T. C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

PARA POLİTİKASININ EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ: AB ÜLKELERİ ÖRNEĞİ

FERUZA MAHMASAHATOVA

TEZ DANIŞMANI

DR. ÖĞR. ÜYESİ FATMA CESUR

EDİRNE – 2019

T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

.....İKTİSAT..... ANABİLİM DALI

.....PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

.....Fatma MAHMASAHATOVA..... tarafından hazırlanan

„.....Para politikasının ekonomik büyümeye etkisi: AB ülkeleri örneği"

Konulu **Yüksek Lisans** tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 19-6 maddeleri uyarınca .....25.01.2019..... günü saat .....13.00..... 'da yapılmış olup, yüksek lisans tezinin *.....kabul edilmesine..... **OYBİRLİĞİ/~~OYÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Dr.Öğr.Üyesi Fatma CEBUR	Kabul edilmiştir	
Dr.Öğr.Üyesi Meltem OKUR DİNÇER	Kabul edilmiştir	
Dr.Öğr.Üyesi Serdar CAMPAK	kabul edilmesine	

* Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında "Kabul Edilmesine/Reddine" seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

T.C
YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
ULUSAL TEZ MERKEZİ

TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

Referans No	10232837
Yazar Adı / Soyadı	FERUZA MAHMASAHATOVA
T.C.Kimlik No	99907302706
Telefon	5522191451
E-Posta	feruzamahmasahatova4692@gmail.com
Tezin Dili	Türkçe
Tezin Özgün Adı	Para Politikasının Ekonomik Büyümeye Etkisi: AB Ülkeleri Örneği
Tezin Tercümesi	The Impact of Monetary Policy on Economic Growth: The Case of EU Countries
Konu	Ekonomi = Economics
Üniversite	Trakya Üniversitesi
Enstitü / Hastane	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
Bilim Dalı	İktisat Bilim Dalı
Tez Türü	Yüksek Lisans
Yılı	2019
Sayfa	115
Tez Danışmanları	DR. ÖĞR. ÜYESİ FATMA CESUR
Dizin Terimleri	
Önerilen Dizin Terimleri	

30.01.2019

İmza:.....

Tezin Adı: Para Politikasının Ekonomik Büyümeye Etkisi: AB Ülkeleri Örneği

Tezi Hazırlayan: Feruza MAHMASAHATOVA

ÖZET

Para politikasının önemli görevlerinden birisi ülkenin ekonomik büyümesi için şartlar yaratmaktır. Dengeli para politikasını yürütmek ekonomiketkileşim için optimal koşullarını yaratmakta, ülkenin karşılaştığıekonomik görevlerin karmaşıklığına yardımcı olmaktadır. Tez çalışmamızın konusu olarak ekonominin bölgeselleştirilmesi bağlamında AB ülkelerin merkez bankalarının hedefleme rejimlerinin ekonomik büyüme süreçleri üzerindeki etkileri gözlemlenmektedir. Tez araştırmamızın amacı para politikası ve araçlarının etkisinden kaynaklanan ekonomik büyüme süreçlerini, AB ülkelerinde ekonomik büyüme açısından bu sürecin ana niceliksel ve niteliksel eğilimlerine ve kalıplarına ilişkin derinlemesine bir çalışmadır.

Anahtar Kelimeler: Avrupa Birliği, Avrupa Merkez Bankası, Ekonomik Büyüme, Enflasyon Hedeflemesi, Faiz Oranı, Fiyat İstikrarı, Niceliksel Genişleme, Para Arzı, Para Politikası.

Name of Thesis: The Impact of Monetary Policy on Economic Growth: The Case of EU Countries

Prepared by: Feruza MAHMASAHATOVA

ABSTARCT

One of the important tasks of monetary policy is to create conditions for the country's economic growth. Conducting a balanced monetary policy creates the optimal conditions for economic interaction, helping the complexity of economic tasks facing the country. In the context of the regionalization of the economy as the subject of our thesis, it observes the effects of the central banks targeting regimes on economic growth processes of EU countries. The aim of our thesis research is an in-depth study of the economic growth processes resulting from the impact of monetary policy and instruments, the major quantitative and qualitative trends and patterns of this process in terms of economic growth in EU countries.

Key Words: Economic Growth, European Union, European Central Bank, Inflation Targeting, Interest Rate, Money Supply, Monetary Policy, Price Stability, Quantitative Easing.

ÖNSÖZ

Çalışmanın hazırlanma aşamasında bilgisini, tecrübesini ve değerli zamanını esirgemeyerek bana yardımcı olan değerli tez danışman hocam Dr. Öğretim Üyesi Fatma CESUR'a içten teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca bu süre zarfında desteklerini esirgemeyen aileme, arkadaşlarıma teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **I**

ABSTRACT ..... **II**

ÖNSÖZ ..... **III**

İÇİNDEKİLER ..... **IV**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **VI**

GRAFİKLER LİSTESİ ..... **VII**

KISALTMALAR ..... **IX**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARA POLİTİKASI VE EKONOMİK BÜYÜME 2

1.1. Para politikasının tanımı ve tarihçesi 2

1.2. Para Politikası Araçları 3

1.3. Parasal Aktarım Mekanizmaları 4

1.4. Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Gerçekleştirme Özellikleri 6

1.5. Avrupa Merkez Bankası Parasal Aktarım Mekanizmaları 8

1.6. Para Politikası Uygulamasında Etkili Yöntemler 12

1.7. Ekonomik Büyüme Kavramının Tanımı 14

İKİNCİ BÖLÜM

2. MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASININ EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ: AB ÜLKELERİ ÖRNEĞİ 18

2.1. Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Hedeflemeleri 22

2.1.1. Enflasyon hedefleme 24

2.1.2. Parasal hedeflemes 26

2.1.3. Döviz kuru hedeflemesi 28

2.1.4. “Para kurulu” rejim 30

2.2. AB Ülkeleri Örneği 33
2.2.1. Almanya 33
2.2.2. İngiltere 36
2.2.3. Fransa 41
2.2.4. İsveç 43
2.2.5. İspanya 47
2.2.6. İtalya 50
2.2.7. İrlanda 53
2.2.8. Yunanistan 55
2.2.9. Avusturya 58
2.2.10. Finlandiya 61
2.2.11. Belçika 64
2.2.12. Lüksemburg 67
2.2.13. Danimarka 69
2.2.14. Orta Ve Doğu Avrupa Birliği Ülkelerinin Para Politikası Rejimlerinin Dinamikleri 72

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. GÜNÜMÜZ ŞARTLARINA GÖRE AVRUPA MERKEZ BANKASININ PARA POLİTİKASI 80
3.1. Para Politikasının Yeni Amaçları 82
SONUÇ 85
KAYNAKÇA 89

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. AB Reel GSYH Oranları 1995-2018 21

Tablo 2. AB Ülkeleri Enflasyon Hedefleme Türler 23

Tablo 3. AB Enflasyon Oranları 1996-2018 24

Tablo 4. Para kurulu ülkelerinde – Bulgaristan, Letonya, Litvanya enflasyon oranları 2000-2015 32

Tablo 5. Bank Of England Faiz Oranları Değişimleri (%)..... 37

Tablo 6. Riksbank Faiz, İşsizlik, Büyüme Oranları, Tüketici Fiyat Endeksi 2015- 2018 44

Tablo 7. Orta Ve Doğu AB ülkeleri GSYH Büyüme Oranları 1996-2018 74

Tablo 8. Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin para politikası rejimlerinin makroekonomik göstergeleri 2003-2007 75

Tablo 9. Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin para politikası rejimlerinin makroekonomik göstergeleri 2008-2009 75

Tablo 10. Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin para politikası rejimlerinin makroekonomik göstergeleri 2010-2016 76

Tablo 11. Uluslararası rezervlerin yeterliliğine ilişkin göstergeler 2007-2009..... 84

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. Dünya, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerin Reel GSYH Oranları 1980-2017 20

Grafik 2. AB GSYH (milyar, USD) 2008-2018 26

Grafik 3. Almanya GSYH Büyüme Oranları 1996-2018 34

Grafik 4. Almanya Enflasyon Oranları 1996-2018..... 35

Grafik 5. İngiltere GSYH Büyüme Oranları 1996-2018..... 39

Grafik 6. İngiltere Enflasyon Oranları 1996-2018..... 40

Grafik 7. Fransa GSYH büyüme oranı 1996-2018 42

Grafik 8. İsveç Enflasyon Oranları 1996-2018..... 45

Grafik 9. İsveç GSYH büyüme oranı 1996-2018 46

Grafik 10. İspanya GSYH büyüme oranı 1996-2018 48

Grafik 11. İtalya GSYH Büyüme Oranları 1996-2018..... 51

Grafik 12. İtalya Enflasyon Oranları 1996-2018 52

Grafik 13. İrlanda GSYH Büyüme Oranları 1996-2018..... 54

Grafik 14. Yunanistan GSYH Büyüme oranları 1996-2018..... 56

Grafik 15. Yunanistan Enflasyon Oranları 1996-2018 57

Grafik 16. Avusturya Enflasyon Oranı 1996-2018..... 59

Grafik 17. Avusturya GSYH Büyüme Oranı 1996-2018..... 60

Grafik 18. Finlandiya GSYH Büyüme Oranları 1996-2019..... 62

Grafik 19. Finlandiya Faiz Oranları 1996-2018 64

Grafik 20. Belçika GSYH Büyüme Oranları 1996-2018..... 66

Grafik 21. Lüksemburg GSYH Büyüme Oranları 1996-2018..... 68

Grafik 22. Lüksemburg Enflasyon Oranı 1996-2018 69

Grafik 23. Danimarka GSYH büyüme oranları 1996-2018..... 70

Grafik 24. Danimarka Faiz oranları 1996-2018..... 71

Grafik 25. Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon Oranları 1980-2018 82

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABSPP	(Asset-Backed Securities Purchase Programme) Varlık Destekli Satın Alma Programı
AMB	Avrupa Merkez Bankası
APİ	Açık Piyasa İşlemleri
Ar-Ge	Araştırma Geliştirme
BoJ	(Bank of Japan) Japonya Bankası
BoE	(Bank of England) İngiltere Bankası
BİS	(Bank of İnternational Suttlement) Uluslarası Ödemeler Bankası
CBPP3	(Covered Bond Purchase Programme)
CNB	(Czeck National Bank) Çek Merkez Bankası
CSFF	(Common Strategic Framework Fund) Stratejik Çerçeveli Fon
CPİ	(Consumer Prize İndex) Tüketici Fiyat Endeksi
ECB	(European Central Bank) Avrupa Merkez Bankası
ECU	(European Currency Unit) Avrupa Para Birimi
ECTR	(Extended Collateral Term Repo) Uzatılmış Teminat Vadeli Repo
EMU	(Economy And Monetary Union) Ekonomik Para Birliği
ESCB	(European System Of Central Banks) Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
ESRB	(European Systemic Risk Board)Avrupa Sistemsel Risk Kurulu
EU	(European Union) Avrupa Birliği
Fed	(Federal Reserve System) Federal Rezerv Sistemi
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HİCP	(Harmonised İndex of Consumer Prices) Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi
İMF	(İnternational Monetary Fund) Uluslararası Para Fonu
OECD	(Organisation For Economic Co-Operation And Development) Ekonomik Kalkınma Ve İşbirliği Örgütü

PSPP	(Public Sector Purchase Programme) Kamu Sektörü satın Alma Programı
QE	(Quantitavie Easing) Niceliksel Genişleme
SMP	(Securities Markets Programme) Menkul Kıymet Piyasaları Programı
TARGET	(Trans-European Automated Real-Time Gross Setlement Express Transfer) Trans-Avrupa Gerçek Zamanlı Otomatik Brüt Hesaplama Ekspres Sistemi
TFEU	(Treaty on European Unionand Treaty on the Functioning of the European Union) AB Antlaşması ve AB İşleyişine İlişkin Antlaşma
TLTRO	(Targeted Longer Term Refinancing Operation) Hedeflenen Uzun Vadeli Finansman Operasyonu
UNCTAD	(United Nations Comference Of Trade And Development) Birleşmiş Milletler Ticaret Ve Kalkınma Konferansı
VLTRO	(Very Longer-Term Refinancing Operation) Çok Uzun Vadeli Finansman İşlemi
ZKO	ZKO Zorunlu Karşılık Oranı

GİRİŞ

XX yy sonunda para politikası hem gelişmiş ekonomilerde hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli kurumsal alan haline gelmektedir; Avrupa Birliği, Orta ve Doğu Avrupa ve Bağımsız Devletler Topluluğu gibi dönüşüm bölgelerinde önemli roloynamaktadır. Para politikası devlet düzenlemesinin bir aracı olarak ekonomiye önemli ölçüde etkilemektedir. Merkez bankalarının temel hedefleri ekonomideki döngüsel dalgalanmaları azaltmak, fiyatları istikrarlı hale getirmek, ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve en uygun ödeme dengesini sağlamaktır. Merkez bankası üretim seviyesinde düşüş olması durumunda ekonomideki kredilendirmeyi genişleterek ya da azaltarak, istikrarlı bir fiyat seviyesi sağlayarak para arzında istikrarlı ve ılımlı büyüme gerçekleştirmektedir.

AB işleyişinin gösterdiği gibi 1975'ten günümüze kadar para politikası stratejisi, operasyonel mekanizması, parasal düzenlemenin araçları ve uygulamaları, genel fiyat istikrarının sağlanmasının ana hedefe ulaşması açısından etkinliğini kanıtlamaktadır. Avrupa Merkez Bankasının uyguladığı tek para politikasının öncelikli hedefi olarak fiyat istikrarını öne sürmeleri, düşük enflasyon hedeflenmesi, AB üye ülkelerinde aşağıdaki nedenlerle makroekonomik göstergelerin iyileştirilmesi, ekonominin büyümesini, yaşam standartlarının yükseltilmesi için sağlam bir temel oluşturacağı varsayımından hareket etmektedir.

Tez çalışmamızdateorik analiz kullanarak farklı makroekonomik birimler arasındaki ortak ilişki kalıplarını belirlemek için, AB ekonomisinde enflasyon, para arzı, döviz kuru faktörlerini inceleyerek fiyatlardaki genel yükselişin doğasını ve nedenleri araştırıldı. Tez konumuzda sistem yaklaşımına dayanarak makroekonomik analiz ile Avrupa Merkez Bankası para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelendi; ampirik araştırma ile finansal sistemin parasal aktarım mekanizmaların kapsamlı görünümünü elde ederek, karşılaştırmalı analiz yöntemleri ile küresel finansal kriz sırasında farklı ekonomileri karşılaştırmak için kullanıldı. Nicel problemlerin somut kararları istatistiksel ve grafiksel yöntemlerin oluşturulmasıyla gerçekleştirildi.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARA POLİTİKASI VE EKONOMİK BÜYÜME

1.1. Para Politikası Tanımı Ve Tarihçesi

Para politikasınınülke ekonomisinin düzenlemenin bir aracı olarak özelliği, ekonomiye olan etkisinin dolaylı niteliğidir; temel amaçları ise, ekonomideki döngüsel dalgalanmaları yumuşatmak, ekonominin sürdürebilir büyümesini teşvik etmek, fiyat istikrarını ve optimal bir ödemeler dengesini sağlamaktır. Para politikasını ekonominin düzenleme sisteminin en önemli yönü olarak etkin bir şekilde uygulanması, sürdürülebilir ekonomik büyümeye katkıda bulunan başlıca faktörlerden biridir. Paranın değerini koruyacak ve piyasa düzeninin geliştirilmesini teşvik edecek istikrarlı bir parasal sistemin oluşturulması, ekonominin sürdürülebilir büyümesini sağlamaktadır. Para politikasının amaç ve kurallarını açık bir şekilde belirlenmesi, parasal sektörün ekonominin diğer sektörleri ile niteliksel ve niceliksel bağlantılarını yansıtan aktarım mekanizmalarının sistematik analizi, para politikasının etkinliğini arttırmaktadır (Adrian –Shin, 2008:5).

Para dolanımı kavramının tarihsel evrimi çeşitli teorik paradigmaların oluşumunun ana akımında paranın miktar teorisi esas alınmaktadır, dolayısıyla para politikasının temel görevi enflasyonu düşürmektir. Klasik ekolun temsilcileri, paranın miktar teorisini kısa vadede para arzı hacmindeki değişikliklerin toplam çıktı üzerinde etkisi olduğunu savunmaktadırlar. Keynesyen iktisatçılar ise, serbest piyasa sisteminin makroekonomik dengeyi sağlayan bir iç mekanizmadan yoksun olması gerçeğinden hareket etmektedir. Tasarrufile beklenen yatırım arasındaki dengesizlik, ekonomik etkinlikte düşüşe neden olmakta, bu da enflasyonu artırmakta ve işsizliği etkilemektedir. Miktar teorisi temelinde gelişen post-Keynesyen yaklaşımda ise para talebinin istikrarsızlığı, parasal hedeflemenin düşük etkinliği nedeniyle para politikasının enflasyon hedeflemesine geçilmesi çözüm olarak önerilmektedir. Para talebinin artan istikrarsızlığı ise finansal yeniliklerin gelişmesi, düzensiz dış sermaye akımlarının etkisi ile açıklanmaktadır (Galí – Gertler, 2007: 25-45).

Başlangıçta para politikasının ekonomi üzerindeki etkisinin teorik analizibasitleştirilmiş bir mali yapıya sahip statik modellere dayanmaktadır. John M. Keynes tarafından önerilen ekonomik modelde piyasaya para, faiz oranı kanalı ileaktarılmaktadır. Bu modelde ana rol firmaların ve hanehalkının tüketici ve yatırım kararlarını etkileyenmerkez bankasına aittir, bankacılık sektörü ise sadece pasif bir rol oynamaktadır. Keynes'e göre, reel para arzındaki değişim piyasa faiz oranında, yatırım hacminde bir değişikliğe neden olmaktadır. Bu ilişki negatif olarak kabul edilmektedir: diğer şartlar eşit iken faiz oranının (uzun vadeli kredi maliyetleri için) düşmesi sonucunda yatırım ve toplam gelir artmaktadır. Keynesyen model, bir bütün olarak tüm ülke ekonomisinin dengeli büyümesini, makro iktisadın temel problemi olarak milli gelirin düzeyini, dağılımını belirleyen faktörleri yansıtmaktadır (Baumol, 1952: 545).

