

## TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN COVID-19 PANDEMİSİNE KARŞI PARA POLİTİKASININ BİR DEĞERLENDİRMESİ (\*)

### AN ASSESSMENT OF THE MONETARY POLICY RESPONSE OF THE CENTRAL BANK OF TURKEY TO THE COVID-19 PANDEMIC

Serpil KUZUCU<sup>(1)</sup>

**Öz:** COVID-19 Pandemisi tüm dünya ekonomilerini etkilemiştir. Salgının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak için hükümetler 2008 Küresel Finansal Krizinde olduğu gibi para ve maliye politikalarına başvurmuştur. Bu çerçevede, merkez bankalarının en yaygın olarak uyguladığı politika yine parasal genişleme olmuştur. Gelişmiş ekonomilerde, parasal genişlemeye transfer ödemeleri gibi maliye politikaları eşlik ettiğinden, para politikalarının olumsuz etkileri nispeten düşük olmuştur. Türkiye'de ise, maliye politikalarının sınırlı olması ve para arzı ve kredilerdeki aşırı genişleme sonucunda enflasyon ve döviz kurları üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkmıştır. Çalışmanın amacı, pandemi krizinin ortaya çıkmasından sonra Türkiye'de uygulanan Merkez Bankası politikalarının etkinliğini ve alınan finansal önlemleri değerlendirmektir. Çalışma, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın politikalarını ve sonuçlarını uluslararası karşılaştırmalarla sunmakta ve önerilerde bulunmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Para Politikası, Covid-19, Parasal Genişleme

**Abstract:** The COVID-19 Pandemic has affected all the economies globally. In order to reduce the adverse effects of the pandemic on the economy, governments have resorted to fiscal policies and monetary policies as they did in the 2008 Global Financial Crisis. In this framework, the most common policy that is conducted by the central banks has been quantitative easing again. The adverse effects of the monetary policies have been relatively low in developed economies since the monetary expansion was accompanied with fiscal policies such as transfer payments. However in Turkey, the negative effects on inflation and exchange rates arose due to the huge expansion in money supply and credits as the fiscal policies were limited. The aim of this study is to assess the effectiveness of the Central Bank policies and the financial measures taken in Turkey after the emergence of the pandemic crisis. The paper presents the policies of the Central Bank of Turkey and their results with international comparisons and provides recommendations.

**Keywords:** Monetary Policy, Covid-19, Quantitative Easing

**JEL:** E52, E58

---

(\*) 24-45 Ağustos 2021 tarihinde düzenlenen Uluslararası Avrasya Ekonomileri Konferansı'nda sunulan bildirden üretilmiştir.

(1) Beykent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık (İng.) Bölümü; serpilkuzucu@beykent.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2949-4086  
Geliş/Received: 03-11-2021; Kabul/Accepted: 27-01-2022

## 1. Giriş

İlk kez Aralık 2019'da Çin'in Wuhan kentinde ortaya çıkan Covid-19 Pandemisi, hızlı bir şekilde tüm dünyaya yayılmış ve 2020 yılının Mart ayında tüm ülkelerde görülmeye başlamıştır. 11 Mart 2020'de Dünya Sağlık Örgütü (WHO), Covid-19 salgınının küresel bir pandemi olduğunu resmî olarak ilan etmiştir. Covid-19'un küresel bir pandemi olarak ilan edilmesiyle birlikte ülkeler, seyahat ve sokağa çıkma yasakları uygulamaya başlamıştır. 2020 Mart ayının sonunda dünya genelinde 750.000 kadar kesinleşen vaka sayısına ve 36.000 kadar ölüm sayısına ulaşılmış ve 100'ün üzerinde ülkede sokağa çıkma yasağı uygulanmaya başlanmıştır (WHO, 2020). Virüs bahar ve yaz aylarında da yayılmaya devam etmiştir. Kısıtlamaların neticesinde vaka sayıları yaz aylarında azalmasına karşın, Eylül'den sonra ikinci dalgayla karşı karşıya kalınmıştır. 2020 yılının sonunda farklı aşuların geliştirilmesi ve Dünya Sağlık Örgütü'nün onayladığı aşuların çoğalması olumlu bir hava yaratsa da aşuların tedarikinde yaşanan sorunlardan dolayı Mart 2021'de üçüncü dalgayla tüm dünyada vaka sayılarında artışlar meydana gelmiştir.

Pandemi, küresel ekonomik faaliyetlerin aniden durmasına neden olmuştur. Pandeminin başladığı dönemde yapılan araştırmalar, 2020 yılında ekonomik küçülme olacağına işaret etmiştir. Pandeminin küresel talebi azaltabileceği, üretimdeki aksamalar nedeniyle dünya ekonomisinin arz yönünden de etkileneceği ve ekonomik durgunluğa yol açabileceği belirtilmiştir (Eichenbaum, Rebelo ve Trabandt, 2020: 28; Fornaro ve Wolf, 2020: 1). Fernandes (2020: 27) uyguladığı senaryo analizinde dünya ekonomisinin %2,8 küçüleceğini tahmin etmiştir. IMF de Dünya Ekonomik Görünüm Nisan 2020 raporunda küresel ekonominin 2020'de %3, Haziran 2020 raporunda ise %4,9 küçülmesini öngörmüştür. 2020 yılını geride bıraktığımız bu dönemde tahminlerin doğru çıktığını ve pandeminin küresel olarak tüm ekonomilerde ciddi tahribatlara neden olduğu görülmektedir. IMF raporuna göre küresel ekonomi 2020 yılında %3,3 küçülmüştür. Bu, 2008 krizinden daha fazla küçülme anlamına gelmektedir.

Pandemi, küresel ekonomik aktivitenin durmasına neden olduğu gibi finansal piyasaları da derinden etkilemiştir. Ekonomik krizlerin en çarpıcı yönü, finansal piyasalardaki fiyatlarda görülen ani düşüş ve dalgalanmalardır. 2008 Küresel Finansal Krizinde olduğu gibi Pandemi Krizinde de sermaye piyasalarında ciddi çalkalanmalar meydana gelmiştir. Sermaye piyasalarında fiyatlarda %35 ile %50 arasında düşüşler yaşanmıştır (Spatt, 2020: 763; Wojcik ve Ioannou, 2020: 391). Pandeminin hızla yayılması finansal piyasalarda korkuyu tetiklemiş ve çoğu yatırımcı yüksek getirili şirket tahvilleri gibi riskli varlıklardan çıkmaya yönelmiştir. Riskli varlıkların fiyatları düşmüş, volatilité, işlem hacmi ve marjlar artmıştır. Yatırımcılar daha güvenli varlıklara yönelmiştir (Haas, Neely ve Emmons, 2020: 351).

