan

GSYİH büyüme oranları, pandemi ile birlikte keskin bir şekilde düşmüştür. Pandeminin neden olduğu ekonomik daralma, birçok ülkede ciddi bir resesyona yol açmıştır. Bunun başlıca nedenleri küresel tedarik zincirlerindeki aksamalardan, tüketici talebindeki düşüşlerden ve birçok sektörün faaliyetlerini durdurması olarak sıralanabilir.

COVID-19 pandemisi, Avrupa ekonomilerinde önemli daralmalara ve makroekonomik göstergelerde olumsuz değişimlere yol açmıştır. Genişletici para politikaları ve mali teşvikler, bu olumsuz etkileri hafifletmek için devreye sokulmuştur. Fakat pandemi sonrası ekonomik toparlanma süreci hala devam etmiştir. Pandemi, Avrupa'nın ekonomik ve para politikalarında köklü değişimlere neden olmakla birlikte sürecin gelecekteki ekonomik politikalara da yön vermesi söz konusudur. Diğer yandan Eurostat tarafından yayımlanan istatistikler kapsamında, 2020 yılına ait Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYİH) oranları verilmiştir. Şekil 10'da Avrupa ekonomisinin 2020 yılı verileri incelendiğinde, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın (GSYİH) Euro Bölgesi'nde % -6,0 oranında daraldığı görülmektedir. 2019 ve 2020 yıllarındaki büyüme oranları karşılaştırıldığında ise belirgin bir düşü hissedilmektedir. Bu daralma dünya ortalamasının altındadır. 2021'de toparlanma başlamış, ancak büyüme temposu yüksek gelir grubuna göre zayıf kalmıştır. 2022 ve 2023 yıllarında kademeli bir iyileşme gözlense de dünya ortalamasının altında bir seyir devam etmiştir.



Şekil 10. Euro Bölgesi GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma

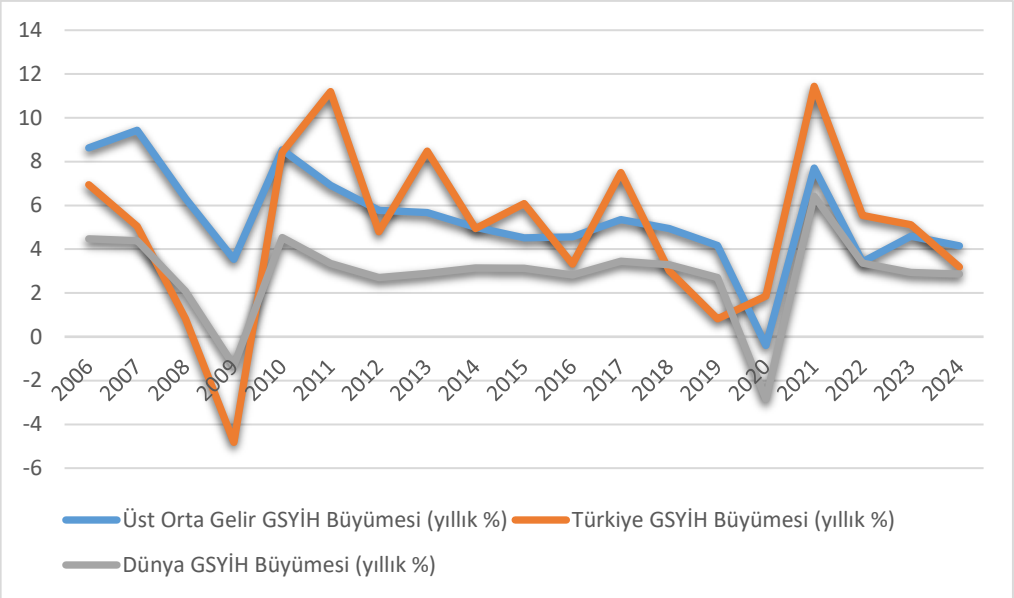
Kaynak: (World Bank, 2025)

Genel olarak bakıldığında 2019 yılında Euro Bölgesi'nde %1,6 olarak kaydedilen GSYH büyüme oranları, 2020 yılında %–6,0 gibi büyük bir daralma göstermiştir. Bu keskin düşüş, pandeminin ekonomilere olan şok etkisini açıkça ortaya koymaktadır. Pandemi nedeniyle uygulanan karantinalar, seyahat kısıtlamaları ve işyerlerinin kapatılması, ekonomik faaliyetlerde ani bir duraksamaya neden olmuş ve bu da ekonomik büyümede büyük bir düşüşe yol açmıştır. 2019 yılındaki pozitif büyüme oranlarından 2020 yılındaki bu sert negatif büyüme oranlarına geçiş, pandeminin Avrupa ekonomileri üzerindeki etkisini ağır bir şekilde göstermiştir.

Eurostat tarafından yayımlanan istatistikler kapsamında, 2021 yılına ait Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın (GSYİH) Euro Bölgesi'nde %6,0 oranında arttığı gözlemlenmektedir. COVID-19 pandemisi, Avrupa ülkelerinin ekonomileri üzerinde derin izler bırakmış ve bu etkiler 2021 yılına kadar uzanmıştır. 2019 yılında Euro Bölgesi için %1,6 olarak kaydedilen GSYİH büyüme oranları, 2020 yılında pandeminin etkisiyle %–6,0 gibi ciddi bir daralma göstermişti. Ancak, 2021 yılına gelindiğinde Euro Bölgesi'nin GSYH büyüme oranları %6,0 seviyelerine yükselmiştir. Bu toparlanma, pandeminin ilk şokunun ardından ekonomilerin yeniden canlandığını ve hükümetlerin aldığı mali teşvik önlemleri ile genişletici para politikalarının etkili olduğunu göstermektedir. 2021 yılında görülen bu büyüme oranları, ekonomilerin pandemi öncesi seviyelere dönme yolunda önemli adımlar attığını ortaya koymaktadır (Şanlı, 2024).

- **Türkiye**

Türkiye ekonomisinin 2019 yılı verileri incelendiğinde, 2019 yılının tamamında Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) büyüme oranının %0,9 olarak gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda ele alınması gereken faktörler; enflasyon beklentileri, para politikası kararları, fiyatlama davranışları ve enflasyon üzerindeki gelişmeler olarak sıralanmaktadır. Merkez Bankası, 2019 yılında fiyat istikrarını sağlama çabasında finansal istikrarı da gözetmeye devam edeceğini belirtmiştir. Tüm bu gelişmeler ışığında Türkiye'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla performansı aşağıda yer alan Şekil.3.5 ışığında ele alınacaktır.



Şekil 11. Türkiye GSYİH Büyüme Bazında Karşılaştırma

Kaynak: (World Bank, 2025)

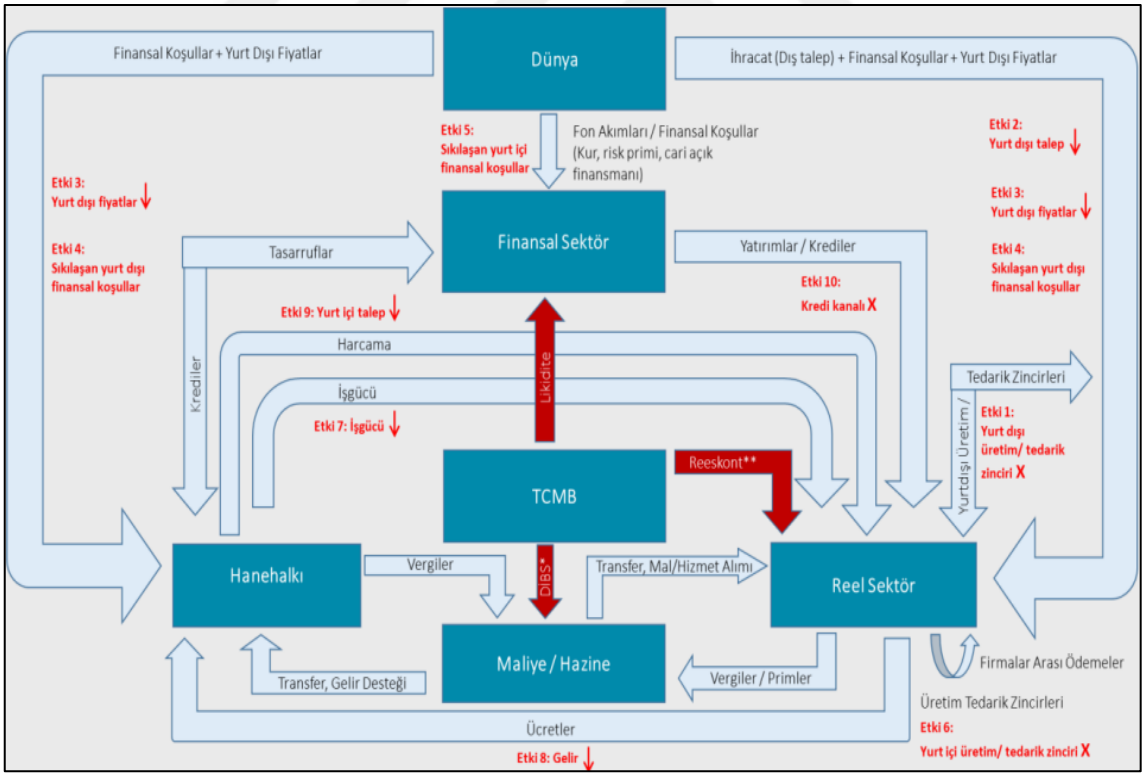
Yukarıda yer alan Şekil 11'e göre Türkiye ekonomisi 2019 yılında küresel ortalamanın altında bir büyüme performansı göstermiştir. Ancak 2020 yılında pandemi koşullarına rağmen pozitif büyüme kaydederek diğer ülkelerden ayrışmıştır. 2021–2023 döneminde de dünya, üst- orta gelir ortalamalarının tamamının üzerinde büyüme sergilemiştir. Bu durum, iç talep destekli genişleme ve kamu politikalarının ekonomiyi canlı tuttuğunu göstermektedir. Sonuç olarak 2021–2023'te güçlü iç talep ve kredi destekli genişleme ile tüm ortalamaların üstünde kalmış olup 2019'daki zayıflık telafi edilmiştir (TCMB, 2020).

2020 yılına ait Türkiye İstatistik Kurumu'nun yayınladığı istatistikler kapsamında Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre Şekil. 3.5 incelendiğinde Gayri Safi Yurtiçi Hasılası (GSYH) %1,8 oranında büyüme göstermiştir. Küresel ekonomik daralmanın yaşandığı bir dönemde, Türkiye'nin pozitif büyüme sergilemesi, hükümetin uyguladığı genişletici maliye politikaları ile birlikte uygulana para politikası kapsamında devreye sokulan parasal teşvikler ile ekonomik aktivitenin desteklenmiş olduğunu göstermektedir. Ancak, bu büyümenin sürdürülebilirliği, gelecekteki makroekonomik denge açısından sorgulanabilir niteliktedir. Öte yandan Türkiye'nin 2021 yılına ait ekonomik büyümesine bakıldığında ise %11,4 oranında gerçekleştiği görülmektedir. Bu büyüme oranı, 2020 yılında pandemi nedeniyle yaşanan küresel ekonomik daralmanın ardından Türkiye ekonomisinin güçlü bir toparlanma sergilediğini göstermektedir.

Ancak, bu yüksek büyüme oranı, büyük ölçüde genişletici maliye politikaları ve kredi teşvikleri gibi faktörlerin etkisiyle elde edilmiştir. Bu durum, sürdürülebilir ekonomik büyüme açısından bazı soru işaretleri doğurmakta ve büyümenin kalitesini sorgulatmaktadır (Karakaya, 2022).

COVID-19'un küresel ölçekte hızlı yayılımı, Türkiye ekonomisini hem dış hem de iç dinamikler üzerinden önemli ölçüde etkilemiştir. Küresel büyüme görünümündeki zayıflama, artan finansal oynaklık ve sıkılaşan likidite koşulları dışsal baskıları artırırken; yurt içinde uygulanan hareket kısıtlamaları ve sosyal mesafe tedbirleri, hanehalkı, işletmeler ve finansal kesim arasındaki ekonomik akışı kesintiye uğratmıştır. Bu çift yönlü şokun etkilerini azaltabilmek amacıyla, nakit akışını desteklemek, istihdamı korumak ve üretim kapasitesini sürdürmek hedefleri doğrultusunda kapsamlı parasal, finansal ve mali politika adımları hayata geçirilmiştir (TCMB, 2020).67ni

Tablo 12. Covid-19 Salgının Türk Ekonomisine Etki Kanalları



Kaynak: (TCMB, 2020).

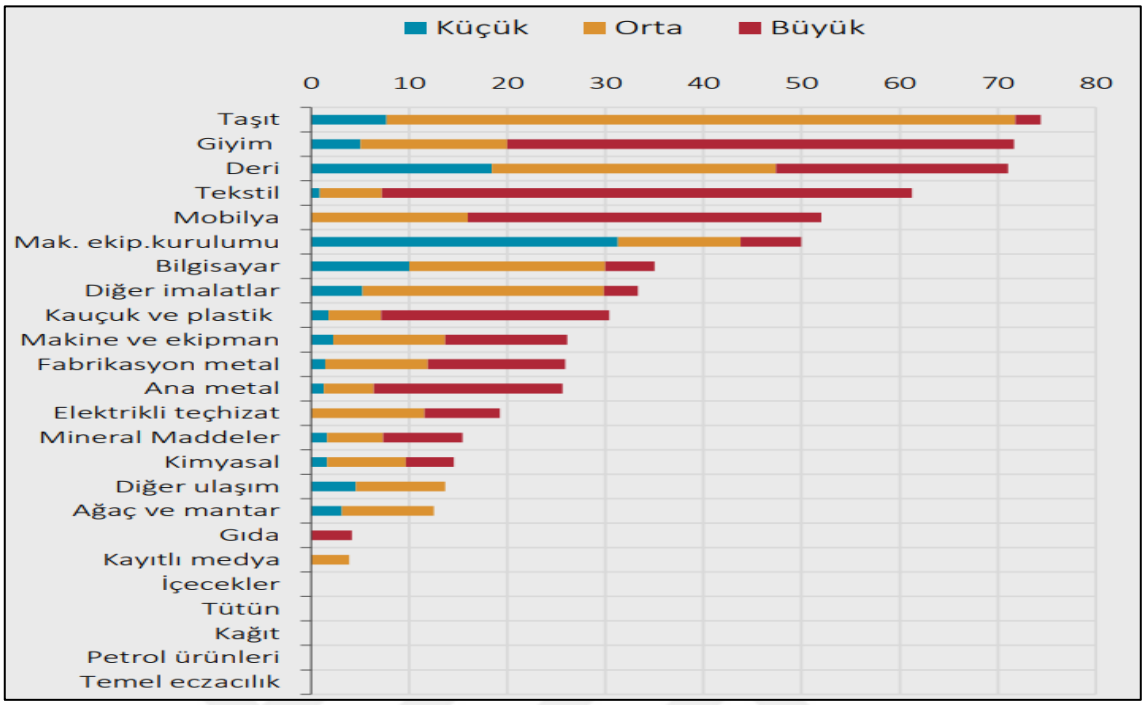
COVID-19 salgını, Tablo 12'de görüldüğü üzere Türkiye ekonomisini özellikle dış ticaret ve turizm kanalları üzerinden belirgin biçimde etkilemiştir. Pandeminin küresel

tedarik zincirinin merkezindeki Çin'de ortaya çıkması, üretim ve lojistik süreçlerinde aksamalara neden olurken; Türkiye'nin ana ticaret ortaklarında uygulanan seyahat yasakları ve sınır kapatma tedbirleri dış ticaret hacmini daraltmış ve ekonomik aktiviteyi zayıflatmıştır. Küresel büyümenin yavaşlaması ile petrol fiyatlarındaki düşüş kısa vadede cari denge ve enflasyon görünümünde olumlu etkiler yaratsa da, ihracat pazarlarındaki durgunluk ihracat gelirlerinde azalmaya yol açmıştır.

Küresel belirsizliklerin artması yatırımcı güvenini azaltmış; sermaye çıkışlarının hızlanması, döviz kurlarındaki oynaklığın yükselmesi ve risk priminin artması sonucunda Türk lirasında belirgin değer kaybı yaşanmıştır. Salgının yayılmasını sınırlamaya yönelik kısıtlamalar, özellikle hizmet sektörü ile KOBİ'leri olumsuz etkilemiş; uzaktan çalışma imkanı bulunmayan çalışanların işgücünden çekilmesi işgücü arzı ve verimlilik üzerinde baskı yaratmıştır. Bu dönemde üretim ve tedarik zincirlerinde ortaya çıkan bozulmalar, hanehalklarının gelir kayıpları ve artan ekonomik belirsizlik iç talepte gerilemeye neden olmuştur. Tüketim ve yatırım eğilimlerindeki zayıflama, firmaların nakit akışlarında ve bilançolarında bozulmalara yol açarak finansal sistemde kredi risklerinin artmasına zemin hazırlamıştır. Bu süreçte üretim ve tedarik zincirlerinde yaşanan aksaklıklar, hanehalklarının gelir kayıpları ve artan ekonomik belirsizlikler, iç talepte, tüketim ve yatırım eğilimlerinde gerilemeye neden olmuştur. Aynı zamanda firmaların nakit akışlarında ve bilançolarında meydana gelen bozulmalar, finansal sistemde kredi risklerinin artmasına zemin hazırlamıştır (TCMB, 2020).

Pandemi sürecinde üretim süreçlerinde yaşanan aksaklıklar, ekonomik faaliyetler üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Bu dönemde işletmelerin %71,2'sinin üretime devam ettiği, %28,8'inde ise üretimin geçici olarak durdurulduğu görülmüştür. Özellikle hazır giyim, tekstil, otomotiv, mobilya ve deri gibi emek yoğun yapıya sahip ve dış talep koşullarına yüksek derecede duyarlı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların önemli bir bölümü üretimlerine ara vermek zorunda kalmış; bu alanlar salgından en fazla etkilenen sektörler arasında yer almıştır. Firma ölçekleri bazında değerlendirildiğinde, küçük işletmelerin %36,4'ünde, orta büyüklükteki firmaların %25,1'inde ve büyük ölçekli işletmelerin %30,5'inde üretim faaliyetlerinin belirli bir süre için duraksadığı tespit edilmiştir (TCMB, 2020).

Tablo 13. Sektörlere ve Ölçeğe Göre Üretimde Yaşanan Aksamalar (%)



Kaynak: (TCMB, 2020).

Diğer taraftan üretim faaliyetlerinin normale dönmesine ilişkin belirsizliklerin sürdüğü dönemde, firmaların %21,4'ü faaliyetlerinin ne zaman istikrara kavuşacağı konusunda herhangi bir tahminde bulunamamıştır. Buna karşılık, işletmelerin önemli bir bölümü 1 ila 3 ay içinde toparlanma sürecinin başlayacağı yönünde beklentiler olası olarak görülmüştür. Pandemi döneminde işletmelerin en yaygın biçimde karşılaştıkları sorun sipariş hacimlerindeki azalma olurken, bunu finansman yetersizlikleri, lojistik süreçlerde yaşanan aksaklıklar, tedarik zincirinde ortaya çıkan bozulmalar ve maliyetlerdeki artışlar izlemiştir.

İşletme ölçekleri dikkate alındığında, küçük ölçekli firmalarda siparişlerdeki daralma ve finansman güçlüklerinin daha belirgin olduğu, buna karşın büyük ölçekli firmalarda lojistik sorunların ön plana çıktığı görülmektedir. Bu bulgular, pandeminin arz ve talep dengesi, tedarik zincirlerinin sürekliliği ve işletme ölçekleri üzerinde çok boyutlu etkiler yarattığını göstermektedir. Bu doğrultuda, politika yapıcıların geliştireceği destekleyici politikaların, sektör farklılıklarını ve firma ölçeklerine özgü dinamikleri dikkate alacak biçimde tasarlanması gerekliliği açık bir biçimde ortaya çıkmaktadır (TCMB, 2020).

Sonuç olarak COVID-19 pandemisi küresel ölçekte eşi benzeri görülmemiş bir ekonomik daralmaya neden olmuş, ancak toparlanma süreci ülkeler arasında farklı hızlarda gerçekleşmiştir. Türkiye ve Hindistan 2020 sonrası dönemde küresel ortalamaların üzerinde seyreden güçlü büyüme performanslarıyla öne çıkarken, ABD 2023 itibarıyla istikrarlı bir şekilde dünya ortalamasının üzerinde kalmıştır. Brezilya kademeli bir iyileşme göstermiş, Euro Bölgesi ise zayıf toparlanma temposuyla dikkat çekmiştir. Genel olarak, COVID-19 sonrası dönemde toparlanmanın asimetrik olduğu ve ülkelerin mali-parasal politika kapasiteleriyle doğrudan ilişkili olduğu görülmektedir (OECD, 2023).

3.2. İşsizlik

Literatürde işsizlik üzerine birden fazla tanımlama yapıldığı görülmektedir. Yapılan birçok tanımlama birbirine benzer anlamlar içermektedir Bu çerçevede işsizlik, en basit tanımıyla işgücü arzı ile istihdam edilen kişi sayısı arasındaki farkı ifade etmektedir. Diğer bir anlatımla, çalışmak isteyen ve çalışma kapasitesine sahip olmasına rağmen uygun ve kabul edilebilir nitelikte bir iş bulamayan bireylerin toplamını göstermektedir (Kurtulmuş, 2011).

Başka bir işsizlik tanımı ise şöyledir. Bir bireyin çalışma çağına erişmiş olmasına ve çalışma isteğini gösterebilecek durumda bulunmasına rağmen herhangi bir engel söz konusu değilken üretim sürecine katılamaması ve mevcut potansiyelini ekonomik faaliyetlere aktaramaması işsizlik olarak tanımlanabilir. Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO) tarafından kabul edilen işsizlik tanımı ise şöyledir. Belirli bir referans dönemi içinde çalışma çağında olup herhangi bir gelir getirici faaliyette yer almayan, bir işte istihdam edilmemiş olan ve ücret karşılığında çalışmak amacıyla aktif bir şekilde iş arayan ve çalışmaya hazır durumda bulunan bireyler işsiz kategorisinde değerlendirilmektedir (Akın, 2018).

Eksik istihdam üç ana kategoriye ayrılabilir;

- Aktüel veya potansiyel yeteneklerinin, becerilerinin altında istihdam edilenler.
- Çalışma arzu ve- iktidarında olan, iş arayan fakat işgücü dışında kalanlar.
- Kendi istekleri dışında part-time çalışanlar (Kurtulmuş, 2011).

Aslında her ülkede, farklı yönde veya hacimde potansiyel, kullanılabilir işgücünü türlü şekillerde istihdama sokamamak veya onu tam kapasite ile çalıştıramama durumu söz konusu olabilir. Böylece belirli bir ferdin istihdam edilmiş olması o ferdin kapasitesi derecesinde fayda sağlayamamak suretiyle, işgücünün bir kısmı israf edilmektedir. Bu durumda buradaki esas sorun bu kaybın hacmi kadar, bu kaybın kronik olup olmayışına bağlı olarak ortaya çıkıp çıkmayışıdır. Aslında dünyada işgücünün herhangi bir kısmını israf etmeyen ve kullanmayan ülke söz konusu değildir. Fakat istihdam problemlerinin önemini arttıran esas önemli unsur bu kaybın geniş hacimlerde, sürekli ve fertlerin isteği dışında ortaya çıkmasıdır.

Sanayileşme süreciyle birlikte emek piyasalarında yapısal değişimler yaşanmış olup yılın tamamında istihdamda bulunma kültürü giderek yaygınlaşmıştır. Bu gelişme ile birlikte işsizliğin ülkelerin iktisadi yapılarından kaynaklanan bir olgu olduğu kabul edilmeye başlanmıştır. Günümüzde ise neredeyse tüm ülkelerde milyonlarla ifade edilen işsiz nüfusun varlığı dikkat çekmektedir. İşsizliğin temel nedenlerinden biri de emek arzı ile talebi arasındaki uyumsuzluktur.

Bu uyumsuzluk ülke grupları bazında değerlendirildiğinde temel olarak kaynakları gelişmiş ve görece daha yüksek gelişmişlik düzeyine sahip ülkeler ile az gelişmiş ülkelerde farklı biçimlerde ortaya çıkmaktadır. Az gelişmiş ülkelerde işsizlik sorunu irdelendiğinde özellikle sermaye yetersizliğinden kaynaklandığı görülmektedir. Diğer yandan gelişmiş ülkelerde ise işsizliğin temelinde emek talebinde yaşanan değişimler bulunmaktadır. Zira bu ülkelerde teknik ilerlemeler doğrultusunda işgücünde aranan nitelikler sürekli değişmekte ve yeni becerilere olan ihtiyaç artmaktadır.

Genel olarak işsizlik sorunu bütün toplumlar için yetersiz toplam talep, mevsimsel dalgalanmalar, işgücü mobilitesi, hızlı nüfus artışı ve sendikal faaliyetler gibi çeşitli etkenlerden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte sayılan bu sebepler birbirinden bağımsız olabilmekte ancak birbirlerini etkilemektedir (Akın, 2018)

3.2.1. İşsizliğin Ölçülmesi

İşsizlik oranı ya da kısaca U, bir ekonomide işsiz sayılan kişilerin toplam işgücü içindeki oranını gösteren yüzdedir. İşsizlik oranının hesaplanmasında kurumsal olmayan

sivil nüfus, çalışan ve işsizler (işgücüne katılanlar) ile işgücüne katılmayanlardan oluşan çeşitli nüfus kategorilerinden yararlanılmaktadır.

$$U = \text{İşsiz sayısı} / \text{İşgücü} \times 100$$

$$\text{İşsizler} = \text{İşgücü} - \text{İstihdam Edilenler}$$

İşsizlik oranındaki artış öteki ekonomik göstergelerle beraber ele alındığında ortaya şu çıkmaktadır. İşsizlik oranındaki artış ekonomide daralma eğilimini işaret ederken işsizlik oranındaki düşüş ise ekonomik genişlemeye işaret etmektedir. Üretim ve istihdam bağlamında incelendiğinde ise işsizlik oranındaki yükseliş açık iş sayısında azalmayı veya istihdam olanaklarındaki daralmayı yansıtmaktadır (Tiryaki, 2013).