1.2. Para Politikası Araçları

Para politikası araçları doğrudan ve dolaylı olarak iki türe ayrılmaktadır: doğrudan para politikası araçları - kredi tavanları, faiz oranının doğrudan düzenlenmesi, disponibilite uygulamasıdır; dolaylı para politikası araçları - zorunlu karşılık oranı, reeskont işlemleri, açık piyasa işlemleridir. Doğrudan uygulanan para politikası araçlarını merkez bankası yasal düzenlemelere dayanarak gerçekleştirmektedir. Halihazırda gelişmiş ülkelerinmerkez bankalarının doğrudan uygulayan araçları kullanmaya kayması, para ve kredi alanında finansal serbestleşme anlamına gelmektedir. Doğrudan uygulanan para politikası araçları finansal piyasaların ya da diğer para politikası araçlarının yeterince gelişmediği koşullarda, finansal sektör üzerinde hızlı ve ciddi etki gerektiren kriz durumlarında uygulanmaktadır. Bu araçların uzun vadeli kullanımı piyasalar üzerinde çarpık bir etki yaratabilmektedir: mali kaynakların kontrolsüz piyasalara çıkışına, nakit ikamelerinin ortaya çıkmasına, ayrıca bürokratik faktörlerin ve parasal alandaki yolsuzluğun artmasına neden olmaktadır (King - Plosser, 1984:7-15).

Dolaylı düzenleyici araçların para politikası çerçevesinde etkinliğinin sağlanması para piyasasının gelişme derecesine bağlıdır. Para politikasının ara hedefleri doğrudan merkez bankasının faaliyetleriyle ilgilidir ve dolaylı araçlar

yoluyla uygulanmaktadır. Merkez bankasının temel işlevlerinden biri para arzını kontrol etmektir. Para arzının asıl hacmi bankaların mevduat kabul etme ve kredi verme işlemlerinin sonucu olarak şekillenmektedir. Kontrol ve düzenleme fonksiyonlarını gerçekleştirmek için bankaların merkez bankasının belirlediği ZKO kadar faizsiz mevduat şeklinde zorunlu rezerv bulundurması gerektirmektedir. Zorunlu rezerv olarak para tutmak aktif para arzında azalmaya yol açmaktadır. ZKO'da artış para çarpanını azaltmakta ve para arzında azalmaya yol açmaktadır (McConell - Brue - Flynn, 2009: 399).

Açık piyasa işlemleri para politikasının ana aracıdır. Para politikasının bu aracı esneklik avantajına sahiptir: devlet tahvili çeşitli miktarlarda satılmakta ve satın alınmakta ve ticari bankaların rezervleri üzerindeki etkisi oldukça hızlıdır. Merkez bankası açık piyasadatahvil satışı gerçekleştirdiğinde, bu satış neticesinde bankaların rezervleri azalmaktadır. Rezervlerin azaltılması kredilerin büyüklüğünde azalmaya ve dolayısıyla ülkedeki para arzında azalmaya neden olacaktır. Tahvil satışlarının asıl amacı finansal sistem üzerindeki enflasyonist baskıyı azaltmak için parayı dolanımdan çekmektir (McConell - Brue - Flynn, 2009: 400).

Merkez bankası, bankaların kredi verme gücünü azaltmayı hedeflemekte ise, o zaman yeniden finanse edilen kredilerin maliyetinde artışa neden olan reeskont oranını arttırmaktadır. Merkez bankasının amacı banka kredilerine erişimi genişletmek ise, reeskont oranını düşürmektedir. Reeskont oranını yükseltmek ya da düşürmek suretiyle, merkez bankası ekonomik büyümeyi, para arzını, faiz oranını, ödemeler dengesi ve döviz kurunu etkilemektedir (Miller - Hoose, 1993: 671).

1.3. Parasal Aktarım Mekanizmaları

Para politikasının aktarım mekanizmaları ekonominin örgütlenmesi ve işleyişi üzerindeki etkisinin kanallarını temsil etmektedir. Bu kanallar parasal otoritelerin karar verme sürecini para politikası alanındaki önlemleri uygularken, reel sektöre olan etkisinin özel aktarım mekanizması sürecini kapsamaktadır. Aktarım mekanizmasının yapısı para politikasındaki makroekonomik değişkenler zincirlerine ve özel koşullara, ekonomik aktörlerin spesifik davranışlarına, ülkenin finansal sisteminin yapısına ve para politikası yöntemlerine bağlı olarak değişmektedir.

İlk kez para politikasının aktarım mekanizmaları Keynesyen analizde bahsedilmektedir ve para arzının ekonomik faaliyetleri etkilediği değişkenler sistemi olarak adlandırmaktadır. Parasal düzenlemenin ve para arzı hacmindeki değişikliklerin sadece yatırım sürecini etkileyerek ve faiz oranını azaltarak para piyasasındaki psikolojik durumu değiştirebildiği halde yeniden üretim üzerinde bir etkiye sahip olduğu düşünülmektedir. Günümüz Keynesyenler para arzının ekonomik faaliyet üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu, fakat öncü Keynesyen teorisinin taraftarları para politikasının geliri etkilemediği, toplam talebi sadece nominal faiz oranındaki bir değişimle etkilediğine ve yatırım harcamalarında değişikliğe yol açtığı görüşündeler (Mishkin, 2004: 880).

Bilimsel literatürde piyasanın para politikasının araçları ve yöntemleri yardımıyla dengelenmesi, ekonomik döngülerle tanımlanmaktadır. Para politikasının piyasa varlıklarının faaliyetleri üzerindeki etkisi kısa veya orta vadeli bir yapıya sahip olan ekonomik piyasa koşullarının (ticari faaliyet) döngülerini içermektedir. Aynı zamanda, parasal düzenlemenin bir aracı olarak merkez bankası ticari kuruluşların beklentilerini aktif olarak kullanmaktadır ve bunları yöneterek, finansal piyasa davranışlarını modellerini oluşturmaktadır. Para politikasının uygulanmasının temelinde ekonomik konjonktürün farklı aşamalarında uygulanan iki karşıt önlem setinin kombinasyonuna dayanan dengeleyici düzenleme mevcuttur. Para politikasının geliştirilmesi ve uygulanmasında parasal düzenlemenin ana konusu dolanımdaki toplam para kaynağıdır. Ekonomik durumuna bağlı olarak, merkez bankası dolanımdaki para arzının hacmini ve dinamiğini farklı şekillerde (kısıtlayıcı veya teşvik edici) etkileyen iki para politikası türünü uygulamaktadır: genişletici ve sıkı para politikaları (Jesús - Stroup, 2006: 663).

Genişletici para politikası uygulandığında merkez bankası nominal para arzını arttırmakta, fiyatlar üzerinden de reel para arzının artması ile faizler düşerek gelir artmaktadır. Para politikasının likidite etkisinde arz fazlası oluşunca tahvil satın alarak kurtulmaktadır. Tahvil fiyatların artması faizlerin düşmesine neden olmaktadır. Yatırımların faiz oranlarına duyarsız olması halinde, genişletici para politikası sonucu olarak faiz oranlarında oluşan düşüş, yatırım, toplam harcama, gelir artmamaktadır. Sıkı para politikası uygulanırken merkez bankası nominal para arzını

düşürerek, sabit fiyat üzerinden reel para arzını düşürmektedir: faiz oranları artmakta, gelir düşmektedir. Para politikasının etkinliği mal piyasası eğrisinin eğimine bağlıdır: mal piyasası eğrisi ne kadar yatıksa, politika o kadar etkindir. Yatırımların faiz oranlarına duyarlılığı ne kadar yüksek ise, para politikası diğer şartlar eşi iken yatırım, toplam harcama, gelirde o kadar büyük değişikliğe neden olmaktadır. Likidite etkisi para talebinin faize duyarlılığını ölçmektedir. Para arzında fazla oluşunca bu durumdan çıkmak için tahvil satın almaktadır; tahvil talep fazlası oluşmakta, bu da faiz oranlarının düşmesine, para talebinin ve fiyatların artmasına, dolayısıyla para arzı fazlası azalmasına yol açmaktadır. Para arzı değişmeden önceki gelir düzeyinde daha düşük faiz oranında dengelenmektedir. Para talebinin faiz oranına duyarlılığı ne kadar yüksek ise (likidite etkisi o kadar düşük), para politikası o kadar az etkin olur (Ünsal, 2013: 238-240; Cesur, 2013: 161-165).

Ülkeler arasındaki sermaye akışı serbestleşmesi koşulları altında para politikasının etkinliği seçilen döviz kuru rejimine de bağlıdır: yurtiçi faiz oranındaki değişimlere tepki gösteren yurtdışındaki sermaye akımları, yurtiçi ve dünya faiz oranlarının eşitlenmesinde etkin yer almaktadır. Bu ön koşullar yerine getirildiğinde, iki sonuç çıkmaktadır:

1) dalgalı döviz kuru rejimi altında para politikası tam etkindir (devlet para arzını arttırdığından dolayı faiz oranı düşmektedir; yatırımcılar ise düşük gelirli ulusal tahvil almak yerine yabancı tahvile yönelmektedir, yurtiçi mallar ucuzladığından net ihracat artmaktadır);

2) sabit döviz kur uygulandığında para politikası tamamen etkisizdir (yatırımcıların yüksek gelirli tahvile yöneldiğinden oluşan döviz talep fazlasını merkez bankası karşılamaktadır; böylece merkez bankasının döviz rezervleri ve para arzı azalmaktadır) (Mankiw, 2012: 746-750).

1.4. Avrupa Merkez Bankası Para Politikasının Gerçekleştirme Özellikleri

AMB'ninpara politikası stratejisi, kısa vadeli faiz oranları seviyesinde kararların alındığı kapsamlı bir çerçeve sunmaktadır. AMB para politikasının başarısını sağlamayı amaçlayan bazı genel ilkelere dayanmaktadır. AMB'nın para

politikası stratejisi fiyat istikrarının nicel olarak belirlenmesini, fiyat istikrarı için risk analizine iki aşamalı yaklaşımı içermektedir. AMB fiyat istikrarını, %2'nin altındaki Euro bölgesi için Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksinin yıllık büyümesi olarak tanımlamaktadır. Fiyat istikrarı arayışında olan AMB, enflasyonu orta vadede %2'ye yakın tutmaya çalışmaktadır; strateji aynı zamanda para politikası kararlarını almak için gerekli tüm bilgileri ve analizleri içermektedir. AMB'nin strateji amaçları:

- aktarım mekanizmasının çalışmasını korumak;

- ileriye dönük olmak;

- orta vadeye odaklanmak;

- enflasyon beklentilerini kesin olarak tutturmak (ECB, 2019).

28 AB üye ülkeleri üzerinden 19 ülke, para miktarının ve temel faiz oranının seviyesini belirleyen ekonomik gelişmeyi düzenlemek için tek parasal mekanizmanın kullanılmasına izin veren Euro alanının parçasıdır. Bu mekanizmayı kullanma hakkı, Avrupa Merkez Bankası'na aittir. Avrupa Merkez Bankası'nın kurulması sadece dünya ekonomisinde değil, politik alanda da önemli bir olay olarak karşımıza çıkmaktadır. Ulusal merkez bankalarının bazı işlevleri gönüllü olarak üye devletler tarafından Euro bölgesinin ekonomik istikrarından sorumlu olan Avrupa Merkez Bankası'na devredilmektedir. Avrupa Merkez Bankası, bankacılık kurumunun tüm işlevlerini yerine getiren, idari otoriteye ve yasal düzenlemeler yapma hakkına sahip bir kurumdur. Ekonomik Para Birliği'ne[1] katılan ülkelerin ortak para politikasını yürütmek için Avrupa Merkez Bankaları Sistemi oluşturulmaktadır. Maastricht Antlaşması'na göre, AMBS'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Görevleri arasında ekonomik politikaların geliştirilmesi ve uygulanması, uluslararası döviz işlemlerinin yürütülmesi, üye devletlerin resmi döviz rezervlerinin depolanması ve bunların yönetimi, ödeme sisteminin sorunsuz bir şekilde işlemesinin kolaylaştırılması yer almaktadır. AMBS ve Avrupa Merkez Bankası, diğer topluluk

[1]Economy and Monetary Union (EMU) üye ülkeler arasındaki ortak para politikası ve tek para birimi (€) gerçekleştirme, devlet borçları ve bütçe açıkları üzerinde sınırlamalar getirmek, finansal politikaların koordinasyonu fonksiyonlarını içermektedir.

kurumların ve ulusal hükümetlerden bağımsız bir şekilde çalışmaktadır (Official Journal of the European Union, 2016:230).

AB bölgesinin para politikası hedefinde gerçekleşen işlem hesaplamaları için TARGET sistemikullanılmaktadır. Sistem merkezi olmayan bir temelde çalışmaktadır, yani sınır ötesi ödemeler Avrupa Merkez Bankası atlayarak, ulusal merkez bankalara geçmektedir. Sistem, AB üye ülkeleri arasındaki ödemelerin hızlı bir şekilde yürütülmesini sağlayarak, AB bölgesinde entegre bir finansal piyasa için ön koşullar yaratmaktadır. TARGET aracılığı ile Avrupa Merkez Bankası sisteminin operasyonlarını, net hesaplamaların günlük bakiyelerinin düzenlenmesini, para piyasası ve döviz işlemleri için bankalararası hesaplamalar ile ilgili ödemeleri gerçekleştirmektedir (ECB, 2005: 4-5).

Avrupa Merkez Bankası'nın araçları doğrudan kredi verme, açık piyasa işlemleri ve yedek rezervlerini içermektedir. Bu araçlar, ince ayar operasyonlarının sayısını azaltmak ve merkezi olmayan bir şekilde tek para politikasını yürütmek için tasarlanmaktadır. Örneğin, farklı AB ülkelerinde repo işlemleri için anlaşmalar ulusal merkez bankaları aracılığıyla yapılmaktadır. Repo işlemlerinin para politikasının ana aracı olduğu ülkelerde yapılan tüm hesaplamalar, ödeme karşılığı teslimat koşullarına tabidir. Böylelikle, Avrupa Merkez Bankası tarafından uygulanan etkin parasal düzenleme, AB bölgesi ekonomisindeki yeni eğilimlerin ortaya çıkmasına katkıda bulunmaktadır (Grill - Jakovicka, 2017: 158-159).

1.5. Avrupa Merkez Bankasının Parasal Aktarım Mekanizmaları

2008 finansal kriz sonrası para politikasının aktarım mekanizmalarının incelenmesi yoğunlaşmaktadır. Krizden dolayı Avrupa Parlamentosu ve ECB güçlü tedbirler almak zorunda kalmaktadır. Küresel ekonomik kriz enerji, hammadde ve gıda fiyatlarındaki artışlar nedeniyle birkaç yıl önce bu kadar ciddi görünen enflasyon riskini hafifletmektedir. Üstelik bazı ülkelerde farklı deflasyonproblemi ortaya çıkmaktadır. Avrupa entegrasyonu sürecinin gelişmekte olduğu makroekonomik koşulların özellikleri nedeniyle, AB'de euro'nun piyasaya sürülmesi ile birlikte ECB'nin tek para politikasının seçimi ve geliştirilmesi de eşlik etmektedir. AB'nin fiyat istikrarını sürdürme hedefini başarmak için temel

sorunlarından birini, parasal aktarım mekanizmalarının verimli çalışmasını çözmeyi gerekmektedir. AB para piyasasının varlıkları, likidite açısından çeşitli toplamlar şeklinde sıralanmaktadır:

- M1 - dolaşımdaki para artı bankalardaki mevduatlar. M1 birimine aynı zamanda "yüksek güçte para" denir, çünkü en likit hemen kullanılabilir araçlardır;

- M2 - M1 veiki yıl vadeli yabancı para mevduatları, üç aya kadar vadesi olan mevduatlar ve banka hesaplarındaki mevduatları kapsamaktadır;

- M3 - M2 artı repo anlaşmaları, kredi kooperatifleri ve fonları yatırımları, sigortalar, banka bonoları, finansal kuruluşlar senet senetleri, iki yıla kadar vade ile hazine bonoları.M3 dolaşımdaki para miktarını veya para arzını temsil eder, fiyat seviyesi M3'e bağlı olarak değişmektedir (Micossi, 2015: 3-5).

Avrupa Merkez Bankasının parasal aktarım mekanizmaları olarak faiz, kredi, döviz kuru, enflasyon, varlık fiyatları kanallarını içermektedir:

1) Faiz kanalı, para arzının kredi ve mevduatlar üzerindeki faiz sapma nedenlerini, yatırım kararlarını ve tüketici tercihlerini nasıl etkilediğini göstermektedir. Faiz oranı kanalının içindeki ana etkileri, kredi faizlerindeki değişimlere karşılık olarak hanehalkın yatırım davranışlarından kaynaklanmaktadır. Faiz oranının uzun vadede yatırım hacmi üzerinde doğrudan etkisi vardır. Yatırım ve kredi faizi arasındaki negatif ilişki, dışlama etkisi olarak adlandırılmaktadır. Bu, faiz oranının düşme eğilimi ile ekonomik aktörlerin paralarını uzun vadeli varlıklara yatırım yapmaları için daha kârlı olduğu anlamına gelmektedir. Faizlerdeki azalma, borçlanma maliyetini azaltarak cari harcamalardaki ve toplam talebi arttırmaktadır. Kredi oranının büyümesi üzerinde olumsuz etkisi bulunmaktadır (Angeloni - Kashyap - Mojon, 2003: 15-17).

2) Kredi kanalı, parasal aktarım mekanizmasının ana kanallardan biridir. AB bankacılık piyasası tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi ve ulusal ekonominin kesintisiz işleyişi ile ilgili önemli mikro ve makro ekonomik fonksiyonları yerine getirmektedir. Parasal alanda, finansal kurumların ana rolü para yaratmak ve kredi ve mevduat faiz oranını oluşturmaktır. AB mevduat piyasasındaki tekelleşme faiz

oranlarının düşmesine ve kredilerdeki faiz oranları ile daha yüksek bir fark yaratılmasına imkân vermektedir. Birçok AB ülke bankalarının sermaye yeterliliği reel üretime kredi sağlamada temel faktördür ve optimal faiz oranı yönetimi politikası, şirket ve banka borçlarında artışa neden olmaktadır. Sanayi üretimine verilen kredilerin artırılması, bankaların 2008–2009 yıllarında toplam talebin artmasını sağlayarak, bu durum küresel kriz sırasında ekonomiyi desteklemenin çarpan etkisini tetiklemektedir (Peersman - Smets, 2001: 6-5).

3) Döviz kuru kanalı. Ulusal para birim değerinde önemli dalgalanmalar olması durumunda, enflasyonun hedeften ne kadar uzaklaşabileceğini ve yerel fiyatların denge seviyesine ne kadar hızlı dönebileceğini doğru tahminlerde bulunmak önemlidir. Döviz kuru kanalı AB üye ülke ekonomilerinin reel sektör durumunu ve genel değeri öngörmek için temel ölçüttür. AB ülkelerin ihracat odaklı ve ithal ikame çok uluslu şirketlerin fiyat rekabeti, reel efektif döviz kurundaki değişime bağlıdır. Ulusal paranın devalüasyonu, ithal edilen ürünlerin yurt içinde üretilen ürünlere oranla artmasına, bu da endüstriyel üretimde artışa neden olmaktadır. Kurun düşmesi toplam talep üzerinde aşağıdaki nedenlerden dolayı olumsuz etkiye sahip olabilmektedir[2]:

- ithal ara ürünler için maliyetlerde artış;

- artan ithalat fiyatları nedeniyle tüketicilerin gerçek gelirlerinin düşmesi;

- yabancı para cinsinden ifade edilen yükümlülüklerin değerindeki artış;

- döviz piyasasında ve dış ticaret sektöründe artan belirsizlik (McCarthy, 2007: 9-10).