Pandemi, küresel ölçekte büyük bir belirsizlik şoku yaratmıştır. Bu kapsamda, uygulanacak ekonomi politikaları ve bu politikaların sonuçları ile ilgili belirsizlikler de artmıştır. Normal değeri 100 olan EPU (ekonomik politika belirsizliği) indeksi Amerika'da Mart 2020'de 400'ün üstüne çıkmıştır. (Altig ve diğerleri, 2020: 2). Asya ülkelerindeki EPU indeksleri de COVID-19 salgını sırasında yukarı yönlü sert dalgalanmalar yaşamıştır (Iyke, 2020: 3). Dünya genelinde, küresel EPU indeksi Nisan 2020'de en üst seviyeye çıkmıştır. 2008 Küresel Finansal Kriziyle

karşılaştırıldığında, Pandeminin daha büyük belirsizliğe neden olduğu değerlendirilmektedir. Hatta 1929 Büyük Buhranının yol açtığı belirsizlik şoku ile kıyaslanmaktadır (Baker, vd, 2020: 7).

Vatandaşlarının sağlığını korumak ve virüsün yayılmasını durdurmak için birçok ülke okulların kapatılması, sokağa çıkma ve seyahat yasakları gibi ciddi kısıtlamalara gitmiştir. Bunun sonucunda ortaya çıkan ekonomik durgunluğu, işsizliği ve şirket iflaslarını önlemek için para ve maliye politikaları uygulanmıştır. Bu çalışmanın amacı, pandemi krizinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikalarını incelemek ve Türkiye'de Merkez Bankası para politikalarının etkinliğini ve alınan finansal önlemleri değerlendirmektir. Bu amaçla, bir sonraki bölümde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki para politikaları incelenmiştir. Üçüncü bölümde Türkiye'de uygulanan para politikaları değerlendirilmiştir. Son bölümde çalışma özetlenmiş ve birtakım önerilere yer verilmiştir.

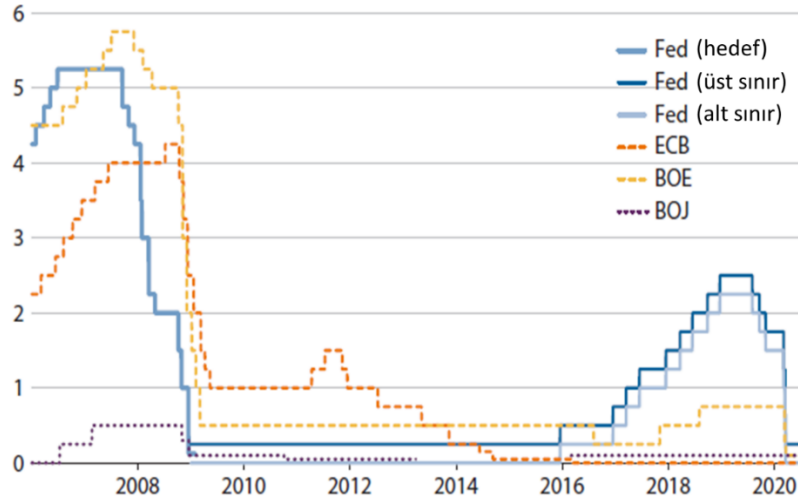
## **2. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Pandemi Krizine Karşı Uyguladıkları Para Politikaları**

Merkez bankaları Covid-19 karşısında çok hızlı davranarak parasal genişleme politikalarına yönelmiş ve bir dizi para politikası araçları kullanmıştır. Merkez bankalarının Covid-19 krizinde kullandığı para politikası araçları faiz indirimleri, varlık alımları, likidite sağlanması, kredi destekleri ve son olarak düzenlemelerde gevşemelerdir.

Hatırlanacağı üzere, 2008 Küresel Finansal Krizinde de merkez bankaları parasal genişleme politikalarına yönelmiştir. Ancak iki kriz arasında belirgin farklar bulunmaktadır. Politika yapıcılar, Pandemi Krizinde 2008 Finansal Krizine nazaran daha hızlı davranmıştır. Küresel Finansal Kriz başladığında, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Japon Merkez Bankası (BOJ) kendi ekonomilerinin etkilenmeyeceğini, bu krizin daha çok Amerika Birleşik Devletleri (ABD) için problem teşkil edeceğini düşünmüşlerdi. Covid-19 Pandemi Krizi ise başından itibaren küresel bir kriz olarak karşımıza çıkmaktadır. Önde gelen gelişmiş ülkelerden ABD Merkez Bankası (Fed) ve İngiltere Merkez Bankası (BOE), Avrupa Merkez Bankası ve Japon Merkez Bankası değerlendirildiğinde, çoğu yönden bu dört merkez bankasının pandemi krizine karşı benzer tepkiler verdiği görülmektedir.

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları Pandemi Krizine faiz oranlarında derhal indirime giderek karşılık vermiştir. Ancak, Küresel Finansal Krizden bu yana faiz oranları oldukça düşüktür. Pandeminin başında Avrupa Merkez Bankası ve Japon Merkez Bankasının politika faizleri zaten sifıra yakın bulunmaktaydı. ABD'de %1,50 - %1,75 aralığında, İngiltere'de ise %0,75 düzeyinde idi. Fed ve İngiltere Merkez Bankası pandeminin yayılması ile birlikte, faiz oranlarını sifıra doğru düşürmüştür. Fed faiz oranlarını 2020 Mart ayının başında %1-1,25, 15 Martta ise %0-0,25 aralığına indirmiştir (Şekil 1). Zorunlu karşılık oranını sifıra çekmiş ve reeskont oranını da düşürmüştür. Ayrıca Amerikan Dolarının uluslararası piyasalarda geniş ölçekte kullanımı nedeniyle Fed, likidite sıkışıklığını önlemek için diğer merkez bankaları ile döviz swap kanallarını genişletmiş, swap faizlerini düşürmüş ve repo imkanı sağlayarak Fed'den Amerikan Doları borç alma imkanı tanımıştır. Fed, 2001 ve 2008 krizlerinde de uluslararası swap hatlarını kullanmıştı. Ancak repo olanağının

sağlanması, Pandemi Krizinde kullanılmıştır. Benzer şekilde ECB de Euro'ya erişimi arttırmak için Euro alanında olmayan merkez bankalarına swap ve repo olanakları sağlamıştır (Haas ve diğerleri, 2020: 376).