Yüksek işsizlik oranları, ekonominin potansiyelini tam olarak kullanamamasına ve sosyal sorunlara yol açmaktadır. Aynı zamanda, işsizlik oranları, ekonomik büyüme, enflasyon ve diğer makroekonomik faktörlerle yakından ilişkilidir. Bu nedenle, bir ülkenin işsizlik oranını anlamak ve yönetmek, ekonomik politika yapıcıları için dikkat edilmesi gereken bir unsurdur. İşgücü piyasasının dinamikleri, eğitim düzeyleri, sektörel değişiklikler ve teknolojik gelişmeler gibi birçok faktör işsizlik düzeylerini etkileyebilir. Bu faktörleri değerlendirmek, etkili istihdam politikaları geliştirmek ve işsizliği azaltmak için çaba sarf etmek gerekir (Yılmaz, 2024).

İşsizlik tanımında olduğu gibi, işsizlik oranının hesaplanmasında da belirsizlikler mevcuttur. İşsizlik oranına ilişkin resmi veriler, işgücü piyasasındaki olumsuzlukları tam anlamıyla ortaya koymamaktadır. Bu durumun iki nedeni vardır. Birincisi, işsizlik oranı çok yüksektir ve bazı işsizler iş bulma ve işgücünden yararlanma ümidini yitirmekte ve işgücü faktörüne girememektedir. İkinci neden ise bazı kişilerin çalışması ve yarı zamanlı iş gücünden faydalanmasıdır. Bu iki neden denklemdeki iş oranına eklendiğinde daha yüksek bir oran ortaya çıkmaktadır.

Eksik bilgi nedeniyle işsizliğin doğru bir şekilde ölçülmesi zorlaşmaktadır. Tüm işsizlik örneklerinin kaydedilmesi mümkün değilken, bazılarının ise işsizlik kayıtları doğru değildir. İşsizler yardım almaya hak kazandıkları için, bazı kişiler çalışırken belirtmez ve yardım talep edebilirler. Aksine, birçok işsiz yetkililere haber vermeyerek işsizlik kayıt altına alınamaz. Bu yaklaşımlar işsizliğin ölçülmesini zorlaştırmaktadır (Sevinir, 2024).

3.2.2. Covid-19 Döneminde Seçilmiş Ülkelerde İşsizlik: Dünya ve Gelir Grupları ile Mukayesesi Üzerine Genel Değerlendirme

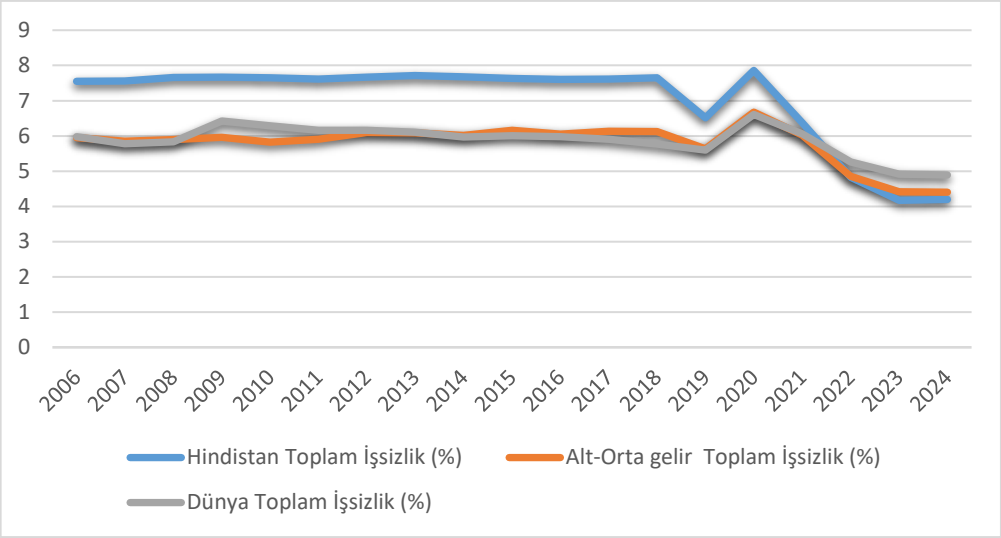
2019–2023 dönemi, küresel işgücü piyasalarında COVID-19 salgınının yarattığı derin ekonomik ve sosyal etkilerin gözlemlendiği olağanüstü bir süreç olmuştur. Bu dönemde ülkeler, üretim zincirlerindeki kesintiler, hizmet sektöründe yaşanan daralmalar ve karantina uygulamaları nedeniyle ciddi istihdam kayıplarıyla karşı karşıya kalmışlardır. Bununla birlikte, 2021 sonrası dönemde uygulanan genişleyici mali ve parasal politikalar, işgücü piyasalarında farklı hızlarda gerçekleşen bir toparlanmayı beraberinde getirmiştir (World Bank, 2022).

COVID-19'un etkisinin en yoğun hissedildiği 2020 yılında dünya genelinde işsizlik oranı %5,6'dan %6,6'ya yükselmiş ve bu artış tüm gelir gruplarında gözlenmiştir. En sert etki yüksek gelirli ülkelerde görülmüştür (%4,8 → %6,5). 2021'den itibaren toparlanma süreci başlamış olup 2023 yılında küresel işsizlik oranı %4,9'a gerilemiştir.

- **Hindistan**

Aşağıda yer alan Şekil.3.6 incelendiğinde Hindistan'da 2017 ile 2018 yıllarında işsizlik oranları hemen hemen aynı seviyede olmuştur. 2019 yılında bu oran bir hayli düşmüştür. Hastalığın yoğun yaşandığı 2020'de işsizlik oranı zirve yapmıştır. Hindistan'da 2020 Mart ayının sonunda uygulanan sokağa çıkma yasaklarında 140 milyon kişinin işini kaybettiği, işine devam edenlerin ise maaşlarının kesildiği tahmin edilmektedir. (Bayramoğlu, 2024).

Hindistan, pandemi sürecinde kısa vadeli istihdam kaybı yaşamasına rağmen 2021 sonrası dönemde sanayi üretimi ve dijital istihdam artışıyla işsizlik oranında hızlı düşüş gerçekleşmiştir. 2022 itibarıyla oran dünya ortalamasının altına inerek 2023'te %4,2'ye gerilemiştir. Hindistan, pandemi döneminde kısa süreli bir bozulma meydana gelmiş olsa da 2022 itibarıyla dünya ortalamasının altına inmiştir. Bu durum, imalat sanayindeki genişleme**,** dijital istihdam artışı ve hizmet sektörünün toparlanması ile açıklanmıştır. Hindistan, dönem sonunda istihdam açısından gelişmekte olan ülkeler arasında en başarılı performanslardan birini göstermiştir.

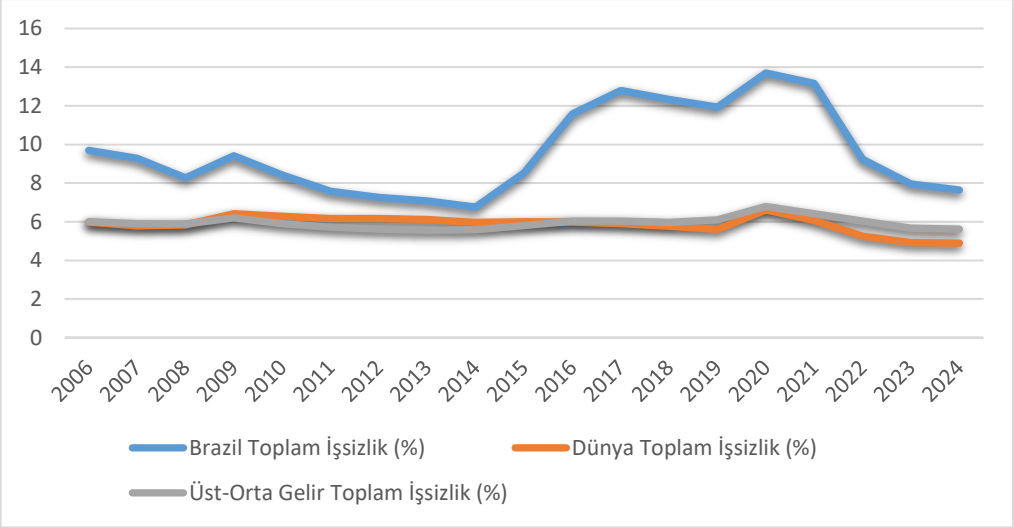


Şekil 12. Hindistan İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi

Kaynak: (World Bank, 2025)

- **Brezilya**

Aşağıda yer alan Şekil 13'te 2019 yılına kadar işsizliğin arttığı görülmektedir. 2019 yılının son çeyreğinde ortaya çıkan korona virüs salgınının ekonomik sonuçları bakımından Brezilya, COVID-19'un ilk yıllarında işsizlikte sert bir artış yaşamış ve 2020'de oran %13,7'ye ulaşmıştır.



Şekil 13. Brezilya İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi

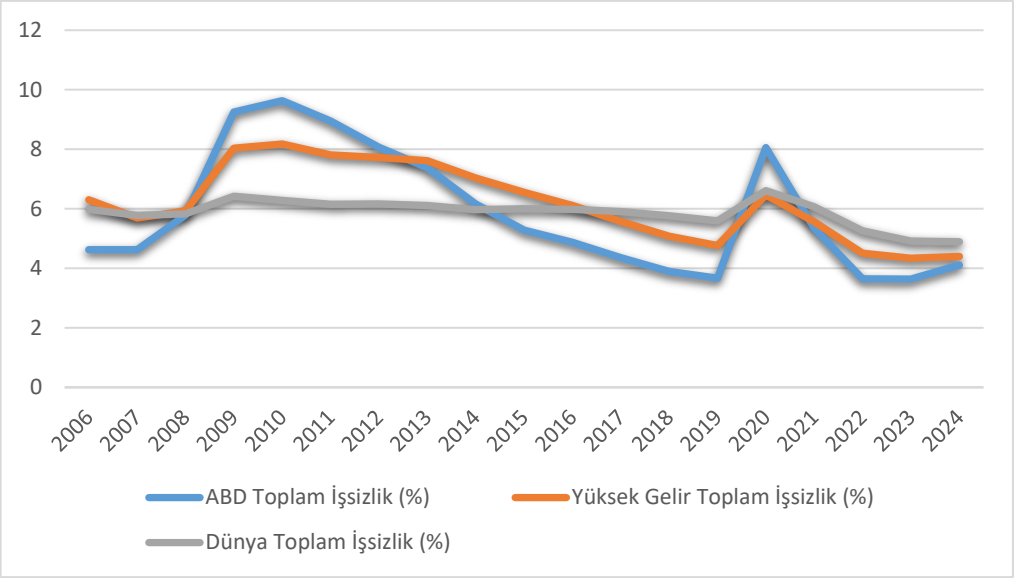
Kaynak: (World Bank, 2025)

2022–2023 döneminde sanayi ve tarım sektörlerindeki toparlanma ile birlikte işsizlik oranı hızla gerilemiş olup pandemi öncesi seviyelere yaklaşmıştır. Brezilya, 2020 ve 2021 yıllarında pandemiden en sert etkilenen ülkelerden biri olmuştur. Ancak 2022 sonrası dönemde hızlı bir toparlanma gerçekleşerek işsizlik oranı %13,7'den %7,9'a gerilemiştir. Buna rağmen Brezilya, dünya ve üst-orta gelir düzeyi ortalamasının hala üzerinde seyretmektedir. Bu durum, Latin Amerika genelinde görülen yüksek kayıt dışı istihdam ve emek verimliliği düşüklüğünün yansımasıdır.

- **Amerika Birleşik Devletleri**

Aşağıda yer alan Şekil.3.8' de görüldüğü üzere 2019 yılı dördüncü çeyrekte ABD'de %3,6 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılı birinci çeyreğinde makroekonomik göstergelere yönelik beklentiler ve tahminler henüz olumsuza dönmemiştir. Ancak DSÖ'nün 12 Mart 2020 tarihinde salgını küresel salgın olarak açıklamasıyla beraber dünya genelinde ekonomik aktivitede kısıtlamalar yapılmış ve ülkelerin ekonomileri üzerinde ciddi olumsuz etkiler oluşmuştur. Makroekonomik göstergelerde olduğu gibi iş gücü piyasası da bundan nasibini almıştır. ABD ekonomisi 2020 yılı birinci çeyreğinde %-5 oranında daralmıştır. ABD ekonomisinde yaşanan bu daralma 2008 yılının dördüncü çeyreğinden bu yana görülen en sert düşüş olmuştur. ABD ekonomisinde 2020 yılının ikinci çeyreğinde %12,9 olan işsizlik oranı üçüncü çeyrekte %8,8 seviyesine düşmüş, devam eden çeyrek dönemlerde azalmaya devam etmiştir. Covid-19'un yeni varyantlarının ortaya çıkmasına ve kısıtlayıcı tedbirlerin yeniden hayata geçirilmesine rağmen 2020 yılının ikinci çeyreğinden sonra ABD'de işsizlik oranında azalma devam etmiştir. 2021 yılı sonu itibariyle salgın öncesi seviyesini yakalayabilmiştir.

2021 yılından itibaren uygulanan genişleyici para politikaları ve mali teşvikler sayesinde hızlı bir toparlanma sürecine girmiştir. 2022 itibarıyla işsizlik oranı pandemi öncesi düzeyine gerileyerek tam istihdam koşulları yeniden sağlanmıştır. ABD, pandemi döneminde agresif mali ve parasal destek politikaları sayesinde 2021 yılından itibaren hızlı bir istihdam toparlanması gerçekleştirmiştir. 2022 ve 2023 yıllarında oran yeniden dünya ve yüksek gelir düzeyi ortalamasının altına indiği söylenebilir. Bu durum, ABD ekonomisinin esnek işgücü piyasası ve yüksek istihdam yaratma kapasitesi ile doğrudan ilişkilidir (IMF, 2022).



Şekil 14. ABD İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi

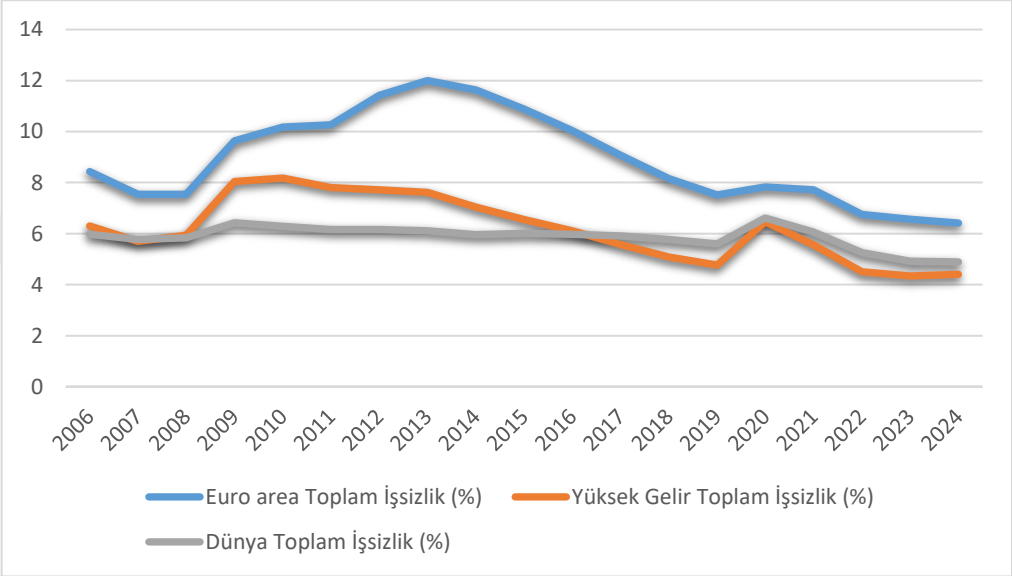
Kaynak: (World Bank, 2025)

Birçok sektörün tamamen ya da kısmen kapanması neticesinde meydana gelen ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama, ülkelerdeki iş gücü piyasalarını derinden etkilemiş olup salgının seyri ve uygulanan tedbir ve hükümet politikaları ile birlikte işsizlik oranlarında azalmalar yaşanmıştır (Gökçegöz, 2023).

- **Avrupa Birliği ve Euro Bölgesi**

Avrupa ekonomisinin 2019 yılı verileri incelendiğinde, işsizlik oranı Euro Bölgesi'nde %7,6 olarak kaydedilmiştir. COVID-19 pandemisi, Avrupa ekonomilerini derinden etkilemiş ve para politikalarında önemli değişikliklere yol açmıştır. Şekil 15'te yer alan 2019 yılına ait Avrupa işsizlik oranı göstergeleri, pandemiden hemen önceki dönemin ekonomik durumunu yansıtmaktadır. İşsizlik oranlarına bakıldığında Euro Bölgesi'nde nispeten istikrarlı bir ekonomik ortamın var olduğunu göstermektedir. Ancak, pandeminin başlangıcından itibaren işsizlik oranlarında belirgin değişimler gözlenmiştir. Euro Bölgesi'nde %7,6 olan işsizlik oranları, pandemi sürecinde belirgin bir şekilde artmıştır. Pandemi nedeniyle birçok işletmenin faaliyetlerini durdurması veya kapatması ile birlikte iş kayıpları meydana gelerek işsizliğin artmasına neden olmuştur. Bu durum, özellikle hizmet sektörü gibi emek yoğun sektörlerde daha belirgin şekilde hissedilmiştir. İşsizlik oranlarındaki artış, sosyal refah programlarına olan talebi artırarak devlet bütçeleri üzerinde ek bir baskı oluşturmuştur.

Euro Bölgesi, pandemi döneminde işten çıkarma yasakları ve kısa çalışma ödenekleri sayesinde işsizlikte keskin bir artışı önlemiştir. Euro Bölgesi işgücü piyasası 2020 şokuna rağmen görece dayanıklı kalmıştır. Güney Avrupa ülkelerinde (özellikle İspanya, İtalya ve Yunanistan) yüksek yapısal işsizlik oranları, bölge ortalamasını yukarı çekmektedir. Bu nedenle Euro Bölgesi, sürekli olarak dünya ortalamasının üzerinde seyretmiştir (ILO, 2021).



Şekil 15. Euro Bölgesi İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi

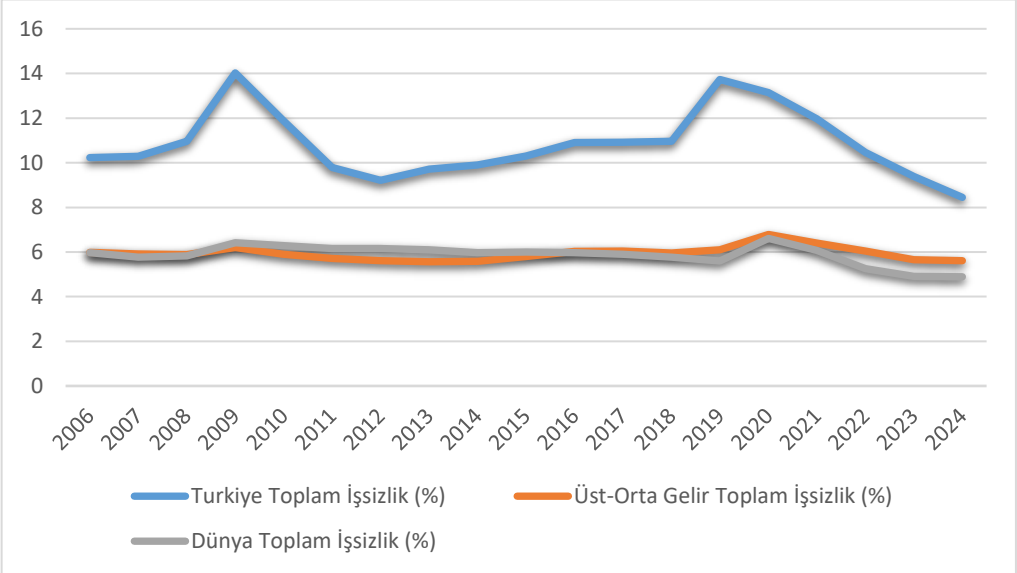
Kaynak: (World Bank, 2025)

Şekil 15 incelendiğinde Avrupa ekonomisinin 2020 yılı verileri incelendiğinde işsizlik oranının Euro Bölgesi'nde %8,0 olarak gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Bu artış, pandeminin işgücü piyasaları üzerindeki olumsuz etkisini göstermektedir. Pandemi sırasında işyerlerinin kapanması ve ekonomik faaliyetlerin durma noktasına gelmesi, işsizlik oranlarında belirgin bir artışa neden olmuştur. 2021 yılında Euro Bölgesi'nde %7,8'e gerilemesiyle ekonomik toparlanma süreci meydana gelerek işgücü piyasalarının kademeli olarak iyileştiği gösterilmektedir. İşsizlik oranlarındaki bu kısmi düşüş, pandeminin neden olduğu ekonomik durgunluk ve iş kayıplarının etkilerinin hafiflemeye başladığını ancak bu iyileşmenin halen sınırlı olduğunu göstermektedir (Şanlı, 2024).

- **Türkiye**

Salgın iş gücü piyasasında eşi görülmemiş piyasa şoku ve işsizlik krizi meydana getirmiştir. Bu piyasa işsizlik artışları, uzaktan çalışma, çalışma sürelerinin kısalması, ücretsiz izin gibi birçok etkeni gündeme getirmiştir. Aşağıda yer alan Şekil.3.10'a bakıldığında 2020 yılının ilk çeyreğinde işsizlik oranının %12 düzeyinin üzerinde olduğu görülmektedir. 2020 yılının ikinci çeyreğine gelindiğinde tüm ülkelerde işsizlik oranın arttığı görülmektedir. 2020 yılının üçüncü çeyreğinden sonra işsizlik oranlarında belirgin bir düşüş olduğu gözlemlenmektedir (Özge, 2023).

Türkiye'de işsizlik oranı, salgın öncesinde de küresel ortalamanın oldukça üzerinde gerçekleşmiş ve COVID-19 döneminde bu fark korunmuştur. 2021 sonrası dönemde iç talep destekli büyüme ve kamu istihdam teşvikleriyle kısmi iyileşme sağlansa da yapısal işsizlik ve kayıt dışı istihdamın yüksekliği nedeniyle toparlanma sınırlı kalmıştır.



Şekil 16. Türkiye İşsizlik Oranları Mukayeseli Gösterimi

Kaynak: (World Bank, 2025)

Türkiye, analiz döneminin tamamında hem dünya hem de üst-orta gelir grubu ortalamalarının belirgin biçimde üzerinde seyretmiştir. 2019–2023 döneminde oran kademeli biçimde gerilese de, işgücü piyasasında yapısal katılıklar**,** yüksek genç işsizliği ve sektörel istihdam dengesizlikleri nedeniyle dünya ortalamasıyla arasındaki fark kapanmamıştır. Bu durum, Türkiye'nin işgücü piyasasında kalıcı reform ihtiyacını ortaya koymaktadır (OECD, 2023).

Salgının yayılma hızını düşürmek için alınan tedbirler arz ve talepte dengesizliklere yol açmış, ekonomik hayatın sağlıklı işlemesini engellemiştir. Küresel tedarik sorunları ve salgının seyri 2021 yılı temmuz ve ağustos aylarında işsizlik oranının artmasına yol açmıştır. Devam eden aylarda vaka sayılarının düşmesi ve normalleşme sürecine girilmesi iş gücü piyasasında etkisini işsizlik oranının düşmesi şeklinde göstermiştir. Haziran ayı işsizlik oranı tek haneli rakama yaklaşmıştır. Salgını önlemek amacıyla aşı oranlarının artırılmasına yönelik çalışmalar, iktisadi faaliyetlerin yeniden canlılık kazanması, işsizlik oranlarının yılın son çeyreğinde etkisini göstermiştir.

Genel olarak bir değerlendirme yapıldığında, ABD ve Hindistan, 2022 itibarıyla dünya ortalamasının altına inerek güçlü istihdam performansı sergilemiştir. Euro Bölgesi**,** yüksek gelirli ülkeler kategorisine paralel seyir izlemekle birlikte, işsizlik oranı dünya ortalamasının üzerinde kalmıştır. Türkiye ve Brezilya**,** tüm dönem boyunca küresel ortalamaların üzerinde seyreden işsizlik oranlarıyla öne çıkmıştır. Böyle bir durumun yaşanması yapısal ve kalıcı istihdam sorunlarına işaret etmiştir. Sonuç olarak, analiz edilen beş ülke arasında işgücü piyasasında en güçlü toparlanma ABD ve Hindistan'da**,** en zayıf iyileşme ise Türkiye'de gerçekleştiği söylenebilir (World Bank, 2025).