[2]Euro'nun ucuzlaması dış borçları Avrupa bankalarına sunmaktadır. Kurumsal sektöre yabancı sermaye girişleri çoğalmaktadır. 2009 yılında parasal düzenleyici tarafından alınan kararlar bu strateji ile uyumludur ve para politikasının kriz karşıtı yönünün güçlendirilmesini yansıtmaktadır. Aynı zamanda ECB, döviz kurunun dinamikleri üzerinde kontrolü sürdürmektedir.

Euro'nun yeniden değerlemesinin hem olumsuz hem de olumlu tarafları vardır. Olumsuz yönleri:

- ithalattaki artış nedeniyle ödemeler dengesinin azalması;

-AB üye ülkelerinin ihracatçılarının alım gücü düşmekte ve ekonomide rekabet gücü azalması;

- tüketici için ithal malların cazibesi artması. İthal fiyatların nominal euro oranındaki büyüme ile yavaş artması, üretilen mal ve hizmetlerin rekabet gücünün azalması.

Olumlu yönleri:

-verimliliğini, yatırım getirisini artıran modern ekipmanların ithalatında artış, bu da daha verimli üreticilerin seçiminde, yabancı yatırımlarda artış;

-artan döviz kuru (euro), AB varlıklarındaki uluslararası sermayenin yatırım getirisinde artış (Faruqee, 2004: 15-18).

4) Enflasyon kanalı, üretilen malların fiyat dalgalanmaları üzerinde önceden tanımlanmış tepki olarak açıklanmaktadır. AB üye gelişmiş ülkelerin enflasyonu sürekli düşerken, sanayi üretim endeksi oldukça yüksek seviyelerde kalmaktadır. Sonuç olarak, çıktının düşük fiyatlara olumlu tepkisi, gerçekleşen dönüşümlerin doğal bir sonucu olarak karşılanmaktadır (Hahn, 2003: 5-6).

5) Varlık fiyatları kanalı. Para politikası varlıkların değeri üzerinden ekonomik süreçler üzerinde bir etkiye sahiptir. Varlıkların fiyatları yüksek oranda risk içermektedir. Varlıklara yatırım yapma riski esas olarak makroekonomik durum olduğundan, dünya ticaretine entegrasyon derecesi ve piyasaya baskı uygulayabilen oyuncu gruplarının ortaya çıkması ile yapısal uyum tarafından belirlenmektedir. Krizin büyümesiyle, başarısız şirketlerin sayısı artmaktadır ve ECB'ye güven seviyesi azalmaktadır (Mahadeva - Sinclair, 2002: 2-3).

1.6. Para Politikası Uygulanmasında Etkili Yöntemler

Finansal krizler birçok ülkeninmerkez bankaları para politikalarının amaçlarını ve araçlarını yeniden gözden geçirmeye zorlamaktadır. Geleneksel araçlar verimsizliğini göstermektedir ve ekonomik sistemin gelişimi sırasında dönüştürülmek zorunda kalmaktadır. ZKO'da ufak bir değişiklik para arzında çarpıcı değişikliğe neden olmaktadır. ZKO bankalararası gecelik faiz oranının oynaklığını azaltarak, ortalama seviyede tutulmaktadır. Zorunlu yedek rezerv sistemine sahip ülkelerde, bu araç bankalar için ek bir gelir kaynağı olarak hizmet emektedir (18.01.2012 tarihinde ECB minimum zorunlu karşılıklar oranını %2'den %1'e indirdi). Ticari bankaların döviz cinsinden yükümlülüklerini de kapsamakta, bu nedenle ZKO senyoraj fonksiyonu yerine getirmektedir. Bu ülkelerdeki standartların temel amacı önlem almaktır.

Merkez bankaları tarafından standart dışı para politikası önlemlerinin kullanılması, kredi kanalını ana kanal haline getirmektedir. Merkez bankası, banka rezervlerindeki artış ile parasal genişlemeyi sürdürerek portföyündeki devlet tahvili sayısını arttırmaktadır. Tahvillerin değeri büyüyerek, parasal varlıkların nominal getirisi azalmakta ve ekonomideki toplam talep artmaktadır. Kredi genişlemesinin etkisi iki yönlü olabilmektedir: risk priminde doğrudan azalma veya portföy kanalı üzerinden hareket etmektedir. Varlık alımları özel sektöre arzını azaltmaktadır. Bir varlık için ortaya çıkan fazla talep, onun fiyatını arttırmakta ve karlılığını düşürmektedir. Bu, tüketici ve yatırım talebindeki artışa, yani ekonomideki toplam talepteki artışa yol açmaktadır (Borio - Disyatat, 2009: 14).

Para politikasının bir aracı olarak refinasman oranındaki değişim ekonomideki fiyat seviyesinin, finansal varlıkların, tasarrufların ve yatırımın değerini yönetmenin bir yoludur. Bu aracın etkin çalışması için piyasa faiz oranları merkez bankasının taban oranına göre elastik olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde refinansman oranı hükümetin ekonomik görevlerinin yerine getirilmesi için pasif bir araçtır. Merkez bankaları genellikle ekonominin öncelikli sektörlerinin hedefli finanse edilmesi için yan kuruluş operasyonları yürütmekte, yani yarı bütçeli bir işlevi yerine getirmektedir.

Açık Piyasa İşlemleri'nde merkez bankası tahvil, hisse senedi, hazine bonosu alım satımı yapmaktadır. APİ tersinirlik özelliğine sahiptir, yani işlem sırasında bir hataya izin verilirse, ters işlemle düzeltilmektedir. Aracın etkin çalışması için, yerel kamu borcunun geniş piyasaya ihtiyaç duyulmaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu tür işlemler para piyasasının yönetiminde ana araçtır. Para politikasının araçları arasında reeskont oranındaki değişim merkez bankası APİ ile kombinasyon halinde yürütülmektedir. Böylece, para arzını azaltmak için açık piyasada tahvil satarken merkez bankası, ticari bankalara tahvil satma sürecini hızlandıran yüksek reeskont oranı belirlemektedir (menkul değerlerin getirisinden daha yüksektir). Merkez bankası açık piyasa üzerinden menkul kıymetleri satın aldığında, reeskont oranını (menkul değerlerin getirisinin altında) düşürmektedir. Merkez bankasının genişletici politikası daha verimli hale gelmektedir (Gertler - Karadi, 2009: 18).

Negatif bir faiz oranı düşüncesi Alman ekonomist, Silvio Gesell'e aittir. Ekonominin gelişmesi için temel koşul, paranın tekdüze bir hızıdır, bu yüzden tasarruf yapmayı kesmektedir. Keynes'e göre, sıfır faiz oranını kullanmak "likidite tuzağı" koşulları altında mümkün olduğunu, ancak bazı durumlarda yatırım beklentilerini değiştirmenin tam etkili olmadığı düşünülmektedir. Negatif faiz oranı politikası finansal mekanizmayı yeniden yapılandırmaktadır. Devlet tarafından fonların depolanması için ödeme, ekonomik kurumların para ile aktif operasyonlar yürütmesini teşvik etmektedir. Bu durumda, nüfus daha fazla tüketmeye başlamaktadır, kredi kuruluşları reel sektöre daha fazla ve daha ucuz krediler vermektedir, paranın değeri giderek azalmaktadır. Artan talep arzı, ekonomik varlıkların faaliyetleri artırmaktadır, yani ekonomik büyüme gerçekleşmektedir (Keynes, 2001: 140-175; Ilgmann - Menner, 2011: 4-9).

Negatif faiz oranlarının kullanımını özetlersek, aşağıdaki sonuçlar çıkarılmaktadır:

- nicel genişleme programı kapsamında likidite alan bankalar aktif olarak kredi vermeye başlamaktadır, aksi takdirde faiz oranı varlıklarını tüketecektir;

- yatırımcılar düşük gelirli kamu menkul kıymetlerinden hisse senedi, şirket tahvili veya emlak gibi daha riskli varlıklara geçmek zorunda kalmaktadır;

- bir portföy varlığı niteliğinde altına olan talep ve karlılığı artmaktadır;

- tasarruf daha az çekici hale gelmekte, bu da tüketiciyi daha fazla harcamaya itmektedir. Böyle bir para politikası aracının uzun bir süre kullanılması, çeşitli nedenlerden dolayı etkisiz olabilmektedir: yatırımcılar, satın alınan menkul kıymetlerde getiri elde etmeyerek, faiz oranlarının daha yüksek olduğu ülkelere gitmektedirler, sigorta ve emeklilik fonlarının yanı sıra büyük bankalar önemli kayıplara maruz kalmaktadır. Bu politikanın ülkenin ulusal para biriminin çeşitli faktörleri hesaba katılmaz ise nasıl etkileyeceğini tahmin etmek zordur (Stiglitz - Weis, 1981: 393-410).

1.7. Ekonomik Büyüme Kavramının Tanımı

Ekonomik büyüme ülkenin milli gelirini arttırma sürecidir ve makroekonomik politikanın temel hedeflerinden biridir. Ekonomik büyüme GSYH hem mutlak hem de kişi başı olarak uzun vadeli artış anlamına gelmektedir. Büyüme oranının büyüklüğü, ekonomik büyüme dinamiklerinin önemli göstergesidir: ülke ekonomisinin gelişimini ve halkın refahını sağlamadaki hızını yansıtmaktadır. Tüm üretim faktörleri rasyonel olarak kullanılır iken (ekonomi üretim kapasitesinin sınırında iken), gerçek üretim hacmi maksimum değere ulaşmaktadır. Buna uzun vadeli bir denge durumundan diğerine hareket olarak görülen potansiyel ekonomik büyüme denilmektedir. Ekonomik büyüme bir dizi faktörlere bağlıdır. Ekonomik büyüme faktörleri gerçek çıktının, verimliliğin ve büyüme kalitesinin arttırma olasılığını belirleyen süreçlerdir. Toplam üretimi belirleyen ana faktörler:

1) kaliteli emeğim artışı;

2) sermayenin nitel bileşimini gelişimi;

3) üretim teknolojisinin geliştirilmesi;

4) ekonomik kaynakların niteliği ve miktarındaki artışı;

5) toplumda girişimcilik faaliyetlerin büyümesidir (Lucas, 2004: 21-53).

Son otuz yılda ekonomik büyümenin "yeni" faktörleri arasında araştırmacıların dikkati finansal piyasa kurumlarının ve araçlarının daha yakından incelenmesine doğru kaymaktadır. Finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin önemini gerçekleştirdiği işlevlerle gözlemlenmektedir:

1) sermaye yatırımı ve dağıtımı olanakları hakkında önbilgi sağlanması;

2) yatırımların izlenmesi ve finansmanın ardından kurumsal yönetimin uygulanması;

3) çeşitlendirmenin ve risk yönetiminin basitleştirilmesi;

4) tasarrufları kullanarak ve yatırımlara dönüştürmek;

5) mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırmak.

Bu fonksiyonların finansal piyasa tarafından etkin bir şekilde yerine getirilmesi, hızlandırılmış ekonomik büyümeye ve doğrudan ülkenin ekonomik potansiyelinin artışına yol açmaktadır. Finansal piyasanın ekonomideki en uygun ölçek ve yapısının belirlenmesinde ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin doğru bir şekilde değerlendirilmesi için sermaye piyasası ve Ar-Ge'ye yapılan yatırımlara uygun makroekonomik politikalargeliştirilmektedir.

Batı ülkelerde ortaya çıkan ekonomik büyüme teorisi Keynesyen varsayımlar temelinde gelişmektedir: talep, arz ve yatırım otomatik olarak eşit değildir; ekonomik büyümede en önemli rol yatırım talebindedir; ana teknolojik katsayılar (örneğin, sermaye - ürün, emek - sermaye) fiyat değişmezliğine bağlı olarak ve teknolojik ilerlemenin nötr niteliği ile belirlenmekedir. Üçüncü Dünya ülkelerinin ekonomik büyüme tecrübesi Keynesyen teorinin kusurlarını ortaya çıkarmaktadır veartan yatırım ve tasarrufların hızlandırılmış büyüme için yeterli koşul olmadığını göstermektedir. Keynes'e eleştiri olarak Harrod-Domar büyüme modeli geliştirilmektedir. Yabancı yatırımcılar gelişmekte olan ekonomilerden kaynak ayırarak, geçici ekonomik büyüme sağlanmaktadır. Kaynak alınan ülke ekonomilerin niteliksel özellikleri değişmemekte ve büyüme potansiyelinde artış görülmektedir (Harrod, 1939: 14-33; Domar, 1958: 508-511).

Neo-klasik yöndeki iktisatçılar talebin arza otomatik olarak eşit olduğu gerçeğinden hareketle, ekonomik dengenin istikrarı, rekabet özgürlüğü ve üretim faktörleri fiyatlarının marjinal ürünler düzeyinde kurulmasıyla sağlandığını savunmaktadırlar. Bu tür büyüme modelinin örneği Cobb-Douglas'ın üretim fonksiyonu olarak karşımıza çıkmaktadır: çıktı ile maliyetlerin (marjinal ikame oranı ve kaynakların ikame esnekliği) arasındaki ilişkiyi açıklayan gösterge sistemi türetilmekedir. Her üretim faktörünün kendi hacmi ve marjinal üretkenliğine göre üretim payını aldığı ulusal gelir dağılım mekanizmasını açıklamaktadır. Onların değişimi sadece nötr olmayan teknolojik ilerlemenin etkisi altında gerçekleşmektedir. Teori çerçevesinde ekonomik büyüme sistemini sağlama süreci para politikası alanıyla sınırlı olan devlet müdahalesini gerektirmeyen otomatik olarak değerlendirilmektedir (Meade, 2012: 30; Cobb - Douglas, 2010: 139-165).

Modern büyüme teorisi ekonomik büyümenin karşılıklı bağımlılığı ve diğer hedeflere ulaşma süreci - yeni malın üretimi, innovasyonun üretime sokulması, yeni pazarın geliştirilmesi, yeniden yapılanma gibi ekonomik ve ekonomik olmayan yaşamın pek çok yönünü etkilemektedir. İncelenen kavramlardaki farklılıklar ekonomik büyümenin:

- ekonomik büyüme ön koşulların oluşturulması sürecinde de gerçekleşmektedir;

- yapısal değişimler, doğrudan ekonomik büyümeye yol açmayan yenilikleri ifade edilmektedir;

- ürün ve hizmetlerin kalitesindeki düşüş durumunda oluşmaktadır.

Ekonomik büyüme doğal kaynakların yetersizliği veya var olanları kullanamaması, durgunluk veya depresyondan çok daha karmaşık olgudur; yetersiz istihdam, doğal kaynakların yetersizliği ve sermayenin yeterli verimde kullanılmaması ile karakterize edilmektedir. Ekonomik büyümenin yapısı toplumsal gelişim koşullarına ve ekonomik varlıkların yaşam döngüsüne bağlı olarak farklılaşmaktadır. Sürdürülebilir ekonomik büyüme için üretim faaliyetlerin, gelişimin ve yatırımların artmasının karlılığını sağlayan uygun makro- ve mikro-

ekonomik koşulların oluşması gerekmektedir. Orta ve uzun vadede ekonomik büyüme hedefleri dengeli optimal ve sürdürülebilir büyüme olanakları temelinde formüle edilmektedir. Ekonomik dengesizliklerin önlenmesi büyüme stratejilerin uygulanmasıyla üretim potansiyelinde olumlu değişimlerin ortaya çıkması mümkündür. Tüm bu stratejiler yapısal, endüstriyel, bilimsel, teknik, yatırım ve dış ticaret politikalarında değişikliklere neden olarak istikrarlı ekonomik büyümenin ön koşullarını ve ülkenin bir bütün olarak sosyal ve ekonomik büyümenin uzun vadeli stratejisinin ayrılmaz parçasıdır (Ramsey, 1928: 152).

Bir ülkenin ekonomik büyümesi, ekonomik faaliyetlerin nüfusun gittikçe artan ihtiyaçların karşılanabilmesi için uzun vadeli bir artışı olarak tanımlanmaktadır. Malların arzında uzun süreli bir artış, belirlenen ekonomik büyümenin sonucudur. Ekonomik büyüme faktörleri ülke büyümesinin kalitesini, yapısal değişikliklerini ve büyüme oranını belirlemektedir: teknolojik gelişimini, sağlanan beşeri sermayesini, tüketici tercihlerini, talebin belirlenmesini, toplumun yapısını, nüfusun yaşam tarzının düzeylerini göstermektedir. Milli gelirin genel düzeyi ve dağılım araçları, ekonomik sistemin işleyişinin etkinliğini ve sosyal ilişkilerin stilini belirleyecek sosyal yapı oluşturmaktadır (Prebisch, 1950: 8-10; Kuznets, 1973: 247-248).

İKİNCİ BÖLÜM

2. MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASININ EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ: AB ÜLKELERİ ÖRNEĞİ

Ekonomik büyümenin sürdürülebilir olmasını sağlamada para politikasının rolü ekonomik teori ve pratikteki en tartışmalı konulardan biridir; önemi dünyanın birçok ülkelerinin uzun süren ekonomik durgunluk dönemlerinden kaynaklanmaktadır. Ekonomik hayatın tüm yönlerini etkileyen merkez bankasının ulusal ekonomik büyümeyi ve faaliyetlerini teşvik etmesi esas görevlerinden biridir. Merkez bankalarının işlevlerinin listesi oldukça geniştir ve para politikasının gelişimini ve uygulamasını içermektedir: Ulusal para biriminin dolanımı, düzenleme ve kontrolünün uygulanması, bankacılık faaliyetlerinin lisanslanması, düzenlemeleri, ödeme sistemleri ve denetimi, uluslararası rezerv varlıkların yönetimi, bankacılık sisteminin (güvenlik, istatistik, muhasebe, personel) korunması ile ilgili belirli fonksiyonları.

Para politikasının uygulanmasına yönelik yöntem ve araçlar arasında doğrudan ekonomik büyümeyi etkileyen ya da doğrudan teşvik unsuru olarak hizmet eden araç yoktur. Bu yaklaşım iktisatta "paranın yansızlığı" teorisi ile tamamen tutarlıdır. "Paranın yansızlığı" teorisine göre, uzun vadede dolanımdaki para miktarındaki değişim sadece fiyat değişikliklerini etkilemektedir; yatırım, üretim ve istihdamdaki değişimleri etkilememektedir. Para arzındaki niceliksel değişiklikler, ekonomideki genel fiyatların ve enflasyon seviyesinin artışına katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla "paranın yansızlığı" teorisinin hükümlerinin pratikte uygulanması, Merkez Bankalarının ekonomik büyümeye doğrudan etki eden araçları ve yöntemleri elinde bulundurmamasına neden olmaktadır. Bu etki parasal aktarım mekanizmasınınana kanalları faiz, kredi ve para kanallarını kullanarak finans sektörü vebankacılık sistemi aracılığıyla dolaylı olarak oluşmaktadır (Fisher, 1911: 21-27).