**Kaynak:** Haas vd., 2020

### Şekil 1. Politika Faizleri Fed, ECB, BOE ve BOJ

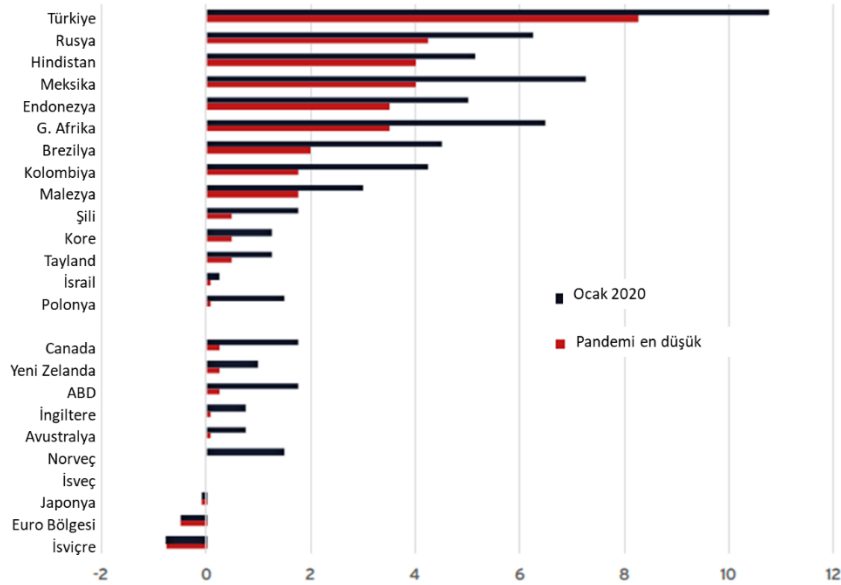
Özellikle gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, kısa vadeli politika faiz oranının yönetimine dayanan geleneksel para politikası oluşturma yaklaşımı için bir zorluk teşkil etmektedir. Bu durumda ülkeler geleneksel olmayan parasal gevşeme politikalarına yönelmektedir (Bernanke, 2020: 46). Geleneksel olmayan para politikaları 2008 Küresel Finansal Kriziyle mücadele amacıyla gelişmiş ülkeler tarafından sıklıkla kullanılmıştır. Küresel Finansal Kriz ve ardından gelen durgunluk sırasında uygulanan parasal gevşeme politikalarının küresel finansal piyasaları istikrara kavuşturmaya yardımcı olduğu ve küresel ekonomik aktivitede daha büyük bir çöküşü engellediği konusunda genel bir fikir birliği bulunmaktadır (Chen, Filardo, He ve Zhu, 2016: 62). Parasal gevşeme politikalarının olumsuz yönleri değerlendirildiğinde, Bernanke (2012) geleneksel olmayan para politikalarının menkul kıymetler piyasalarının işleyişini bozucu ve finansal istikrarsızlığı artırıcı etkilerinin olabileceğini savunmaktadır. Zhang, Hu ve Ji, (2020) ABD'nin uyguladığı parasal gevşeme politikalarının küresel piyasalarda riskleri ve belirsizliği artırdığı ve uzun dönemde problemlere yol açacağı konusunda uyarı yapmaktadır. Chen ve diğerleri (2016), ABD'nin Küresel Finans Kriz sonrasında uyguladığı parasal gevşeme politikalarının ülkeler arası yayılma etkisinin olduğunu ve bunun küresel olarak makroekonomik ve finansal istikrarsızlığı artırdığını belirtmektedir.

Pandemi Krizinde kısa vadeli politika faizlerini daha da fazla düşürme imkanı bulunmadığından, düşük faiz oranlı ülkeler geleneksel olmayan para politikalarını kullanmış ve daha çok finansal varlık alımları yapmıştır. Kredi olanaklarının

artırılması için kredi garantisi ve düzenlemelerde gevşemeler sağlanmıştır (Benmelech ve Tzur-Ilan, 2020: 4). ABD, İngiltere, Avrupa ve Japonya merkez bankaları piyasaları rahatlatmak için dar kapsamlı varlık alımı yapmışlardır. Daha çok şirket tahvilleri ve ipotek teminatlı varlık alımları gerçekleştirmişlerdir. Ayrıca, uzun vadeli tahvil alımı ve temel sektörler için kredi sağlama gibi yöntemlere başvurmuşlardır. Bu tedbirler, merkez bankalarının bilançolarının büyük tutarlarda genişlemesine yol açmıştır. 2020 Mart ayında ECB önce 120 milyar Euro ve ardından 750 milyar Euro Pandemi Acil Alım Programı yapacağını açıklamıştır. Bankaların sermaye ve likidite gereksinimlerini gevşetmiştir. Fed, Mart ayında 500 milyar dolar tahvil, 200 milyar dolar ipotek teminatlı menkul kıymet alımı yapacağını ilan etmiştir. Daha sonra alım miktarının açık uçlu olacağını duyurmuştur. Japonya Merkez Bankası devlet tahvili alımını, 10 yıllık getirileri sıfır civarında tutacak kadar artıracığını ilan etmiştir. İngiltere Merkez Bankası da 200 milyar pound kamu ve özel sektör tahvil alımı başlatmış ve sonra miktarı 100 milyar pound daha artırmıştır (Haas ve diğerleri, 2020: 360).

Bankacılık sektörü Pandemi Krizine gerek sermaye yeterliliği gerekse likidite yönünden Küresel Finans Krizine göre daha iyi koşullarda girmiştir (Demirgüç-Kunt, Pedraza ve Ortega, 2020: 14). Fed, pandemi nedeniyle oluşan likidite sıkışıklığına yönelik ilave önlemler almıştır. Mart 2020'nin sonu itibarıyla ABD'de büyük bankalara yönelik likidite talepleri görülmemiş boyutlara ulaşmıştır. Firmalar nakit ve kredi almak için bankalara başvurmuştur. Bankalar, finansal kısıtlamalarla karşılaşmadan bu talepleri karşılayabilmiştir. 2008 Krizi ile karşılaştırıldığında bankaların likidite sorunu olmamıştır. Hem merkez bankasından hem de mevduat sahiplerinden tam zamanında gelen likidite arzı sayesinde bu talepler karşılanabilmiştir (Li, Strahan ve Zhang, 2020: 4).