3.3. Enflasyon

Enflasyon kelime anlamıyla şişkinlik manasına gelmektedir. Ekonomi bilimi açısından ele alındığında ise, en yalın tanımıyla, fiyatlar genel düzeyinin süreklilik gösteren bir artış eğiliminde olması şeklinde ifade edilmektedir. Enflasyon, ülkeler açısından ulusal para biriminin satın alma gücünde azalmalara yol açan ve para değerinin gerilemesiyle sonuçlanan bir olgu olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda enflasyondaki artıştan anlaşılması gereken mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki yükselişin olmasıdır. Ancak yalnızca birkaç mal veya hizmetin fiyatındaki değişim enflasyon olarak nitelendirilemez. Tüketiciler ile üreticilerin faydalandıkları tüm mal ve hizmetlerin fiyatlarında meydana gelen artışlar ise enflasyon olgusunu ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca enflasyonun meydana geliş süreci tüketicilerin gelirlerinde de çeşitli değişimlere yol açmaktadır. Bu gelir değişimleri enflasyon oranının altında kaldığında ise bireylerin alım gücü azalmaktadır (Gedik, 2021).

İktisadi ekoller bağlamında enflasyon kavramı farklı yaklaşımlar çerçevesinde ele alınmıştır. Klasik ve Neoklasik iktisatçılar tarafından enflasyon kavramı Fisher'in

miktar teorisiyle açıklanmıştır. Keynesyen yaklaşıma göre bu olguyu enflasyon açığı modeli üzerinden değerlendirilmektedir. Monetaristlere göre enflasyonun temel nedeni ise para arzındaki aşırı artışlardır. Buna mukabil yaapısalcı ekol enflasyonu maliyetin yükselmesi durumu ile ilgili olduğu enflasyon teorisiyle açıklamaktadır. Yeni Keynesyen iktisatçılar ise para arzındaki artışların nominal ücretler ve fiyatlar üzerinde doğrudan etkili olduğunu öne sürmektedir. Öte yandan yeni klasik yaklaşım, para arzındaki değişimlerin hem kısa hem de uzun vadede enflasyon üzerinde belirleyici olduğunu ileri sürmektedir. Enflasyonun varlığı, mikro ve makro ölçüde ekonomideki aktörlerin karar verme süreçlerini ve davranış biçimlerini önemli ölçüde etkilemektedir. Bu nedenle, literatürde enflasyonun ortaya çıkış nedenlerini açıklamaya ve etkin politika araçları geliştirmeye yönelik çok sayıda çalışma yürütülmüştür (Korkmaz, 2023).

3.3.1. Enflasyonun Ölçülmesi

Enflasyonun ölçülmesinde fiyatlar genel seviyesindeki artışla beraber tüketicilerin alım gücündeki azalma belirlenmeye çalışılmaktadır. Enflasyonun hesaplanabilmesi, tüketime ve üretime konu olan mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimlerin ölçülmesine bağlıdır. Bu amaçla fiyat endekslerinden yararlanılmaktadır. Fiyat endeksleri ülkeler arasında bazı farklılıklar göstermiş olsa da uluslararası düzeyde belirlenmiş standartlar bulunmaktadır. Türkiye'de enflasyon hesaplamaları Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından gerçekleştirilmektedir. Türkiye İstatistik Kurumu tüketici fiyatları ile üretici fiyatlarındaki değişimleri ayrı ayrı ölçmektedir. Fiyat endekslerinin oluşturulmasında yalnızca mal ve hizmetlerin belirlenmesi söz konusu değildir. Aynı zamanda fiyat değişimlerinin hangi yöntemlerle takip edilme durumu da önemlidir. Piyasalarda aynı mal ve hizmetin farklı fiyatlarla sunulabilmesi ise hesaplama sürecini zorlaştıran bir unsur olarak öne çıkmaktadır (Gedik, 2021).

3.3.1.1. Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE)

Tüketici fiyat endeksi genellikle yaşam maliyeti endeksi olarak nitelendirilmektedir. TÜFE, tüketim malları ve hizmetlerinin belirli bir grubunu ya da "mal sepetini" satın alma maliyetlerindeki değişiklikleri ölçmek için kullanılmaktadır. Bu endeksin asıl amacı, piyasada tüketilen mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimleri ölçerek enflasyon oranını belirlemektir. Bu amaç doğrultusunda hanehalklarının, tüketilen mal

ve hizmetlerin fiyatlarının analizi ile ortaya çıkacak olan zorluktan dolayı tüm mallar analize ilave edilmemektedir. Buna karşılık hane halklarının tüketim sepeti içinde yer alan başta gıda olmak üzere, sağlık, konut, ulaştırma gibi kalemlerin, toplam harcamalar içerisindeki payına göre her mala bir ağırlık verilerek her ay bu malların fiyatlarındaki değişimler hesaplanır.

Bu yaklaşımdan hareketle, TÜFE şu formül ile hesaplanır

$$\textbf{TÜFE} = (\textbf{Baz Yıl Sepet Değeri} / \textbf{Cari Yıl Sepet Değeri}) \times 100$$

Tüfe hesaplandıktan sonra, örneğin 2018 yılı için enflasyon oranı ise şu şekilde hesaplanır:

$$\textbf{Enflasyon}_{(2018)} = ((\textbf{TUFE}_{(2018)} - \textbf{TUFE}_{(2017)}) / \textbf{TUFE}_{(2017)}) \times 100$$

Enflasyon oranı, hesaplanan TÜFE değerlerinin yüzdesel değişimlerinden elde edilmektedir (Onay, 2024)

3.3.2. Enflasyonun Türleri ve Tanımları

Enflasyon türleri genel olarak fiyat artış hızları ve ortaya çıkış nedenleri bakımından sınıflandırılmaktadır. Fiyat artış hızlarına göre yapılan sınıflandırmada bazı iktisatçılar enflasyonu üç türde almakta olup bazıları ise dört farklı türde ele almaktadır. Bu bağlamda sürünen ya da ılımlı olarak adlandırılan düşük enflasyonun yanı sıra yüksek enflasyon, dörtnala enflasyon ve hiperenflasyon türleri öne çıkmaktadır. Ancak söz konusu enflasyon türlerinin hangi yüzdelik dilimlere karşılık geldiği hususunda literatürde kesin bir görüş birliği bulunmamaktadır. Yüzdelik dilime ilişkin önemli ölçüde çeşitli oranlar kullanılarak açıklanmaktadır Enflasyon, ortaya çıkış nedenlerine göre genellikle talep yönlü enflasyon ve maliyet (arz) kaynaklı enflasyon şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bunun yanı sıra, enflasyon ölçümlerinde sıkça kullanılan diğer iki kavram ise çekirdek enflasyon ve manşet enflasyondur. Uluslararası piyasalarda önemli yere sahip tarım ve enerji ürünlerinin fiyatları, arz ve talep koşullarındaki dalgalanmalar nedeniyle sık sık değişkenlik gösterebilmektedir. Bu ürünler fiyat endeksinde yer aldığında, oynaklık yüksek olduğu için zaman zaman politika yapıcılar açısından sağlıklı bir değerlendirme yapılmasını güçleştirebilmektedir. Bu nedenle fiyat endeksini oluşturan sepetten gıda ürünleri ile enerji grubunun çıkarılması yoluyla hesaplanan

enflasyon göstergesi çekirdek enflasyon olarak adlandırılmaktadır. Buna karşılık, söz konusu kalemler sepete dahil edilerek hesaplanan ve genel fiyat düzeyindeki değişimi yansıtan gösterge ise manşet enflasyon olarak ifade edilmektedir (Emek, 2020).

Aşağıda yer alan Tablo 14'te Enflasyon türleri ve tanımları yer almaktadır.

Tablo 14. Enflasyon Türleri ve Tanımları

Enflasyon Türleri	**Tanım ve Kapsam**
Sebepleri Yönünden	**Bu tanımlar enflasyona hangi faktörlerin sebep olduğunu açıklar**
Talep enflasyonu	Cari talebin artışına rağmen, arz sabit (üretim artırılmazsa) kalırsa ortaya çıkar
Arz(maliyet) Enflasyonu	Üretim girdilerindeki artıştan dolayı ortaya çıkan enflasyondur.
Yapısal Enflasyon	Ekonominin piyasa yapısındaki aksaklıklardan, politik istikrarsızlıktan ve yanlış ekonomi politiklarından ortaya çıkan ve önlenmesi zor olan bir enflasyon türüdür.
Hızına Göre	**Enflasyon oranlarına göre enflasyonu sınıflandırır.**
Ilımlı Enflasyon (%1-%9 arası)	Tek haneli ve fiyatların kontrollü artışının olduğu ekonomide tehdit olarak algılanmayan enflasyon oranıdır
Yüksek Enflasyon (%10-%49 arası)	Ülkeler açısından tehlikeli olmakla birlikte Merkez Bankalarının para politikası araçları ile yönetilebildiği enflasyon oranıdır
Hiper Enflasyon (%50 ve üzeri)	Ülkelerdeki ekonomik ve siyasi hayatı etkileyebilecek istikrarsızlıklara neden olabilecek enflasyon oranıdır. Ekonomi de kriz durumunu ifade eder
Bekleyişlere Göre	**Enflasyonun gelecekteki muhtemel gelişmelere göre sınıflandırılmalıdır.**
Beklenen Enflasyon	Merkez bankası ve piyasa şartlarında tahmin edilebilen enflasyonu ifade eder. Özellikle enflasyon hedeflemesi politikalarındaki hedef enflasyon denilebilir.
Beklenmeyen Enflasyon	Enflasyon üzerinde öngörülmeyen gelişmelerden kaynaklanır. Örneğin doğal afetler gibi olumsuzluklar yanı sıra doğal kaynak bulunması ile fiyatlar ani olarak düşebilir.

Kaynak: (Yıldıran, 2021: 2'den yararlanılmıştır.)

3.3.3. Covıd-19 Döneminde Seçilmiş Ülkelerde Enflasyon Oranları: Dünya ve Gelir Grupları ile Mukayesesi Üzerine Genel Değerlendirme

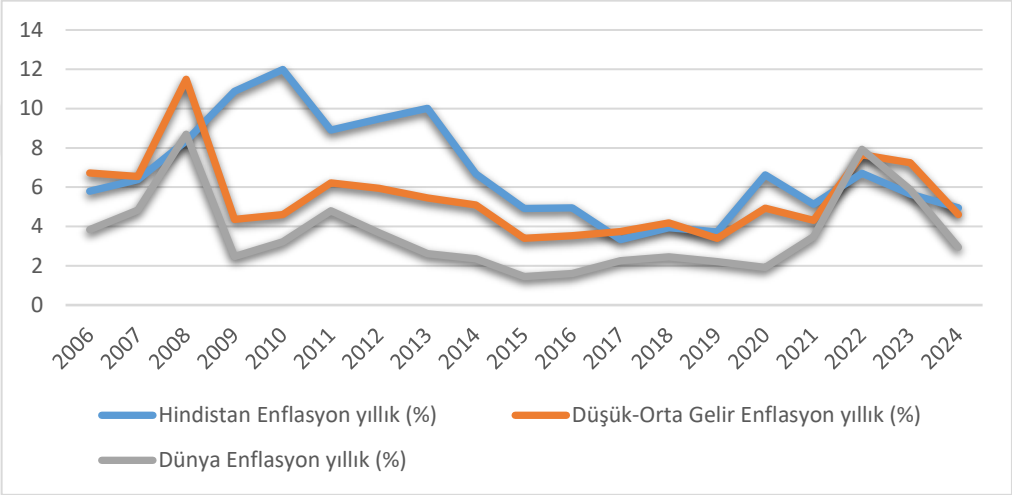
COVID-19 pandemisinin küresel ekonomi üzerindeki derin etkilerinden biri, fiyat düzeylerindeki ani ve yaygın artış eğilimi olmuştur. Özellikle 2019–2024 yılları arasında küresel ortalama enflasyon oranları ile gelir düzeyine göre sınıflandırılmış ülke gruplarının (düşük, orta ve yüksek gelirli ekonomiler) ortalama enflasyon eğilimleri oldukça önemlidir. Bununla birlikte seçilmiş ülkeler olan Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Euro Bölgesi Türkiye, Brezilya ve Hindistan'ın bu ortalamalara göre konumunu karşılaştırmalı biçimde gösterimi önemli olacaktır. Esas itibariyle pandemi döneminde ortaya çıkan arz ve talep şoklarının farklı gelir gruplarındaki enflasyon dinamikleri üzerindeki asimetrik etkilerini ve sonrasında uygulanan para politikalarının bu etkileri nasıl şekillendirdiğini ortaya koymaktadır. Bu kapsamda, söz konusu ülkelerin enflasyon oranlarının dünya ortalaması ile gelir grubu ortalamalarına kıyasla seyri, hem COVID-19 sürecinin fiyat istikrarı üzerindeki etkisini hem de para politikası tepkilerinin etkinliğini analiz etme açısından önemli bir gösterge niteliğindedir.

2019 yılında küresel fiyat artışları görece ılımlı seyretmiş, yüksek gelirli ülkelerde düşük enflasyon (%1,6), düşük gelirli ülkelerde ise daha yüksek oranlar (%2,8) görülmüştür. 2020 yılında COVID-19'un ekonomik etkileri sonucu yüksek gelirli ülkelerde talep daralmasıyla enflasyon belirgin biçimde düşerken (%0,6), düşük gelirli ekonomilerde gıda ve tedarik zinciri etkileriyle oran %4,5'e yükselmiştir. 2021–2022 döneminde mali genişleme, arz kısıtları ve enerji fiyatlarındaki artış sonucu küresel enflasyon sırasıyla %3,5'ten %7,9'a yükselmiş; 2023 itibarıyla parasal sıkılaşma politikalarının etkisiyle dünya genelinde %5,9'a gerilemiştir (IMF, 2024).

- **Hindistan**

Aşağıda yer alan Şekil 17 incelendiğinde Hindistan ekonomisinin enflasyon oranları yer almaktadır. Enflasyon oranı 2019 yılında %3.9 seviyesinde iken 2020 yılına gelindiğinde %6,6 olarak gerçekleşmiştir. Neredeyse iki katına yakın bir oransal yükseliş söz konusu olmuştur. 2021 yılına gelindiğinde ise enflasyon oranının 2020 yılına göre daha az yükseldiği görülmektedir (Erdem, 2022).

Özellikle 2021–2022 döneminde enflasyon oranının belirgin şekilde yükseldiği ve orta gelirli ülke ortalamasının da üzerinde seyrettiği görülmektedir. Pandemiye yanıt olarak Hindistan Merkez Bankası (RBI), ekonomik faaliyetleri desteklemek amacıyla genişleyici para politikası uygulamıştır. Politika faiz oranı düşürülmüş olup kredi piyasalarına likidite sağlanmış ve işletmelerin finansman koşulları kolaylaştırılmıştır. Bu politikalar kısa vadede toparlanmayı desteklemiştir. Ancak 2022 sonrasında artan talep ve küresel fiyat baskıları, enflasyonun hedef seviyenin üzerinde kalmasına yol açmıştır.



Şekil 17. Hindistan Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi

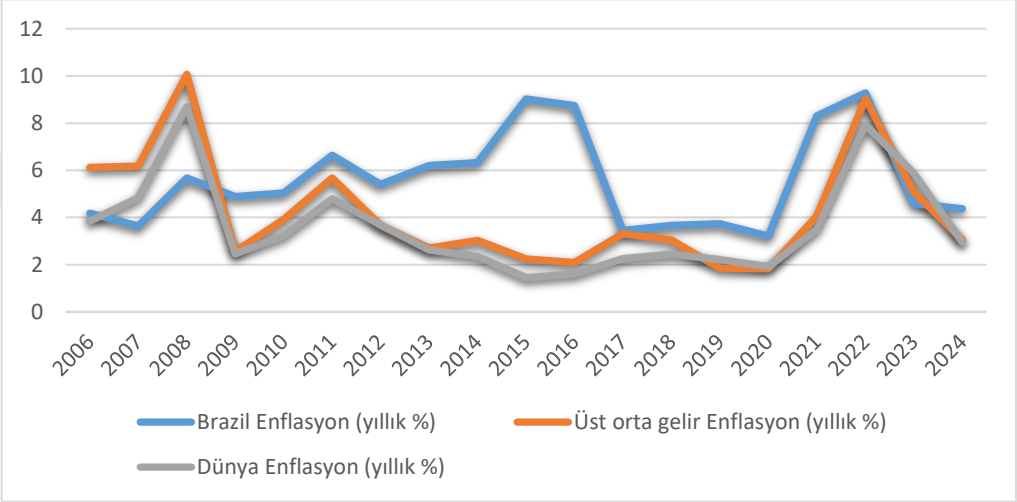
Kaynak: (World Bank, 2025)

Hindistan merkez bankası bu gelişmeler karşısında 2022 ortasından itibaren parasal sıkılaşmaya yönelmiş ve faiz oranlarını artırarak fiyat istikrarını yeniden tesis etmeyi amaçlamıştır. 2023–2024 döneminde enflasyon oranı kademeli olarak gerilemiş ve Hindistan dünya ve alt-orta gelirli ülkeler ortalamasının altında bir fiyat artışı performansına sahip ülke konumundadır. Bu durum, pandemi sonrası dönemde Hindistan ekonomisinin arz şoklarına ve iç talep baskılarına karşı uygulanan para politikalarının etkisini gösterdiği söylenebilir (IMF, 2024).

- **Brezilya**

Aşağıda yer alan Şekil 18'de enflasyon verileri yer almaktadır. Brezilya da 2019 yılına kadar enflasyon oranını düşürmüş oldukları gözlenmektedir. 2019 yılından sonra da enflasyonun aşağı yönlü hareketi devam etmiştir. Ancak 2021 yılına gelindiğinde

enflasyonda ciddi bir yukarı yönlü ivme kazandığı görülmektedir. Zira salgının küresel anlamda etkiye sahip olmasıyla birlikte enflasyon anlamında Brezilya ekonomisini etkilediği görülmektedir. Ancak dikkat edilmesi gereken bir nokta olarak seçilmiş ülkelerde 2019 yılında sonra enflasyon görünümü bozulduğu görülmektedir. Özellikle 2020 yılında söz konusu bozulma daha çok kendisini göstermişken Brezilya da 2021 yılında bu etkinin oluştuğu görülmektedir. Hakeza 2020 yılında %3.2 olarak görülen enflasyon oranının 2021 yılında %8.3 düzeyine çıktığı gözlenmektedir.



Şekil 18. Brezilya Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi

Kaynak: (World Bank, 2025)

Şekil 18 incelendiğinde, 2021–2022 döneminde enflasyon oranının belirgin şekilde hız kazandığı ve hem dünya hem de üst-orta gelir gelir grubu ekonomilerin ortalamasının üzerine çıktığı görülmektedir.

Pandemi sürecinde Brezilya Merkez Bankası, ekonomik durgunluğun önüne geçmek amacıyla genişleyici para politikası araçlarını devreye sokmuştur. Politika faiz oranı kademeli olarak düşürülmüştür. Diğer yandan finansal piyasalar likidite enjeksiyonlarıyla desteklenmiştir. Bu tedbirler kısa vadede ekonomik aktiviteyi desteklese de, 2021 sonrası dönemde talep yönlü fiyat baskılarının güçlenmesine zemin hazırlamıştır. 2022 yılı itibarıyla merkez bankası, artan enflasyon oranlarını kontrol altına almak amacıyla politika faizinde agresif bir artış süreci başlatmış ve para politikasında sıkılaşma yönüne geçmiştir.

Bu politika değişimiyle birlikte 2023–2024 döneminde enflasyon oranında kademeli bir gerileme yaşanmıştır. Mevcut dönemde Brezilya ekonomisi yeniden üst-orta gelirli ülkeler ortalamasına yakın bir seviyeye ulaşmıştır. Bu gelişme, merkez bankasının fiyat istikrarına öncelik veren bir politika uyguladığı ve uygulanan politikaların etkili olduğunu göstermektedir. Genel olarak değerlendirildiğinde, Brezilya'nın 2006–2024 dönemindeki enflasyon eğilimi, hem küresel hem de bölgesel şoklara duyarlılığını yansıtmaktadır. Pandemi döneminde uygulanan genişleyici para politikaları kısa vadeli büyüme desteği sağlasa da, enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliği üzerinde baskı yaratmıştır. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarı ile ekonomik büyüme hedefleri arasındaki politika ikileminin Brezilya örneğinde de geçerli olduğunu ortaya koymaktadır (IMF, 2024).

- **Amerika Birleşik Devletleri**

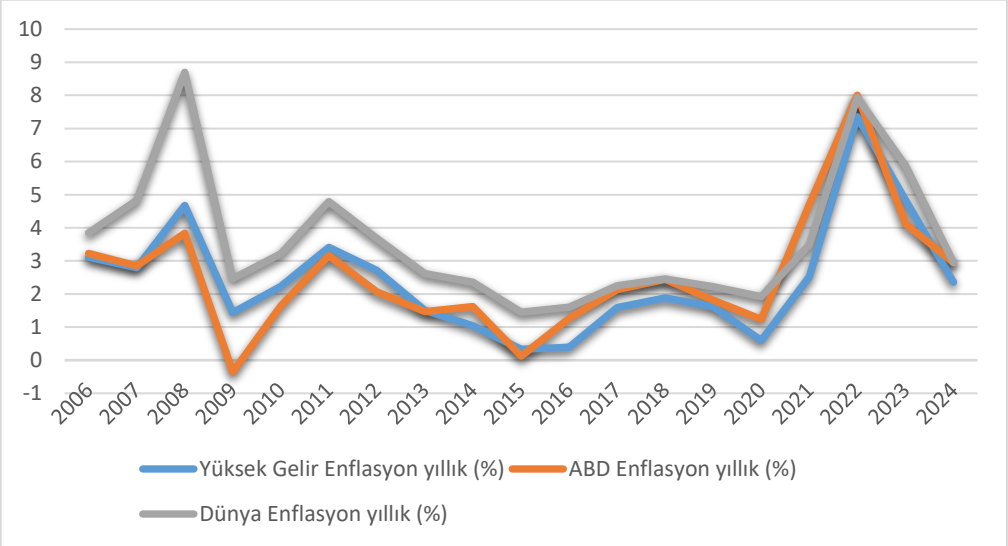
Pandemi süreciyle birlikte çok sayıda kişinin işini kaybetmesi veya gelirinde azalma yaşaması sonucunda, zorunlu olmayan mal ve hizmetlere yönelik talep gerilemiştir. Bununla birlikte, TÜFE hesaplamalarında esas alınan mal ve hizmet sepetinde yer alan yakıt gibi bazı kalemlerde ise fiyat düşüşleri gözlenmiştir (Şahin, 2021).

2020 ve 2021'de yıllık yüzde 2 civarında seyretmesi beklenen ABD enflasyonu, %6,7 ile son 40 yılın en yüksek seviyesine yükselmiştir. Enflasyon oranındaki hızlı artışın salgından kaynaklı arz-talep dengesizlikleri, ipotek ve kira ertelemelerinin sona ermesi ve gevşek politikalar etkili olmuştur (Gökçegöz, 2023).

Şekil 19'da görüldüğü üzere, 2021–2022 döneminde ABD enflasyonu hem dünya hem de yüksek gelirli ülke ortalamalarının üzerine çıkarak son kırk yılın en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Pandemi sürecinde Federal Reserve (Fed), ekonomik durgunluğu önlemek amacıyla politika faizini sıfıra yakın seviyelere çekerek geniş ölçekli varlık alım programlarıyla finansal sistemi desteklemiştir. Bu genişleyici para politikaları kısa vadede büyümeyi ve istihdamı desteklemiş olmasına rağmen talep kaynaklı fiyat baskılarını güçlendirerek enflasyonun kalıcı hale gelmesine yol açmıştır.

Bu gelişmelerin ardından Fed, 2022 yılından itibaren sıkı para politikası uygulamaya başlamıştır. 2022 yılında ve sonrasında faiz oranlarını hızla artırarak fiyat istikrarını yeniden sağlamaya çalıştığı söylenebilir. 2023–2024 döneminde enflasyon oranlarında

gözlenen kademeli gerileme, sıkı para politikasının etkilerini göstermektedir. Genel olarak, ABD örneği pandemi döneminde uygulanan genişleyici politikaların kısa vadede ekonomik toparlanmayı desteklediğini ancak orta vadede enflasyonist baskıları artırdığını ortaya koymaktadır.



Şekil 19. ABD Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi

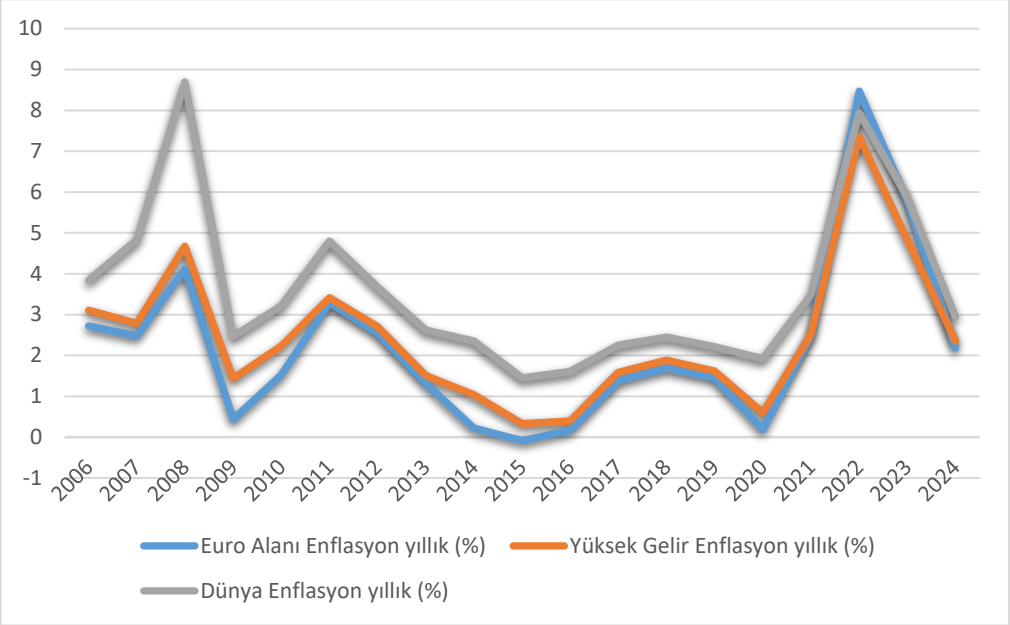
Kaynak: (World Bank, 2025)

- **Avrupa Birliği ve Euro Bölgesi**

2019 yılı enflasyon verileri Şekil 19'a göre incelendiğinde Euro Bölgesi'nde enflasyon oranı %1,2 olarak gerçekleşmiştir. Pandemi sürecinde enflasyon oranları dalgalanmalar göstermiştir. Pandeminin ilk zamanlarında talep şoku ve petrol fiyatlarındaki düşüş enflasyonu baskı altına alırken, daha sonra arz kısıtları ve maliyetlerin artması enflasyonist baskılara yol açmıştır. Bununla birlikte, merkez bankalarının genişletici para politikaları ve devletlerin mali teşvik paketleri de enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur.