Merkez bankası ekonominin gerçek durumunu, ülkenin kalkınmasının tarihsel ve politik özelliklerini ve ekonomik konjonktürün durumunu dikkate alarak, ülkenin genel ekonomik politikası bağlamında belirli para politikası geliştirerek uygulamaktadır. Buna ek olarak para politikası araçlarının kullanım özelliği kısa

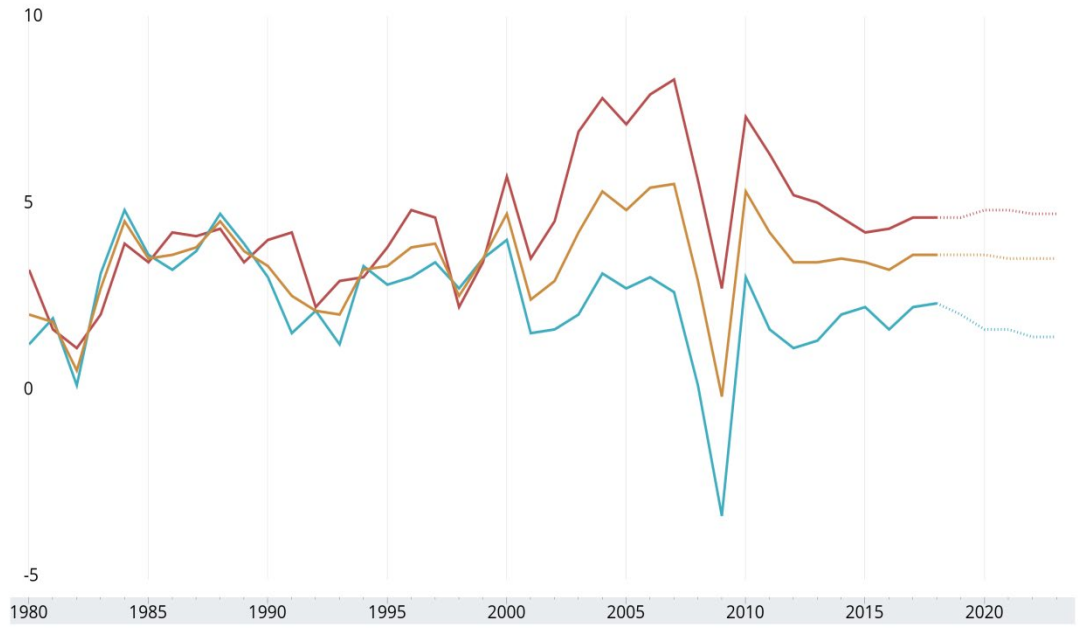
sürede etkili ve ekonomik konjonktürünparasal yöntemlerini ayarlamayla piyasada işlem etkisini sağlamayı amaçlamaktadır. Merkez bankalarının devlet kurumu ve iktisat politikasının uygulayıcısı olarak yasalar tarafından düzenleyen ve belirli işlevleri yerine getiren açık hedefleri ve amaçları vardır. Bu nedenle merkez bankasının belli yönlerdeki para politikasının uygulanmasına dayalı olarak ekonomik büyümeyi teşvik etmek için önerilen tedbirler ve reçeteler popülist politikalardan kaçınılmalıdır (Mishkin, 2004: 880).

Parasal düzenlemenin ana hedefleri, para arzı, faiz oranları, zorunlu karşılıklar oranı, döviz kuru, yani bir dizi para politikası aracı ve parasal göstergeler olup, aralarında doğrudan ekonomik büyüme ile ilgili göstergeler bulunmamaktadır. Bu, bir kez daha para politikasının ekonomik büyümeyi doğrudan değilde aracılı, dolaylı etkileyebileceğinin altı çizilmektedir. Para politikası ülkenin iktisadi politikasının amaç ve hedefleriyle örtüşen ve ekonomik büyümeyi teşvik eden eylemler gerçekleştireceği bazı ön şartlar yaratabilmektedir. Bu dolaylı etki makroekonomik istikrar, finansal piyasasının dengeli gelişimi ve bankacılık sisteminin istikrarı olmak üzere belli koşulların varlığında gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle, 2008–2009 küresel mali krizinden sonra çoğu ülkeler finansal istikrarı sağlama fonksiyonunu merkezi bankalarına devretmektedirler.

Bilimsel literatürde bazı gelişmiş ülkelerin standart olmayan parasal araçların “niceliksel” ve “kredi genişletme” şeklinde uygulanması konusundaki deneyimleri, para politikasının ekonomi üzerindeki olumlu etkisinin bir örneği olarak gösterilmektedir. Bu nedenle, ECB'nin “kredi” ve “niceliksel genişleme” konusundaki para politikasının standart dışı önlemleri başlangıçta banka kredilerini genişletmeyi ve 2014 yılında teminatlı tahviller ve menkul kıymetleştirilen kredileri geri almayı hedeflemektedir. Fed, Bank of England ve Bank of Japan tarafından yapılan geleneksel olmayan önlemlerin ana odak noktası özellikle ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin satın alınmasıydı. Bu ülkelerin merkez bankalarının finansal sektörü istikrara kavuşturmaya, ECB'nin finansal olmayan kuruluşlara ve kamuya finansman sağlama ve borç verme koşullarını iyileştirmeye odaklandığı anlamına gelmektedir. Ancak standart dışı yöntemlerin faiz oranının neredeyse sıfır olduğu ve artık indirilemeyeceği bir durum olan “likidite tuzağı” karşısında deflasyonun

üstesinden gelmek için kullanılmaktadır. Yüksek enflasyonun yanı sıra makroekonomik ve finansal istikrarsızlık koşullarında bu tür önlemler etkili değildir. Bu nedenle gelişmekte olan piyasalara sahip ülkelerin merkez bankalarının temel görevi, bankacılık sisteminin istikrarını sağlamak, iç ve dış şoklara karşı direncini artırmak ve enflasyonu kontrol etmek için güvenilir mekanizmalar geliştirmektir. Ekonomide yüksek ve istikrarlı büyüme oranlarının sadece düşük enflasyon oranlarıyla makroekonomik istikrar koşullarında sağlanmaktadır (Cour-Thimann - Winkler, 2013: 44).

Grafik 1. Dünya, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerin Reel GSYH Oranları 1980-2018



- gelişmekte olan ekonomiler;
- gelişmiş ekonomiler;
- dünya;

Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Tablo 1. AB Reel GSYH Oranları 1995-2018

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Avusturya	2,4	2,1	3,6	3,6	3,4	1,3	1,7	0,9	2,7	2,2	3,5	3,7	1,5	-3,8	1,8	2,9	0,7	0	0,8	1,1	1,5	3	2,8
Belçika	1,6	3,7	2	3,6	3,6	0,8	1,8	0,8	3,6	2,1	2,5	3,4	0,8	-2,3	2,7	1,8	0,2	0,2	1,3	1,4	1,4	1,7	1,5
Bulgaristan	-8	-1,6	4,9	-0,5	5	3,8	5,9	5,2	6,4	7,1	6,9	7,3	6	-3,6	1,3	1,9	0	0,9	1,3	3,6	3,9	3,6	3,6
Hırvatistan	5,9	6,6	1,9	-0,9	3,7	3,5	5,3	5,6	3,9	4,1	4,9	5,3	2	-7,3	-1,5	-0,3	-2,3	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,8	2,8
Çek Cumhuriyeti	4,5	-0,6	-0,3	1,4	4,3	2,9	1,7	3,6	4,9	6,5	6,9	5,6	2,7	-4,8	2,3	1,8	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,3	3,1
Danimarka	2,9	3,3	2,2	2,9	3,7	0,8	0,5	0,4	2,7	2,3	3,9	0,9	-0,5	-4,9	1,9	1,3	0,2	0,9	1,6	1,6	2	2,3	2
Estonya	5,3	11,8	4,1	-0,9	10,6	6,3	6,1	7,4	6,3	9,4	10,3	7,7	-5,4	-14,7	2,3	7,6	4,3	1,9	2,9	1,7	2,1	4,9	3,7
Finlandiya	3,7	6,3	5,4	4,4	5,6	2,6	1,7	2	3,9	2,8	4,1	5,2	0,7	-8,3	3	2,6	-1,4	-0,8	-0,6	0,1	2,5	2,8	2,6
Fransa	1,4	2,3	3,6	3,4	3,9	2	1,1	0,8	2,8	1,7	2,4	2,4	0,3	-2,9	1,9	2,2	0,3	0,6	1	1	1,1	2,3	1,6
Almanya	0,9	1,9	1,8	1,8	3,2	1,8	0	-0,7	0,7	0,9	3,9	3,4	0,8	-5,6	3,9	3,7	0,7	0,6	2,2	1,5	2,2	2,5	1,9
Yunanistan	2,9	4,5	3,9	3,1	3,9	4,1	3,9	5,8	5,1	0,6	5,7	3,3	-0,3	-4,3	-5,5	-9,1	-7,3	-3,2	0,7	-0,3	-0,2	1,4	2
İrlanda	9,1	10,7	8,6	10,5	9,5	5,3	6	3	6,6	5,7	5,1	5,3	-4,4	-5,1	1,9	3,7	0,2	1,3	8,7	25	4,9	7,2	4,7
İtalya	1,3	1,8	1,6	1,6	3,7	1,8	0,2	0,2	1,6	0,9	2	1,5	-1,1	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	0,1	1	0,9	1,5	1,2
Letonya	2,4	9	6,5	2,6	5,4	6,5	7,1	8,4	8,3	10,7	11,9	10	-3,5	-14,4	-3,9	6,4	4	2,4	1,9	3	2,2	4,5	3,7
Litvanya	5,2	8,3	7,5	-1,1	3,8	6,5	6,8	10,5	6,6	7,7	7,4	11,1	2,6	-14,8	1,6	6	3,8	3,5	3,5	2	2,3	3,9	3,5
Lüksemburg	1,5	5,9	6,5	8,4	8,4	2,5	3,8	1,6	3,6	3,2	5,2	8,4	-1,3	-4,4	4,9	2,5	-0,4	3,7	5,8	2,9	3,1	2,3	4
Polonya	6,2	7,1	5	4,5	4,3	1,2	1,4	3,6	5,1	3,5	6,2	7	4,2	2,8	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,8	3	4,6	4,4
Portekiz	3,5	4,4	4,8	3,9	3,8	1,9	0,8	-0,9	1,8	0,8	1,6	2,5	0,2	-3	1,9	-1,8	-4	-1,1	0,9	1,8	1,6	2,7	2,3
Romanya	3,9	-6,1	-4,8	-1,2	2,9	5,6	5,2	5,5	8,4	4,2	8,1	6,9	8,3	-5,9	-2,8	2	1,2	3,5	3,4	3,9	4,8	6,9	4
Slovakya	6,9	4,4	4	-0,2	1,2	3,3	4,5	5,4	5,3	6,8	8,5	10,8	5,6	-5,4	5	2,8	1,7	1,5	2,8	3,9	3,3	3,4	3,9
Slovenya	3,6	5,1	3,3	5,3	4,2	2,9	3,8	2,8	4,4	4	5,7	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,7	-1,1	3	2,3	3,1	5	4,5
İspanya	2,4	3,9	4,5	4,7	5,1	4	2,9	3,2	3,2	3,7	4,2	3,8	1,1	-3,6	0	-1	-2,9	-1,7	1,4	3,6	3,2	3	2,7
İsviçre	1,5	2,9	4,2	4,5	4,7	1,6	2,1	2,4	4,3	2,8	4,7	3,4	-0,6	-5,2	6	2,7	-0,3	1,2	2,6	4,5	2,7	2,1	2,4
İngiltere	2,5	4,3	3,3	3,2	3,5	2,8	2,5	3,3	2,3	3,1	2,5	2,5	-0,3	-4,2	1,7	1,6	1,4	2	2,9	2,3	1,8	1,7	1,4

Kaynak: Dünya Bankası.

2.1. Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Hedeflemeleri

2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi

Günümüzde dünya ekonomisi bir bütün olarak "ölçülü, bastırılmış" enflasyon ile ekonomik büyüme karakterize edilmektedir. IMF'ye göre 1999 yılından bu yana, tüm dünyanın ekonomik büyüme ve enflasyon oranları 2008-2009 krizi haricinde çok benzerdi. Gelişmiş ekonomiler grubunda enflasyon sadece 2008-2009 döneminde ekonomik büyümeyi, AB bölgesinde - 2001-2003, 2008-2009, 2011-2013 yılları arasında aşmaktadır. Ana stratejik hedefi merkez bankaları uygun parasal rejim yoluyla enflasyonu frenlemek için belirlemektedir. Birçok ülke Merkez Bankalarının düzeyini korumak, hedefe ulaşmak için orta vadede enflasyon kontrolünü sağlayan enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yapmaktadır. ECB uzmanlarına göre enflasyon hedeflemesi - para politikası faiz oranının operasyonel hedef olarak kullanımına dayalı, hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon tahminlerinin sapmaları minimize ederek, fiyat istikrarını sağlamak amaçlı bir türstratejidir (İMF, 2017: 17-51).

Enflasyon hedeflemesinin ana aracı faiz oranı olmasına rağmen, parasal aktarım mekanizmasının uygulanması çerçevesinde gelişmekte olan piyasalara sahip ülkelerin Merkez Bankaları başta para piyasası oranlarının yönetiminde olduğu gibi, döviz kuru üzerinde de bir miktar etki göstermeye devam etmektedir. Bunun nedeni, döviz kuru dinamiklerinin ihracat ve ithalat dinamikleri ile yakından ilişkili ve döviz kuru istikrarının enflasyonu sınırlayan koşullardan biri olmasıdır. Döviz kurunun dinamikleri ile para piyasasının faiz oranları arasındaki karşılıklı ilişki, iç ve dış faiz oranlarının parite bazında hesaplanmasıyla gerçekleştirilmektedir. Her ne kadar döviz kuru mekanizması daha karmaşık olsa da, döviz kurunun ülke ekonomilerin rekabet gücü ile karşılaştırılması belirleyici bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla para politikasının uygulanmasında, merkez bankası ekonominin finansal “dolarizasyon” seviyesini azaltmaya, yabancı para cinsinden daha önce verilen kredilere borç sorununu çözmenin yanı sıra, enflasyonu frenlemeye ve bankacılık sistemini istikrara kavuşturmaya yardımcı olacak döviz risklerinin korunmasına yönelik araç ve mekanizmaların iyileştirilmesine odaklanmaktadır (Hammond, 2012: 47).

Tablo 2. AB Ülkeleri Enflasyon Hedefleme Türleri

	Enflasyon Hedeflemesi	**Kabul Tarihi**	**Hedef**
Avusturya Belçika Finlandiya Fransa Almanya Yunanistan İrlanda İtalya Lüksemburg Hollanda Portekiz İspanya	Eklektik	2002	2% altında
Danimarka	Eklektik	2002	2%
İsveç	Tam	1993	1 – 3%
Çek Cumhuriyeti	Tam	1998	2 – 4%
Estonya	Yok		
Macaristan	Tam	2001	5%
Letonya	Yok		
Litvanya	Yok		
Malta	Yok		
Polonya	Tam	1999	2.5%

Kaynak: Carare - Stone, 2003: 20-23

Tablo 3. AB Enflasyon Oranları 1996-2018

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Avusturya	1,8	1,2	0,8	0,5	2	2,3	1,7	1,3	2	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,5	2,6	2,1	1,5	0,8	1	2,2	2
Belçika	1,8	1,5	0,9	1,1	2,7	2,4	1,5	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0	2,3	3,4	2,6	1,2	0,5	0,6	1,8	2,2	2,2
Bulgaristan	123	1061,2	18,7	2,6	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	6	7,4	7,6	12	2,5	3	3,4	2,4	0,4	-1,6	-1,1	-1,3	1,2	2,6
Hırvatistan	3,6	3,7	6,7	4	4,6	3,8	1,7	1,8	2,1	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,6
Çek Cumhuriyeti	8,8	8,6	10,7	2,2	3,8	4,7	1,9	0,1	2,7	1,9	2,5	2,9	6,3	1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,3	0,3	0,7	2,4	2,3
Danimarka	2,2	2,2	1,8	2,5	2,9	2,4	2,4	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,4	0,8	0,6	0,5	0,3	1,1	1,4
Estonya	19,7	9,3	8,8	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	5,1	4,2	3,2	0,5	0,1	0,8	3,7	3
Fransa	2,1	1,3	0,7	0,6	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1	0,6	0,1	0,3	1,2	1,9
Almanya	1,3	1,5	0,6	0,6	1,4	1,9	1,3	1	1,8	1,9	1,8	2,3	2,7	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1	0,4	1,7	1,8
Yunanistan	7,9	5,4	4,5	2,1	2,9	3,6	3,9	3,4	3	3,5	3,3	3	4,2	1,3	4,7	3,1	1	-0,9	-1,4	-1,1	0	1,1	0,7
Macaristan	23,5	18,3	14,2	10	9,8	9,2	5,3	4,7	6,8	3,6	3,9	8	6,1	4,2	4,9	3,9	5,7	1,7	-0,2	-0,1	0,4	2,4	2,8
Irlanda	2,2	1,3	2,1	2,4	5,3	4	4,7	4	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	0,6	0,3	0	-0,2	0,3	0,7
Italya	4	1,8	2	1,7	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,2	0,2	0,1	-0,1	1,3	1,3
Letonya	17,6	8,1	4,3	2,1	2,6	2,5	2	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3	0	0,7	0,2	0,1	2,9	2,7
Litvanya	23,1	8,7	5,4	1,4	1,1	1,5	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,2	4,2	1,2	4,1	3,2	1,2	0,2	-0,7	0,7	3,7	2,5
Lüksemburg	1,2	1,4	1	1	3,8	2,4	2,1	2,5	3,2	3,8	3	2,7	4,1	0	2,8	3,7	2,9	1,7	0,7	0,1	0	2,1	1,5
Polonya	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	1,9	0,8	3,5	2,1	1	2,5	4,2	3,4	2,6	4,3	3,7	0,9	0	-0,9	-0,6	2	2
Romanya	38,8	154,8	59,1	45,8	45,7	34,5	22,5	15,4	11,9	9	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	5,8	3,3	4	1,1	-0,6	-1,6	1,3	4,7
Slovakya	5,8	6	6,7	10,5	12,2	7,1	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,3	2,6
Slovenya	9,9	8,3	7,9	6,1	8,9	8,4	7,5	5,5	3,6	2,5	2,5	3,7	5,7	0,8	1,8	1,8	2,6	1,8	0,2	-0,5	-0,1	1,4	2,1
Ispanya	3,6	1,9	1,8	2,2	3,5	3,6	3,1	3	3	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	2	1,8
Isveç	1	1,8	1	0,6	1,3	2,7	1,9	2,3	1	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	1,4	0,9	0,4	0,2	0,7	1,1	1,9	1,9
Ingiltere	2,5	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0	0,7	2,7	2,5
Finlandiya	1,1	1,2	1,3	1,3	3	2,7	2	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	3,2	2,2	1,2	-0,2	0,4	0,8	1,2
Portekiz	2,9	1,9	2,2	2,2	2,8	4,4	3,7	3,2	2,5	2,1	3	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2	0,5	0,6	1,6	1,7

Kaynak: Dünya Bankası

Enflasyon ve ekonomik büyüme birbiriyle ilişkili iki göstergedir. Ilımlı enflasyon ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki sağlamaktadır: ekonomideki para arzı talebin artmasına yol açmakta, mal ve hizmet üretimini teşvik etmektedir. Enflasyon doğası gereği döngüsel niteliktedir, iyileşme aşamasında uzun vadeli ekonomik büyüme eşlik eder, böylece pozitif bir işlevi yerine getirmektedir. S. Fischer'e göre, enflasyonun ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkisi olduğu bir eşik olarak enflasyonun değerini yıllık %15 olarak belirlemektedir. Enflasyonun ekonomik büyümeye olan etkisi yılda %15 geçmiyor ise, etkisinin olmadığı varsayılmaktadır. Enflasyonda %10 artış olması durumunda, GSYH'nın büyüme oranı yılda sadece %0,3- %0,4 oranında azalmaktadır. Enflasyon oranı ne kadar düşük ise, pozitif etki o kadar küçük olmaktadır (Barro, 1997: 25-32; Fischer, 1995: 485–512).