Gelişmekte olan ülkelerde de ekonomik aktivite pandeminin başlamasıyla azalmıştır. Ayrıca gelişmekte olan piyasalara sermaye akışları da ani durma noktasına gelmiştir. 2008 Küresel Finans Krizi ve 2013'te yaşanan parasal daralma krizi sırasında meydana gelen sermaye girişlerinin neredeyse dört katı kadar bir azalma olmuştur (English, Forbes ve Ubide, 2021: 13). Pandeminin ekonomik etkilerini azaltabilmek için gelişmekte olan ülkeler de gelişmiş ülkelere benzer para politikaları uygulamıştır. Öncelikle, hemen hemen tüm gelişmekte olan ülkeler politika faizlerini indirmiştir (Şekil 2). Çoğu gelişmekte olan ülke, varlık alım programı uygulamıştır. Likidite ve kredi destekleri sağlanmıştır ve düzenlemelerde gevşemelere gidilmiştir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin bazılarında uygulamalarda farklılıklar görülmüştür. Örneğin, Türkiye para politikasını çok fazla gevşetmiş ve bu sayede pandemiye rağmen 2020'de pozitif büyüme sağlanmıştır. Ancak enflasyon aşırı artmış ve döviz krizinden kaçınmak için 2020 yılı sonlarında para politikasında sıkılaştırmaya gidilmek zorunda kalınmıştır. Yüksek enflasyon geçmişine ve kırılğan malî çerçeveye sahip bir ülke olan Brezilya'nın para otoritesi, pandemi sırasında kendisine geçici yetki verilmesine rağmen devlet tahvili satın almamıştır. Rusya'da ise enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğinin korunması için varlık alımları yapılmamıştır. Türkiye, Brezilya ve Rusya gibi bazı gelişmekte olan ülkeler enflasyona karşı koymak ve yabancı sermaye girişini artırmak için politika faiz oranlarını yükseltmeyi seçmiştir (English ve diğerleri, 2021: 14).



Kaynak: English vd., 2021

## Şekil 2. Pandemi Öncesinde ve Pandemi Sırasında En Düşük Politika Faiz Oranları

Para politikalarının yanı sıra maliye politikaları değerlendirildiğinde, maliye politikası harcamalarının, pandeminin etkisini hafifletmede para politikası kararlarından daha etkili olduğu savunulmaktadır. Ozili ve Arun (2020) sosyal mesafe politikalarının ekonomik aktivite üzerindeki etkilerinin değerlendirildiği çalışmalarında genişleyici para politikası ve maliye politikalarının etkilerini incelemişlerdir. Yapılan ampirik çalışma sonuçlarına göre karantina günlerinin sayısı, para politikası kararları ve uluslararası seyahat kısıtlamaları arttıkça ekonomik aktivite ciddi şekilde olumsuz yönde etkilenmektedir. Birçok merkez bankası tarafından benimsenen destekleyici para politikalarının, kısa dönemde makroekonomik istikrarı etkileyebilecek enflasyonist baskıları artırabileceği öngörülmektedir. Yurtiçi hareketliliğin kısıtlanması ve maliye politikaları ise ekonomik aktivite üzerinde olumlu etki yaratmaktadır. Bianchi, Faccini ve Melosi (2020) maliye ve para politikalarının koordineli olarak kullanılmasını önermektedirler. Para otoritesinin enflasyon hedefini yükselterek kontrollü şekilde enflasyonun artmasına izin vermesi gerektiğini, malî otoritenin de acil durum bütçesini oluşturması gerektiğini savunmaktadırlar.

ABD, Almanya, Japonya ve Avustralya gibi gelişmiş ülkeler pandemi ile mücadele eylemlerini malî olarak desteklemişler ve ekonomik toparlanmaya kadar işçilere ve firmalara gelir desteği sağlanması gibi güçlü maliye politikaları uygulamışlardır. Ancak çoğu gelişmekte olan ülke, mevcut kamu borcu ve dış borçlanma gibi kısıtlar nedeniyle gelişmiş ülkeler kadar maliye politikaları uygulayamamıştır (McKibbin ve Vines, 2020: 297). Benmelech ve Tzur-Ilan (2020) 35 gelişmiş ve 50 gelişmekte olan

ülke tarafından pandemi ile mücadele için açıklanan maliye ve para politikalarının verilerini inceledikleri çalışmalarında yüksek gelirli ülkelerin düşük gelirli ülkelere göre daha büyük maliye politikaları açıkladığını göstermişlerdir. Ülkelerin kredi notunun, maliye politikası uygulayabilmelerinde en önemli belirleyici olduğunu bulmuşlardır. Bu bulgulara göre, daha düşük kredi notuna sahip olan özellikle düşük gelirli ülkelerin, ekonomik krizler sırasında maliye politikası araçlarını etkin şekilde kullanabilmeleri zorlaşmaktadır.

### 3. Pandemi Döneminde Türkiye'deki Para Politikaları

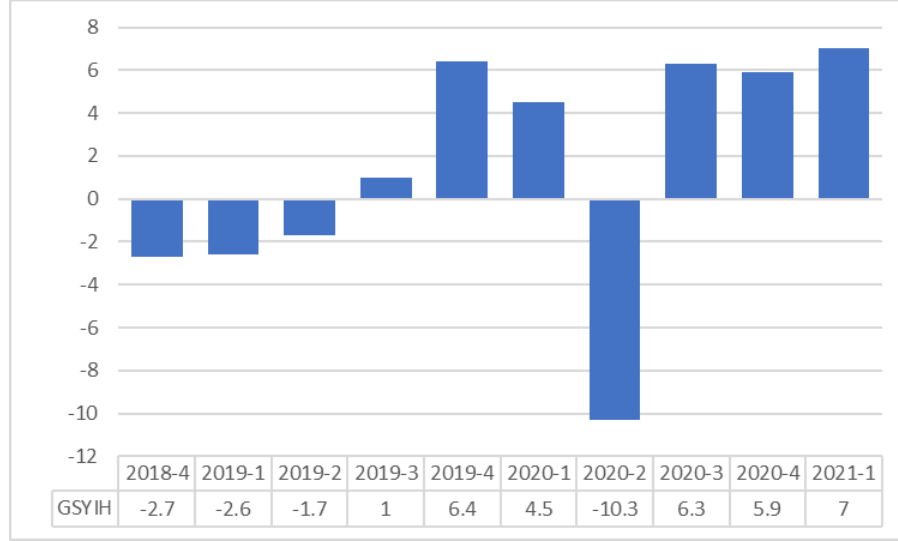
Türkiye'nin, 2001 Krizi sonrasında aldığı önlemler ve gerçekleştirdiği yapısal reformlar sayesinde 2008 Küresel Finansal Krizinden nispeten hafif etkilendiği görülmektedir. Ancak Mart 2020'de pandemi başladığında, Türkiye ekonomisinin bir süredir yüksek enflasyonun yanı sıra genişleyen malî ve cari açık sorunları bulunmaktadır. Enflasyon oranı 2017'den itibaren çift haneli rakamlara çıkmıştır. Ekonomik büyüme 2018'de %2,8'e, 2019'da %0,9'a gerilemiştir. İşsizlik oranı ise 2019'da %13,5'a yükselmiştir (Tablo 1). Makroekonomik göstergelerdeki bozulmalar nedeniyle, Türkiye Pandemi Krizine olumsuz koşullarda yakalanmıştır.