2020 yılında enflasyon Euro Bölgesi'nde %0,3 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu düşüş temelde talep daralması ve enerji fiyatlarındaki gerileme gibi faktörlerden kaynaklanmıştır. Pandemi sırasında tüketici harcamalarının azalması, ekonomik belirsizliklerin artması ve petrol fiyatlarındaki düşüş, enflasyonist baskıların hafiflemesine yol açmıştır. 2019 yılına kıyasla enflasyon oranlarındaki bu gerileme,

pandemi döneminde deflasyonist bir eğilim ortaya koymuş ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi kurumları daha genişletici para politikaları uygulamaya yöneltmiştir.



Şekil 20. Euro Bölgesi Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi

Kaynak: (World Bank, 2025)

2021 yılına gelindiğinde ise enflasyon oranı Euro Bölgesi'nde ise %2,6 düzeyindedir. Bu artış, pandeminin ardından ekonomik toparlanmayla birlikte talep artışları, arz kısıtlamaları ve küresel tedarik zincirindeki bozulmaların fiyatlar üzerindeki baskısını yansıtmaktadır. Enflasyondaki bu yükseliş, özellikle enerji fiyatlarındaki artış ve tedarik zincirinde yaşanan zorluklardan kaynaklanmış olup, 2021 yılı boyunca birçok Avrupa ülkesinde ekonomik bir endişe kaynağı olmuştur

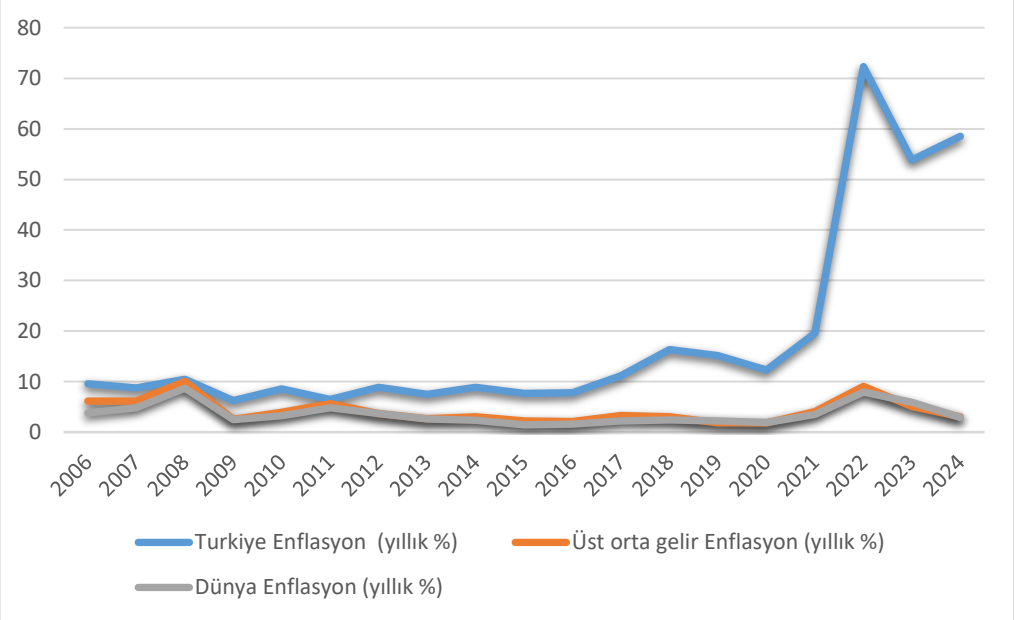
Diğer yandan Euro Bölgesi'nin pandemi sonrası dönemde yüksek gelirli ülke ortalamasını aşan bir enflasyon düzeyine ulaştığı görülmektedir. Bu eğilim, 2022 yılında patlak veren Rusya–Ukrayna savaşı ile daha da güçlenmiştir. Enerji arzındaki kesintiler ve doğal gaz fiyatlarındaki artış, bölgenin enerjiye bağımlı yapısı nedeniyle enflasyon üzerinde kalıcı bir baskı yaratmıştır. Bu süreçte Avrupa Merkez Bankası (AMB), genişleyici para politikası araçlarını devreye sokarak finansal istikrarı desteklemiştir. Ancak 2022 ortasından itibaren enflasyonun kalıcı olma riskine dayalı olarak faiz artırımlarına ve parasal sıkılaşmaya yönelmiş ve fiyat istikrarını yeniden tesis etmeyi amaçlamıştır. 2023–2024 döneminde enflasyon oranlarının kademeli

biçimde gerilemeye başladığı görülse de, fiyat düzeyleri halen pandemi öncesi dönemin oldukça üzerindedir. Genel olarak değerlendirildiğinde, Euro Bölgesi deneyimi, pandemi ve savaş kaynaklı arz şoklarının para politikasını yeniden şekillendirdiği; genişleme ve sıkılaşma arasındaki dengenin ekonomik istikrar açısından kritik bir öneme sahip olduğunu göstermektedir (World Bank., 2024).

- **Türkiye**

Türkiye'de COVID-19 salgınının enflasyon dinamikleri üzerindeki etkisini değerlendirebilmek amacıyla aşağıda Şekil 21 sunulmaktadır. 2019 yılının son çeyreğinde %10,31 düzeyinde gerçekleşen enflasyonun, 2020 yılının ilk çeyreği için %11,86 seviyesinde olacağı öngörülmüştür. Söz konusu döneme ilişkin gerçekleşme ise tahmin edilen değerlere yakın bir seyir izleyerek %12,13 olarak kaydedilmiştir (TCMB, 2020).

2021 yılının son çeyreğinde enflasyonun %18,6 düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmüş olsa da, fiili gerçekleşme bu tahminin oldukça üzerinde kalarak %25,85'e ulaşmıştır. Böylece pandemi öncesi döneme kıyasla enflasyon oranında toplam %15,54'lük bir artış meydana gelmiştir (Karakaya, 2022).



Şekil 21. Türkiye Enflasyon Oranları Mukayeseli Gösterimi

Kaynak: (World Bank, 2025)

2020 yılında Covid-19 küresel pandemisi, arz ve talep üzerinde güçlü bir şok yaratarak gelişmiş ekonomilerde talep daralması ve kapanmalar nedeniyle enflasyon oranlarını aşağı yönde baskılamasına karşın, gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru ve gıda fiyatları kaynaklı baskılar sürmüştür. Türkiye yüksek oranlarla öne çıkmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, kredi kanalı yoluyla büyümeyi destekleyici politikalar izlemeyi sürdürmüştür. 2021 yılında yeniden açılma süreciyle birlikte küresel ölçekte arz darboğazları ve enerji fiyatları enflasyonu yukarı taşımıştır. Türkiye'de enflasyon %19.6'ya ulaşmıştır. Türkiye'de ise genişletici politikalar enflasyonun yüksek kalmasına yol açmıştır. Eylül 2021 itibarıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), para politikasında kademeli faiz indirimi yönünde bir strateji benimsemiş ve Haziran 2023'e kadar devam eden bu süreçte politika faiz oranı %8,5 seviyesine kadar düşürülmüştür. Bu dönem, "yeni ekonomik model" olarak tanımlanmakla birlikte faizlerin düşük tutulması aracılığıyla yatırımların teşvik edilmesi, üretim kapasitesinin artırılması ve böylece enflasyonist baskıların hafifletilmesi amaçlanmıştır. Ancak uygulama sürecinde özel sektör yatırımları beklenen düzeyde artış göstermemiş olup kamu ile özel sektör arasında öngörülen uyumun sağlanamadığı söylenebilir. Bu dönemde döviz kurlarında meydana gelen yükselişin ithal mallar üzerindeki geçişkenlik etkisi, düşük faiz oranlarının ve bozulmuş enflasyon beklentilerinin iç talebi artırıcı yönüyle birleşerek enflasyonist süreci daha da hızlandırmıştır. Sonuç olarak, arz yönlü politikalar talep kaynaklı baskıları dengelemekte yetersiz kalmış ve fiyat istikrarı önemli ölçüde zedelenmiştir (TCMB, 2023).

Genel olarak değerlendirildiğinde, 2019-2023 dönemi için Covid-19'un tetiklediği arz ve talep şoklarının, ülkelerin ekonomik yapısına ve uyguladığı para politikalarına bağlı olarak farklı enflasyon dinamikleri oluşturduğu görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde sıkı para politikası ve beklenti yönetimi sayesinde enflasyonist baskılar kademeli olarak azalmış olup erken sıkılaşmaya giden ülkeler için (Brezilya) fiyat istikrarının daha erken sağlandığı görülmektedir. Buna mukabil, para politikasının kredibilitesinin zayıf olduğu ekonomilerde (Türkiye) yüksek enflasyonun kalıcılığının daha uzun sürdüğü gözlemlenmektedir. Sonuç olarak, Covid-19 sonrası dönemde fiyat istikrarının sağlanması, para ve maliye politikalarının koordinasyonu ve merkez bankalarının iletişim şeffaflığına bağlı bir süreç olduğu ortaya çıkmaktadır (World Bank., 2024).

3.4. Finansal Piyasalar

Covid-19 pandemisinin finansal etkilerinin anlaşılabilmesi için genel eğilimlerin incelenmesi gerekmektedir. Geçmiş krizler ve salgınlarla karşılaştırıldığında ise literatürde yaygın olarak kabul edilen görüşe göre Covid-19 pandemisi ile önceki kriz ve salgınlar arasında önemli farklılıkların bulunduğudur. Özellikle birçok araştırmada 2008 küresel finansal krizi ile Covid-19 pandemisi karşılaştırılmıştır. Ancak iki şok arasında anlamlı bir benzerlik tespit edilememiştir. Bu farklılığın temel nedeni ise söz konusu şokların başlangıç noktalarından kaynaklanmaktadır.

Nitekim 2008 krizi piyasa şokları ve finansal sektörün çöküşünden doğmuştur. Diğer yandan Covid-19 kaynaklı şok ise aşırı hızlı talep daralması ile birlikte arz tarafında nakit biriktirme eğiliminin maliyet artışlarına ve arz şoklarına yol açmasından ileri gelmiştir. Finansal sektör, pandemi döneminde diğer birçok alana kıyasla daha sınırlı düzeyde olumsuz etkilenmiştir. Bunun önemli nedenlerinden biri, 2008 küresel finans krizinin ardından sektörün COVID-19 şokuna karşı hızlı parasal genişleme adımlarıyla erken bir tepki verebilmiş olmasıdır. Bununla birlikte, hanehalklarının bankacılık borçlarını ve devletlerin dış yükümlülüklerini yerine getirememe ihtimaline yönelik artan kaygılar, finans sektörünün kırılganlık arz eden alanlarını oluşturmaya devam etmiştir. Covid-19 döneminde faiz oranlarının indirim kararı alınmıştır. Pandemi öncesinde en yüksek faiz oranına sahip ülke Türkiye olmuştur. Covid-19 süreci öncesinde %10,75 seviyesinde bulunan faiz oranı pandemi döneminde en düşük %8,25 düzeyine gerilemiştir. ABD'de ise pandemi öncesinde %1,75 olan faiz oranının söz konusu dönemde en düşük seviye olan %0,25 seviyesine düşmüştür. Bu oran, 2020 yılı için öngörülen %1,6 düzeyiyle karşılaştırıldığında dikkate değer bir farklılık ortaya koymaktadır. Euro 117 Bölgesi de bu politikalar devam etmiştir. Brezilya 2020 yılının ilk yarısında %4.25 düzeyinden %2 seviyesine inmiştir. Hindistan ise Mart 2020 yılında %5,15 seviyesinden Mayıs 2020 yılına kadar %4 seviyesine kadar indirmiştir.

3.5. Seçilmiş Ülkeler de Alınan Para Politikası Tedbirleri

- **Hindistan**

Hindistan ekonomisinde mali teşviklerin sınırlı olması nedeniyle merkez bankasının para politikası uygulamaları bir hayli etkili olmuştur. Bu bağlamda Hindistan Merkez

Bankası gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla politika eylemini gerçekleştiren merkez bankası olmuştur. Hindistan Merkez Bankası esnek enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır. Para politikası sinyalizasyon aracı, "Liquidity Adjustment Facility" uygulaması faiz oranıdır ve bu araç farklı faiz oranları arasında bir faiz koridoru oluşturmaya çalışmaktadır. COVID-19 dönemi öncesinde faiz koridoru elli baz puan mertebesinde düzeyindeydi. Politika faiz oranı 27 Mart 2020 tarihinde %5,15 düzeyinden %4,40'a ve 22 Mayıs 2020 tarihinde %4'e düşürülmüştür. Diğer faiz oranlarında yapılan değişikliklerden sonra para politikası faiz koridoru elli baz puandan doksan baz puana genişlemiştir. Aynı zamanda, bankaların fonlara erişimini kolaylaştırmak ve kredi açmalarına yardımcı olmak amacıyla diğer politika eylemleri uygulamaya konulmuştur. Bu kapsamda, bir yıllık süre için bankaların nakit rezervi oranı net cari ve vadeli yükümlülüklerinin %4'ünden %3'üne düşürülmüştür. Bu uygulama ile bankacılık sistemine bir trilyon üç yüz yetmiş milyar Hindistan Rupisi (INR) likidite sağlandığı tahmin edilmektedir. Ayrıca, bankaların nakit rezervi oranı düzenlemesine günlük uyumlarında bazı teknik kolaylıklar sağlanmış ve bankaların likiditeye erişimi için mevcut limitlerde potansiyel bir artışa izin verilmiştir.

Diğer yandan Hindistan Merkez Bankası, günlük olarak ve aktif bir şekilde likidite operasyonları gerçekleştirmiştir. Bu operasyonlar, "parasal aktarımı desteklemek ve üretken sektörlere kredi akışını artırmak" amacıyla Şubat ve Mart 2020 aylarında bir ve üç yıl vadeli repo işlemlerinin başlatılması ile önemli ölçüde artırılmıştır. Bu kapsamda likidite, bankaların kendi mevduat maliyetlerinden daha düşük maliyetle sağlanmıştır ve söz konusu operasyonların tutarının bir trilyon iki yüz elli milyar INR tutarına ulaştığı tahmin edilmektedir (Ergin, 2024).

- **Brezilya**

Brezilya Merkez Bankası, 2020 yılının ilk yarısında politika faizini %4,25 düzeyinden %2 düzeyine düşürmüştür. Ayrıca, 2020 yılının Ağustos ayından 2021 yılının Ocak ayına kadar getiri eğrisini sabitlemek için ileriye yönelik sözlü yönlendirme uygulamıştır. Brezilya Merkez Bankası, vadeli mevduatlar için zorunlu karşılıkları %31 düzeyinden %17 düzeyine indirmiştir. Böylelikle, GSYH'nın %3'ü tutarındaki iki yüz beş milyar Brezilya Reali (BRL) sisteme likidite olarak verilmiştir. Sistemik olarak önemli kurumların likidite karşılama oranları geçici olarak yasal oran olan %100

düzeyinin altına indirilmiştir. Ayrıca, kredi ve menkul kıymet teminatı karşılığında likidite olanağı sağlanmıştır. Bu olanak, zorunlu karşılıkların gevşetilmesi yoluyla likiditeye erişemeyen kurumlar için tasarlanmıştır. Sermaye piyasalarındaki likidite sıkışıklığını aşmak amacıyla çeşitli teşvikler tasarlanmış ve finansal aracıların firmaların uzun vadeli menkul kıymetlerini veya kendi menkul kıymetlerini geri almaları teşvik edilmiştir. Bu önlem ile özel sektör tarafından ihraç edilen sabit getirili varlıklara olan talebin artırılması amaçlanmıştır.

Öte yandan Brezilya Merkez Bankası, döviz cinsinden likidite sağlamak amacıyla normal işlem hacimlerinin üzerine çıkarak USD satışları ve USD endeksli hazine bonoları karşılığı repo işlemleri gerçekleştirmiştir. Bu işlemlerde teminat olarak Brezilya devlet tahvilleri kullanılmıştır. Bu önlem, bankaların söz konusu tahvilleri elinde tutmasını kolaylaştırmıştır. Ayrıca, piyasa oynaklığını azaltmak ve piyasalardaki işlev bozukluklarını gidermek amacıyla yerel döviz piyasasına spot ve türev satışlarla müdahale edilmiştir (Ergin, 2024).

- **Amerika Birleşik Devletleri**

Amerikan Merkez Bankası (FED), politika faizinde 0,5 puanlık indirime giderek aynı zamanda 125 milyar dolarlık tahvil alım programı başlatmıştır. Bu adımlara ek olarak, esnaf, KOBİ'ler ve çeşitli çalışan kesimlerini desteklemek amacıyla 300 milyar dolarlık bir kredi paketinin uygulanmasına karar verilmiştir. Diğer taraftan öğrenci kredilerindeki faiz ödemelerinin iptali -SWAP olanağı tanınan ülke sayısının artırılması yer almıştır. Ayrıca Döviz operasyonlarının vadesinin uzatılması gibi bir takım önlemler yer almıştır.

Pandeminin döneminde salgının negatif etkilerini engellemek amacıyla Federal Reserve Bank tarafından ekonomiyi canlandırmak adına bir takım uygulamalar için kararların alındığı söylenebilir. Alınan kararlar ise politika faizini %1,50-1,75 aralığında sabit bir bantta tutulmaktaydı. Pandeminin ekonomiye bir darbe vuracağının anlaşılması üzerine Mart ayının başında politika faiz oranlarında değişikliğe gidilerek politika faizini 50 baz puan indirerek %1.25 seviyesinde tutulmuştur. Federal Reserve Bank (FED) ekonomi üzerinde salgının etkilerinin daha büyük olacağı endişesiyle iki defa faiz indirimi yapılarak 15 Mart tarihinde sıfıra yakın düzeyde olması gerektiği düşüncesiyle faiz oranını %0.25 seviyesine çekmiştir.

FED 23 Mart'ta, menkul kıymet satın alımının yeterli miktarlarda olacağını belirterek kısıtlamaya gidilmeden satın alınacak menkul kıymet miktarını piyasa koşullarına bırakmayı uygun görmüştür. Piyasanın mevcut haline göre alım veya satım şeklinde menkul kıymet politikası sonucu piyasayı daraltarak veya genişleterek kendisi için bir yol haritası belirlemiş olacaktır. Söz konusu dönemde gerçekleştirilen menkul kıymet alımları sonucunda, FED'in doğrudan sahip olduğu menkul kıymet portföyünün büyüklüğü 2020 Mart ayının ortasında 3,9 trilyon dolar düzeyindeyken, Aralık 2020'nin başına gelindiğinde 6,6 trilyon dolara kadar yükselmiştir (Karakaya, 2022).

Ayrıca Fed'in Covid-19 döneminde uyguladığı para politikasının ikinci grupta, para piyasasının özellikle kısa dönemli işleyişini desteklemek için likidite ve fonlama sağlamaya yönelik tedbirler bulunmaktadır. Fed, piyasaların ihtiyacı olan likiditeyi tesis etmek için Küresel Finansal Kriz döneminde kullanılan programları ABD hazinesinin onayıyla tekrar kullanmıştır. Bu programlar arasında;

Bono piyasası likiditesini artırarak, vadesi dolan bonolara işlem yapılabilmesine ilişkin güvence verilmek,

Finansman bonosu fonlama kolaylığı ve yatırımcıların fonları geri alım taleplerini karşılamak için Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı piyasa işleyişini desteklemek,

İşletmeler ile haneler için kredi teminini kolaylaştırmak için Piyasa Yapıcılığı Kredi Tesisi bulunmaktadır (Kılınçel ve Çetinkaya, 2024)

Öte yandan ABD dolarının likiditesinin artırmak için Japonya Merkez Bankası, İngiltere Bankası, Kanada Bankası, İsviçre Ulusal Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası arasında takas işlemiyle birlikte eşzamanlı işlemler yapılmıştır. Dünya piyasalarında ABD doları akışındaki olumsuzlukları gidermek, gerek yurtiçi gerekse yurtdışında işyerlerine ve hane halklarına kredi sağlamadaki sorunların üstesinden gelmek için dokuz merkez bankasıyla geçici süreliğine takas hattı oluşturulmuştur. Hazine piyasasında salgın sebebiyle meydana gelen istikrarsızlığı gidermek ve finansal kuruluşlarının işletmelere ve hane halkına kredi oluşturma otoritesini artırmak için ek kaldıraç oranında geçici süreliğine değişikliğe gidilmiştir. (kaldıraç Ek oranı: çoğunlukla toplam konsolide varlıkları 250 milyar dolardan yüksek olan finansal kuruluşlar için geçerli orandır (Gökçegöz, 2023).

Fed'in düzenleyici ve denetim önlemleri arasında, yeterli sermaye seviyelerinin koruduğunu gösteren yıllık stres testleri gerçekleştirilmesi; stres testlerini geçemeyen bankalar için temettü ve hisse geri alımları üzerinde geçici kısıtlamalar getirilmesi ve sendikasyon kredilerinin değerlendirilerek zor durumda olan borçlulara yardımcı olabilmeleri için finansal kurumlara rehberlik sağlanması yer almıştır. Bu adımlar, yalnızca sermaye dayanıklılığını artırmayı değil, aynı zamanda likidite ve sorumlu kredi verme önemini, özellikle de küçük işletmelere yönelik olarak vurgulamayı amaçlamaktadır. Genel olarak, Fed'in eylemleri, bankaların sürekli belirsizliklerle başa çıkarken ekonomiyi etkili bir şekilde destekleyebilmesini sağlamaya yönelik bir taahhüdü yansıtmaktadır. Covid-19'un diğer finansal krizlere göre ekonomiyi etkileyebilen fakat sadece finansal olmayan salgınla ilgili belirsizlikler içermesi 2008 Küresel Finansal Krizden edinilen tecrübeyle birlikte değerlendirilince Fed, Covid-19 pandemisine önceki krize göre daha hızlı müdahale etmiştir.

Fed'in, geleneksel olmayan para politikası araçlarından olan varlık alımlarını Covid-19 döneminde de uygulamış olması varlık alımlarının finansal krizlerde sıklıkla başvurulan para politikası aracına dönüştürmüştür (Kılınçel ve Çetinkaya, 2024).

- **Avrupa Birliği**

Euro bölgesinde, Avrupa Merkez Bankası (AMB) ilk adımını atarak politika faizini sıfırın altına çekerek standart dışı önlemler uygulamaya koymuştur. Bu önlemler arasında varlık alımları gibi mevcut tedbirlerin güçlendirilmesi de bulunmaktadır. Panedemi sürecinde Avrupa Merkez Bankası (ECB), ekonomiyi desteklemek amacıyla genişletici para politikalarına yönelmiştir. Avrupa Merkez Bankası ekonomik durgunluğu hafifletmek ve finansal piyasaların istikrarını sağlamak amacıyla faiz oranları rekor seviyelerde düşük tutarak, varlık alım programlarını genişletmiş ve bankalara likidite sağlamıştır. Ayrıca, Avrupa Birliği düzeyinde uygulamaya konulan mali teşvik paketleri, üye ülkelerin pandeminin ekonomik etkileriyle başa çıkmalarına yardımcı olmuştur. 2019 yılında ekonomik büyümenin ve istikrarın sürdürülmesine odaklanan ECB, 2020 yılında ise pandeminin etkilerini hafifletmek amacıyla daha agresif genişletici politikalar uygulamak zorunda kalmıştır.

Bu politikalar, ekonomik durgunluğu yavaşlatmak ve finansal sistemin çökmesini önlemek için kritik öneme sahip olmuştur. Sonuç olarak, 2019 ve 2020 yılları arasındaki

ekonomik göstergeler karşılaştırıldığında, COVID-19 pandemisinin Avrupa ekonomileri üzerinde derin ve kapsamlı bir etkisi olduğu açıkça görülmektedir. Pandemi ekonomik büyümede büyük bir düşüşe, enflasyonda gerilemeye, cari dengede bozulmaya ve işsizlik oranlarında artışa yol açmıştır. Bu olumsuzluklarla başa çıkmak için Avrupa Merkez Bankası ve diğer ekonomik kurumlar, genişletici para politikaları ve mali teşvik paketleri uygulamışlardır. 2021'de ise toparlanma sürecine geçiş yaşanmıştır. Bu toparlanma, pandeminin ekonomik etkilerinin tamamen ortadan kalkmadığını ancak ekonomilerin yeniden büyüme yolunda ilerlediğini göstermektedir. Pandemi sonrası dönemde, para politikalarının etkinliği ve hükümetlerin mali önlemleri, ekonomik toparlanmanın sürdürülebilirliği açısından kilit öneme sahip olmuştur (Şanlı, 2024).