Grafik 2. AB GSYH (milyar, USD)1996-2018



Kaynak: İMF, İnternational Financial Statistics.

2.1.2. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme parasal büyüklükler üzerindeki kontrol ve etkinin enflasyonu azaltabileceği varsayımına dayanmaktadır. Niceliksel genişlemeye göre, ekonomide dolanımdaki paranın miktarı toplam nominal gelirin değerine eşit olmaktadır. Yani para arzı paranın dolanım hızıyla çarpılarak nominal gelir ile tam eşitliğe sahip olmaktadır. Parasal hedefleme para arzının oransal değişimi olarak tanımlanması şeklinde yıllıkduyurulmaktadır. Parasal hedeflemenin benimsemenin ana argümanı enflasyonun parasal niteliğine sahip olmasıdır (Fisher, 1933:339-351).

Avantajları:

- para arzı ile ilgili veriler genellikle diğer değişkenlerden daha erken alınmakta olup, erken dönemde enflasyonun kısa vadeli beklentileri hakkında bilgi elde edilmesini mümkün kılmaktadır;

- nominal para arzı enflasyon ile kıyasla doğrudan kontrol edilebilmektedir;

- hedeflerin belirlenmesi için analitik çalışma yapmayı gerektirmez; sadece reel ekonomik büyümenin yıllık varsayımlarına, para dolanımının eğilim hızına ve parasal tabanın çarpanına ihtiyaç duyulmaktadır;

- diğer para politikası rejimleri arasında, para arzındaki artış oranı ölçüsünün, gözlenemeyen çıktı değerleri ile ilgili yararlı bilgileri yansıtabileceği düşünülmektedir (Gerberding - Seitz - Worms, 2007: 6-9).

Dezavantajları:

- parasal hedefleme merkez bankasının nominal para arzını tam olarak belirleyebileceği ve para arzı ile nominal gelir arasındaki ekonomide uzun vadeli bir ilişki olduğu yaklaşıma dayanmaktadır. Bu, para çarpanının istikrarını, dolanım hızını varsaymaktadır ki gerçekte uygulanmamakta ve parasal hedeflerin uygunsuz kullanımını sağlamaktadır;

- para talebi çeşitli döngüsel dalgalanmalara maruz kaldığı ve para dolanımının istikrarsız olduğu durumlarda parasal hedeflemenin etkinliği azaltmaktadır (Batini - Nelson, 2005: 32-37).

Parasal hedefleme rejimini BrettonWoods anlaşmasının çöküşünden sonra AB üye ülkelerin Merkez Bankaları arasında ve ekonomileri oldukça büyük olan ülkeler tarafından kullanılmaktadır: İngiltere, Almanya ve İtalya. 1985'te İngilizler para arzı için hedef belirlemeyi, para arzının kontrolünü reddetmekteler, 1987'de ise tamamen kaldırmaktalar. Nedeni ise parasal büyüklükler ile ana makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin istikrarsızlığı, düzenleyicilerin ekonomik büyümeyi etkilemesini imkânsız hale gelmesidir.1980'de İtalya Merkez Bankası geniş para arzını (M2) hedeflemektedir, ancak 1990'da para talebini etkileyen ekonominin yapısında meydana gelen değişiklikler nedeniyle, M2 ve fiyatlar arasındaki korelasyon önemli ölçüde azalmaktadır. Merkez Bankası parasal analizde kullanılan makroekonomik modeldeki değişkeni - M2 büyüklüğünü değiştirerek farklı zaman aralıklarında zor ekonomik durumlardan çıkmaktadır. Böylece fiyat istikrarını korumayı başarmaktadır, gerçekte ise para politikasının düşük verim problemini çözmemektedir - 1990'da M2 büyüklüğü ile gerçekleşmiş ve hedeflenen büyüme oranları tutmamaktadır. Romanya parasal hedefleme kullanımında nispeten başarılı örnektir. Enflasyonda azalmaya yol açan önlemler para tabanı üzerindeki sıkı kontrolü değil, aynı zamanda bütçe açığını azaltmanın yanı sıra reel ücretlerin büyümesini de sınırlandırmaktadır (Mishkin, 2000: 17-21).

Batılı iktisatçıların çalışmalarında para arzının merkez bankası tarafından tam kontrol edilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Ancak merkez bankası sadece parasal tabanı izleyebilmekte, parasal büyüklüklerin dinamikleri ise ekonomik aktörlerin davranışlarına ve yurt dışından sermaye girişlerine bağlı kalmaktadır. Stratejinin etkinliği, finansal piyasaların gelişmesi, para arzının büyümesi ve enflasyon arasındaki bağlantısının zayıflaması nedeniyle azalmaktadır. Bu değerlendirme sonucunda merkez bankası hedef enflasyon ilkesini kullanmayı başlamaktadır. Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası, İsveç Bankası para politikasının para arzını büyüme oranını belirlemede önemli makroekonomik göstergelerinden biri olarak değerlendirmektedir. Parasal büyüklüklerin gösterge niteliğinde bir değişken

olarak kullanmanın temelinde iki postülat kabul edilmektedir. İlki, para için uzun vadeli istikrarlı bir talep vardır. Dolayısıyla para arzının büyümesi ile enflasyon arasındaki ilişkiyi kurmak mümkündür. İkinci olarak, para arzı orta vadede enflasyonun tahmin edilmesine yardımcı olmaktadır. Yani para arzının büyümesi, ekonomik ajanlar arasındaki enflasyon beklentilerini ve bunlarla enflasyonu teşvik edebilmektedir (Sanchez, 2010: 12-10).

2.1.3. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi ulusal para birimi kurunun yabancı para birimlerine sabitlenerek veya kontrollü yönlendirme rejimi getirilerek yürütülmektedir. Bu hedefleme sabit döviz kuru sıkı kur düzenlemesi ile birleştirilmekte ve sermaye işlemlerinin kontrolünün yavaşlaması, dalgalanma oranı arttıkça kademeli olarak gerçekleşmektedir. Bu durum özellikle döviz kuru yükümlülüklerinde önemli artışa yol açan, sermaye hareketleri üzerindeki kontrolün zayıflaması ile birlikte sabit döviz kur olarak AB ülkelerinde 1992'de finansal kriz sonrası uygulanmaktadır. Koloni olan ülkelerin bağımsızlığını kazandıktan sonra döviz kuru hedeflemesinden vazgeçerek bağımsız merkez bankalarını tercih etmektedirler.

Döviz kuru hedeflemesinin birkaç çeşidi vardır. Birincisi, ulusal para biriminin farklı ülkenin para birimine katı bir şekilde sabitlenmesi rejimidir. Merkez bankası belirli kanalda serbestçe yüzen nominal döviz kuru dalgalanmalarını sabitleyerek başka bir form kullanabilmektedir. Böyle bir rejim döviz kurun daha büyük oynaklığı ve merkez bankasının piyasadaki özerkliği nedeniyle, kısa vadeli spekülatifsermaye hareketinin yoğunluğunu azaltma avantajına sahiptir. Para ve diğer makroekonomik politikaları kendisine bağlayan döviz kuru rejiminin aşırı sertliği bir miktar yumuşamaktadır. Merkez bankası parasal araçlar kullanırken operasyonel özgürlük kazanmakta, para politikası da esnekleşmektedir. Rejimin üçüncü şekli daha sık kullanılmaktadır - "kayan" sabitleme, kurpiyasa tarafından belirlenmekte, fakat parasal otoriteler müdahalelerini aktif olarak yürütmek suretiyle kurun oluşumunu etkilemektedir. Merkez bankası ulusal paranın aşırı güçlenmesini önleyerek, yerli üreticilerin rekabet gücünü korumaktadır. Bütün bunlar dışsal şoklara karşı para politikasının daha fazla esnekliğine yol açmaktadır (Mahadeva - Stern, 2000: 28).

Geçiş ekonomileri ülkelerinde döviz kuru hedeflemesinin uygulanması, kısa vadeli fiyat istikrarına katkıda bulunmaktadır. Eğer ülke fiyatlarıhem ithal edilen mallar, hem yerel mallar için sabit ise, yabancı para (genellikle ABD doları veya euro)ülke içindeki değer ve araçların bir ölçüsü anlamına gelmektedir. Bu koşullar altında döviz kuru işaret fonksiyonunu gerçekleştirmektedir ve sabitlemesi fiyat istikrarına eşdeğerdir. Mekanizma fiyatların devlet tarafından düzenlemesinden farklı değildir: farklı ülke para birimine sabitlenmesi nispi fiyatların tümünün en çok kullanılan ürünlerden birinin fiyatına yönetilmesine eşdeğerdir. Döviz kuru hedeflemesi rejimi parasal hedefleme politikasına göre birkaç avantaja sahiptir. Birincisi, nüfus için daha şeffaf, anlaşılabilir durumdur, enflasyon beklentilerini daha fazla etkilemektedir. İkincisi, parasal hedefleme politikasının aksine, döviz kuru düzenlemesinin kontrol edilmesi çok daha kolaydır. Üçüncüsü, ekonomideki yapısal değişimlere daha az bağımlıdır, ihracat ve ithalatın oranlarına etkisi vardır. Parasal hedeflemede enflasyonla mücadelede sadece geçici sonuçlar vermektedir. Enflasyonist süreç durmamakta, ancak gizli şekil almakta - enflasyon potansiyelinin birikimi olarak çıkmaktadır. Bu potansiyelin yüzeye çıkması, önceki tüm makroekonomik istikrar çabalarını geçersiz kılarak yıkıcı sonuçlara yol açmaktadır. Ayrıca para biriminin uzun vadeli sabitlenmesi döviz krizine neden olmaktadır (Zloch-Christy, 2000: 12-33).

Para politikası hedeflemesi çerçevesinde anti-enflasyonist politikası konusunda özetlemek gerekirse, aşağıdaki ana noktalar vurgulanmaktadır. Döviz kurunu düzenleme stratejisi parasal otoritelerin bir ülkede enflasyon oranını çok yüksek olandan kabul edilebilir oranlara indirgeme amacıyla uygulanmaktadır. Stabil fiyat seviyesine ulaştıktan sonra, yeni ekonomik zorluklar karşısında makroekonomik düzenleme için etkili bir araç olarak ulusal para oranının daha fazla hedeflenmesi anlamını yitirmektedir. Modern koşullarda sıkı döviz kuru hedeflemesi altın standart sistem gibi katı kurallara dayanan önceki sistemler kadar pratik değildir. Döviz kuru hedeflemenin zayıf tarafı, hedefin kendisinde değil, kesin olarak tanımlanan sapma sınırlarındadır. Yıllarca AB bazı gelişmiş ülkeleri (özellikle Danimarka), döviz kurunu fiili olarak hedef ölçütünü kesin olarak belirtmemektedir (hedef ölçütü +/-% 2,25 arasında). Döviz kurundaki kriterlerin reddedilmesi, para politikasında ulusal

paranın oranına ve varlık fiyatlarındaki öngörülemeyen değişikliklerin genel makroekonomik dengesine olan etkiyi daha iyi ölçmeyi sağlamaktadır (Munchau, 2010).

2.1.4. Para Kurulu Rejimi

Ekonomide yüksek düzeyde istikrarsızlık olması nedeniyle hükümet döviz kuru hedeflemesinin zorlu versiyonu olan para kurulu rejiminin uygulanmasına başvurmaktadır. Merkez bankası uluslararası rezervlerin yenilenmesi sonucunda ulusal parayı sadece aktarım mekanizmasının para birimi kanalıyla elden çıkarmaktadır. Para ticari bankaların döviz işlemleri yoluyla yayılmaktadır, para aktarımının faiz kanalı bu rejimde etkisizdir, çünkü merkez bankasının açık piyasa işlemleri yoluyla devlet tahvillerinin araçları ya mevcut değildir ya da kullanımı oldukça sınırlıdır. Para kurulu rejimininuygulanmaya başlamasının nedeni yüksek riskli işlem veya döviz kuru dalgalanmalarının varlığıdır. Yerel para birimine olan güven kaybı, daha istikrarlı ikame arayışına başlanmaktadır. Bi-monetarist sisteminin önkoşulları: yüksek ve uçucu enflasyon, hiperenflasyon, enflasyonist beklentiler, makroekonomik istikrarsızlık, bağımsız para politikasının uygulanmasında merkez bankasının deneyiminin olmaması, politik istikrarsızlık; GSYH'daki yüksek ithalat ve ihracat payı.Para kurulu rejimikullanımının avantajları enflasyonda düşüş, para politikasına güvende artış, bütçe açığında azalma, varlıklara ilişkin faizle bir çeşit temettü alma olasılığı olarak görülmektedir. Devlet yabancı para biriminin kayıt dışı dolaşımındaki kazancını aşan, ancak yine de merkez bankasının etkin olduğu zamandan daha düşük olan ek bir kazanç elde etmektedir. Hanehalkına gelince ekonomik durumun bir bütün olarak istikrara kavuşturulması, fayda fonksiyonunu olumlu yönde etkilemektedir (Zloch-Christy, 2000: 17-41).

Yüksek enflasyon nedeniyle ulusal paranın yabancı para lehine reddedilmesi sorunu çözmemekte, aksine, onu daha da kötüleştirmektedir: enflasyon - değer kaybeden ulusal paradan istikrarlı para birimine doğru kaçış - devalüasyon - nominal ücret artışı - enflasyon. Merkez bankası yükselen fiyatların maliyetlerini telafi etmek için para arzını artırmazsa, likidite krizi ortaya çıkmaktadır. Para kurulu rejimi uygulayan ülke için bütçe açığının enflasyona dayalı finansmanında engel

oluşturmaktadır: yabancı para kullanımının %10 artış, GSYH'da senyoraj payının %50 azalmasına neden olmaktadır. Ülkenin nüfusu refahını korumak için yabancı parayı seçer, böylece ekonomik istikrarsızlığı artırır, hükümeti para politikasında radikal kararlar almaya zorlamaktadır (Friedman, 2009: 108).

Sanayileşmiş ekonomiler arasında bu strateji belirli dönemlerde İsveç, Avusturya ve İrlanda'da kullanılmaktadır. İsveç kronu tek taraflı olarak ana ticaret ortakları olan ülkelerin para birimlerine sabitlenmektedir, 1991 yılında - ECU'ya. Ancak sürekli devalüasyonların sonucu olarak, döviz kurunun enflasyon karşıtı bileşen olarak kullanılmasının imkânsızlığı, 1993'deki para krizi nedeniyle, para otoriteleri enflasyon hedeflemesine geçmektedir. Avusturya'da 1980'den 1998'e kadar şilini (shilling) Alman markasına bağlamaktadır. Bu rejim döviz kuru karışıklığını yavaş-yavaş azaltmaya yardımcı ve Avusturya'nın AB ekonomisine entegrasyonu için ana etken olmaktadır. İrlanda bu strateji bağlamında sterline bağlamaktadır. Genişletici maliye politikalarıyla enflasyon İrlanda ekonomisinin aşırı ısınmasına ve nihayetinde bu düzenlemenin kullanmayı kesmeye yol açmaktadır. AB'de üç para komitesi vardır. 1994 yılında Litvanya, 1997 yılında Bulgaristan ulusal paralarının ABD doları karşısında ve 2002 yılında da euro'ya bağlamaktalar. Letonya resmi olarak böyle bir rejimi uygulamamaktadır, fakat Uluslararası Para Fonunun özel borçlanma haklarına +%1, 1 Ocak 2005'ten itibaren euro'ya sabitlemektedir. Sistemin sertliği düşük ekonomik büyümeye ve bankacılık sisteminin daha fazla savunmasız olmasına yol açmaktadır. Gelecekte yüksek "dolarizasyon" ve "euroizasyon" derecesi, finansal piyasalara yapılan spekülatif saldırıların olasılığını artırmaktadır. Devalüasyon olasılığı, enflasyon beklentilerinde artışa neden olmakta ve reel GSYH büyümeyi önemli ölçüde engellemektedir. Ayrıca ticaret serbestleştirmesi uluslararası sermaye tarafından nominal döviz kuru açığını artırmaktadır (Roubini - Milesi - Ferretti, 1998: 1-2).

Tablo 4. Para Kurulu Ülkelerinde – Bulgaristan, Letonya, Litvanya Enflasyon Oranları 2000-2015

Yıllar	Bulgaristan	Letonya	Litvanya
2000	11,3	1,7	1,7
2001	4,8	3,2	2
2002	3,8	1,5	-0,9
2003	5,6	3,6	-1,3
2004	4	7,3	2,8
2005	7,4	7,1	3
2006	6,1	6,7	4,6
2007	11,6	14	8,2
2008	7,2	10,4	8,5
2009	1,6	-1,4	1,2
2010	4,4	2,4	3,6
2011	2	3,9	3,5
2012	2,8	1,6	2,9
2013	-0,9	-0,4	0,5
2014	-2	0,3	-0,2
2015	-0,9	0,4	-0,2

Kaynak: Dünya Bankası

Para birimi kurulu rejiminin disipline edici işlevini yerine getirdiği koşullar altında, hükümet temel dezavantajlarını ve avantajlarını tartmakla yükümlüdür, enflasyon hedefleme rejimine ve dalgalı kur oranına geçiş olasılığını değerlendirmektedir. Örneğin, 2001'de Macaristan enflasyon hedeflemesi rejimine geçerken aynı zamanda forint döviz kuru limitlerini euro'ya karşı +/- %2,25 ile +/ - %15 arasında genişletmektedir. Sonuç olarak 2002-2003 yıllarında Macaristan ihracatçıları için olumsuz kısa dönemli etki yaratan, enflasyonu %10,1'den %4,8'e indirmek oldukça kabul edilebilir bir bedeldir. Geçiş ülkelerinde döviz piyasasının serbestleştirilmesi, yalnızca ulusal para birimlerini dengelemek değil aynı zamanda enflasyonu daraltmak ve gelişmekte olan ülkeleri AB'ye entegrasyon sorununu çözmeye yardımcı olmaktadır. Kullanım kolaylığı ve şeffaflık, bu para politikası rejimini gelişmekte olan ülkeler için pratik açıdan cazip kılan niteliklerdir. Orta ve Doğu Avrupa ile Baltık ülkelerinin AB'nin bir parçası haline gelene kadar bu rejim yürürlükte kalacağı varsayılmaktadır.