**Tablo 1. Makroekonomik Göstergeler – Türkiye**

Yıllar	Ekonomik Büyüme (%)	Kişibaşı Milli Gelir (USD)	Enflasyon Oranı (%)	İşsizlik Oranı (%)
2017	7,4	10.514	11,92	10,9
2018	2,8	9.370	20,33	11
2019	0,9	9.042	11,84	13,5

**Kaynak:** Tük, IMF

Covid 19 pandemisi arz ve talep yönlü şokları barındıran bir kriz olarak karşımıza çıkmaktadır. Koronavirüsün dünya genelinde yayılmasıyla, Türkiye'de kapanmalar Mart ayı ortalarında başlamıştır. Ekonomik faaliyetler Mart ortalarından itibaren pandeminin etkisiyle yavaşlamıştır. İhracat olumsuz yönde etkilenmiş, turizm ise kapanma ve seyahat yasakları ile durma noktasına gelmiştir. Mayıs sonuna kadar devam eden kapanma ve yasaklar ile özellikle hizmet sektörü olumsuz yönde etkilenmiştir. Türk ekonomisi 2020 ikinci çeyreğinde yüzde 10,3 daralmıştır (Şekil 3).



Kaynak: TÜİK

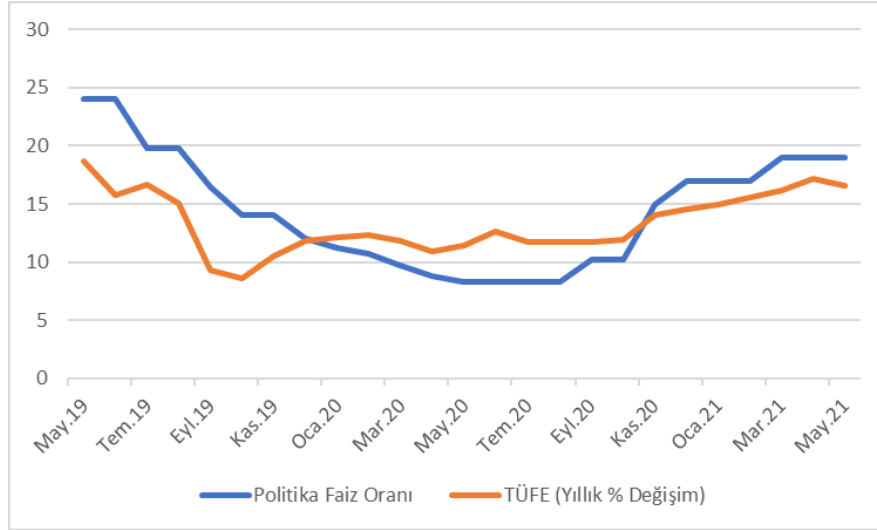
### Şekil 3. Ekonomik Büyüme Oranları (%) – Türkiye

Pandemi ile birlikte ülkemizde EPU indeksinin de arttığı görülmektedir. Türkiye’de ilk Covid vakasının çıktığı Mart 2020’de EPU indeksi en yüksek seviyeye tırmanmıştır (Altuğ, Yeşiltaş, Şen ve Arslan, 2021: 5). Ülkemizde EPU indeksi hem yurtiçi hem de yurtdışı faktörlerden etkilenmektedir. Şahinöz ve Coşar (2018) Türkiye’de EPU indeksinin 2001 krizi döneminde, 2002, 2007 ve 2015 ulusal seçimlerinde ve 2008 ve 2013’deki siyasi belirsizliklerde yükseldiğini bulmuştur. Dış faktörlerden ise 2008 küresel finansal krizi ve 2011 Avrupa borç krizi ülkemizde ekonomik politika belirsizliğini arttırmıştır. Tüm bu faktörler arasında ülkemizde ekonomik politika belirsizliği en çok artıran pandemi olmuştur. Ekonomik politika belirsizliğinin artması ekonomiyi de olumsuz etkilemektedir. Hane halkının tüketim kararlarını, firmaların yatırım ve istihdam kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Ayrıca finansal piyasalardaki getiri ve fiyat oynaklığı ile de ilişkilendirilmektedir (Al-Thaqeb ve Algharabali, 2019; Jirasavetakul ve Spilimbergo, 2018: 9).

Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları da pandemi döneminde gelişmiş ülkeler gibi çeşitli parasal genişleme ve likidite politikalarına başvurmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) da ilk tepkisi diğer ülkelerin uyguladığı politikalara benzerdir. Faiz indirimlerine gidilmiş, kredi ve likidite sağlamaya yönelik tedbirler alınmıştır.

TCMB, Pandemi öncesinde 2019 yılı Temmuz ayında başladığı faiz indirimlerine pandeminin başladığı dönemde de devam etmiştir. Politika faiz oranları Temmuz 2019’da %24’ten %19,75’e düşürülmüştür. Temmuzdan pandeminin başladığı Mart 2020’ye kadar %10,75 düzeyine kadar gerilemiştir. Pandemi ile birlikte politika faizi mart ayında 100 baz puan düşürülerek 8,75 puan seviyesine indirilmiştir. Mayıs ayında da 50 baz puan azalışla 8,25 düzeyine indirilmiştir (Şekil 4).