- **Türkiye**

COVID-19 salgını öncesinde, Mart 2018'de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) politika faizini 100 baz puanlık bir indirimle %9,75 seviyesine çekmiştir. Ancak aynı yılın Eylül ayında yaşanan kur oynaklığına karşı güçlü bir parasal sıkılaşmaya gidilmiş ve politika faizi 625 baz puan artırılarak %25 düzeyine yükseltilmiştir. Kur şokunun etkilerinin hafiflemesinin ardından Türkiye ekonomisi, 2018'in son çeyreğinden 2019'un ikinci çeyreğine uzanan dönemde daralma sürecine girerek resesyon yaşamıştır. Covid-19 bu resesyon sürecinde meydana gelmiştir. Resesyondan çıkabilmek için parasal aktarım kanalları ve faiz oranı kanalı kullanılmıştır.

Bu kapsamda faiz oranı düşürülerek yatırım ve dayanaklı tüketim mallarının talebi artırılmak istenmiştir. Ancak, bu noktada talebin belirleyicileri arasında faiz oranı doğrudan yer almamaktadır. Yatırım talebi, yatırımcıların ilgili yatırım aracılığıyla üretecekleri mallara yönelik gelecek beklentilerine, tüketim talebi ise tüketicilerin gelirine ve geleceğe yönelik beklentilere bağlıdır. Faiz oranının düşürülmesi sonucunda, dış ödemeler dengesi kırılganlığı olan Türkiye gibi ülkelerde kur şoku ve kurların fiyat geçirgenliği ile enflasyonist baskılar ortaya çıkması ilgili dönemde olumsuz ihtimaller arasında yer almıştır (Şanlı, 2024).

COVID-19 salgınının ekonomik etkilerinin belirginleşmeye başlamasıyla birlikte Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Mart 2020'de politika faizini %10,75 seviyesinden %9,75'e düşürmüştür. Bu indirimi takiben, 22 Nisan tarihinde yapılan

toplantıda faiz oranı yeniden azaltılarak %8,75 düzeyine çekilmiştir. Tarihler 21 Mayıs gelindiğinde ise %8,25 düzeyine düşürülmüştür. Ayrıca TCMB devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) yönelik açık piyasa işlemlerinin limitlerini artırma ve bankalarla gerçekleştirilen işlemlerde teminat olarak kabul edilen menkul kıymetlerin kapsamını genişletme kararı almıştır.

Reel sektöre ilişkin bir takım genişletici uygulamalara da gidilmiştir. Salgın ile birlikte küresel ölçekte artan ekonomik belirsizliklerin yol açtığı uluslararası ticaretteki zorlukların reel sektörde faaliyette bulunan şirketlerin ihtiyacı olan kredi desteğini sağlayabilmeleri için likidite olanağı genişletilmiştir. Bu sayede uluslararası ticarette yaşanan zorlukların reel sektör firmaları üzerindeki etkilerini hafifletmek istenmiştir. (Şahin, 2025).

Aynı dönemde firmaların ihtiyacı olan kredi talebini bankların karşılayabilmeleri adına likidite olanağı artırılmıştır. Geleneksel ihracat kredi desteğinin vade süresi uzatılmıştır. Reeskont kredi düzenlemeleriyle ihracatçı firmalar desteklenmiştir. Böylelikle reel sektöre yönelik kredi akışı sağlanarak yatırımlar artırılmak istenmiştir. TCMB, döviz karşılığı TL swap piyasasında geleneksel yöntemle yürütülen swap ihalelerine ilişkin limitleri %20 düzeyinden %30'a çıkarmıştır. Ayrıca, bir haftalık repo ihalelerine ilave olarak ihtiyaç duyulması halinde piyasaya repo ihaleleri aracılığıyla 91 güne kadar vadeli likidite sağlanması hedeflenmiştir (Gökçegöz, 2023).

Bankaların Türk lirası ve yabancı para likiditesini desteklemek amacıyla, ABD doları karşılığı 1, 3 ve 6 ay vadeli geleneksel yöntemle swap ihaleleri düzenlenmiştir. Bunun yanında, Euro ve altın teminatlı swap işlemlerine de başvurulmuştur. Ayrıca, vadesi bir yıla kadar uzanan yabancı para swap ihalelerinde uygulanacak faiz oranının, 1 hafta vadeli repo faizinin 100 baz puan altında belirlenmesi kararlaştırılmıştır (Karakaya, 2022).

Yine reel sektöre ilişkin, reel kredi büyüme imkanı sağlayan bankalara yönelik yabancı para zorunlu karşılık oranlarında 500 baz puanlık indirime gidilmiştir. Reeskont kredileri sadece yabancı para cinsinden değil Türk Lirası şeklinde mal ve hizmet ihracatında bulunan firmaların da reeskont kredisi imkanlarından yararlanmasına olanak tanınmıştır. Bu kapsamda toplam kullanım limiti 60 milyar Türk lirası olarak belirlenmiştir. Ayrıca, 18 Mart 2020 itibarıyla 30 Haziran 2020'ye kadar vadesi dolacak

reeskont kredilerinin geri ödemeleri 90 güne kadar ertelenmiştir. Bunun yanı sıra, mevcut reeskont kredilerinin azami vadelerinde değişikliğe gidilmiştir. 20 Mart 2020'den sonra geçerli olmak üzere kısa vadeli kullanımlarda vade 240 güne, uzun vadeli kullanımlarda ise 720 güne çıkarılmıştır. Buna ek olarak, ihracatçı firmalara 3 aya kadar vadeli döviz kredisi sağlanarak finansman erişiminin desteklenmesi amaçlanmıştır (Gökçegöz, 2023).

Finansal istikrarın korunması amacıyla, Türk lirası ve yabancı para likiditesinin yönetiminde daha fazla esneklik sağlanması ve piyasadaki öngörülebilirliğin artırılması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda, bankaların tüm yükümlülük türleri ve vade sınıfları için yabancı para zorunlu karşılık oranları 300 baz puan yükseltilmiştir.

Ek olarak, salgının ekonomi üzerinde yarattığı olumsuzlukları hafifletmek, parasal aktarım mekanizmasının işleyişini güçlendirmek ve bankaların likidite yönetimi kapasitesini artırmak amacıyla, açık piyasa işlemleri (APİ) portföyü kapsamında doğrudan alım işlemlerinin önden yüklemeli şekilde yapılabilmesine ve gerekli durumlarda ilgili limitlerin yeniden düzenlenmesine imkân tanıyan bir uygulama hayata geçirilmiştir.

Diğer yandan pandeminin neden olduğu istihdam, üretim ve büyüme üzerindeki negatif etkileri azaltıp likiditenin ekonominin genelinde dengeli bir şekilde dağılmasına destek olmak ve banka kaynaklarının etkin bir şekilde yönetilerek dağılımını sağlamak maksadıyla Bankacılık Düzenleme ve Denetleme (BDDK) kurumu tarafından Aktif Rasyosu (AR) başlatılmıştır (Şahin, 2025).

Pandemi krizinin yaratmış olduğu etkiler nedeniyle yukarıda bahsedilen politikaların uygulanması ile birlikte ekonomide özellikle daralan büyüme, azalan istihdam ve düşük olan yatırımların artırılmasına yönelik teşvikler sağlanmıştır. Bu bağlamda Kredi ve para arzındaki büyük genişleme ve tarihsel olarak düşük reel faiz oranları kısa sürede iç talebi canlandırmış ve salgının başlangıcındaki kısa süreli bir daralmanın ardından tüketim harcamaları hızla artmıştır 2020 yılı içinde Türkiye G-20 ülkeleri arasında Çin ile birlikte pozitif büyüyen iki ülkeden biri olmuştur.

Aşırı para ve kredi genişlemesinin ortaya çıkardığı maliyetler nedeniyle 2020 yılının ortalarında likidite olanaklarını tersine çevirmek ve zorunlu karşılıkları artırmak yoluyla

bazı önlemler alınmaya çalışılmıştır. Ancak aktif oranı kuralının etkisi nedeniyle kredi garanti fonu odaklı krediler ve düşük reel faiz oranları kaynaklı bankaların kredi portföyleri hızla büyümeye devam etmiştir. Fakat hızlı kredi büyümesinin en önemli olumsuz etkilerinden birisi enflasyonun yukarı yönlü hareket etmesi olmuştur. Kredi büyümesi ve düşük reel faizler, enflasyona yönelik bekleyişleri daha kötü hale getirmiştir. Tüm bu gelişmeler sermayenin çıkışını hızlandırmış ve yurtiçindeki firma, hane halkı gibi aktörlerin döviz talebini artırmıştır. Böylelikle TL üzerindeki baskıların artmasına ve sert bir değer kaybına yol açmıştır. Bununla birlikte dünya genelinde toparlanan emtia fiyatları ve kredilerin canlandırdığı iç talep enflasyonist baskıları güçlendirmiştir.

Negatif reel faiz oranları ve kolay kredi stratejisine karşılık rezervler açısından döviz satış politikalarının devam etmesi ve bu sarmalın kontrol altına alınmaması nedeniyle 2020 yılının Kasım ayında politika yapıcıların değişmesiyle sonuçlanmıştır. Sonrasında ise geleneksel politikalara geri dönüş yapılmıştır. Yeni dönemde ise para politikası yeniden tasarlanmıştır. Bu bağlamda öngörülebilirlik ve şeffaflık ile piyasalar ile uyumlu gidilebilecek bir politika benimsenmiştir. Böylelikle para politikası sadeleştirilerek politika faizlerinde artışa gidilerek iletişim çerçevesi güçlendirilmiştir. Aktif rasyosu gibi tartışmalı araçlar uygulamadan kaldırılmış ve "OFF-SHORE" takas işlemleri üzerindeki kısıtlamalar kısmen gevşetilmiştir.

Kamu bankaları ise kolay ve ucuz kredi politikasını terk etmiştir. Geleneksel para politikasına geri dönüş ile birlikte piyasalar sakinleştirilerek ülkeye sermaye girişleri yeniden başlamıştır. Buna müteakiben kredi büyümesi yavaşlamış ve enflasyona yönelik beklentiler istenilen zemine oturtulmuştur. Üç ay içerisinde TL reel olarak %15 değer kazanmış ve kredi temerrüt takası (credit default swaps- CDS) oranı ile ölçülen ülke riski 200 baz puandan fazla düşmüştür. 2021 yılının Mart ayında kilit politika yapıcı aktörlerin tekrar değişmesi ile birlikte aynı yılın ikinci yarısından itibaren eski politikalara geri dönülmüştür (Ergin, 2024).

Genel olarak değerlendirilecek olunursa merkez bankasının Covid-19 döneminde uyguladığı para politikası ve likidite tedbirleri daha kapsamlı olarak aşağıdaki Tablo 15'te yer almaktadır.

Tablo 15. TCMB'nin COVID-19 Dönemi Para Politikası ve Tedbirleri (2020)

Tarih	**Tedbir Alanı / Politika Başlığı**	**Temel Uygulamalar ve Düzenlemeler**
17 Mart 2020	Likidite Yönetimi ve Para Politikası Tedbirleri	Bankaların Türk lirası ve yabancı para yönelik likidite yönetiminde esneklik artırılmıştır. Finansal istikrar güçlendirilmiştir. Repo ihaleleri 91 güne kadar uzatılmış, piyasa yapıcısı bankalara tanınan likidite limitleri yükseltilmiştir. Döviz ve altın karşılığı swap ihaleleriyle döviz likiditesi desteklenmiştir. Reel kredi büyümesini sağlayan bankalar lehine zorunlu karşılık oranlarında 500 baz puan indirim yapılmıştır.
17 Mart 2020	Kredi Akışı ve Reel Sektör Desteği	Reel sektörün finansmana erişiminin sürmesi amacıyla hedefli ilave likidite olanakları tanınmıştır. Repo ihaleleri politika faizinin altında oranlarla düzenlenmiştir. 1 yıla kadar vadeli swap işlemleri başlatılmıştır. ABD doları, euro ve altın karşılığı Türk lirası likidite sunulmuştur.
17 Mart 2020	İhracatçı ve Döviz Kazandırıcı Hizmetler İçin Reeskont Kredileri	Reeskont kredilerinde 90 güne kadar vade uzatımı sağlanmıştır. Taahhüt kapama süreleri kısa vadede 120 günden 240 güne, uzun vadede 720 güne çıkarılmıştır.
31 Mart 2020	Likidite ve Teminat Düzenlemeleri	DİBS piyasasında likidite desteği artırılmıştır. Açık piyasa işlemi kapsamında doğrudan alım yapılacağı vurgulanmıştır. Teminat havuzuna varlığa dayalı ve ipotek teminatlı menkul kıymetler dahil edilmiştir.
31 Mart 2020	Reel Sektör ve Kredi Akışı	91 güne kadar vadeli repo, 6 aya kadar döviz karşılığı TL swap ihaleleri düzenlenmiştir. TL cinsinden reeskont kredileri için 60 milyar TL limit belirlenmiştir. KOBİ öncelikli kredi kullandırma öngörülmüştür. Kredi kullanan firmalara istihdam koruma şartı getirilmiştir.
17 Nisan 2020	Likidite, Kredi ve Dış Talep Destekleri	APİ portföyünün bilanço içindeki oranı %5'ten %10'a çıkarılmış, piyasa yapıcı bankaların DİBS satım limitleri artırılmıştır. Teminat havuzuna ek menkul kıymet türleri kabul edilmiştir. Reeskont kredilerinde vade uzatımı ve limit artışı yapılmıştır. İhracat ve döviz kazandırıcı hizmetlerin sürdürülebilir hale getirilmek istenmiştir. Bankalara uygun koşullarda TL likidite sağlanmış ve yabancı para swap ihaleleriyle kredi ve döviz akışı desteklenmiştir.

Kaynak: (TCMB, 2020)

Sonuç olarak COVID-19 döneminde TCMB, likidite yönetimi, kredi akışı ve ihracat desteği ekseninde bütüncül bir politika çerçevesi geliştirmiştir. 17 Mart, 31 Mart ve 17 Nisan 2020 tarihlerinde açıklanan tedbirlerin ana hatları şöyledir. Finansal istikrarın korunmasını, reel sektörün finansmana erişiminin sürdürülmesini ve dış talep kanalının desteklenmesini amaçlamıştır. Bu politika adımları, para politikasının kriz dönemlerinde sadece fiyat istikrarını sağlama amaç edinilmemiştir. Aynı zamanda makro finansal istikrarı da gözeten genişletici bir araç setine dönüştüğünü göstermektedir. Türkiye ekonomisi, pandeminin yarattığı ani daralmaya karşı daha kontrollü bir uyum süreci geçirmiştir. Buna mukabil, gelecekte enflasyonun (beklenen enflasyon) daha fazla artacağı beklentisi gerekçesiyle hanehalkının talebi öne çekmesi, firmaların ise fiyatları yükseltmesi söz konusu olmuştur. Bununla birlikte üretimin mevcut talebi karşılayamaması sonucu yaşanan fiyat artışları, döviz kuru geçişkenliği ile üretim maliyetlerindeki artışın fiyat dinamiklerinde oynaklığa sebep olması gibi etmenler ile enflasyon oranlarının yüksek seviyelere ulaştığı göz ardı edilmemelidir.

4. EKONOMİLERİN MERKEZ BANKALARI POLİTİKALARINA TEPKİLERİNİN ANALİZİ

4.1. Veri ve Yöntem

Bu çalışma, Covid-19 pandemi krizinin merkez bankalarının para politikası tepkileri aracılığıyla makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda analiz iki aşamalı bir metodolojik çerçeve üzerine inşa edilmiştir. İlk aşamada, pandemi sürecinde farklı merkez bankalarının politika tepkilerinin karşılaştırılabilmesi amacıyla çok ülkeli bir VAR analizi uygulanmış; ikinci aşamada ise Türkiye özelinde politika aktarım mekanizmasının uzun ve kısa dönem dinamiklerini daha ayrıntılı biçimde inceleyebilmek için Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılmıştır.

4.1.1. Veri

Çalışmada Brezilya (BCB), Avrupa (ECB), Amerika Birleşik Devletleri (FED), Hindistan (RBI) ve Türkiye (TCMB) için oluşturulan veri seti kullanılmaktadır. Analiz dönemi, Covid-19 pandemisinin öncesini, kriz dönemini ve sonrası toparlanma sürecini kapsayacak şekilde 2006–2024 olarak belirlenmiştir. Çalışmada aylık veri seti kullanılmıştır. Böylece pandemi şokunun makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin hem kısa vadeli tepkiler hem de orta-uzun vadeli dinamikler çerçevesinde değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Her ülke için modele dâhil edilen değişkenler; enflasyon, reel ekonomik faaliyet ve işsizlik göstergeleri ile merkez bankalarının para politikası duruşunu temsil eden bir politika değişkeninden oluşmaktadır. Politika değişkeni, pandemi döneminde uygulanan geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçlarının genel yönünü yansıtacak biçimde tanımlanmıştır.

Analiz öncesinde tüm serilerin durağanlık özellikleri birim kök testleri yardımıyla incelenmiştir. Seviyelerinde durağan olmayan seriler uygun dönüşümlerle durağan hale getirilmiştir.

4.1.2. Yöntem

Çalışmanın ilk aşamasında, Covid-19 pandemi sürecinde merkez bankalarının politika şoklarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini karşılaştırmalı olarak inceleyebilmek amacıyla her ülke için ayrı ayrı Vektör Otoregresif (VAR) modelleri tahmin edilmiştir. VAR yaklaşımı, değişkenler arasında önsel bir nedensellik kısıtı getirmeden, karşılıklı etkileşimleri ve gecikmeli dinamikleri birlikte ele alması nedeniyle kriz dönemlerinin analizinde uygun bir çerçeve sunmaktadır. Model gecikme uzunlukları bilgi kriterleri kullanılarak belirlenmiş; politika şoklarının etkilerini değerlendirebilmek amacıyla etki–tepki fonksiyonları ve tahmin hatası varyans ayrıştırması analizleri gerçekleştirilmiştir. Politika şoklarının tanımlanmasında Cholesky ayrıştırması kullanılmıştır.

İkinci aşamada, Covid-19 pandemisinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini daha derinlemesine inceleyebilmek amacıyla analiz Türkiye özelinde genişletilmiş ve Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) uygulanmıştır. Bu yaklaşım, seviyelerinde durağan olmayan ancak uzun dönemde birlikte hareket eden seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkilerini ve sistemin denge dışına çıktığında ortaya çıkan kısa dönem uyarlama süreçlerini analiz etmeye imkân tanımaktadır. Bu çerçevede VECM, pandemi gibi yapısal bir şokun uzun dönem makroekonomik dengeleri ne ölçüde bozduğunu ve TCMB'nin politika tepkilerinin bu dengeyi yeniden tesis etme kapasitesini ortaya koymaktadır.

VECM kapsamında yer alan hata düzeltme terimi, uzun dönem dengesinden sapmanın büyüklüğünü ve yönünü yansıtırken, kısa dönem katsayıları her bir değişkenin bu sapmayı ne ölçüde ve hangi hızda giderdiğini göstermektedir. Böylece büyüme, enflasyon ve işsizlik arasındaki uzun dönem ilişki ile TCMB'nin politika tepkilerinin bu ilişki üzerindeki rolü birlikte değerlendirilmektedir.

Çalışmada kullanılan iki aşamalı VAR–VECM yaklaşımı, Covid-19 pandemi krizinde merkez bankalarının politika tepkilerinin kısa vadeli etkilerini karşılaştırmalı, Türkiye özelinde ise uzun ve kısa dönem denge dinamiklerini ayrıntılı biçimde analiz etmeye imkân tanımaktadır. Bu metodolojik yapı, pandemi sürecini para politikası etkinliği açısından çok boyutlu bir stres testi olarak ele alma olanağı sunmaktadır.

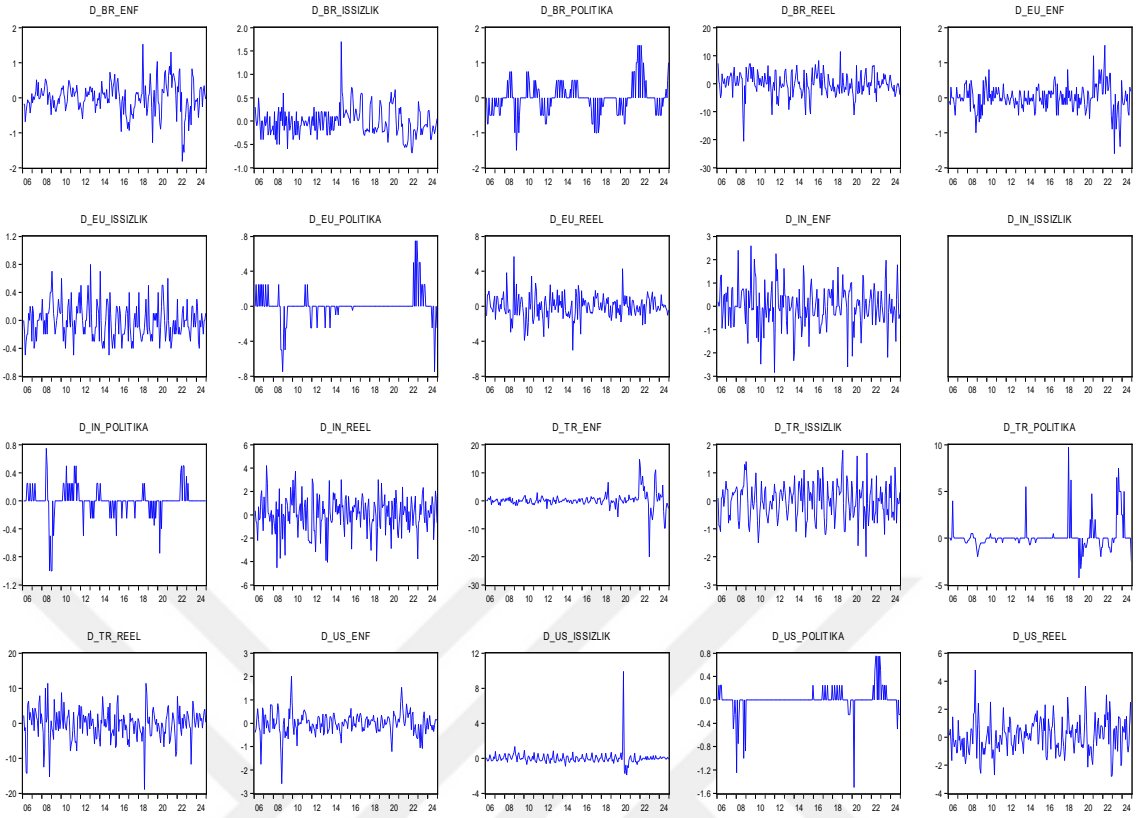
4.2. Bulgular

4.2.1. Genel Bulgular

Verilerin ilk farkına ilişkin şekil xxx değerlendirildiğinde, incelenen değişkenlerin büyük bölümünün ortalama etrafında dalgalanan ve belirgin bir deterministik trend içermeyen bir yapıya sahip olduğu, buna karşılık zaman içinde değişen oynaklık özelliklerinin oldukça belirgin olduğu görülmektedir. Özellikle bazı dönemlerde ortaya çıkan ani sıçramalar ve keskin düşüşler, serilerin dışsal veya içsel şoklara duyarlı olduğunu ve bu şokların etkilerinin zamana yayılarak sönümlendiğini göstermektedir. Bu görünüm, makroekonomik ve politika kaynaklı müdahalelerin etkilerinin yalnızca tek bir döneme özgü kalmadığını, gecikmeli ve dinamik bir yapıda ortaya çıktığını düşündürmektedir.

VAR analizi bağlamında değerlendirildiğinde, söz konusu dalgalanmalar değişkenler arası karşılıklı etkileşimlerin güçlü olduğuna işaret etmektedir. Bazı serilerde oynaklığın belirli alt dönemlerde yoğunlaşması, politika şoklarının diğer makro değişkenler üzerinden yayılma kanalları aracılığıyla sistem geneline aktarıldığını ima etmektedir. Bu durum, etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizlerinin, politika etkilerinin büyüklüğünü ve süresini ortaya koymada kritik bir rol oynayacağını göstermektedir.

Grafiklerde yer alan tekil ve güçlü şoklar, VAR çerçevesinde yapısal kırılmalar veya politika rejimi değişimleri ile ilişkilendirilebilecek niteliktedir. Bu tür gözlemler, model kurulumunda gecikme uzunluğunun dikkatle seçilmesini ve mümkünse VAR yaklaşımıyla politika şoklarının tanımlanmasını metodolojik açıdan anlamlı kılmaktadır. Ayrıca, oynaklığın zaman içinde homojen olmaması, politika etkilerinin bazı dönemlerde daha güçlü, bazı dönemlerde ise daha zayıf gerçekleştiğini ortaya koymaktadır.



Şekil 21. Modellere İlişkin Birinci Zaman Serisi Grafikleri

Covid-19 pandemi dönemi dikkate alınarak değerlendirildiğinde, incelenen ülkelerdeki makroekonomik değişkenlerin eşanlı fakat ülkeye özgü yoğunlukta bir kırılma sürecinden geçtiği açık biçimde görülmektedir. Pandeminin başlangıç aşamasına karşılık gelen dönemlerde hemen tüm serilerde ani oynaklık artışı, düzensiz sıçramalar ve geçici rejim değişimleri dikkat çekmektedir. Bu görünüm, Covid-19'un yalnızca talep veya arz yönlü bir şok olmaktan ziyade, çok kanallı ve senkronize bir küresel belirsizlik şoku yarattığını teyit etmektedir.

Politika değişkenlerine bakıldığında, Covid döneminde merkez bankalarının olağan dışı ve hızlı müdahalelerinin serilere doğrudan yansıdığı görülmektedir. Özellikle ABD ve Avrupa için politika serilerinde gözlenen keskin hareketler, faiz kararlarıyla sınırlı olmayan, likidite genişlemesi, varlık alım programları ve beklenti yönetimi gibi araçların devreye alındığını göstermektedir. Buna karşılık gelişmekte olan ülkelerde politika değişkenlerinin daha dalgalı ve düzensiz bir yapı sergilemesi, pandemi sürecinde politika alanının dışsal kısıtlar altında şekillendiğine işaret etmektedir.