2.2. Ülke Örnekleri

2.2.1. Almanya

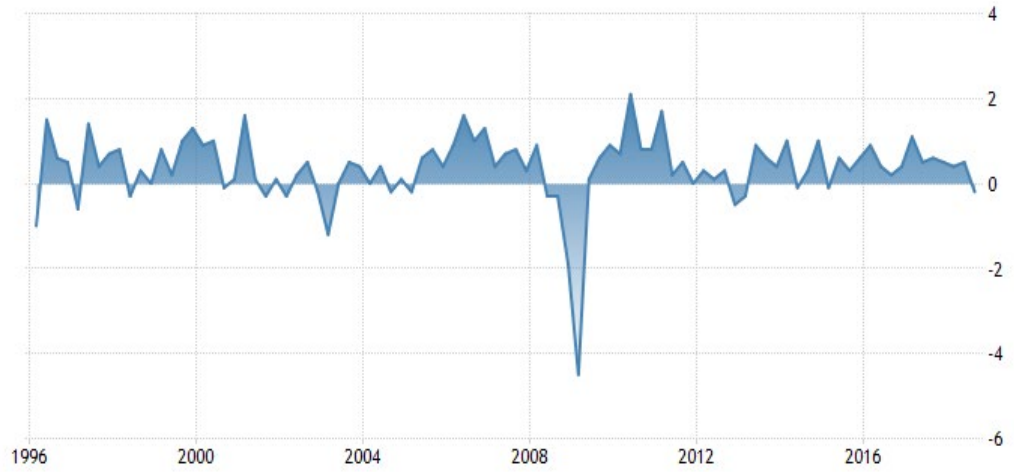
Tüm Avrupa ülkeleri arasında en istikrarlı takipçi olarak 1975'ten itibaren 1998'de bağımsızlığını yitirene kadar para arzını hedefleyen Alman Merkez Bankasıdır[3]. 1975 yılından itibaren Bundesbank parasal büyüklüklerin yıllık bazda hedefler belirlemeye başlamaktadır. 1988 yılına kadar M1'e yakın olan, sonra genişletilmiş M3'e parasal büyüklükleri kullanmaktadır. Bundesbank yıllık parasal hedeflerini belirlerken niceliksel denklemden değil de, reel GSYH'ya ilişkin uzun vadeli eğilim ile denk gelen potansiyel çıktı büyüme oranlarından hareket etmektedir. Para arzının ekonomideki büyüme oranlarını hesaplamak için kullanılan metodoloji aşağıdaki gibidir:

$$M_{hedef} * = P_{standart} + Y_{trend} - V_{eğilimi} ;$$

$P_{standart}$ - beklenen enflasyon oranı; Y_{trend}- potansiyel GSYH büyüme hızı; $V_{eğilimi}$ - para dolanım hızındaki değişim oranı.Bu yaklaşımın çifte avantajı, öncelikle para politikasının orta vadeli perspektife yönelik olması ve ikincisi, kısa vadeli tahmin hatalarından etkilenmemesiydi. Para politikası fiili değerler yerine potansiyel değerler kullanıldığında ekonomik durgunlukta yumuşak, toparlanma dönemlerinde esnek bir hal almaktadır, bu da Almanyanın daha düşük enflasyon oranlarına, ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Almanya'da parasal hedeflemenin olumlu yanı, endüstriyel üretimin büyümesini teşvik etmesidir (Gerberding - Seitz - Worms, 2007: 10-17).

[3]01.01.1999 yılı itibaren Bundesbank M3 artışa yönelik hedefleri kamuoyuna sunmayı keserek, para politikasının yürütülmesi sorumluluğu Avrupa Merkez Bankasına geçmektedir

Grafik 3. Almanya GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Yeni düzenleyici model çerçevesinde, parasal araçların ön plana çıkması ile birlikte finansal istikrarı sağlamak için yatırım sürecini teşvik etmektedir. Bu yaklaşımın avantajı, öncelikle para politikasının orta vadeli perspektife yönelmesi ve ikincisi, enflasyon beklentilerinin yükselmesini engellemesiydi. Yani, parasal alan neo-Keynesyen ve neo-monetarist fikirler arasındaki belirli bir uzlaşmanın sonucuydu. Alman parasal hedef alanın başarısının sırlarından biri, para politikasının ortodoks monetarizm kurallarına sıkı sıkıya bağlı olmadığı, ancak teknik detaylara daha fazla dikkat etmesidir (İssing, 1997: 67-79).

Almanya'da 2004'ten bu yana istikrarlı bir trend gözlenmektedir: doğrudan Alman yatırımı Almanya'daki yabancı yatırım hacminden 2,5 kat daha yüksektir. 2008'in sonunda yurtdışında biriken doğrudan Alman yatırım miktarı, son on yılda iki katına çıkarak neredeyse 945 milyar euro'ya ulaşmaktadır. Doğrudan Alman yatırımlarının yarısı AB'de yoğunlaşmaktadır. İhracat stratejisi, on yılın ikinci yarısında GSYH'nin dinamikleri üzerinde özellikle olumlu bir etkiye sahiptir. 2002-2005 yıllarda Alman ekonomisi ekonomik büyüme oranları %1 puan geride göstermiş ise de (AB diğer üye ülkelerle karşılaştırıldığında), on yılın sonunda durum değişmektedir: AB için ortalama %1 puanı geçmektedir. Dış talep oryantasyonu, ihracat ve ithalatın büyümesi anlamına gelmektedir. Küresel ekonomik ve euro bölgesinin borç krizi bu trendi güçlendirdi, odağı gelişmekte olan

piyasalara kaydırarak Doğu Asya ülkelerindeki kriz karşıtı paketler tarafından kolaylaştırmaktadır. 2011-2012 yıllarında İMF sıralamasını derlemek için metodoloji değiştirmektedir. Almanya'yı bir göstergenin diğerinin yerine koyması nedeniyle modern Alman ekonomisinin karmaşıklığını açıkça ortaya koymaktadır (World Bank, 2013).

Son çalışmaların sonuçları fiyat istikrarı konusunda tek taraflı yöneliminin, genellikle enflasyon ve işsizlik arasında denge kurmaya katkıda bulunmadığını, enflasyonun kontrol edilmesi kendi içinde bir hedef olmayarak, ekonomik büyümeyi hızlandıran ve işsizliği azaltan araç olarakgöstermektedir. Bundesbank da dahil olmak üzere çoğu merkez bankalarının para politikasındaki geleneksel vurgu, makroekonomik politikanın temel görevi olarak fiyat istikrarını sağlamak, objektif olmayarak subjektif faktörlere de bağlı olduğu gözlemlenmektedir (Stiglitz, 2014: 167).

Grafik 4. Almanya enflasyon oranı 1990-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Almanya ekonomisi üst üste sekiz yıl boyunca büyümeye devam etmektedir. Böylece, GSYH 2017 yılında %2,2 oranında artmaktadır - bu son altı yılda rekor bir hızdır. Pozitif dinamikler için ana katalizör olarak iç tüketim karşımıza çıkmaktadır. Ekonominin yüksek üretkenliği Almanya'nın birleşmesinden bu yana istihdam edilen aktif nüfusun yüksek seviyelerde tutulmaktadır. Alman ekonomisinin büyümesi istikrarlı olarak seyrederken, 2018 yılında zayıflayan bir büyüme ivmesi ve küresel

ticaret savaşı riskine dikkat çekilmektedir. Mal ve hizmetlerin ticaret fazlası nedeniyle, ECB'yi finanse etmek için ve ülkedeki çeşitli yatırım projelerine ülkeye büyük miktarda para akımı görülmektedir. Almanya'nın fiyat istikrarını sağlamadaki başarının anahtarı, Bundesbank'ın para politikasının şeffaflığı ve öngörülebilirliğidir. Böyle bir politika entegrasyon süreçlerinin derinleşmesine ve risklerin eşit dağıtılmasına katkıda bulunmaktadır. Makroekonomik denge anti-enflasyonist politikaların sürdürülebilir ekonomik büyüme oranlarını, düşük bütçe açığını ve ödemeler dengesini, düşük işsizliğe olan olumlu etkisi olarak anlaşılmaktadır. Bu yaklaşım enflasyonist beklentileri etkisiz hale getirmeye, Bundesbank'ın para politikasına duyulan güveni artırmaya, geçmiş yıllarda ortaya çıkan ekonomideki tüm olumlu eğilimlerin konsolide edilmesine ve ekonomik büyüme için en uygun hale getirilmesine yardımcı olmaktadır (Stiglitz - Ocampo - Spiegel, 2006: 63-87; Bundesbank, 2018: 17-20).

2.2.2. İngiltere

İngiltere AB Antlaşması imzalanır iken euro'yu kullanma yükümlülüğünü kabul etmeyi reddetmektedir. AB Protokolümadde 15 uyarınca, İngiltere ekonomik ve parasal birliğin üçüncü safhasına katılmayı reddederek, para politikası yetkilerini kendi yasalarına uygun olarak korumaktadır. Ülkede parasal dolaşımın yasal düzenlemesi, ulusal mevzuatın normlarına göre yürütülmektedir. İngiltere euro bölgesine girmeden kendi sterlin para birimi bölgesini oluşturmaktadır. Sterlin bölgesi ülkeleri ulusal para biriminin döviz kurunu pound sterline çevirme yükümlülüğünü üstlenmekte, döviz işlemlerinin uygulanmasında özel para birimi kontrol kurallarını uygulamış ve döviz birikimlerini İngiliz bankalarında tutmaktadırlar. 1967'de pound devalüasyonunun yanı sıra 1972'de İngiltere'nin (İrlanda dahil olmak üzere belirli bölgeler hariç) para birimi kontrolünün getirilmesi, sterlin bölgesinin kaybolmasına neden olmaktadır. Bu terim sterlini resmi para birimi olarak kullanan bölgeler için euro'yu tanıtmasını reddetmesinin ardından aktif olarak kullanılmaktadır (Davies, 2002).

Finansal sistemin parasal istikrarı, İngiltere Merkez Bankası tarafından ekonomide istikrarlı fiyatların korunması ve ulusal para birimi olan sterline güvenin

sağlanması olarak görülmektedir. Ulusal finansal sistemdeki parasal istikrarın sağlanması, İngiltere Merkez Bankası'nın yapısal organına - Para Politikası Kurulu'na, hem finansal kurumlar hem de İngiltere Merkez Bankası tarafından uygulanan para politikası ve enflasyon kontrol kararları için şeffaflık ve netlik sağlamak için analitik destek sağlamaktadır. Finansal istikrar İngiltere Merkez Bankası tarafından, özellikle İngiltere'nin bir bütün ve özel olarak bireysel segmentlerini olumsuz yönde etkileyebilecek risklerin ve diğer olumsuz durumların tanımlanması ve ortadan kaldırılması olarak anlaşılmaktadır. İngiltere Merkez Bankası ülkedeki para dolanımı sistemine yönelik risklerin ve tehditlerin izlenmesine büyük önem vermektedir. Bu durum, küresel finansal risklerin ulusal mali sistem üzerindeki olumsuz etkisini azaltmasına ve sektörlerini hem dış hem de iç faktörlerden korumak için önleyici tedbirler almasına olanak tanımaktadır.

Tablo 5. Bank Of England Faiz Oranları Değişimleri (%)

1999	7	Ocak	6,0000
	4	Şubat	5,5000
	8	Nisan	5,2500
	10	Haziran	5,0000
	8	Eylül	5,2500
	4	Kasım	5,5000
2000	13	Ocak	5,7500
	10	Şubat	6,0000
2001	8	Şubat	5,7500
	5	Nisan	5,5000
	10	Mayıs	5,2500
	2	Ağustos	5,0000
	18	Eylül	4,7500
	4	Ekim	4,5000
	8	Kasım	4,0000
2003	6	Şubat	3,7500
	10	Temmuz	3,5000
	6	Kasım	3,7500
2004	5	Şubat	4,0000
	6	Mayıs	4,2500
	10	Haziran	4,5000

	5	Ağustos	4,7500
2005	4	Ağustos	4,5000
2006	3	Ağustos	4,7500
	9	Kasım	5,0000
2007	11	Ocak	5,2500
	10	Mayıs	5,5000
	5	Temmz	5,7500
	6	Aralık	5,5000
2008	7	Şubat	5,2500
	10	Nisan	5,0000
	8	Ekim	4,5000
	6	Kasım	3,0000
	4	Aralık	2,0000
2009	8	Ocak	1,5000
	5	Şubat	1,0000
	5	Mart	0,5000
2016	4	Ağustos	0,2500
2017	2	Kasım	0,5000
2018	2	Ağustos	0,7500

Kaynak: Bank Of England / Monetary Policy / Interest Rates And Bank Rates

İngiltere para politikasının temel araçları, ulusal ekonominin durumuna ve politik önceliklere bağlı olarak değişmektedir. Ana aracı banka mevduatı ve açık piyasa işlemleri için sabit rezerv oranı olmaktadır. Diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere kıyasla, İngiltere'deki ekonomik dalgalanma düşük seviyededir. İngiltere finansal politikası "Finansal İstikrar Kanununda" belirtilen 5 temel ilkeye dayanmaktadır: şeffaflık, istikrar, ödeme gücü, adalet ve verimlilik. Finansal politikasının ana yönleri:

- orta vadede finansal sistemin istikrarını, çalışan ve çalışmayan nüfus arasında gelir ve giderlerin adil oranını garanti etmesidir;

- kısa vadede para politikasının sürdürülmesi ve otomatik dengeleyicilerin ekonominin engelsiz ve sorunsuz gelişimini desteklemesinin sağlanmasıdır (HM Treasury, 2006; Naqvi - Southgate, 2013).

Grafik 5. İngiltere GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

2007 sonbaharında ise İngilere'nin ekonomik yükselişi kesintiye uğramaktadır. 2008 yılında ekonominin reel sektörüne yayılan ve tüm ekonomiyi kapsayan finansal kriz patlak vermektedir. İngiltere'deki kriz dünyanın en gelişmiş ülkelerinden daha derin çıkmaktadır. 2007 yılında GSYH %3,5 oranında artarken, 2008 yılında %1,1; 2009 yılında ise %4,4 oranında azalmaktadır. Risk ve finansal akışların yetersiz yönetimi, genel bir güven krizine yol açmaktadır. İngiltere, küresel ekonomideki toparlanma dönemlerinde daha çok kazanmakta ve durgunluk dönemlerinde kaybetmektedir. İngiltere Bankası reel ekonomiyi, ucuz kredi tüketimini ve yeni paranın verilmesini teşvik etmeye başlamaktadır. Ulusal ekonomiyi canlandırmak için İngiltereBankası temel faiz oranını keskin bir şekilde düşürmektedir. Ancak, Mart 2009'da faizin en düşük %0,5 seviyesinde seyrinde kalması, bu para politikası aracını etkisiz kılmaktadır: ulusal paranın değer kaybetmesi ve para arzının artırılması ile birlikte faaliyet göstermesi neredeyse imkansız hale gelmektedir. Piyasadanregülatör dengesiyle itfa edilen toplam varlık tutarı, İngiltere GSYİH'sının %20 aşarak 375 milyar sterline çıkmaktadır. Dolayısıyla İngiltere Bankası, ülkenin

finans sektöründeki durumu istikrara kavuşturmak için bir dizi tedbir almaktadır. Parasal düzenleyici, sterling'de likidite sağlamak için Uzatılmış Teminat Vadeli Repo programını aktif hale getirmektedir; bu en geniş sınıfa ait teminatlandırılmış varlıklar ile repo yoluyla likidite sağlamak anlamına gelmektedir (BIS, 2010).

Grafik 6. İngiltere Enflasyon Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Ekonomik kriz, yetkililerin ekonominin çeşitlendirilmesi hakkında düşünmesini sağlamaktadır. Finansal segmente dayanan model büyüme motoru istikrarsız çıkmaktadır. Finans sektörünün aşırı gelişmesi, İngiltere ekonomisinin krizden dünyanın diğer gelişmiş ülkelerinin çoğundan daha fazla zarar gördüğü en önemli nedenlerden biridir. Bu bağlamda, yeni programda ekonominin yeniden sanayileşmesine, başta finans, hizmet, imalat sanayi, yüksek teknoloji sektörleri olmak üzere, ekonominin reel sektörünün lehine olan kaynakların yeniden dağılımına büyük önem verilmektedir. Büyüme Programı, bu önlemlerin ekonominin gelişimi için uzun vadeli bir stratejinin sadece başlangıcı olduğu vurgulamaktadır. Hükümet, ekonomiyi yeniden yapılandırmak ve finansal politikaları sıkılaştırmak için alması gereken önlemlerin ekonomiyi iyileştireceğine inanmaktadır. Ancak, bu tedbirlerin iç talebi olumsuz etkileyeceğinden ve hala kırılgan ekonomik toparlanmayı zayıflatacağını düşünülmektedir.

2.2.3. Fransa

Fransız ekonomisi dünya ekonomisinin önde gelen aktörlerinden biri olarak görülsede, 2000 yıllardan başlarayak uzun zaman ciddi zorluklar yaşamaktadır. Ülke düşük seviyelerde olan ekonomik büyüme dinamikleri, kronik olarak yüksek işsizlik ve diğer makroekonomik göstergelerin dengesizliğiyle uğraşmaktadır. Fransa GSYH'nin yavaş hareketi, yalnızca ihracat ve kişisel tüketimin değil, aynı zamanda yatırımların düşük dinamiklerinden kaynaklanmaktadır. Yatırımlar 2007 yılına kadar sadece %15 artmaktadır (yıllık ortalama büyüme %1,8-%1,9). Yatırımlardaki büyüme oranı da, sanayinin gecikmiş modernleşmesinden olumsuz yönde etkilenmektedir. Rekabet gücünde sürekli gecikme ve çözüm ihtiyacı, Fransız üreticilerini ekonomik genişleme dönemlerinde üretimini aktif olarak genişletmeye ve modernize etmeye zorlamaktadır. Fransız yatırım sürecinin karakteristik bir özelliği, geri dönüşüm ve toparlanma yıllarındaki yatırımlarda, GSYH'nin dinamikleri ve durgunluk anlarındaki yavaşlamalarının önünde artmasıdır (Noyer, 2008: 25).