Kaynak: TCMB

#### Şekil 4. TCMB Politika Faizi ve Enflasyon Oranı (2019-2021)

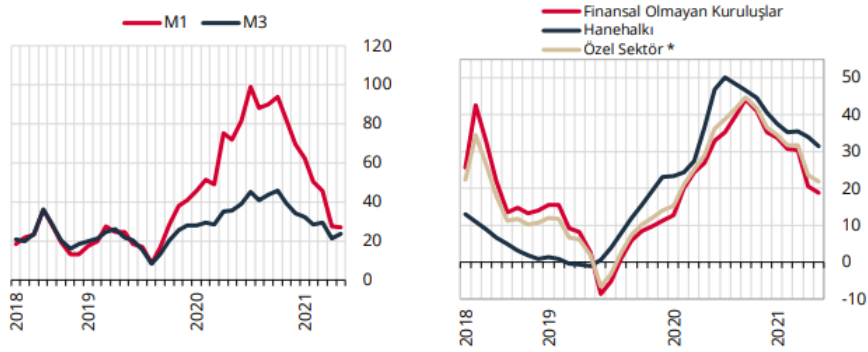
Pandeminin etkilerini azaltmak amacıyla likiditeyi artırmaya yönelik önlemler alınmıştır. Bu kapsamda, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasasında likiditeyi artırmaya yönelik tahvil alımları yapılmıştır. Merkez Bankası tahvil alımlarında üst sınır, TCMB bilanço büyüklüğünün %10'una yükseltilmiştir. Tahvil alım programının yanı sıra finansal piyasaları desteklemek amacıyla hedefli likidite önlemi alınmıştır. Pandemiden etkilenen hedef sektörlerde kredi akışının devamı için küçük ve orta ölçekli firmalarla ihracat firmalarına likidite imkanları sağlanmasına yönelik tedbirler alınmıştır. Merkez Bankasının sağladığı bu fonlama, pandemiden etkilenen firmalara istihdam seviyelerini korumaları veya sermaye harcamaları için kredileri kullanmaları şartlarına bağlanmıştır. Belirlenen kredi imkanlarını sağlayan bankalar için yabancı para zorunlu karşılık oranları indirilmiştir (TCMB, 2020: 2). Teminat havuzu, varlığa dayalı ve ipotega dayalı menkul kıymetler de dahil edilerek genişletilmiştir. Swap işlemlerinde limitler genişletilmiştir. Bankaların zorunlu karşılıkları azaltılmıştır. Bankacılık sistemine daha düşük maliyetle ve daha uzun vadelerle fon sağlanmıştır. Tüm bu parasal genişleme tedbirleri sonucunda, merkez bankası bilançosu 2020'de yaklaşık %50 oranında büyümüştür (Kara, 2021: 295).

TCMB yakın geçmişte büyük çaplı bir parasal genişleme yapmamıştır. Açık piyasa işlemleri için tahvil alımlarını yıllık olarak planlamakta ve duyurmaktadır. Pandemi krizinde hükümet, merkez bankasının tahvil alımlarıyla desteklenen bir harcama programı oluşturmuştur. Bu merkez bankasının son on yıldaki ilk parasal genişleme girişimi olma özelliğini taşımaktadır (Kara, 2021: 294).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Pandemi esnasında bankacılık sektöründe çeşitli önlemler almıştır. Kredi ödemelerindeki gecikmelere esneklik getirilerek sorunlu krediler sınıflandırmasındaki süre 90 günden 180 güne çıkarılmıştır. Bankaların sermaye yeterlilik oranlarının ve yabancı para net genel pozisyon oranlarının hesaplamalarında kullanılabilecek alternatifler oluşturulmuştur.

Ayrıca nakit akışı bozulan bireylere ve firmalara kredi borçlarının ötelenmesi konusunda kolaylıklar getirilmiştir. Kredi kartı borçlarında da öteleme imkanı sağlanmıştır (Strateji ve Bütçe Başkanlığı [SBB], 2020: 64).

Gelişmiş ülkelerin aksine, Türkiye Pandemi Krizinde ekonomik faaliyetleri desteklemek için doğrudan malî transferlerden ziyade çoğunlukla kredi genişlemesine yönelmiştir. Mart 2020’de en geniş para arzı tanımı olan M3 yıllık %28, Nisan’da ise %35 büyümüştür. Dar para tanımı olan M1 ise Mart ayında yıllık %48, Nisanda ise %75 civarında yıllık artış olmuştur. Para arzının en yüksek seyrettiği dönem Temmuz ayına denk gelmektedir. M3 Temmuz ayında bir önceki yıla göre %35, M1 ise %98 artmıştır. Banka kredilerinde de benzer artışlar meydana gelmiştir. Özellikle 2020 üçüncü çeyreğinde ekonomik faaliyetleri artırmak amacıyla kredi faiz oranlarının düşürülmesi sonucunda kredi kullanımları yaz döneminde yüksek seviyelere ulaşmıştır (Şekil 5).



Kaynak: TCMB, 2021

### Şekil 5. Parasal Büyüklükler (Yıllık % Büyüme) ve Verilen Krediler (Yıllık % Büyüme)

Pandemide bankalar bu kez krizin çözümünün bir parçası olarak görülmüştür ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan hükümetler bankaları kredi sağlamaya teşvik etmiştir. Ancak, bankaların kredilerindeki artışlar beraberinde geri dönmeyen kredilerin de hızla artmasına neden olmuştur. Kredi piyasasındaki olumsuzluklar ve krizin ne kadar süreceğine ilişkin belirsizlikler bankacılık sektörünü derinden etkilemiştir (Demirgüç-Kunt ve diğerleri 2020: 15). Ülkemizde de kamu bankaları ve Kredi Garanti Fonu aracılığıyla kredi genişlemesi sağlanmıştır. Özel bankalar ise kredi genişlemesine daha ihtiyatlı yaklaşmışlardır. Ozili (2020) bankaların pandemi sırasında risklerden dolayı kredileri artırma konusunda isteksiz olduğunu belirtmektedir. Bankaları kredi artırmaya teşvik etmek için bankalara kredi garantisi sunma, sorunlu finansal kurumlara sermaye yardımı ve mali destek sağlama, şirketlere yönelik varlık satın alma programları başlatma, borç ödemeyi erteleme gibi teşvikler sağlanmasını önermektedir. Ülkemizde ise özel bankaların kredi miktarını artırmaları için BDDK aktif rasyosu düzenlemesini uygulamaya koymuştur. Bu düzenleme oldukça tartışmalı bulunmuştur. Çünkü, bankaların sağladığı kredileri artırma amacı taşıyan bu uygulama bankaların kriz ortamında risklerinin artmasına neden olmaktadır. Diğer yandan, verilen tüketici kredilerinin amacına ne kadar ulaştığı da tartışmalıdır. Bu kredilerin bir kısmı döviz alımına yönlendirilmiştir. Artan dolarizasyon

ortamında verilen kredilerin yanlış amaçlarla kullanımını önleyici tedbirlerin alınması gerekmektedir.

2020 yılında pandemi nedeniyle çoğu ekonomi küçülürken, Türkiye aşırı para ve kredi genişlemesi ile ekonomik küçülme yaşamamıştır. Ancak bu aşırı para ve kredi genişlemesi olumsuz etkileri de beraberinde getirmiştir. Çoğu gelişmekte olan ülkenin aksine, Türkiye pandemi başladığında yüksek enflasyonla mücadele etmekteydi. Tüketici fiyat endeksi çift haneli seyretmekteydi. Parasal genişlemenin en olumsuz etkisi enflasyon üzerinde olmuştur. Tüketici fiyat endeksi 2020 yılı Mart ayında %11,9 iken aynı yılın sonunda %15,6'ya yükselmiştir. Enflasyon oranlarındaki artış faiz oranlarının üstüne çıkarak negatif reel faiz oluşmasına neden olmuştur. Bu durum Kasım 2020'deki politika faiz oranındaki artışa kadar devam etmiştir (Grafik 4).