Enflasyon serileri Covid döneminde ülkeler arasında belirgin biçimde ayrışmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde enflasyon başlangıçta görece sınırlı tepkiler verirken, daha sonraki aşamalarda gecikmeli bir yükseliş eğilimi sergilemektedir. Bu durum, pandemi sonrası arz darboğazları ve genişleyici politikaların zaman gecikmeli etkilerini yansıtmaktadır. Buna karşılık Türkiye ve Brezilya gibi ülkelerde enflasyon serilerinin daha erken ve daha oynak tepkiler vermesi, kur kanalı ve beklenti mekanizmasının pandemi sürecinde daha baskın çalıştığını düşündürmektedir.

Reel değişkenlerde Covid dönemine özgü ani düşüşler ve düzensiz toparlanmalar öne çıkmaktadır. Özellikle ABD ve Avrupa'da reel serilerin kısa sürede sert daralmalar yaşadıktan sonra görece hızlı bir toparlanma eğilimine girmesi, güçlü mali ve parasal desteklerin etkisini yansıtmaktadır. Buna karşılık gelişmekte olan ülkelerde toparlanma sürecinin daha kırılgan ve dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Bu ayrışma, pandemi şokuna verilen politika tepkilerinin yalnızca büyüklüğünün değil, kurumsal kapasite ve güven unsurunun da belirleyici olduğunu ortaya koymaktadır. İşsizlik serileri Covid döneminde özellikle ABD ve Avrupa için belirgin sıçramalar göstermekte, ardından politika destekleriyle kademeli bir normalleşme sürecine girmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise işgücü piyasasına ilişkin serilerin daha sınırlı fakat kalıcı dalgalanmalar sergilemesi, kayıt dışılık, istihdam koruma mekanizmaları ve veri yapısına özgü faktörlerle ilişkilendirilebilir.

Genel olarak grafikler, Covid-19 döneminin incelenen tüm ülkelerde yapısal bir kırılma ve geçici rejim değişimi yarattığını göstermektedir. Bu bağlamda değişkenlerde gözlenen hareketler, pandemi sürecinde politika şoklarının etkisinin ülkelere göre farklılaştığını; gelişmiş ekonomilerde politika aktarım mekanizmasının daha hızlı ve öngörülebilir çalıştığını, gelişmekte olan ülkelerde ise daha dalgalı ve belirsiz bir yapı sergilediğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla Covid-19 dönemi, VAR analizinde elde edilen sonuçların yorumlanmasında yalnızca bir kriz dönemi değil, aynı zamanda politika etkinliğinin kurumsal ve yapısal sınırlarını görünür kılan bir stres testi niteliği taşımaktadır.

4.2.2. VAR analizi Bulguları

VAR modellerinde gecikme uzunluğunun doğru biçimde belirlenmesi, politika şoklarının dinamik etkilerinin sağlıklı şekilde analiz edilebilmesi açısından kritik öneme

sahiptir. Bu çalışmada her ülke için uygun gecikme uzunluğu, Olasılık Oranı testi (LR), Son Tahmin Hatası (FPE), Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SC) ve Hannan–Quinn (HQ) kriterleri birlikte dikkate alınarak belirlenmiştir. Kriterlerin önerdiği gecikme uzunlukları arasında farklılıklar gözlenmesi durumunda, modelin dinamik yapısını yeterince yakalayabilmesi ile aşırı parametreleştirmeden kaçınma ilkeleri birlikte değerlendirilmiştir.

Elde edilen sonuçlar, ülkeler arasında gecikme yapılarının belirgin biçimde farklılaştığını göstermektedir. Brezilya (BR) için LR, FPE, AIC ve HQ kriterleri 3 gecikmeli modeli işaret ederken, SC kriteri daha parsimonik bir yapı önererek 2 gecikmeyi önermektedir. Çoğunluk kriterinin üç gecikmede yoğunlaşması nedeniyle Brezilya için VAR modeli 3 gecikme ile tahmin edilmiştir. Bu durum, politika şoklarının Brezilya ekonomisinde etkilerini birkaç dönem boyunca sürdürdüğüne işaret etmektedir.

Avrupa (EU) örneğinde LR testi 4 gecikmeli bir yapı önerirken, AIC ve FPE kriterleri 3 gecikme, SC kriteri ise 1 gecikme önermektedir. HQ kriterinin 2 gecikmeye işaret etmesi, Avrupa ekonomisinde politika aktarım mekanizmasının görece hızlı çalıştığını düşündürmektedir. Ancak pandemi gibi olağan dışı bir dönemin dinamiklerini yeterince yakalayabilmek amacıyla, bilgi kriterlerinin çoğunluğunun işaret ettiği 3 gecikmeli yapı tercih edilmiştir. Hindistan (IN) için tüm bilgi kriterlerinin 2 gecikme üzerinde uzlaşması, model spesifikasyonu açısından güçlü bir tutarlılık sunmaktadır. Bu sonuç, politika şoklarının Hindistan ekonomisinde görece kısa bir zaman diliminde etkisini gösterdiğini ve dinamiklerin daha sınırlı bir gecikme yapısıyla temsil edilebildiğini ortaya koymaktadır. Türkiye (TR) örneğinde LR, FPE ve AIC kriterleri 3 gecikmeli bir yapıyı desteklerken, SC kriteri 1 gecikme, HQ kriteri ise 2 gecikme önermektedir. Türkiye için daha yüksek gecikme önerilerinin öne çıkması, pandemi döneminde politika şoklarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin daha dalgalı ve zamana yayılan bir yapı sergilediğine işaret etmektedir. Bu nedenle Türkiye VAR modeli, dinamik uyarlama süreçlerini daha iyi yakalayabilmek amacıyla 3 gecikme ile tahmin edilmiştir. Amerika Birleşik Devletleri (US) için ise tüm kriterlerin büyük ölçüde 2 gecikmeli yapıyı işaret ettiği görülmektedir. Bu bulgu, FED'in politika tepkilerinin makroekonomik değişkenlere görece hızlı ve düzenli biçimde yansıdığını ve sistemin daha kısa bir uyarlama süresiyle dengeye döndüğünü göstermektedir.

Tahmin edilen VAR modellerinin dinamik istikrar koşullarını sağladığını doğrulamak amacıyla her bir ülke için otokorelasyon kökleri (AR roots) grafikleri incelenmiştir. Yapılan inceleme sonucunda, tüm ülkeler için elde edilen AR köklerinin birim çemberin içerisinde yer aldığı ve dolayısıyla kurulan VAR modellerinin istikrarlı (stable) olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, modelde yer alan değişkenlere verilen şokların zaman içerisinde sönümlendiğini ve sistemin uzun vadede dengeye geri dönme eğilimi gösterdiğini ortaya koymaktadır.AR köklerinin birim çember içinde kalması, etki–tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizlerinden elde edilen sonuçların ekonometrik açıdan güvenilir olduğunu ve dinamik çıkarımların geçerliliğini desteklemektedir.

Tablo 16. VAR Modelleri için Otoregresif Kökler (AR Roots) Grafikleri

		LR	**FPE**	**AIC**	**SC**	**HQ**
BR	Geçikme Sayısı	3	3	3	2	3
	Değer	72.53902*	0.018599*	7.366443*	8.065962	7.666443*
EU	Geçikme Sayısı	4	3	3	1	2
	Değer	28.55929*	0.000227*	2.960042*	3.491590*	3.215061*
IN	Geçikme Sayısı	2	2	2	2	2
	Değer	39.31073*	0.061447*	5.723950*	6.095355	5.873950*
TR	Geçikme Sayısı	3	3	3	1	2
	Değer	34.33402*	58.92770*	15.42726*	15.94576*	15.71517*
US	Geçikme Sayısı	2	2	2	1	2
	Değer	56.06639*	0.004146*	5.865589*	6.359135*	6.115588*

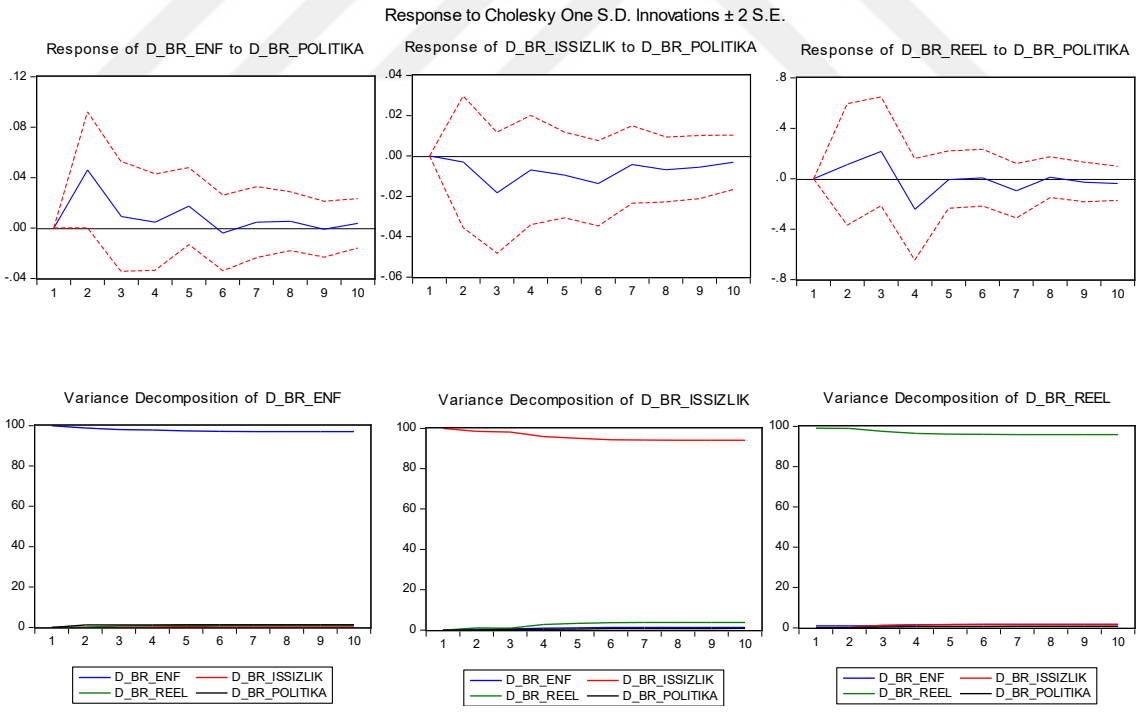
Etki–tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması birlikte ele alındığında, Brezilya için tanımlanan politika şokunun makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin sınırlı ve geçici nitelikte olduğu görülmektedir. Enflasyon ve reel değişkenler, politika şokuna ilk birkaç dönemde düşük büyüklükte tepkiler vermekte, ancak bu tepkiler kısa sürede zayıflayarak ortadan kalkmaktadır. Tepki patikalarının büyük ölçüde sıfır çizgisi etrafında seyretmesi ve güven aralıklarının sıfırı kapsaması, politika kaynaklı etkinin istatistiksel olarak güçlü ve kalıcı bir yapı sergilemediğine işaret etmektedir.

İşsizlik değişkeninde gözlenen dalgalı ve yönü net olmayan tepki deseni, politika şoklarının işgücü piyasasına doğrudan değil, daha çok dolaylı ve gecikmeli kanallar üzerinden yansıdığını düşündürmektedir. Bu durum, istihdam dinamiklerinin yalnızca

kısa dönemli politika müdahaleleriyle açıklanamayacak ölçüde yapısal unsurlar içerdiğini göstermektedir.

Varyans ayrıştırması sonuçları, etki–tepki analizinden elde edilen bulgularla tutarlı bir görünüm sunmaktadır. Enflasyon, işsizlik ve reel değişkenlerdeki tahmin hatası varyansının neredeyse tamamının ilgili değişkenlerin kendi iç dinamikleri tarafından açıklandığı, politika şokunun katkısının ise oldukça sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır. Bu bulgu, incelenen dönemde Brezilya'da makroekonomik dalgalanmaların belirleyici unsurunun politika şoklarından ziyade ülke içi ekonomik yapılar ve geçmiş dönem dinamikleri olduğunu ortaya koymaktadır.

Brezilya örneğinde politika şoklarının kısa vadede sınırlı tepkiler üretmekle birlikte, orta ve uzun vadede makroekonomik değişkenlerin seyrini anlamlı ölçüde yönlendirmediğini göstermektedir. Bu çerçevede politika etkilerinin ya piyasa beklentileri tarafından önceden içselleştirildiği ya da politika aktarım mekanizmasının ilgili dönemde görece zayıf işlediği değerlendirilebilir.



Şekil 22. Brezilya'da Politika Şoklarının Enflasyon, İşsizlik ve Reel Değişkenler Üzerindeki Etkileri: Etki–Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması Sonuçları

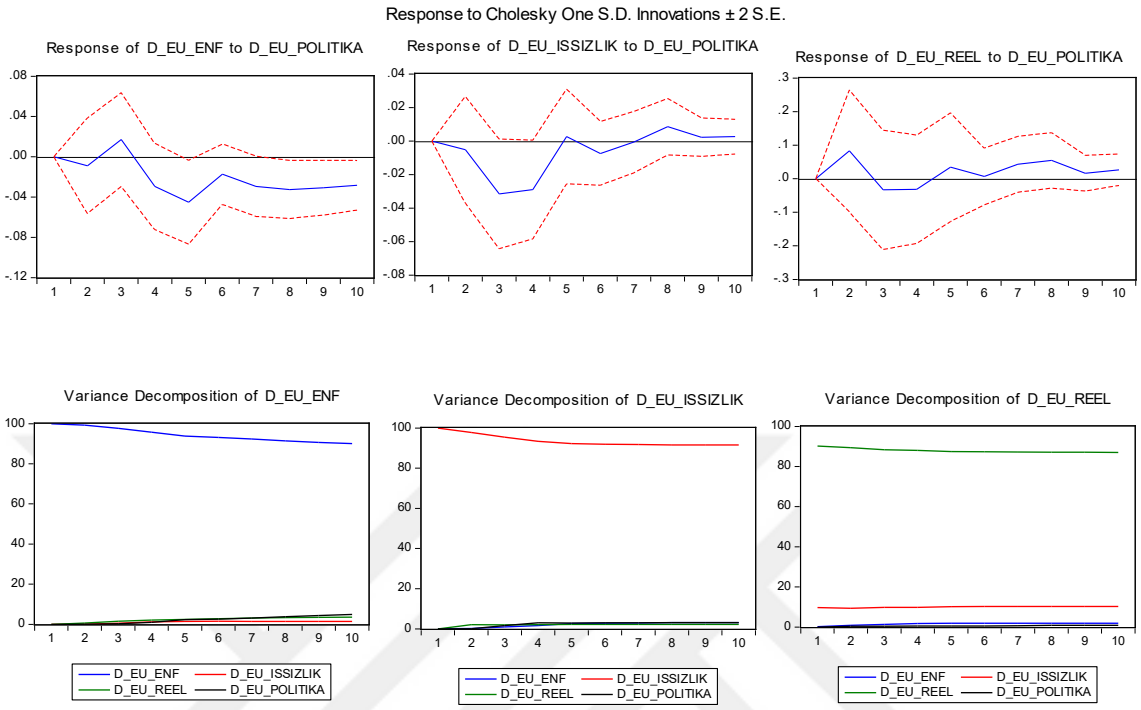
Avrupa için tanımlanan politika şokunun (EU_POLITIKA) makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin Brezilya örneğine kıyasla daha belirgin ancak yine de sınırlı ve geçici bir nitelik taşıdığı görülmektedir. Etki–tepki fonksiyonları, politika şokunun özellikle enflasyon (EU_ENF) ve reel değişken (EU_REEL) üzerinde ilk birkaç dönemde hissedilir tepkiler yarattığını, ancak bu etkilerin orta vadede zayıflayarak denge seviyesine geri döndüğünü göstermektedir. Enflasyon tepkisi, politika şokunu takiben kısa süreli bir düşüş eğilimi sergilemekte, bu durum Avrupa Merkez Bankası'nın pandemi döneminde uyguladığı genişleyici politikaların fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisinin kontrollü ve beklentilerle uyumlu bir çerçevede gerçekleştiğine işaret etmektedir. Reel değişkenlerde gözlenen sınırlı toparlanma eğilimi ise para politikasının kriz koşullarında ekonomik faaliyeti destekleyici bir rol üstlendiğini, ancak bu desteğin kalıcı bir büyüme ivmesi yaratacak ölçüde güçlü olmadığını düşündürmektedir.

İşsizlik değişkenine verilen tepkiler, politika şoklarının emek piyasasına yansımasının gecikmeli ve zayıf olduğunu ortaya koymaktadır. Tepki patikalarının dalgalı bir seyir izlemesi ve güven aralıklarının genişliği, pandemi sürecinde işgücü piyasasının büyük ölçüde maliye politikası önlemleri, kısa çalışma uygulamaları ve yapısal düzenlemeler tarafından şekillendirildiğini göstermektedir. Bu bulgu, para politikasının kriz dönemlerinde istihdam üzerindeki etkisinin dolaylı kaldığına işaret etmektedir.

Varyans ayrıştırması sonuçları, Avrupa örneğinde de makroekonomik değişkenlerdeki dalgalanmaların büyük ölçüde kendi iç dinamikleri tarafından açıklandığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, politika şoklarının açıklayıcı gücü Brezilya'ya kıyasla nispeten daha yüksek olmakla birlikte, toplam varyans içinde hâlâ sınırlı bir paya sahiptir. Bu durum, ECB'nin güçlü araç setine rağmen pandemi gibi eşanlı ve küresel bir şok karşısında para politikasının tek başına belirleyici olamadığını göstermektedir.

Genel değerlendirme itibarıyla sonuçlar, Covid-19 pandemi krizinde ECB'nin uyguladığı politikaların istikrarı destekleyici, belirsizliği sınırlayıcı ve kısa vadede dengeleyici bir rol oynadığını; ancak orta ve uzun vadede makroekonomik dinamiklerin seyrinin büyük ölçüde yapısal faktörler ve maliye politikasıyla olan etkileşim tarafından belirlendiğini ortaya koymaktadır. Bu çerçevede Avrupa örneği, gelişmiş merkez bankalarının kriz dönemlerinde güçlü bir tepki kapasitesine sahip olmakla birlikte, para

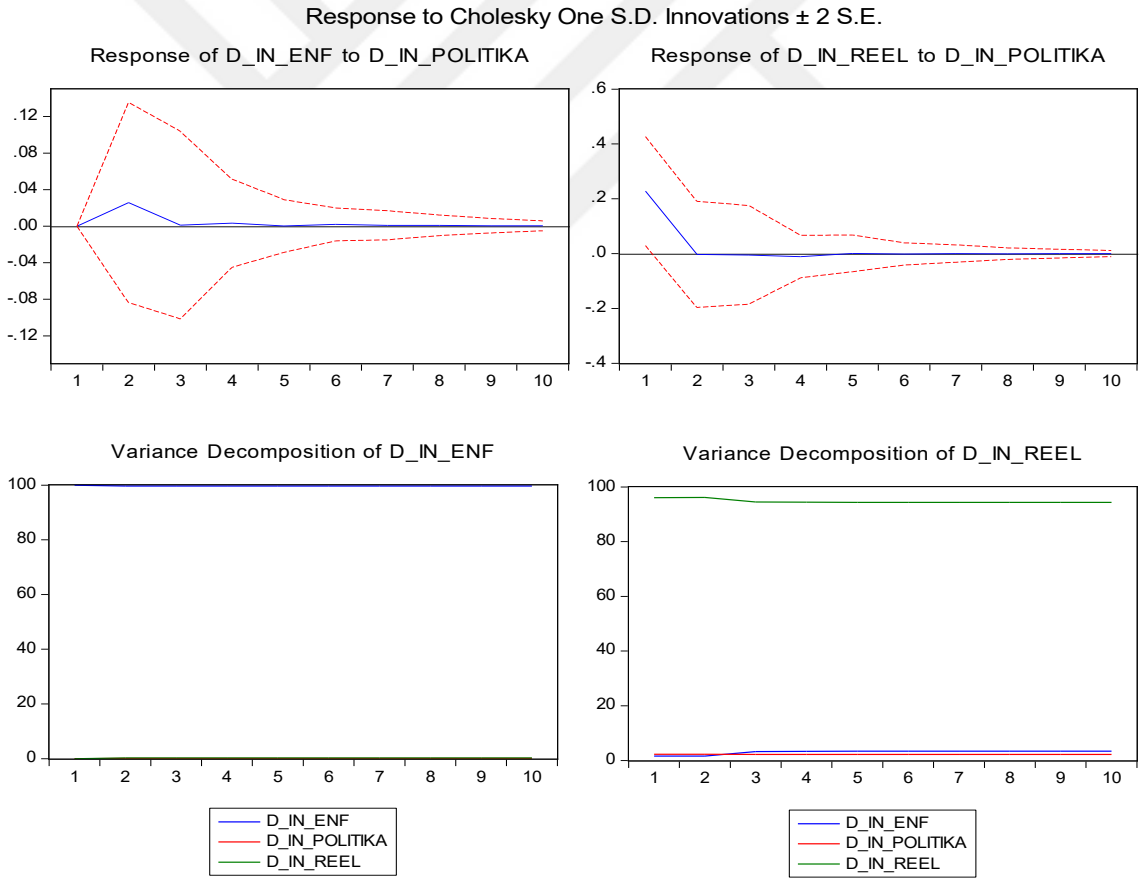
politikasının etkisinin tamamlayıcı politika araçlarıyla birlikte değerlendirilmesi gerektiğini açık biçimde göstermektedir.



Şekil 23. Euro Bölgesinde Politika Şokunun Enflasyon, İşsizlik ve Reel Değişkenler Üzerindeki Etkileri: Etki–Tepki Fonksiyonları

Hindistan için tanımlanan politika şokunun (IN_POLITIKA) makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin kısa vadede ortaya çıkan ancak hızla sönümlenen bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Etki–tepki fonksiyonları, politika şokunun hem enflasyon (D_IN_ENF) hem de reel değişken (D_IN_REEL) üzerinde ilk dönemlerde belirgin tepkiler ürettiğini, ancak bu etkilerin birkaç dönem içerisinde denge seviyesine geri döndüğünü ortaya koymaktadır. Enflasyon tepkisi, politika şokunu takiben ilk dönemde sınırlı bir artış sergilemekte, ardından hızlı bir düzeltme sürecine girerek sıfıra yakınsamaktadır. Bu görünüm, Hindistan Merkez Bankası'nın (RBI) pandemi sürecinde uyguladığı politikaların fiyatlar genel düzeyi üzerinde geçici ve kontrollü etkiler yarattığını düşündürmektedir. Güven bantlarının genişliği, özellikle ilk dönemlerde politika etkilerinin belirsizlik içerdiğini, ancak orta vadede enflasyon dinamiklerinin yeniden kendi iç dengesine döndüğünü göstermektedir.

Reel değişkenlere verilen tepkiler ise politika şokunun başlangıçta destekleyici bir etki yarattığına işaret etmektedir. İlk birkaç dönemde pozitif yönlü tepki gözlenmekle birlikte, bu etkinin kalıcı bir ivmeye dönüşmediği ve zamanla ortadan kalktığı anlaşılmaktadır. Bu durum, para politikasının pandemi gibi arz ve talep kanallarını eşanlı etkileyen bir kriz ortamında reel ekonomi üzerindeki etkisinin sınırlı bir zaman ufkuyla çalıştığını ortaya koymaktadır. Varyans ayrıştırması sonuçları, bu bulgularla tutarlı bir çerçeve sunmaktadır. Enflasyon ve reel değişkenlerdeki tahmin hatası varyansının neredeyse tamamının ilgili değişkenlerin kendi şokları tarafından açıklandığı, politika şoklarının açıklayıcı payının oldukça düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Bu durum, Hindistan örneğinde makroekonomik dalgalanmaların büyük ölçüde içsel dinamikler, yapısal faktörler ve pandemi koşullarına özgü belirsizlikler tarafından belirlendiğini göstermektedir.



Şekil 24. Hindistan'da Politika Politika Şoklarının Enflasyon, İşsizlik ve Reel Ekonomik Faaliyet Üzerindeki Etkileri: Etki–Tepki Fonksiyonları

Genel bir değerlendirme yapıldığında, Covid-19 pandemi krizinde RBI'nin uyguladığı para politikalarının kısa vadede dengeleyici ve güven verici bir rol oynadığı, ancak orta ve uzun vadede makroekonomik değişkenlerin seyrini belirleyici ölçüde yönlendirmediği anlaşılmaktadır. Bu bulgular, Hindistan gibi gelişmekte olan ekonomilerde kriz dönemlerinde para politikasının etkisinin, maliye politikası önlemleri, yapısal reformlar ve küresel likidite koşullarıyla birlikte değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Türkiye için tanımlanan politika şokunun (TR_POLITIKA) makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin diğer ülke örneklerine kıyasla daha oynak ve belirgin, ancak yine de kalıcılığı sınırlı bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Etki–tepki fonksiyonları, politika şokunun özellikle enflasyon (TR_ENF) ve reel değişkenler (TR_REEL) üzerinde ilk dönemlerde güçlü tepkiler ürettiğini, ancak bu etkinin zamanla zayıflayarak denge seviyesine geri döndüğünü göstermektedir.