Fransa bağımsız olarak para politikası geliştirmemektedir. Bu işlev Avrupa Merkez Bankasına aittir. Euro'ya geçiş Fransa'nın AB ekonomisine daha fazla entegrasyonun da bir etken haline gelmektedir ve Avrupalı ortaklarla işbirliğini kolaylaştırmaktadır. Fransa Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankaları Sisteminin ortak para politikası çerçevesinde fiyat istikrarını sağlamak için para politikasının tanımlanması ve yürütülmesinden sorumludur. Fransa Bankası ülkenin en büyük finansal bilgi merkezidir. Banka likiditesinin düzenlenmesi ve Avrupa para piyasasının kısa vadeli faiz oranlarının yönetimini içermektedir.

2000 – 2010 yıllarında Fransız ekonomisinde üreticilerin durumundaki keskin bozulma dengesiz ekonomiye zarar vermektedir: GSYH durgunluk göstermektedir, işsizlik tekrar %10 bariyeri geçmektedir ve ticaret dengesi sürekli olarak düşmektedir.2010-2011'deki ekonomik durumda son derece istikrarsızdı. İhracat büyümesinde yavaşlama ile nihai talebin tüm unsurlarının hareket oranı azalmaktadır. 2012 yılında ekonominin yine kriz sınırlarında olduğu ortaya çıkmaktadır: ilk iki çeyrekte, kişisel tüketim ve ihracattaki büyüme sıfır civarındaydı,

yatırımların hacmi yaklaşık %1 idi; bu da ekonomik dinamiklerin tamamen eksik olmasına yol açmaktadır. Fransız bankaları ekonomiyi yeterince kredi sağlayamamaktadır, çünkü uygun fon sıkıntısı yaşamaya devam etmekte ve azalan kredi riskleriyle karşı karşıya kalmaktadır. Bu uluslararası kredi piyasasına bağımlılığı arttırmakta ve sonuç olarak, Fransız ekonomisinde kredi ve finans şirketlerini kapsayan ek bir istikrarsızlık bölgesinin oluşumu anlamına gelmektedir (OFCE, 2010: 8).

Grafik 7. Fransa GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Fransız ekonomisinin mikro ve makro düzeyde karşılaştığı sorunlar kronikleşmektedir. Üretimin innovasyon ihtiyacı yetersizliği, üretim ve ihracat yapılarının sektörel zayıflığı ortaya çıkarmaktadır. Bu faktörler, üreticilerin rekabet gücünü olumsuz yönde etkilemektedir. Hızlandırılmış yatırımlarla rekabet gücünü artırmaya yönelik girişimler iki "kısır döngünün" oluşmasına yol açmaktadır: yatırım - sermaye verimliliğinde azalma - kârlılıkta azalma; yatırım - banka borçlarını artırma - karlılıkta azalma. Bu koşullar altında, özellikle iç ve dış talepteki olağan düşüşle birlikte kriz dönemlerinde, inovasyon ve modernleşme çabaları yoluyla artan rekabetçilik çok sorunlu hale gelmektedir (Boisnault - Leblanc, 2011: 4).

2.2.4. İsveç

İsveç AB üyesi olmasına rağmen ulusal parasını dolanımda tutmayı başarmaktadır. 2003 referandumu halkın çoğunluğunun kronu kullanmayı kesme konusundaki isteksizliğini ortaya koymaktadır. Yine de İsveç'te euro'nun kullanımı yaygındır. 1997'de Merkez Bankası'nın daha büyük bağımsızlık düzeyine ulaşma çalışması başlamaktadır, izlenen para politikasına olan güveni artırmak, yüksek istihdamı sağlamak ve ekonomik büyümeyi arttırmak için yapılmaktadır. Riksbank kabul edilen yasal düzenlemelere uygun olarak devlet talimatlarına uyma zorunluluğunu kaldırmaktadır. Riksbank'ın ana hedefleri:

- fiyat istikrarını sağlamak, enflasyonu %2 seviyesinde tutmak (2016 yılı enflasyon %0,1);

- ulusal ödeme sisteminin güvenliğini ve etkinliğini korumak;

- İsveç kronu döviz kuru istikrarını sağlamak;

- finansal sistemi güçlendirmek;

Riksbank 2016'da en düşük negatif faiz oranını -0,35 olarak belirlemektedir. Bu eflasyon oranını %2 yükseltmek, diğer ticari bankaların ekonominin gelişimine yatırım yapmalarını zorlamak amacıyla yapılmaktadır. İsveç'in GSYH düzeyi yüksek seviyelerde olmaya devam etmektedir, işsizlik oranı ise son yıllarda gerilemektedir. Ancak hanehalkın borç yükümlülüklerinin çoğu ipotek piyasında gözlemlenmektedir. Para politikası ise enflasyon hedefine ulaşmayı amaçlayarak, aynı zamanda devletin genel ekonomik politikasının hedeflerine - ulusal üretimin istikrar kazanmasına ve nüfusun yüksek istihdam düzeyine ulaşmasına - karşılık gelmektedir. Bu nedenle Riksbank esnek enflasyon hedeflemesi yürütmektedir. Enflasyonun hızlı artması, üretim sektörünü ve istihdamı olumsuz etkileyebilir, ancak enflasyonun yavaş olması da hedefe ulaşmayı garanti etmemektedir. Bu nedenle İsveç para politikası stratejisini, 2017 yılında enflasyonun %2 yakın tutmaktadır. Ülkenin enflasyonu 2010'un sonundan bu yana yükselmemektedir, diğer dünya para birimlerine göre kronun güçlenmesi, ithalat maliyetini aşağı çekmektedir. Enflasyonun fiyatlandırma ve ücret oluşumu için "çapa" rolünü korumak için para politikası daha

genişlemektedir. Ocak 2015'ten itibaren, Riksbank repo oranını 0,0'dan -0,35 indirmektedir (Riksbank, 2013: 18-24).

Tablo 6. Riksbank Faiz, İşsizlik, Büyüme Oranları, Tüketici Fiyat Endeksi 2015-2018

	2015	2016	2017	2018
Tüketici fiyat endeksi	0	1	1,6	2,1
Büyüme oranı	4,1	3,4	2,5	2,2
İşsizlik oranı	7,4	6,9	6,7	6,7
Faiz oranı	0,3	-0,5	-0,5	-0,5

Kaynak: Riksbank Statistics

Riksbank para politikasının temel araçları stibor oranıdır - Stokholm para piyasasında bankalararası teklif oranı ve açık piyasadaki işlemlerdir. Kasım 2015'te Riksbank varlık satın alım programının 65 milyar İsveç kronu ile 200 milyar kron seviyesine ulaştığını duyurmaktadır. Riksbank'ın repo programı Haziran 2016'ya kadar geçerli idi. Faiz oranının negatif yönde değişiklikler ve Riskbank'daki gelen tahvil satın alma programının açılışı para politikası kararlarını genişletmektedir. 2015 yılı için Riksbank para politikasını sıkılaştırmaya yönelik tedbirler almaktadır. Ancak kronun çöküşü, 2014'teki kilit oranın %0'a düşmesi nedeniyle, Riksbank 2016 yılının ortasına kadar bu faaliyetleri ertelemeye zorunda kalmaktadır. Son derece genişletilmiş para politikasına ve negatif faiz oranlarının uygulanmasına rağmen, 2015 yılının son aylarında kronun değeri dolar karşısında %1,9; euro karşısında %1,3 artmaktadır. Riksbank talep ve fiyatların düşmesi, üretimin azalması ve işsizliğin artması durumunda deflasyonist spiralden (sarmal) kaçınmak için yükselen enflasyonla mücadele etmektedir (Riksbank, 2017: 19-23).

Grafik 8. İsveç Enflasyon Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Riksbank 2015 yılında beş kez ulusal ekonominin destekleme programını genişletmektedir, ancak program başarıya ulaşmamaktadır. İsveç Merkez Bankası Şubattan Ekim 2015'e kadar, 10 milyar İsveç kronundan 200 milyar İsveç kronuna kadar olan enjeksiyon miktarını artırarak, negatif faiz oranını uygulamaktadır. İsveç ekonomisinde negatif faiz oranı düşük iken, parasal genişleme programının büyümesi, ekonomik büyüme ve enflasyon oranları son derece düşüktür. İsveç örneği niceliksel genişleme programının ana amacını bile yerine getiremediğinin ilk resmi teyidi olmaktadır. Riksbank'ın tahvil itfa programları likiditedeki hızlı düşüşe yol açmaktadır. Fed, ECB, BoJ ve diğerlerinin girişimleri "hayali" likiditeye yol açmaktadır, bu da hisse senedi fiyatlarının bir temele dayanmadan rekor seviyelere yükselmesine neden olmaktadır. Bu programın kuramdaki ana mekanizması, yatırımcıların daha riskli varlıkları satın almakla ilgilenmesi gerektiğinden, tahvil getirilerinde azalmaya yol açmaktadır: hacimler küçük olduğu sürece, gerçekte bu şekilde çalışmakta, ancak niceliksel genişleme programı belirli sınırların ötesine geçtiğinde herhangi bir ek tahvil alım miktarı, kârlılıkta sürekli artışa neden olmaktadır.

Grafik 9. İsveç GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

İsveç, parasal genişleme programının devlet tahvili getirilerinde gözle görülür artışa yol açtığı bir durumla karşı karşıya kalan ilk ülkeolmaktadır. Niceliksel genişleme uzun vadeli menkul kıymet veriminde düşüş anlamına gelmekte, ancak yatırımcılar piyasa kapasitesine odaklandığından, İsveç Merkez Bankası'nın alımları likiditeyi zayıflatmaktadır. Para birimi ve karlılık yanlış yönde hareket etmektedir. İsveç Bankası kârlılığı azaltmak ve kronun kurunu düşürmeye çalışmaktadır, ancak tersine eğilim göstermeye başlamaktadır. 2015 yılı Şubat ayı ortasında tahvil alım programının başlamasından, İsveç kronu euro karşısında %4, Norveç kronu karşısında %5, dolar karşısında %3 güçlenerek, ithalat fiyatları düşmektedir. Yani enflasyona ve azalan karlılığa neden olması gereken niceliksel gevşeme tamamen zıt sonuçlar vermektedir. Faiz oranının en düşük seviyesine inmesi ile negatif faiz oranının getirilmesi, İsveç Merkez Bankası oranı sıfır tutmaya başlamaktadır. Bu sürdürülebilir ekonomik büyümesi ve enflasyon oranının %2 yükselmesi zor da olsa gerçekleşmektedir: kron euro karşısında yaklaşık %2 değer kaybetmektedir. Japonya'nın deneyimi, repo oranını azaltmaya yönelik bu tür önlemlerin, ekonomide durgunluğa çok ciddi sorunlara yol açtığını göstermektedir (Riksbank, 2016: 27-37).

2.2.5. İspanya

İspanya'da 15 yıllık etkileyici bir ekonomik büyüme döneminden sonra başlayan ekonomik kriz, İspanyol kapitalizminin tüm tarihinin en büyük, en derin ve en uzun olduğu görülmektedir. Beş yıllık ekonomik durgunluğun ardından, İspanya negatif makroekonomik göstergelere sahip AB ülkeleri arasında yer almaktadır. İspanya'nın AB'ye girmesiylepara politikası uygulamasında durum zorlaşmaktadır, çünkü 1980'lere kadar sürdürülen para politikası devlet bütçe açığını finanse etmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca ülkede para arzının hacmi kontrol altına alınmaktadır, önemli dalgalanmalara maruz kalan fiyat ve ücretler ise kontrol edilmemektedir. AB'ye giriş ise çok farklı para politikası uygulanması anlamına gelmektedir. AB para politikasının hedefleri arasında faiz oranlarını yükseltmek, yurtiçi kredilerin büyümesini engellemeyi, enflasyonu azaltmayı amaçlamaktadır. 1994'te Bankacılık Özerkliği Yasası'nın yürürlüğe girmesinden sonra Merkez Bankası hükümetten bağımsız hale gelmektedir. Bu gelişmeler sayesinde Eurosystem - Avrupa Sistemine katılabilmektedir. Para politikanın uygulanması İspanya ekonomisi üzerinde olumlu etkiye sahiptir. Tüm bunlar, enflasyon oranının ülkede kademeli olarak azalmasına, paranın fazla değerlenmesine, krediler olduğundan daha ucuz hale gelmesine sebep olmaktadır (Fernandez - De Cos, 2006: 27-30).

İspanya'nın ticaret alanındaki AB'ye entegrasyon sürecinin ilk dönemleritek para politikası uygulamasına katılmasını içermemektedir. 1986 yılında peseta, ana Avrupa para birimleri karşısında kademeli olarak istikrar kazanmaktadır. Ancak çeşitli faktörler peseta'nın istikrarını engellemektedir: İspanya'nın dolar'a bağımlılığı, yüksek enflasyon, dalgalanmalara çok fazla maruz kalan faiz oranları ve İspanyol malların rekabet gücünü artırmak için para biriminin devalüasyonu. Peseta 2002'de dolanımdan çekiline kadar euro'ya sabitlenmektedir. Peseta'nın oldukça istikrarlı para haline gelmesi, İspanya'nın dalgalı döviz kurlarıyla ilgili riski önemli ölçüde azalması nedeniyle yabancı yatırımcılar için daha cazip hale gelmektedir. 2009 yılından başlayarak takip eden beş yıllık ekonomik durgunluk İspanya'da olumsuz ekonomi ve sosyal eğilimler ile gözlemlenmektedir. GSYH büyümesini olumsuz yönde etkileyen faktörler arasında hem kişisel hem de devlet tüketiminin yanı sıra yatırımlarda bulunmaktadır. Arz faktörleri ile GSYH'nın oluşumu, ülke

sanayisinin çöküşünün devamı anlamına gelmektedir. 2005 yılında sanayinin GSYH içindeki payı %18,4; 2011'de %16,9 idi. Özellikle kritik olan, İspanya'nın finansal durumunun devam eden bozulmasıdır. Bu durum, ülkenin kazandığından daha fazla para harcadığını ve büyük ölçüde yabancıya borçlanarak yaşadığı gözlemlenmektedir. 2012yılındaülke dış borcu ise GSYH'nın %77,4 yükselmektedir (Banco De Espana, 2013: 54-59).

Grafik 10. İspanya GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

İspanya'nın finansal sorunları ulusal ekonominin önemli yapısal zayıflıkları, giderek azalan rekabet gücü ve düşük iş gücü verimliliği oranlarından dolayı endişeler doğurmaktadır. 1995-2008 yıllarında İspanya, ekonomik büyümenin kriz öncesi modelindeki en zayıf bağlantı olan işgücü verimliliğinin GSYH'ye katkısının negatif bir göstergesi olan birkaç ülke arasındaydı. Olumsuz dinamikler, özellikle teknoloji ve ihracat endüstrileri de dahil olmak üzere ulusal ekonominin reel sektörünün göstergelerinde mevcuttu. Küresel finansal kriz, İspanya'daki ekonomik büyümenin önceki modelinin tüm kusurlarını ve çelişkilerini, teknoloji ve ihracat endüstrilerinde, ekonominin reel sektöründeki büyümenin eksikliği, küçük ölçekli üretim ve tüm piyasa ajanlarının yüksek borçluluğu dayalı olarak ortaya çıkarmaktadır. Bu eski modelin kendisini tükettiği ve artık ülkenin gelecekteki

ekonomik büyümesinin itici gücü olamayacağı anlamına gelmektedir (Hernando - Martinez-Pages, 2001: 13-15).

Düşük ekonomik büyüme düzeyine sahip bölgelerinin yüksek olduğu İspanya'nın AB'ye giriş, AB'nin bölgesel politikası için bir dönüm noktasıydı. AB'nin bölgesel politikası sürdürülebilir büyümeye yönelik yatırım politikası olarak tanımlamaktadır, yeni iş faaliyetlerin oluşmasını destekleyerek, hanehalkın yaşam kalitesini, ekonomik büyümeyi ve rekabet gücünü arttırmaktadır. Bölgesel politikasının temel finansal araçları yapısal fonlardır. İspanya, mutlak anlamda, AB'nin bölgesel finansal politikasından en fazla yararlanan ülke olmaktadır. İspanya tarafından AB'den finansal yardım olarak alınan toplam fon tutarı 1989-2006 yılları arasında 105.495 milyar euro'dur. 2007-2013 döneminde ise AB, İspanya'ya 34.165 milyar euro finansal kaynak vermektedir. Stratejik çerçeveli İspanya'daki Avrupa 2020 stratejisinin hedeflerine ulaşmak için ana araç olmaktadır. Her bir fon, ilgili uzmanlık alanında belirli bir problemi çözmeyi amaçlamaktadır. AB Uyum Politikası'nın ana güçlerinin yönlendirileceği İspanya ekonomisinin en önemli sorunları şunlardır:

- işsizlik oranının yüksek bir yüzdesi, artan yoksulluk;

- küçük ve orta ölçekli işletmelerin düşük rekabet gücünün yanı sıra uluslararası pazarlardaki küçük varlıkları;

- Ar-Ge'nin özel sektör tarafından verimsiz kullanımının yanı sıra araştırma ve geliştirme endüstrilerinin azgelişmiş olması;

- doğal kaynakların verimsiz kullanımı (Berkowitz - Von Breska, 2015: 4-20).

Enflasyon 2013 yılında hem İspanya'da hem de AB bölgesinde biraz yavaşlarken, Aralık ayında yıllık bazda Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksi %0,3 ve %0,8 olmaktadır. Bu yörünge 2014 yılında da devam etmektedir. 2015 yılında kamu borcunun GSYH'ye oranı 2007'den bu yana ilk kez %99,2'ye gerilemektedir.2013 yılının ikinci yarısında başlayan İspanya ekonomisindeki yükseliş istikrarlı seyrederken, genel olarak GSYH büyümesi 2015-2016 yıllarında %3,2 olarak gerçekleşmektedir. 2016 yılı boyunca yapılan ekonomik faaliyetler

sorunsuz geçmektedir ve 2017 yılının ilk aşamalarında da bunu sürdürmektedir. Kurumların kredilerine uyguladıkları faiz oranlarında daha fazla düşüş yaşanmaktadır. Toptan satış piyasalarındaki finansman koşulları, ECB'nin aktif alım programının kredi genişlemesinin de etkisiyle, bankalar tarafından sabit getirili menkul kıymetlerin bir miktarının değiştirilmesine yol açmış olan kredileri artmaktadır (Mayordormo,2016: 47-50).