Parasal genişleme ve negatif reel faiz, Türk Lirası üzerindeki enflasyonist baskıyı artırmıştır. Ekim 2020'de TL hızla değer kaybetmiştir. Bu da fiyat istikrarını bozan en önemli etkenlerden biridir. TL'nin değer kaybı üretimde ithal girdi kullanımını nedeniyle enflasyonun yükseltmesine neden olmaktadır. Dış borç yükü TL karşılığının ve ülke riskinin artmasını beraberinde getirmektedir (Eğilmez, 2020).

Enflasyon beklentilerindeki bozulma, artan belirsizlikler ve ulusal para birimindeki değer kaybı beklentileri yabancı sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Yüksek enflasyona karşın düşük faiz ortamı dolarizasyonu tetiklemiş, döviz mevduatına ve altına olan talebi artırmıştır (Çakmaklı, Demiralp, Yeşiltaş ve Yıldırım, 2021: 11). Parasal genişlemenin ulusal para birimi üzerinde yarattığı değer kaybı baskılarını önlemek amacıyla, merkez bankası döviz rezervlerinin yoğun kullanımı gerçekleşmiştir. Döviz müdahaleleri, merkez bankası döviz rezervlerinin erimesine ve risklerin artmasına neden olmuştur. Özatay (2020) pandemi dönemindeki TCMB döviz rezervlerinin erime nedeninin şeffaf bir şekilde açıklanmadığını belirtmektedir.

Yaz döneminde pandemi nedeniyle ihracat ve turizm gelirlerindeki azalma cari işlemler açığını artırmıştır. Parasal sıkılaştırmanın gecikmesi ile enflasyon ve döviz kuru üzerindeki baskı daha da artmıştır. Bir ödemeler dengesi sorunu ile karşılaşma riski nedeniyle, Kasım 2020'de politika değişikliğine gidilerek geleneksel para politikasına geri dönmüştür. Parasal genişlemenin ve kredi genişlemesinin olumsuz etkileri nedeniyle politika faiz oranı Eylülde 200 baz puan, Kasımda da 475 baz puan arttırılmış ve parasal sıkılaşmaya gidilmiştir. 2020 yılının sonunda bankaların verdiği kredileri artırmaya yönelik bir uygulama olan aktif rasyosu düzenlemesi kaldırılmıştır.

2021 Mart ayına kadar parasal sıkılaştırma devam etmiş ve döviz kuru üzerindeki baskı ve finansal piyasalardaki riskler azalmıştır. Ancak Mart 2021'de TCMB yönetiminde yapılan değişiklikle tekrar genişletici para politikalarına dönülmesine ilişkin endişeler gündeme gelmiştir. TCMB yönetimindeki değişiklik, merkez bankası bağımsızlığının sorgulanmasına, hükümetin sıkı para politikası izleyeceğine dair inançların yitirilmesine ve piyasalarda beklentilerin hızla bozulmasına neden olmuştur. Merkez bankası başkan değişikliklerinde ekonomik politika belirsizliği de artmaktadır. 2019 ve 2020 yıllarındaki merkez bankası değişikliklerinde de ülkemizde EPU indeksleri yükselmiştir. (Altuğ ve diğerleri, 2021: 6)

2021 sonu döviz kuru ve enflasyon beklentileri yükselmiştir. Türkiye'nin risk priminde sıçrayış olmuştur (Eğilmez, 2021). Özatay (2021) ülke riskini düşürmeyi amaçlayan kapsamlı bir ekonomik programın devreye sokulması gerektiğini belirtmektedir. Para politikası konusunda TCMB'nin tek söz sahibi olması gerektiğini ve TCMB Başkanının görevden alınmasını zorlaştıran yasal değişiklikler yapılması gerekliliğini vurgulamaktadır.

#### 4. Sonuç

Pandemi küresel olarak tüm ekonomileri etkilemiştir. Küresel ekonomik aktivitenin durmasıyla dünyadaki ekonomiler 2020 yılında daralma yaşamıştır. Finansal piyasalar pandemiden olumsuz şekilde etkilenmiştir. Tüm dünyada varlık fiyatları ile birlikte borsa endeksleri düşmüş, yatırımcılar riskli varlıklardan kaçmaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerden ciddi sermaye çıkışları olmuştur. Pandeminin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla hükümetler 2008 Küresel Finansal Krizinde olduğu gibi maliye ve para politikalarına başvurmuştur. Merkez bankalarının en yaygın olarak uyguladığı politika parasal genişleme olmuştur.

Merkez bankalarının pandemi krizinde kullandığı para politikası araçları faiz indirimleri, varlık alımları, likidite sağlanması, kredi desteği ve düzenlemelerde gevşemeler olmuştur. TCMB de diğer ülkelere benzer parasal genişleme politikalarına başvurmuştur. Pandeminin etkilerini azaltmak amacıyla faiz indirimi uygulamış, kredi olanakları sağlamaya ve likiditeyi artırmaya yönelik önlemler almıştır.

Parasal genişlemeye transfer ödemeleri gibi maliye politikalarının eşlik etmesiyle gelişmiş ekonomilerde para politikalarının olumsuz etkileri düşük olmuştur. Ancak Türkiye'de parasal genişlemenin ölçsüz olması ve maliye politikalarının sınırlı olması sonucunda enflasyonun yükselmesi, dolarizasyon ve risklerin artması gibi olumsuz etkiler ortaya çıkmıştır. Ayrıca merkez bankası rezervlerinin erimesi ülke riskini artırmıştır. Sonuçta, pandemide ekonomik büyüme sağlamak için uygulanan politikalar istikrarsızlığı beraberinde getirmiştir. Ödemeler dengesi ve döviz krizi riski ile karşı karşıya kalınması nedeniyle, Kasım 2020'de parasal sıkılaştırmaya gidilerek politika faizi yükseltilmiştir. Yaz dönemine girdiğimiz şu dönemde ise, ekonomik aktiviteyi desteklemek amacıyla TCMB'nin yaz ayları sonunda faiz indirimlerine gideceğine dair beklentiler söz konusudur.