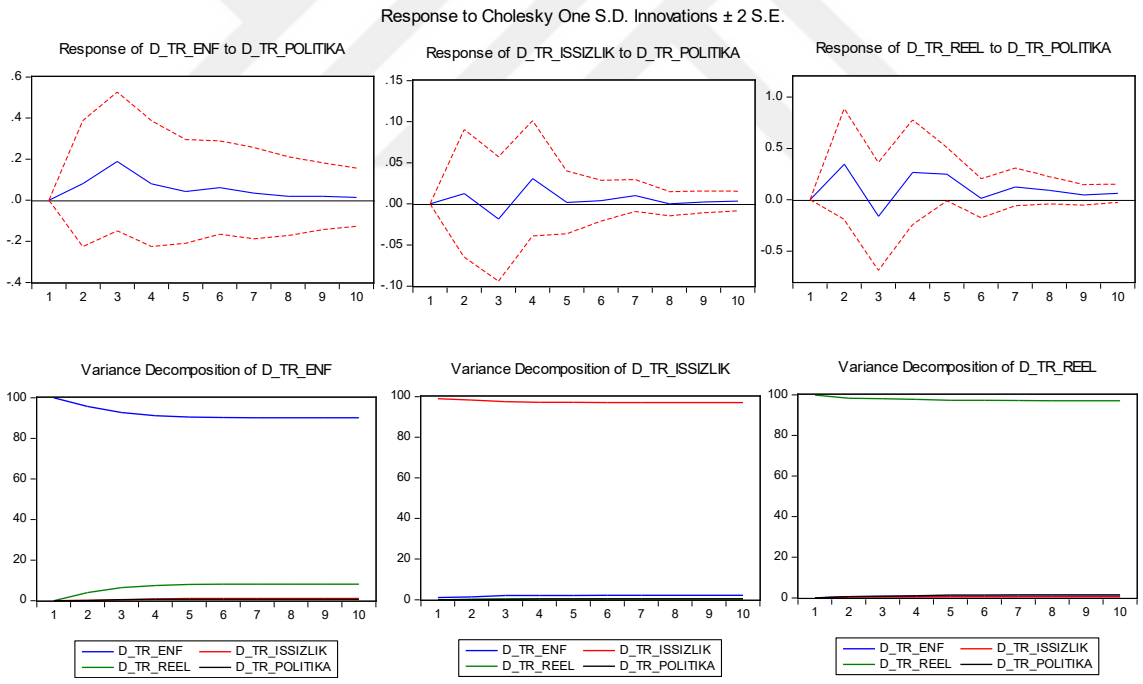
Enflasyon tepkisi, politika şokunu takiben ilk birkaç dönemde yukarı yönlü bir seyir izlemekte ve ardından kademeli bir düzeltme sürecine girmektedir. Bu durum, pandemi döneminde uygulanan para politikalarının Türkiye'de fiyatlar genel düzeyi üzerinde daha hızlı ve doğrudan bir etki yarattığını, ancak bu etkinin beklentiler ve kur kanalı üzerinden dalgalı bir biçimde aktarıldığını düşündürmektedir. Güven aralıklarının görece geniş olması, politika aktarım sürecinde belirsizliklerin yüksek olduğuna işaret etmektedir.

İşsizlik değişkenine verilen tepkiler, politika şoklarının emek piyasasına etkisinin zayıf ve düzensiz olduğunu ortaya koymaktadır. Tepkilerin yönü dönemler itibarıyla değişmekte, bu da istihdam dinamiklerinin pandemi sürecinde ağırlıklı olarak maliye politikası destekleri ve yapısal faktörler tarafından şekillendirildiğini göstermektedir. Para politikasının işgücü piyasası üzerindeki etkisinin dolaylı kaldığı anlaşılmaktadır.

Reel değişkenlerde gözlenen tepkiler, politika şokunun kısa vadede destekleyici bir etki yarattığını, ancak bu etkinin kalıcı bir büyüme ivmesine dönüşmediğini göstermektedir. İlk dönemlerdeki pozitif tepkilerin ardından dalgalı bir seyir izlenmesi, Türkiye'de para politikası şoklarının reel ekonomi üzerindeki etkisinin kur ve beklenti kanalları üzerinden hızla yön değiştirebildiğini düşündürmektedir.

Varyans ayrıştırması sonuçları, enflasyon, işsizlik ve reel değişkenlerdeki tahmin hatası varyansının büyük ölçüde kendi şokları tarafından açıklandığını, politika şoklarının payının sınırlı kaldığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, politika şoklarının açıklayıcı gücü Brezilya ve Hindistan'a kıyasla nispeten daha yüksek görünmektedir. Bu bulgu, Türkiye'de para politikasının kriz dönemlerinde daha görünür ve hissedilir bir rol oynadığını, ancak bu rolün istikrarlı ve kalıcı olmaktan ziyade dalgalı bir yapı sergilediğini göstermektedir.

Genel bir değerlendirme yapıldığında, Covid-19 pandemi krizinde TCMB'nin uyguladığı politikaların kısa vadede güçlü tepkiler ürettiği, ancak orta ve uzun vadede makroekonomik değişkenlerin seyrini belirleyici ölçüde yönlendiremediği anlaşılmaktadır. Bu sonuçlar, Türkiye örneğinde para politikasının etkinliğinin büyük ölçüde beklenti yönetimi, kur istikrarı ve maliye politikasıyla olan eşgüdüm derecesine bağlı olduğunu ortaya koymaktadır.



Şekil 25. Türkiye'de Politika Şoklarının Enflasyon, İşsizlik ve Reel Ekonomik Faaliyet Üzerindeki Etkileri: Etki–Tepki Fonksiyonları

ABD için tanımlanan politika şokunun (US_POLITIKA) makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin diğer ülke örneklerine kıyasla daha net, daha hızlı ve görece daha düzenli bir yapı sergilediği görülmektedir. Etki-tepki fonksiyonları, para politikası

şokunun özellikle işsizlik (US_ISSIZLIK) ve reel değişkenler (US_REEL) üzerinde ilk dönemlerde belirgin tepkiler ürettiğini, bu tepkilerin ise zamanla istikrarlı biçimde sönümlendiğini ortaya koymaktadır.

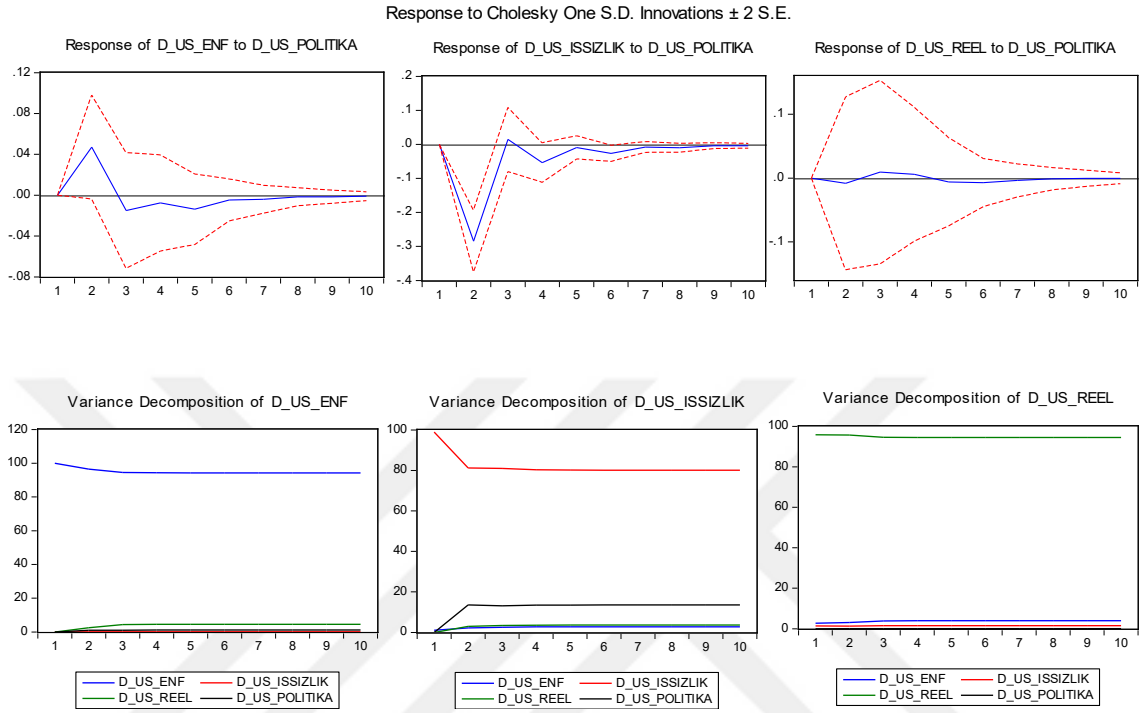
Enflasyon tepkisi incelendiğinde, politika şokunu takiben kısa süreli ve sınırlı bir dalgalanma gözlenmekte, ancak bu etkinin hızla ortadan kalktığı anlaşılmaktadır. Tepki patikasının görece dar güven bantları içinde seyretmesi, FED'in pandemi döneminde uyguladığı politikaların fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisinin beklentiler tarafından büyük ölçüde önceden içselleştirildiğini ve enflasyon dinamiklerinin güçlü bir çıpaya sahip olduğunu düşündürmektedir.

İşsizlik tepkisi, ABD örneğinde para politikasının kriz döneminde daha doğrudan ve hızlı işleyen bir aktarım mekanizmasına sahip olduğunu göstermektedir. Politika şokunu izleyen ilk dönemlerde işsizlikte belirgin bir düşüş gözlenmesi, FED'in genişleyici politika adımlarının finansal koşullar ve talep kanalı üzerinden istihdam piyasasına etkili biçimde yansıdığını ima etmektedir. Bununla birlikte, bu etkinin orta vadede zayıflaması, pandemi sürecinde istihdam dinamiklerinin yalnızca para politikasıyla değil, mali teşvik paketleri ve işgücü piyasasına özgü düzenlemelerle birlikte şekillendiğini ortaya koymaktadır. Reel değişkenlere ilişkin tepkiler de benzer biçimde kısa vadede pozitif, orta vadede ise dengelenen bir yapı sergilemektedir. Bu durum, FED'in kriz döneminde ekonomik faaliyeti destekleme kapasitesinin güçlü olduğunu, ancak bu desteğin kalıcılığının büyük ölçüde politika setinin bütüncül niteliğine bağlı kaldığını göstermektedir.

Varyans ayrıştırması sonuçları, ABD örneğinde politika şoklarının açıklayıcı gücünün diğer ülkelere kıyasla daha görünür olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle işsizlik değişkeninde, tahmin hatası varyansının bir kısmının politika şokları tarafından açıklanması, FED'in kriz döneminde makroekonomik dalgalanmalar üzerindeki yönlendirici rolünü teyit etmektedir. Buna karşılık enflasyon ve reel değişkenlerde, dalgalanmaların büyük ölçüde kendi iç dinamikleri tarafından belirlendiği görülmektedir.

Genel bir değerlendirme yapıldığında, Covid-19 pandemi krizinde FED'in para politikası tepkilerinin hızlı, öngörülebilir ve görece etkili olduğu; politika aktarım mekanizmasının ise diğer merkez bankalarına kıyasla daha güçlü ve istikrarlı biçimde

çalıştığı söylenebilir. Bu bulgular, ABD örneğinde para politikasının kriz yönetiminde merkezi bir rol oynadığını, ancak nihai makroekonomik sonuçların maliye politikası ve kurumsal yapı ile birlikte değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.



Şekil 26. ABD'de Politika Şoklarının Enflasyon, İşsizlik ve Reel Ekonomik Faaliyet Üzerindeki Etkileri: Etki-Tepki Fonksiyonları

4.2.3. Türkiye COVID Etkisi

Çalışmada, para politikası göstergesi olarak ele alınan politika faizi ile işsizlik oranı ve enflasyon oranı arasındaki ilişki, modele kukla değişken olarak dahil edilen Covid-19 pandemisinin etkileri dikkate alınarak incelenmiştir. Bu amaçla çift yönlü etkilerin belirlenmesine de imkân veren Vektör Otoregresif Model yaklaşımı kullanılmıştır. Bu bağlamda, politika faizi, işsizlik oranı ve enflasyon oranı değişkenleri içsel, Covid-19 pandemisinin etkilerini içeren kukla değişken ise dışsal olarak ele alınmıştır.

Öncelikle serilerin durağanlık derecelerini belirlemek amacıyla birim kök testi yapılmıştır. ADF ve Phillips-Perron testlerinin sabitli ve trendli modelli ile hesaplanan test istatistikleri açısından serilerin %5 istatistiksel hata payı ile birinci dereceden durağan olduğu belirlenmiştir. Serilerin durağanlık dereceleri belirlendikten sonra VAR

modelinde kullanılacak uygun gecikme uzunluğu bilgi kriterlerine (LR, AIC, SC, HQ) dikkate alınarak belirlenmiştir. Çalışmada LR test istatistiği uygun gecikme uzunluğunu dört olarak önermektedir. Bu nedenle modelde dört gecikme uzunluğu tercih edilmiştir.

İki VECM spesifikasyonu (temel model ve Covid kuklası içeren model) 2010:01-2023:12 döneminde enflasyon, işsizlik ve politika faizinin birlikte uzun dönemli bir denge etrafında hareket ettiğini göstermektedir. Her iki modelin eşbütünleşme vektörü, işsizliğin uzun dönemde daha düşük olmasının enflasyonu yükseltici yönde (Phillips eğrisiyle uyumlu bir ilişki) ve politika faizinin ise enflasyonla birlikte eş-hareket eden, endojen tepkiyi yansıtan bir değişken olduğunu ima etmektedir. Covid-19 kukla değişkeninin eklendiği modelde işsizlik katsayısının mutlak değerinin artması (≈8.3'ten ≈10.8'e) söz konusu uzun dönemli değiş-tokuşun pandemi dönemi de hesaba katıldığında daha belirginleştiğine işaret etmektedir. Dengeye dönüş hızları açısından, hata düzeltme terimi enflasyon ve işsizlik denklemlerinde beklenen işaret ve anlamlılıkta olup enflasyonun aylık yaklaşık %2,3'ten %3,1'e yükselen bir hızla dengeye yaklaştığını, işsizliğin ise oldukça yavaş (yıllara yayılan) bir düzeltme dinamiğine sahip olduğunu göstermektedir. Politika faizinde pozitif ve anlamlı düzeltme katsayısı, dengenin bozulduğu dönemlerde para politikasının sistematik bir tepki verdiğini teyit etmektedir.

Tablo 17. Türkiye için Uzun Dönem Eşbütünleşme Sonuçları (Temel Model ve Covid-19 Kukla Değişkenli Model)

	Temel Model		COVID **Değişkenli Model**	
Variable	β	t	β	t
Inf_{t-1}	1		1	
$unemp_{t-1}$	8.276	2.463	10.777	3.179
$policy_{t-1}$	-4.366	-4.274	-4.225	-4.552
c	-59.032		-87.159	

Kısa dönem dinamikleri güçlü enflasyon ataleti (bir dönem gecikmeli enflasyon artışının yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi), işsizlikte kademeli ayarlama ve politika faizinde "yumuşatma" davranışı (2-3. gecikmelerde anlamlı pozitif etkiler) ile tutarlıdır. Pandemi etkisini temsil eden kukla değişken yalnızca enflasyon denkleminde pozitif ve anlamlı bulunmuş, işsizlik ve politika faizinin kısa dönem değişimleri üzerinde belirgin bir etki tespit edilmemiştir. Bu bulgu pandeminin arz-yönlü bir şok olarak fiyatlar kanalında daha keskin bir iz bıraktığına işaret etmektedir. Bununla

birlikte, eşbütünleşme katsayılarının nedensellik değil ortak uzun dönemli birlikte hareketi ifade ettiği, özellikle politika faizi-enflasyon birlikteliğinin büyük ölçüde endojen politika tepkisini yansıtabileceği değerlendirilmektedir.

Tablo 18. Türkiye için VECM Kısa Dönem Dinamikleri (Temel Model ve Covid-19 Kukla Değişkenli Model)

	Baseline Model			Model with COVID Dummy		
Variable	Δinf	$\Delta unemp$	$\Delta policy$	Δinf	$\Delta unemp$	$\Delta policy$
ECM	-0.022917** (0.01161) [-1.97331]	-0.005345** (0.00269) [-1.98524]	0.017028*** (0.00597) [2.85243]	-0.030538*** (0.01182) [-2.58276]	-0.005912** (0.00279) [-2.11672]	0.016059** (0.00626) [2.56473]
Δinf_{t-1}	0.616566*** (0.08102) [7.61044]	0.013421 (0.01878) [0.71450]	0.100826** (0.04165) [2.42107]	0.575014*** (0.08075) [7.12105]	0.015833 (0.01907) [0.83011]	0.104790** (0.04276) [2.45056]
Δinf_{t-2}	-0.212901** (0.09464) [-2.24950]	-0.042492* (0.02194) [-1.93646]	-0.093668* (0.04865) [-1.92531]	-0.233918** (0.09300) [-2.51527]	-0.040522* (0.02197) [-1.84473]	-0.090818* (0.04925) [-1.84405]
Δinf_{t-3}	0.148568 (0.09644) [1.54058]	0.032292 (0.02236) [1.44428]	0.013715 (0.04957) [0.27666]	0.128125 (0.09465) [1.35370]	0.033271 (0.02236) [1.48825]	0.016565 (0.05012) [0.33050]
Δinf_{t-4}	0.062196 (0.08357) [0.74423]	-0.005204 (0.01938) [-0.26857]	-0.086708** (0.04296) [-2.01841]	0.034158 (0.08244) [0.41436]	-0.002861 (0.01947) [-0.14694]	-0.082150* (0.04365) [-1.88180]
$\Delta unemp_{t-1}$	0.282189 (0.34154) [0.82622]	0.238402*** (0.07919) [3.01063]	-0.108321 (0.17557) [-0.61698]	0.388578 (0.33682) [1.15367]	0.245887*** (0.07956) [3.09071]	-0.136212 (0.17837) [-0.76366]
$\Delta unemp_{t-2}$	-0.182080 (0.35051) [-0.51947]	-0.207368** (0.08127) [-2.55173]	-0.023179 (0.18018) [-0.12864]	-0.045863 (0.34798) [-0.13180]	-0.199115** (0.08219) [-2.42252]	-0.049992 (0.18428) [-0.27129]
$\Delta unemp_{t-3}$	-0.312070 (0.34552) [-0.90319]	-0.077107 (0.08011) [-0.96253]	-0.432635** (0.17761) [-2.43585]	-0.225521 (0.33989) [-0.66352]	-0.071891 (0.08028) [-0.89549]	-0.452798** (0.17999) [-2.51565]
$\Delta unemp_{t-4}$	0.346006 (0.33885) [1.02112]	-0.181054** (0.07856) [-2.30460]	0.264131 (0.17418) [1.51640]	0.411272 (0.33278) [1.23587]	-0.174543** (0.07860) [-2.22057]	0.244326 (0.17623) [1.38642]
$\Delta policy_{t-1}$	0.116722 (0.15443) [0.75583]	-0.001654 (0.03580) [-0.04619]	0.198257** (0.07938) [2.49750]	0.116865 (0.15135) [0.77216]	-0.004142 (0.03575) [-0.11588]	0.198443** (0.08015) [2.47592]
$\Delta policy_{t-2}$	0.025063 (0.15004) [0.16703]	-0.035397 (0.03479) [-1.01752]	0.309164*** (0.07713) [4.00839]	0.017354 (0.14731) [0.11781]	-0.038875 (0.03479) [-1.11729]	0.306427*** (0.07801) [3.92806]
$\Delta policy_{t-3}$	-0.076126 (0.15898) [-0.47884]	-0.011571 (0.03686) [-0.31391]	0.445575*** (0.08172) [5.45234]	-0.083695 (0.15587) [-0.53696]	-0.015751 (0.03682) [-0.42782]	0.438253*** (0.08254) [5.30940]
$\Delta policy_{t-4}$	-0.310639* (0.17297) [-1.79586]	0.007782 (0.04010) [0.19404]	0.035108 (0.08892) [0.39485]	-0.318539* (0.16903) [-1.88448]	0.003913 (0.03993) [0.09802]	0.024387 (0.08951) [0.27244]
c	0.164685 (0.20613) [0.79893]	-0.009858 (0.04779) [-0.20627]	0.067778 (0.10596) [0.63965]	-0.084972 (0.22054) [-0.38529]	0.004869 (0.05209) [0.09347]	0.100840 (0.11679) [0.86341]
COVID2				1.673286*** (0.59258) [2.82373]	-0.080520 (0.13997) [-0.57528]	-0.208643 (0.31381) [-0.66487]
R^2	0.370384	0.203259	0.404061	0.400987	0.213266	0.398263
Adj. R^2	0.315451	0.133745	0.352066	0.344323	0.138845	0.341342

SONUÇ

COVID-19 salgını, ilk olarak 2019 yılının Aralık ayı sonunda Çin'de ortaya çıkmış ve kısa bir süre içinde küresel ölçekte yayılım göstermiştir. Virüsün bulaşma hızını azaltmak amacıyla uygulamaya konulan karantina uygulamaları ile diğer kısıtlama tedbirleri, toplumsal hareketliliği ve ekonomik faaliyetleri en düşük seviyelere çekmiştir.

Bu nedenle politika yapıcılar, ekonomik tedbirler alarak iktisadi daralmanın önüne geçmeye çalışmıştır. Pandemi sürecinde ülkeler genişletici para ve maliye politikalarını kullanarak piyasayı desteklemiştir. Bu aşama da merkez bankaları farklı stratejiler izleyerek süreci yönetmeye çalışmıştır. Salgının etkilerini göstermesi ve iktisadi faaliyet hacminin daraldığı ve ekonomik daralmanın meydana gelmesiyle birlikte merkez bankalarının birçoğu faiz indirimi yöntemine başvurmuştur. Alınan önlemlerin ülkeden ülkeye farklılaştığı görülmektedir. Gelişmiş ülkeler ekonomi politikalarının uygulanmasında daha fazla kaynağa ve yönteme olmasına karşılık, gelişmekte olan ülkelerin ise sınırlı kaynağa sahip olduğunu ve manevra alanın daha kısıtlı olduğu söylenebilir. Alınan önlemlerin kapsamı ekonomilerin kendine has özellikleri tarafından belirlense de birbirinden çok farklı ülkeler arasında pek çok ortak nokta bulmak mümkündür. Bu çalışmada COVID-19 döneminde merkez bankaları tarafından uygulanan politikaların ölçülmesi ve karşılaştırılması; önlemlerin çeşitliliğini belirleyen faktörler ve önlemlerin etkinliği konusu üzerinde araştırma yapılmıştır. Daha açık bir ifadeyle, ilgili dönemde pandeminin seçili ülkelerin makroekonomik göstergelerine olan olumsuz etkisini göstermek ve merkez bankalarının uyguladığı genişletici para politikası sonrasında söz konusu göstergelerde ne gibi değişiklikler olduğunu ortaya koymaktır.

Öte yandan, salgının etkilerinin en yoğun hissedildiği alanlardan biri de işgücü piyasaları olmuştur. Covid-19 pandemisinin beraberinde getirdiği belirsizlikle ve işgücü piyasaları üzerinde olumsuz etkiler yaratarak istihdamın azalmasına ve işsizlik oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Üretimin birden fazla sektör için durgunluk halini alması, hizmet sektöründe ortaya çıkan olumsuz sonuçlar sebebiyle pandeminin oluşturduğu etkiyle beraber işsizlik daha yüksek seviyelere tırmanmıştır. Ele alınarak değerlendirme yapılan ülkelerin 2020 yılının ikinci ve üçüncü çeyrek dönemlerinde

işsizlik oranlarında artış gözlendiği ifade edilebilir. Söz konusu ülkelerin tamamı aynı dönemlerde benzer eğilimler sergilemiştir.

2020 yılını ikinci çeyrek döneminde itibaren ekonomik büyüme rakamlarında düşüşün gerçekleştiği söylenebilir. Ayrıca Covid-19 pandemisinin ciddi ölçüde etki bıraktığı bir diğer ekonomik göstergenin enflasyon olduğu görülmektedir. Pandeminin piyasaların üzerinde sert bir etki gösterdiği söylenebilir. Pandeminin enflasyon üzerindeki etkisi ele alındığında, enflasyonun özellikle pek çok Avrupa ülkesi ve ABD'de geçici olacağı izlenimi hakim olmuştur. Ancak zamanla daha ağır bir etki bıraktığı gözlemlenmiştir. Pandemi dönemi boyunca Türkiye ekonomisi salgının etkisiyle enflasyonist baskıların en yoğun şekilde hissedildiği ekonomi olduğu görülmektedir. Pandemi dönemi öncesi ile 2021 yılı son çeyrek döneminde enflasyon oranı %15,54 artmıştır. Sonuç olarak küresel anlamda etkili olan Covid-19 pandemisinin olumsuz etkileri, incelenen tüm ülkeler tarafından hissedilmiştir. Bu etkilerin şiddeti ise ülkelerin süreç içerisinde uygulamış olduğu kontrol mekanizması kararları ve ekonomik politikalar ile doğrudan ilgilidir.

KAYNAKÇA

Acar, M. (2020). Korona Sonrası Dünya: Ekonomik, Sosyal ve Akademik Hayatta Ne Değişecek, Ne Değişmeyecek?. M. Şeker, A. Özer ve C. Korkut (Eds.), *Küresel Salgının Anatomisi: İnsan ve Toplumun Geleceği* içinde (ss. 283-301). Ankara: Türkiye Bilimler Akademisi.

Acet, H. (2009). Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Teori, Politika ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(17), 20-49.

Adıgüzel. M. (2020). COVİD-19 Pandemisinin Türkiye Ekonomisine Etkilerinin Makroekonomik Analizi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 19*(37), 191-221.

Akça, M. (2017). *Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Analiz.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Akça, M. (2022). *Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Finansal İstikrar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama (2011-2019).* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Akdeniz, C. (2016). *Türkiye'de Finansal İstikrarın Para Politikası Üzerine Etkisi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Akın, F. (2018). Ekonomilerin En Büyük Problemi Olan İşsizlik Neden Çözülemiyor?. *İş Ve Hayat*, *4*(7), 82-99.

Akkılıç, S. (2010). *Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Örneği.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Akkutay, A. E. (2019). *Enflasyonun Makroekonomik Dinamikleri: Teorik Uygulama.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Aksoy, N. C. (2018). *Merkez Bankası Para Politikası Araçlarının Banka Karlılık Performansları Üzerindeki Etkisi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü, İstanbul.

Aktaş, H. (2023). *2008 Küresel Krizi Sonrasında TCMB Para Politikası.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziantep.

Al, İ., ve Demirel, S. K. (2022). Türkiye'nin Makroekonomik Performansının Topsıs Yöntemiyle Değerlendirilmesi: 2002-2019 Dönemi. *Journal of Mehmet Akif Ersoy University Economics and Administrative Sciences Faculty, 9*(1), 202-222. https://doi.org/10.30798/makuiibf.860476

Alacahan Dilbaz, N. (2011). Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Döviz Kuru İlişkisi. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Altındaş, M. (2018). *Bağımsız Para politikası Çerçevesinde Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Katsayısının Analizi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne.

Arsarı, A. N. (2023). *Para politikası bağlamında 2008 Küresel Krizinin Etkileri: Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tekirdağ.

Atasoy, F. (2023). *Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Konut Fiyatlarına Etkisi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Okan Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, İstanbul.

Aydın, F. F. ve Karabacak, N. (2020). Covid 19'un Küresel Makroekonomik Etkileri. P. Tosun (Ed.), *5. Uluslararası GAP İşletme Bilimleri ve Ekonomi Kongresi* içinde (s.2-18). Bursa: Uludağ Üniversitesi.

Bakan, S. ve Akçacı, T. (2015). 7. Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Ekonomisi İçi Beklenti Kanalının Geçerliliği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,* (44), 68-78.

Bakırtaş, İ. ve Ozan, E. (2021). COVID-19'un Ekonomik Etkileri Üzerine Genel Bir İnceleme. *Aksaray Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, *13*(4), 59-74.

Bakkal, S. ve Gürdal, T. (2014). İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. *Akademik İncelemeler Dergisi, 2*(2), 147-173.

Balcı, Y. ve Çetin, G. (2020). COVID-19 Pandemi Sürecinin Türkiye'de İstihdama Etkileri ve Kamu Açısından Alınması Gereken Tedbirler. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *19*(37), 40-58.

Barut, A. ve Yerdelen Kaygın, C. (2020). Covid-19 Pandemisinin *Seçilmiş Borsa Endeksleri Üzerine Etkisinin İncelenmesi. Gaziantep Üniversitesi Sosyal*

Bilimler Dergisi, *19*(COVID-19 Special Issue), 59-70. https://doi.org/10.21547/jss.773237

Bayramoğlu, Ö. (2024). *Covid-19 Pandamisinin Makroekonomik Değişkenler Üzerinde Etkisi: Karşılaştırmalı Ülkeler Analizi.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziantep.

Berber, M. (2024). *İktisadi Büyüme ve Kalkınma.* Bursa: Ekin Basım Yayınevi.

Berber, M. ve Bayraktar Daştan, C. (2020). Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi ve Etkinliği. *Karadeniz Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, *1*(1), 1-19.

Bulut, S. (2022). *Bir Uluslararası Güvenlik Problemi Olarak COVID-19 Pandemisi ve Küresel Sisteme Etkileri.* İstanbul: Medipol Üniversitesi Yayınları.

Cengiz, V. (2015). Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular. *Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* (33), 225-247.

Ceylan, E. (2010). *Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye'de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Coşkun, A. E. (2022). BRICS-T Ekonomilerinin Makroekonomik Performanslarının Değerlendirilmesi: Entropi Tabanlı WASPAS Yaklaşımı. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 21(45), 1320-1340. https://doi.org/10.46928/iticusbe.1134477

Coşkun, F.K. (2022). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi: Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Çamlıca, F. (2015). *Avrupa Merkez Bankası ve Finansal İstikrar.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Çelik, F. (2019). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Finansal İstikrar Üzerine Etkisi: Türkiye örneklemesi.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Necmettin Erbakan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Çelik, M. (2008). *Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Dağlaroğlu, T. (2013). *Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Teoride ve Pratikte Enflasyon Hedeflemesi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Doğan, H. (2022). Türkiye'nin Makroekonomik Performansının 2010-2020 Yılları İçin CRITIC Temelli ARAS Yöntemi ile Değerlendirilmesi. Asya Studies-Academic Social Studies / *Akademik Sosyal Araştırmalar*, *6*(19), 189-202.

Duran, M. S. ve Acar, M. (2020). Bir Virüsün Dünyaya Ettikleri: Covid-19 Pandemisinin Makroekonomik Etkileri. *International Journal Of Social and Economic Sciences, 10*(1), 54-67.

Duygulu, A. A. (2016). Döviz Kuru İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *13*(1), 105-116.

Eğilmez, M. (08.09.2020). *Para Politikası Araçları El Kitabı.* Kendime Yazılar. https://www.mahfiegilmez.com/2020/09/para-politikas-araclar-el-kitab.html. (Erişim Tarihi: 08.09.2025).

Ekinci Hamamcı, E. D. ve Şahinoğlu, T. (2020). Temel Bileşenler Analiziyle Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Makroekonomik Performansı. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, *15*(60), 728-745. https://doi.org/10.19168/jyasar.660194

Emek, F.Ö. (2020). *Enflasyonun Gelir Eşitsizliği Üzerindeki Etkisinin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Engin, B. (2012). Bir Para Politikası Aracı Olarak Enflasyon Hedeflemesi. *Sosyal Bilimler Dergisi,* (2), 45-53.

Erarslan, C. ve Katı, E. (2015). 8. Parasal Aktarım Mekanizması ve Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,* (44), 79-91.

Erdem, U. (2022). *Sürdürülebilir Kalkınma Çerçevesinde Türkiye'de Uluslararası Göç Politikaları ve Göç Yönetimi.* Bursa: Ekin Yayınevi.

Eren, S. (2000). *100 Soruda Para ve Para Politikası.* İstanbul: Gerçek Yayınevi.

Ergin, A. ve Aydın, H. İ. (2017). Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, *7*(1/1), 63-75.

Ergin, O. M. (2024). *COVID-19'un Ekonomiye Etkileri: Merkez Bankası Politikaları ve Önlemleri.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Erzurum Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Eroğlu, N. ve Kara, F. (2017). Türkiye'de Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin Var Analizi İle İncelenmesi. *İstanbul İktisat Dergisi, 67*(2), 59–88.

Ertan, A. (2019). *Merkez Bankası Bağımsızlığının Önemi ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Eryüzlü, H. (2020). Covıd-19 Ekonomik Etkileri Ve Tedbirler: Türkiye'de "Helikopter Para" Uygulaması. *Ekonomi Maliye İşletme Dergisi, 3*(1), 10-19.

Eşsiz, P. F. (2016). *Finansal İstikrar ve Finansal İstikrarın Sağlanmasında Makro İhtiyati Politikaların Rolü: Uygulamalı Bir Analiz (2000-2013).* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Federal Reserve System. (2020–2023). *Federal Open Market Committee (FOMC) statements and monetary policy reports.* https://www.federalreserve.gov (Erişim Tarihi: 10.10.2025)

Fischer, S. (1994). *Modern Central Banking.* London: Bank of England.

Gedik, A. (2021). Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: Fisher Hipotezinin Türkiye İçin Geçerliliği. *Avrupa Bilim Ve Teknoloji Dergisi,* (27), 615-624.

Gedikli, A. (2017). Gedikli, A. (2017). Para politikası aracı olarak faiz koridorunun etkinliği üzerine bir değerlendirme: Örnek ülke deneyimleri. *Sosyal Bilimler Metinleri*, (1), 24-40.

Gezer, A.M. (2019). *Finansal İstikrar ve Reel Ekonomi Arasındaki İlişki: Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya.

Gojayev, K. (2022). *Küreselleşme Sürecinde Para Politikasındaki Gelişmeler ve Ekonomik Etkileri: Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Gökçegöz, K. (2023). *COVID-19 Salgınının Türkiye ve ABD Ekonomilerine Etkilerinin Karşılaştırmalı Analizi.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Tokat.

Göklemez, B. (2011). *Para Politikası Aktarım Mekanizması ve Türkiye'de Etkinliği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Gökova, H. (2018). *Para politikasının Merkez Bankası Sermaye Maliyetine Etkisi: Türkiye'deki para politikası uygulamaları (1980-2017).* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Gül, E. ve Gürbüz, A. A. (2015). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,* (14), 63-85

Gültekin, T. ve Cinel, E. A. (2024). Pandeminin Etkileri ve Pandemi Sürecinde Uygulanan Ekonomi Politikaları. *Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimler Alanında Uluslararası Araştırmalar, XXVII*. İstanbul: Eğitim Yayınevi.

Gündoğdu Keskin, S. (2022). *Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Etkileri: T.C.M.B. örneği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Güven Ayvaz, T.E. (2016). *Cari Açık İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye ve Brezilya örneği (1980-2015).* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.

Güvenoğlu, H. ve Karahan, Ö. (2021). Türkiye'de Döviz Kurunun Temel Dinamikleri. *Yönetim Ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, *19*(4), 66-82.

Hacıevliyagil, N., ve Gümüş, A. (2020). Covid-19'un En Etkili Olduğu Ülkelerde Salgın-Borsa İlişkisi. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *19*(COVID-19 Special Issue), 354-364.

Haymana Tiryaki, H. (2013). *Teorik ve Ampirik Açıdan Gelir Dağılımı ve İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Çalışma.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

International Labour Organization (ILO). (2021). *World Employment and Social Outlook: Trends 2021.* Geneva: International Labour Office.

International Monetary Fund (IMF). (2020–2024). *World Economic Outlook database.* https://www.imf.org/en/Publications/WEO (Erişim Tarihi: 10.10.2025)

International Monetary Fund (IMF). (2022). *World Economic Outlook: Countering the Cost-of-Living Crisis.* Washington, DC: IMF.

İlhan, A. (2018). *Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.

İşler, D. ve Özkan, T. (2021). Türkiye ve Diğer Bazı Ülkelerdeki Makroekonomik Değişkenler ve Döviz Kuru Arasındaki İlişki. *Finans Ekonomi Ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, *6*(2), 336-358.

Kaplan, O. S. (2022). Türkiye'de Para Politikası Şoklarının Çıktı Üzerine Etkisi. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.

Kara, A. (2012). *Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler. Yayımlanmamış Uzman Yeterlilik Tezi.* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.

Kara, F. (2017). *Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Kriz Performans Göstergelerine Olan Etkisi: Türkiye analizi.* Yayımlanmamış Doktora Tez. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Kara, F. (2018). *Temel Kavram Analizlerle Türkiye Ekonomisi.* Bursa: Ekin Yayınevi.

Karabacak, N. (2022). *Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde COVİD-19'un Politika Boyutunun Mekansal Panel Veri Yaklaşımı İle Analizi.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Van.

Karabıyık, C. (2019). *Türkiye'de Uluslararası İktisadi Dalgalanmaların Yayılma Etkisi ve Para Politikası Asimetrisi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.

Karahan, Ö. ve Gencür, A. S. (2019). Döviz Kuru Geçişkenliği ve Merkez Bankası Politikaları. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, *8*, 381-387.

Karahan, P. (2016). *Para Politikasının Banka Kredi Kanalı Yolu İle Reel Etkileri ve Banka Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenliği: Türkiye Örneği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Karakaya, Y. F. (2022). *Covid-19 Pandemisinin Makroekonomik Etkileri: Ülkelerarası Mukayeseli Analiz.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aksaray.

Karakış, L. (2019). Türkiye'de Döviz Kuru İle Enflasyon Oranı Arasındaki İlişki (2000-2018). *Artuklu Kaime Uluslararası İktisadi Ve İdari Araştırmalar Dergisi*, *2*(1), 83-93.

Karanfil, N. (2020). *2008 Küresel Finans Krizi Sonrası TCMB'nin Para Politikası Duruşu ve Etkilerinin Analizi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.

Karaş, Z. (2017). 2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, *10*(48), 630-639.

Kasap, O. (2019). *Para politikası aktarım mekanizması: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama (2001:2017).* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Kılıçkan, Z. (2014). *Fiyat İstikrarı ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.

Kılınçel, O. ve Çetinkaya, M. (2024). ABD VE Japonya Merkez Bankalarının 2008 Küresel Finansal Krizinde ve COVİD-19 Pandemisinde Uyguladığı Para Politikaları. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, *59*(4), 2526–2555.

Kocaay, F. ve Yücel, A. (2022). *Geçmişten Günümüze Salgın Hastalıkların Tarihi.* İstanbul: Medipol Üniversitesi Yayınları.

Koç, S. (2017). *Türkiye'de Para Politikasının Ödemeler Bilançosuna Etkisi: 2003-2015.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

Korkmaz, Ö. (2023). Enflasyon Oranını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: 2007-2023 Dönemi Türkiye Ekonomisi İçin Bir Uygulama. *Hak İş Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi*, *12*(34), 352-378.

Korkmaz, S. ve Bayır, M. (2015). Döviz Kuru Dalgalanmalarının Yurtiçi Fiyatlara Etkisi. *Niğde Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8*(4), 69-85.

Korkut, Y., Eker, M., Zeren, F. ve Altunışık, R. (2020). COVID-19 Pandemisinin Turizm Üzerindeki Etkileri: Borsa İstanbul Turizm Sektörü Üzerine Bir İnceleme. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 19*(COVID-19 Special Issue), 71-86. https://doi.org/10.21547/jss.774557

Kurtulmuş, S. (2011). Avrupa Birliği'nde İşsizlik ve İşsizliği Önleme Politikaları. *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi,* (41-42), 159-180.

Kurum, M. E. (2019). *Geleneksel olmayan para politikaları ve makroekonomik istikrar ilişkisi: Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Küçükbay, F., Uysal, D. ve Çırak, A. N. (2021). Covid-19 Salgının Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi. *Aksaray Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 13*(4), 15-20. https://doi.org/10.52791/aksarayiibd.985481

Mammadov, T. (2022). COVİD-19 Pandemisinin Dünya Ekonomisine Etkisi. *International Journal of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies, 8*(37),11-17.

Mishkin, F.S. (1996). *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective.* NBER Working Paper Series

Oktar, S., Eroğlu, N. ve Eroğlu, İ. (2015). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabalar. *Marmara Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, *35*(2), 1-28.

Onaran, Z. A. (1995). *Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Onay, H. (2024). *Gıda Fiyatlarının Belirleyicileri ve Enflasyonist Etkileri: OECD Ülkeleri Üzerine Bir İnceleme.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Van.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2023). *Employment Outlook 2023: Artificial Intelligence and the Labour Market.* Paris: OECD Publishing.

Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması.* Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

Öner, S. (2015). *Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Gelişimi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü, İstanbul.

Özat, R. (2022). *Ar-Ge Harcamaları ve Yüksek Teknolojili Ürün İhracatının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Kayseri Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Kayseri.

Özcan, S. (2006). *Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki. Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi.* Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi. TCMB Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü, Ankara.

Özdemir Altınışık, E. (2024). *Para Arzının Kontrolü ve Enflasyon İlişkisi: Para Politikası Uygulamaları İle Analizi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Özdemir, M. (2005). *Enflasyon hedeflemesi teorisi: Gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliği ve Türkiye.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.

Özenen Kavlak, M., Günsoy, B., Şenyel Kürkçüoğlu, M. A., Çabuk, S. N. ve Dabanlı, A., (2021). Covid-19 pandemisinin Avro bölgesinde büyüme, işsizlik, enflasyon ve endüstriyel üretim üzerine etkileri. *Business and Economics Research Journal*, *12*(4), 767-786.

Özge, C. (2023). *Covid-19'un Ekonomik Etkileri: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Nevşehir.

Özgüven, A. (1988). *İktisadi Büyüme ve Kalkınma, Sosyal Kalkınma, Planlama ve Japon Kalkınması. İktisadi Büyüme ve Kalkınma.* İstanbul: Filiz Kitabevi.

Özhuy, A. T. ve Yayar, R. (2024). Döviz Kurunun Yurtdışı Fiyatlara Geçiş Etkisi; Kırılgan Beşli Üzerinde Bir Uygulama. *Journal of International Management Educational and Economics Perspectives*, *12*(1), 91-103.

Öztürk, N. (2021). *Para Politikasında Yeni Yaklaşımlar ve Finansal Kesim İle Etkileşimi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü, İstanbul.

Peçe, A.M. (2020). *Beşeri Sermaye ve Dış Ticaretin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Türkiye ve Avrupa Birliği Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Analiz.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Bartın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bartın.

Pehlivan, M., Kaya, A. ve Keleş, S. S. (2021). Covid-19'un Makroekonomik Etkileri ve Seçilmiş Ülkelerde Covid-19 Döneminde Uygulanan Maliye ve Para Politikaları. *Akademik Hassasiyetler, 8*(17), 105- 135.

Pınar, A. (2022). *COVID-19 Küresel Salgınının Ekonomik Etkileri.* İstanbul: Medipol Üniversitesi Yayınları.

Prabheesh, K. P., Wickramarachchi, V., & Kumar, S. (2024). Assessing the impact of US monetary policy on foreign currency debt and credit growth in emerging markets during the COVID-19 pandemic. *Emerging Markets Finance and Trade*, *60*(10), 2313-2329.

Serel, A. ve Özkurt, İ. C. (2019). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Yönetim Ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, *12*(22), 56-71.

Sever, E. ve Mızrak, Z. (2007). Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, *7*(13), 264-283.

Sever, H. (2018). Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması; 1994-2017 Dönemi. *Sakarya Üniversitesi İktisat Dergisi*, *7*(2), 44-68.

Sevinir, D. (2024). Ekonomik Büyüme ve İşsizlik Arasındaki İlişki: Türkiye örneği (2000-2021). Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Sümer Ladin, A. (2019). *Merkez Bankası Faiz Kararlarının Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi: Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Sürmeli, O. (2014). *Merkez Bankası Faiz Kuralı Çerçevesince Taylor Kuralının İncelenmesi.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Şahan, B. (2018). *Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Faiz Politikasının Etkisi.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.

Şahin, Ö. (2021). *COVID-19 Pandemi Sürecinde Merkez Bankaları Politikalarının Karşılaştırmalı Analizi.* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Batman Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Batman.

Şanlı, Y. E. (2024). *COVİD 19'un Para Politikaları Etkileri: Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Örneği.* İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Şeker, H. ve Demirel, B. (2019). 2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme. *Politik Ekonomik Kuram, 3*(1), 1-18.

Şimşek, L. (2010). *Finansal İstikrarın Sağlanmasında Merkez Bankalarının Rolü ve Türkiye örneği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Taş, Ş. (2020). *Döviz Kuru Rejimlerinin Finansal İstikrar Üzerine Etkisi ve Politika Önerileri: Türkiye Örneği.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.

Tayar, T., Gümüştekin, E., Dayan, K. ve Mandi, E. (2020). Covid-19 Krizinin Türkiye'deki Sektörler Üzerinde Etkileri: Borsa İstanbul Sektör Endeksleri Araştırması. *Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (Salgın Hastalıklar Özel Sayısı), 293-320.

Tekman, N. (2023). *Ekonomik Büyüme Bağlamında Finansal İstikrar ve Ekonomik Özgürlükler: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Panel Veri Analizi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Tuna, A., Öner, S. ve Öner, H. (2015). Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Optimal Kullanımı ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Önemi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, *29*(2), 219-232.

Türkcan, Ergun. (1982). *IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye.* Ankara: Savaş Yayınları.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (2020–2023). *Enflasyon raporları ve para politikası metinleri.* https://www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 10.10.2025)

Türkiye Cumhuriyet Merkeze Bankası (TCMB). (2006). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.* www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesi Rejimi.php (Erişim Tarihi: 10.10.2025)

Türkiye Cumhuriyet Merkeze Bankası (TCMB). (2020). Enflasyon Raporu: 30 Ocak 2020.https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/enflasyon+raporu/ (Erişim Tarihi: 10.10.2025)

Usta, C. (2023). *Covid-19 Pandemisi Ekseninde Belirsizlik ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: BRICS-T Ülkeleri Üzerine P-SVAR Analizi.* Yayımlanmamış Doktora Tezi. Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.

Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi.* Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi. TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.

World Bank. (2020–2024). *World Development Indicators: Inflation, consumer prices (annual %).* https://data.worldbank.org (Erişim Tarihi: 10.10.2025)

World Bank. (2022). *Global Economic Prospects, June 2022 – Post-Pandemic Employment Recovery.* Washington, DC: World Bank.

World Bank. (2025). World Development Indicators: Unemployment, total (% of total labor force) (modeled ILO estimate). ILOSTAT https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS (Erişim Tarihi: 10.10.2025)

Yalınpala Çokgezen, J. ve Keskin Gündoğdu, S. (2022). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrara Etkisi: TCMB Örneği. *Artuklu Kaime Uluslararası İktisadi Ve İdari Araştırmalar Dergisi,* (C.Kongre Özel Sayısı), 169-201.

Yanar, R. (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejim Tercihinin Makro Ekonomik Performans Üzerine Etkileri. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *7*(2), 255-270.

Yavuz, V. (2018). *Enflasyon ve Refah Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama (1987-2017).* Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Yıldırım, S. (2024). *Enflasyon Bekleyişleri Belirsizliği ve Para Politikası: Davranışsal İktisat Bağlamında TCMB Üzerine Bir İnceleme.* Yayımlanmamış Yüksek Doktora Tezi. Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.

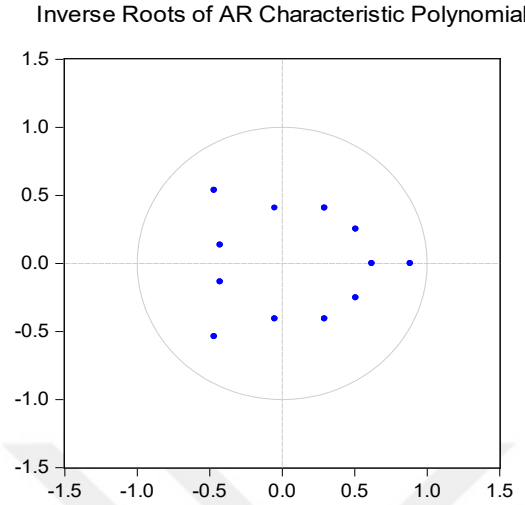
Yıldız, N., Karşıyakalı, B. ve Aydın, Ü. (2020). Yeni Para Politikası Yaklaşımı Çerçevesinde Kullanılan Rezerv Opsiyon Mekanizması Etkinliğinin Analizi. *Yönetim Ve Ekonomi Dergisi*, *27*(3), 681-702.

Yılmaz, S. A. (2024). *Türkiye'de Genç İşsizlik ve İstihdam Politikaları (2000-2023).* Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Diyarbakır.

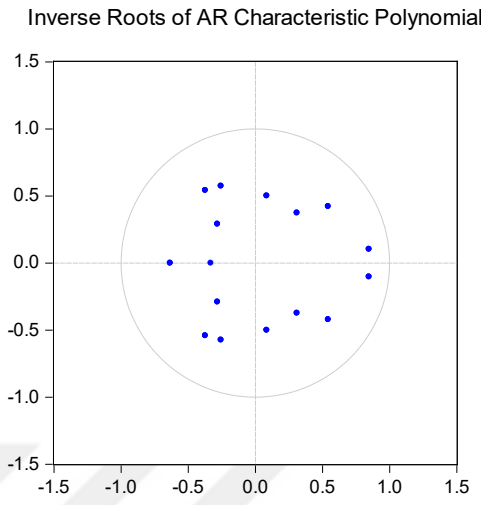
Yiğiter, Ş. Y. ve Karabulut, T. (2020). Pandemi döneminde finansal piyasaların güven endeksleri açısından incelenmesi. *International Marmara Social Sciences Congress* IMASCON 2020-Autumn içinde (s. 413-426). Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi

EK 1. AR Kökleri

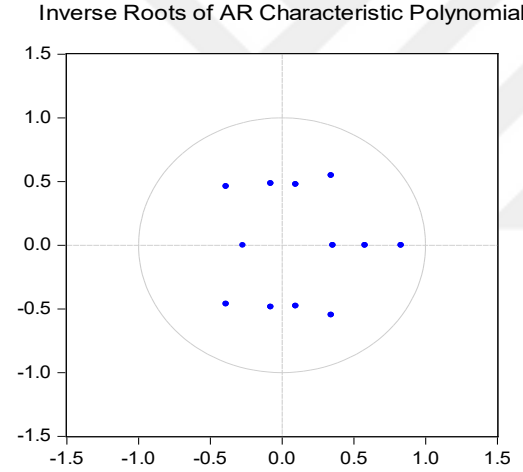
Brezilya



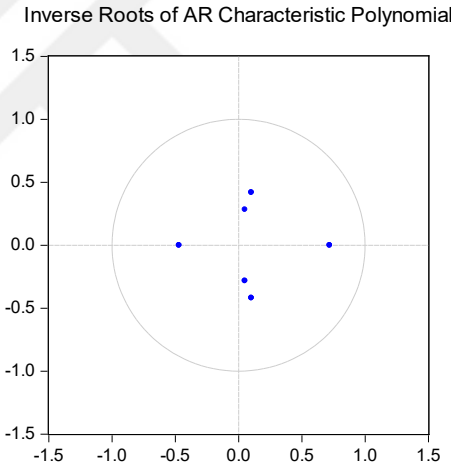
Avrupa



Türkiye



Hindistan



Amerika