Parasal genişlemeyle likiditenin aşırı artması, tüm dünyada enflasyon beklentisine neden olmaktadır. Ekonomik toparlanmayla birlikte emtia fiyatlarının yükselmesi, maliyetlerin artmasına neden olmakta, bu durum küresel enflasyon beklentilerini daha da yükseltmektedir. Ülkemizde hali hazırda yüksek enflasyonun olduğu bir ortamda genişlemeci para politikasının uygulanması zorlaşmaktadır. TCMB'nin enflasyonu dikkate alan kararlar alması gerekmektedir. Enflasyon yapışkan hale geldiğinde önlenmesi daha da zorlaşmaktadır. Ekonomik aktörlerin ve bireylerin beklentilerini olumlu yönde etkileyecek, güven verici ve alışkanlıklarda değişikliğe yol açacak kararlar alınması gerekmektedir. Önümüzdeki dönemde fiyat istikrarına ve finansal istikrara odaklanan bir para politikası izlenmesi önerilmektedir. Piyasalarda güvenin tesis edilerek daha öngörülebilir politikalar izlenmelidir. Enflasyonun yanı sıra yapısal reformların da hayata geçirilmesi, kurumların kişilere bağlı olmaması ve güçlendirilmesi önem arz etmektedir. Pandemi döneminde eriyen TCMB döviz

rezervlerinin güçlendirilmesine yönelik plan yapılmalıdır. Son olarak merkez bankası bağımsızlığına zarar veren uygulamalardan kaçınılmalıdır.

### Referanslar

- Al-Thaqeb, S. A. ve Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20, e00133.
- Altig, D., Baker, S., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Chen, S., ... Thwaites, G. (2020). Economic uncertainty before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Public Economics*, 191, 104274.
- Altug, S., Yesiltas, S., Şen, A. ve Arslan, B. (2021). A twitter-based economic policy uncertainty index for Turkey. Erişim adresi [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3954696](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3954696)
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J. ve Terry, S. J. (2020). Covid-induced economic uncertainty. *National Bureau of Economic Research*, No. w26983
- Benmelech, E. ve Tzur-Ilan, N. (2020). The determinants of fiscal and monetary policies during the COVID-19 crisis. *National Bureau of Economic Research*, No. w27461
- Bernanke, B. S. (2012). Opening remarks: monetary policy since the onset of the crisis. In *Proceedings: Economic Policy Symposium Jackson Hole (Vol. 1, p. 22)*.
- Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. *American Economic Review*, 110, 943–983.
- Bianchi, F., Faccini, R. ve Melosi, L. (2020). Monetary and fiscal policies in times of large debt: Unity is strength. *National Bureau of Economic Research*, No. w27112
- Chen, Q., Filardo, A., He, D. ve Zhu, F. (2016). Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers. *Journal of International Money and Finance*, 67, pp. 62-81.
- Çakmaklı, C., Demiralp, S., Yeşiltas, S. ve Yıldırım, M.A. (2021). An evaluation of the turkish economy during COVID-19. *Centre for Applied Turkey Studies*, WP NR. 01
- Demirgüç-Kunt, A., Pedraza, A. ve Ruiz-Ortega, C. (2021). Banking sector performance during the covid-19 crisis. *World Bank Policy Research Working Paper*, 9363.
- Eichenbaum, M. S., Rebelo, S. ve Trabandt, M. (2020). The macroeconomics of epidemics. *National Bureau of Economic Research*, No. w26882
- Eğilmez, M. (2020, 30 Ekim). Dolar Kuru 8,34. Erişim Adresi <https://www.mahfiegilmez.com/2020/10/dolar-kuru-834.html>
- Eğilmez, M. (2021, 12 Nisan). Beklentiler Nasıl Bozuldu? Erişim Adresi <https://www.mahfiegilmez.com/2021/04/beklentiler-nasl-bozuldu.html#more>
- English, B., Forbes K. ve Ubide, A. (2021). Monetary policy and central banking in the Covid era: Key insights and challenges for the future. B. English, K. Forbes, A. Ubide. (Ed.) *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era* içinde (3-27. ss.). London: CEPR Press
- Fernandes, N. (2020). Economic effects of coronavirus outbreak (COVID-19) on the world economy, Available at SSRN 3557504.

- Fornaro, L. ve Wolf, M. (2020). Covid-19 coronavirus and macroeconomic policy. CEPR Discussion Paper. Erişim Adresi [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3560337](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3560337)
- Emmons, W. R. ve Neely, C. J. (2020). Responses of International Central Banks to the COVID-19 Crisis. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 102(4), 339-84
- Iyke, B. N. (2020). Economic policy uncertainty in times of COVID-19 pandemic. *Asian Economics Letters*, 1(2), 17665.
- Jirasavetakul, L. B. F. ve Spilimbergo, M. A. (2018). Economic policy uncertainty in Turkey. *International Monetary Fund*, 272
- Kara, H. (2021). Monetary policy in the Covid era: The Turkish experience. B. English, K. Forbes, A. Ubide. (Ed.) *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era* içinde (293-313. ss.). London: CEPR Press
- Li, L., Strahan, P. E. ve Zhang, S. (2020). Banks as lenders of first resort: Evidence from the COVID-19 crisis. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 472-500.
- McKibbin, W. ve Vines, D. (2020). Global macroeconomic cooperation in response to the COVID-19 pandemic: a roadmap for the G20 and the IMF. *Oxford Review of Economic Policy*, 36, 297-337
- Ozili, P. K. (2021). Financial regulation and bank supervision during a pandemic. Available at SSRN 3770211.
- Ozili, P. K. ve Arun, T. (2020). Spillover of COVID-19: Impact on the global economy. Erişim Adresi [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3562570](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3562570)
- Özatay, F. (2020). 2021 Para ve kur politikası. Erişim Adresi <https://www.dunya.com/kose-yazisi/2021-para-ve-kur-politikasi/603894>
- Özatay, F. (2021). Hemen yapılabilecek iki şey. Erişim Adresi <https://www.dunya.com/kose-yazisi/hemen-yapilabilecek-iki-sey/616136>
- Strateji ve Bütçe Başkanlığı. (2020). Yıllık Ekonomik Rapor, Erişim Adresi <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/10/Yillik-Ekonomik-Rapor-.pdf>
- Spatt, C. S. (2020). A tale of two crises: The 2008 mortgage meltdown and the 2020 COVID-19 crisis. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 759-790.
- Sahinoz, S., ve Cosar, E.E. (2018). Economic policy uncertainty and economic activity in Turkey. *Applied Economics Letters*, 25(21), 1517-1520.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2020). 2021 Yılı Para ve Kur Politikası. Erişim Adresi <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021). Parasal Gelişmeler Raporu. Erişim Adresi <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/Aylik+Para+ve+Banka+Istatistikleri>
- Wójcik, D. ve Ioannou, S. (2020). COVID-19 and finance: market developments so far and potential impacts on the financial sector and centres. *Journal of Economic and Human Geography*, 111, 387-400.
- World Health Organization. (2020). Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) Situation Report – 71. Erişim Adresi <https://www.who.int/docs/default->

source/coronaviruse/situation-reports/20200331-sitrep-71-covid-19.pdf?sfvrsn=4360e92b\_8

Zhang, D., Hu, M. ve Ji, Q. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters*, 36, 101528.