2.2.6. İtalya

1990 yılın sonunda İtalya, gelişmekte olan ülkelerden gelen ucuz mal ve hizmetlerle ve çok daha düşük işçilik maliyetleriyle, aynı çeşitlilikteki İtalyan tüketim mallarıyla başarılı bir şekilde rekabet eden ürünlere büyük bir etkiyle karşı karşıya kalmaktadır. Öte yandan, İtalya'dan daha yaygın olan endüstriyel ortak ülkeler ile artan rekabet, teknolojik yenilikleri uygulamaktadır. Dolaysıyla İtalya'ya ait dünya pazarının payı düşmektedir: AB'ye üyeliği daha önce olduğu gibi, döviz devalüasyonu sayesinde rekabet gücünün yavaşlamasını telafi etmemektedir. 2002-2008 yıllarında İtalyan ihracatçılarının reel olarak kümülatif kaybı %20 fazla olmaktadır. Ekonomik büyümedeki yavaşlama, İtalya'nın Avrupa ve dünya piyasalarındaki yeni rekabet koşullarında yapısal reformlar sorununa yönelik durağan tutumundan kaynaklanmaktadır (Brandolini - Bugamelli, 2009: 25-26).

İtalyan bankacılık sektörünün yeni AB mevzuatının gerekliliklerine göre ayarlanması, hem İtalya'da hem de AB'nin kendisinde ve dünyanın diğer bölgelerinde olumsuz ekonomik ve finansal konjonktürün zemininde gerçekleşmektedir. İtalya'daki üretim faaliyetinin gerçek durgunluğu, kredilendirmede kısıtlanmış bir büyümeyi önceden belirlemektedir. İtalyan bankacılık sisteminin yabancı sermaye için açılması, ülkenin finansal sistemine ek kaynak çekmeye izin vermektedir. Krize karşı önlemler için strateji geliştirilirken, İtalya tek Avrupa fonunun yaratılmasını savunarakaçık tutum sergilemektedir. İtalya, Fransa ve Hollanda tarafından desteklenen öneriye göre, AB ülkelerinin GSYH'nın %3'ü pahasına 300 milyar euro'luk bir fon oluşturulması planlanmaktadır (Draghi, 2009: 8-9).

Grafik 11. İtalya GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

İtalyan ekonomisinin büyümesi 2007 yılında krizden dolayı durmaktadır. 2008'in ikinci çeyreğinde GSYH düşmeye başlamaktadır, üretim yılın ilk yarısında %5'ten fazla düşmektedir. İlk kez Eylül 2008'de kaydedilmiş enflasyon oranındaki düşüş %3,8 olarak gerçekleşmektedir. Enflasyon oranında keskin yavaşlama 2008 yılının ikinci yarısında hammadde fiyatlarında belirgin bir düşüşe neden olmaktadır. Büyüme 2009 yılının 3. çeyreğinde yeniden başlamasına rağmen, büyüme dinamikleri istikrarsızdı. 2010 yılında İtalya son derece düşük GSYH oranlarına (% 1'den az) ve işgücü piyasasında durumun alevlenmesi ile durgunluktan çıkmaktadır. Küresel finansal krizin ana kaynakları, İtalya ekonomisi üzerinde doğrudan bir şok etkisi yaratmamaktadır. Krizin en yoğun fazında İtalyan bankalarının sermayeleri düşmektedir ve özel sektöre borç verme koşulları sıkılaştırılmaktadır. Bu, küresel durgunluğun reel üretim sektörüne yayılmasındaki ilk faktörüdür. İkincisi, İtalyan ekonomisinin ihracata derin bağımlılığı nedeniyle dünya ticaretinin daralmasıydı. İhracatta beklenmedik bir düşüş (üç yılda %35), yatırımlardaki düşüşle birlikte, İtalyan ekonomisini tam on yıl öncesine itmektedir. İtalya'nın 2012'deki GSYH %2,4 oranında azalmaktadır. 2011'in ikinci yarısında başlayan durgunluk, önceki iki yılın kısa vadeli büyümesine son vermektedir. Hem sanayi hem de hizmet sektörünün dahil olduğu 2011 yılında ekonominin gerilemesi, borç krizinden kaynaklanmaktadır. Kredi piyasasındaki stres ve bütçe ayarlaması ulusal talebin tüm bileşenlerini

etkilemektedir. 2012 yılının GSYH defaratörü ile ölçülen iç enflasyon %1,6'ya yükselirken, ithalat deflatorü %3,1'e düşmektedir. Üretkenlikteki döngüsel düşüş nedeniyle meydana gelen birim emek maliyetlerinin hızlanması, kârların daralmasıyla engellenmektedir (Caivano – Rodano – Siviero, 2013: 63-71).

Grafik 12. İtalya Enflasyon Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Mart 2014'te başlayan euro'nun zayıflaması, sanayi ürün olmak üzere ihracatı arttırmaktadır. Borç vermede büyüme, uzun vadeli bir durgunluktan AB'nin resesyondan çıkışına katkıda bulunmaktadır. Şubat 2015 yılında sanayi üretimi Ocak 2015 yılına göre %1,1; Şubat 2014 yılına göre %1,6 artmaktadır. Uygulanan genişletilmiş para politikası olumlu sonuçları göstermektedir: bankalar reel sektöre kredi vermek için alınan fonları kullanmaktadır. Aynı zamanda, kredi alma koşulları yumuşatılmakta, bu da verilen kredilerin sayısında bir artışa yol açmaktadır. 2015 yılının ikinci çeyreğinde, bankalardan gelen kredilerdeki talep artışının payı ilk çeyreğe göre %22 artmaktadır. Düşük faiz oranları ve artan likidite nedeniyle, Avrupa Merkez Bankası şirketlerin yatırımları artırmasına ve yeni faaliyetler yaratılmasına yardımcı olmaktadır.2016 yılında ECB kredi ve mevduat oranları +/- %0,30 değerde tutmaktadır ve AB ekonomisine yönelik aşağı yönlü risklerin oluşmasına ve enflasyon beklentilerinin zayıflamasına dikkat çekmektedir. İtalyan ekonomisi 2017 yılında ise % 1,5 oranında büyümektedir, bu AB bölgesinin genel

ekonomisinden daha az bir yüzde puanıdır. İhracat, ithalata oranla daha fazla hız kazanmaktadır. Bu, dış ticaretin 2013'ten beri ilk kez GSYH'nın büyümesine olumlu katkı yapmaktadır. Enflasyon, yavaş yavaş toparlanmasına rağmen, kullanılmayan rezervler nedeniyle yüksek kalmaktadır. Enflasyon beklentileri ise hala belirsiz bir toparlanma belirtileri göstermektedir (Altavilla - Giannone – Lenza, 2018: 1-12).

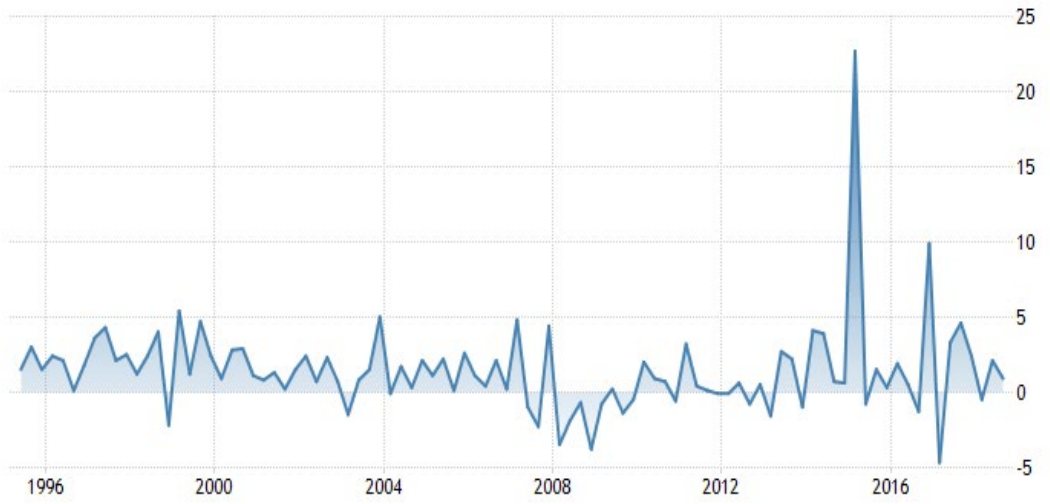
2.2.7. İrlanda

Uzun zamandır İrlanda, Batı Avrupa'nın düşük ekonomik büyümeye sahip ülke izlenimi vermekte idi. Ülke AB'ye 1973'te katıldıktan sonra önemli ölçüde değişmeye başlamaktadır. Özellikle AB yapısal fonları aracılığıyla İrlanda modern altyapının yaratılmasına yön vererek, ulusal ekonominin gelişimi için etkin şekilde kullanmaktadırlar. Aynı zamanda, ülkedeki enflasyon oranını, devlet harcamalarını azaltmak, verimlilik artışını hızlandırmak için tasarlanmış bir dizi ulusal ekonomik programlar uygulanmaktadır. Ülke ekonomisinin yüksek derecede şeffaflığı ve dünya ekonomisine entegrasyonu için sürekli bir politika izlemektedir. 1992'de tek Avrupa pazarının kurulmasından sonra, İrlanda rekabet gücünü sürdürme ve geliştirme konusundaki odak noktasını güçlendirmek, ekonomik rekabeti kısıtlamaya yönelik girişimleri bastırmak için Rekabet Kurumunu oluşturmaktadır. Dünya "Kelt mucizesi" hakkında konuşmaya başlamaktadır. 2007'nin başlarında İrlanda'daki sosyo-ekonomik durum oldukça başarılı görünmektedir. Ancak, 2008'de ekonomik krize hızla dönüşen küresel finansal kriz, İrlanda'nın tüm savunmasızlığını göstermektedir. İrlanda AB ülkeleri arasında en yüksek ekonomik büyüme oranlarını göstermektedir: 1994-2000 döneminde ortalama %8, 1994-2007 döneminde ise %6. 2005 yılına gelindiğinde İrlanda, kişi başına düşen GSYH açısından dünyada 4.sırada yer alırken, bir üst sıralar da Lüksemburg, ABD ve Norveç'e denk gelmektedir. Ancak 2007 yılında AB ülkeleri arasında İrlanda, ülke ekonomisi açısından 8. sıradaydı (Donovan - Murphy, 2013: 15-31).

2000'li yılların ortalarından itibaren, zor zamanlarda yüzeye çıkan ve krizde durumun kötüye gitmesi için katalizatör haline gelen İrlanda ekonomisinde temel sorunlar yavaş yavaş birikmeye başlamaktadır. Bu gibi problemler, İrlanda'nın doğrudan yabancı yatırımlar için çekiciliğini azaltma eğiliminde idi. 2007 yılında AB

ortalama değerine sahip iken doğrudan yabancı yatırım oranı GSYH'nın %81,2 olarak Avrupa'nın en yüksek değeri olarak görülmektedir. Euro'ya geçiş, faiz oranlarının artık ECB tarafından belirlendiği anlamına gelmektedir; İrlanda'da ulusal para aniden çok değersiz olduğu ortaya çıkmaktadır. Ucuz krediler ve göçmenler konut inşaatının hızla genişlemesine katkıda bulunmaktadır. Bu durumda İrlanda hükümeti, ülkenin finansal sistemine karşı gelen tehdide hemen tepki vermektedir. İrlanda, AB ve IMF ile yardım miktarında ve hükmün koşullarıyla ilgili hızlı bir şekilde anlaşmaktadır. İrlanda ortalama %5,83 oranla 3-7,5 yıllık bir süre için toplam 85 milyar euro kredi almaktadır.2008 yılının sonundaki ilk önlem ulusal bankalara yatırılan tüm mevduatları garanti etme kararı olmaktadır. Toplam mevduat tutarı 400 milyar euro'ya yakındır. Yine de bu önlemin kısa vadeli bir etki göstermektedir: İngiliz bankalarının mevduatlarını, İrlanda bankalarının likidite açığını kısa bir süre için doldurmalarına ve ayakta kalmalarını sağlamaktadır (UNCTAD, 2012: 31; Gerlach, 2013: 3-4).

Grafik 13. İrlanda GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Uluslararası yardımların sağlanmasına yönelik koşulları yerine getirmek için İrlanda hükümeti bütçe fonlarını korumak için son derece sert önlemler almaktadır. 2011-2014 yılları için 4 yıllık tasarruf plan, devletin bütçe açığını 15 milyar euro azaltmasına izin verirken, harcama kısmının 10 milyar euro azaltarak, gelir tarafının

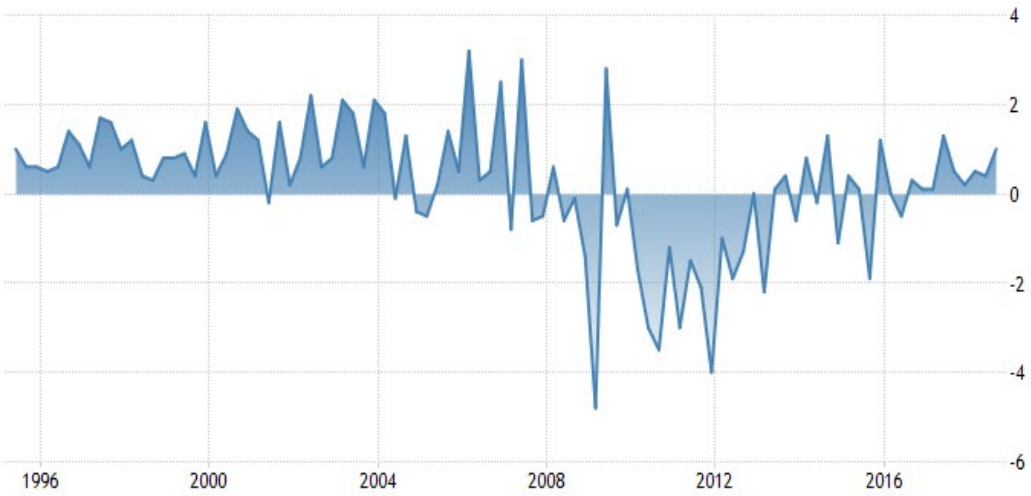
başta ek vergi gelirleri olmak üzere 5 milyar euro artırmaktadır. İrlanda'nın zorlu dönemlerinde bile, diğer AB ülkelerinin baskısına rağmen, kurumlar vergisi oranını %12,5 denk gelen yükseltmeyi reddetmektedir. OECD tahminlerine göre, kurumlar vergisi oranındaki %1 artış, doğrudan yabancı yatırım girişinin %3,7 oranında ve istihdamda bir azalmaya neden olmaktadır. Bu nedenle İrlanda hükümeti verginin düşük oranının sanayi politikasının temel taşını ve ülkenin rekabet gücünü korumada vazgeçilmez bir unsur olduğunu görmeye devam etmektedir. 2014 yılında ekonomisinin büyüme hızı %5,2 iken, 2015 yılında %7,8'e çıkmaktadır, bu oran çoğu AB ülkesinden birkaç kat daha fazla olarak görülmektedir. 2015 yılında İrlanda'nın GSYH gelişmiş ekonomiler için rekor oran %26,3 kadar büyümektedir. Bu öncelikle ülkede kayıtlı çok sayıda büyük çokuluslu şirketlerin yeniden yapılandırmasından kaynaklanmaktadır. İrlanda Merkez Bankasının yönetiminde değiştirilmiş GSYH göstergesi geliştirmektedir. Bu göstergenin anlamı küreselleşmenin etkilerini ortadan kaldıran, zaman içinde daha istikrarlı hale gelecek ve şoklara tek seferlik olaylara daha az duyarlı ekonomik verilere dayanmaktadır. Ülke, gelişmiş ülke için büyüme oranlarına sahip ekonomik yapıya sahiptir. Aynı zamanda, İrlanda toplumunun değişen koşullara esnek bir şekilde adapte olma ve acil reformlara hızla katılma konusundaki istekliliğine işaret etmektedir (Moscovici, 2017: 1-2).

2.2.8. Yunanistan

Savaş sonrası Yunanistan ekonomisi düzensiz bir büyüme ile karşı-karşıya kalmaktadır: ilk petrol şokundan önce Avrupa'nın en hızlı büyüme oranına sahipti, 1970'lerde ülkenin dış konjonktür ve politik değişimlerine rağmen, dinamizmini kaybetmemektedir.1980'lerde Yunanistan ekonomisi keskin bir düşüş yaşamaktadır: kamu sektöründeki ve dış ödemeler sistemindeki artan dengesizlikler ortaya çıkmakta, bu durum da gelişmekte olan büyüme modelinin yapısal çelişkilerini ortaya koymaktadır. Ekonomik ve Parasal Birlik üyeliği de dahil olmak üzere tüm diğer gelişmeler, Yunan üretim sisteminin uzun ve derin bir çöküşüne zemin hazırlamaktadır. Diğer AB ülkelerine kıyasla Yunan ekonomisi, işgücü piyasası, kredi alanı, fiyatlar üzerinde yönetim ve kontrolün aşırı merkezileşmesi ile farklılık göstermektedir.1981'de AB'ye üye olmasına rağmen, Yunanistan uzun süredir serbest

piyasa ideolojisini kabul etmeyerek, AB ekonomik seyrine uygun reformlar yapmayı reddetmektedir (Tsarouhas, 2008: 3-5).

Grafik 14. Yunanistan GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Güney Avrupa ülkeleri arasında Yunanistan, işsizlik, rekabet gücü ve kamu borçları açısından AB üye ülkeleri arasında belirgin şekilde farklıdır. 2010 yılının Mayıs ayında Yunanistan kemer sıkma politikası ve üç yıllık yapısal reform programı karşılığında 130 milyar euro'luk olan ECB, IMF'den finansal yardım almaktadır. AB'nin kamu borcunun büyümesi yönündeki genel eğilimi ile Yunanistan, 2012 yılında elde edilen büyük faydaya rağmen birikmiş borcunun yarısını özel sektöre ayırmaktadır. Bu yıllardan sonra Yunan ekonomisi kısır bir döngü içinde kalmaktadır: ekonomik durgunluk, nüfusun satın alma gücünün azalması ve artan işsizlik, ülkenin sürdürülebilir büyüme yoluna dönüşünü engellemektedir. Yunan ekonomisine sürekli yapılan enjeksiyonlar, geri dönüşü olmayan dışsal bağımlılığı yaratmaktadır. Alınan yardımın üzerindeki borçların ödenmesi, dış destek olmadan dengeli büyümeye geri dönüşün imkansız olduğu anlamına gelmektedir (Bitros, 2013: 17-25).

Yunanistan'da tek Avrupa para birimine geçişten sonra, döngüsel faktörler ortaya çıkmaktadır. Euro'nun piyasaya sürülmesinden önce yatırımcılar Yunan

drahmisinin yeniden devalüasyonun gerçekleşeceğini ve daha fazla kredi ödemek zorunda kalacağını bilerek, yabancı para cinsinden borçlar almamaktadır. Yunanistan AB bölgesine girdiğinde kur riski ve kredi sınırlayıcıyı faktörleri ortadan kalkmaktadır. Bu durum, en güçlü döngüsel faktörlerden biriydi. İkinci döngüsel faktör, ulusal Merkez Bankasının durumu hakkındaki Maastricht kriteri ile ilgilidir: AB'ye üye olmak için ülke merkez bankasının ECB kurallarına uygun olarak bağımsızlığını sağlamakta ve fiyat istikrarını tek ve temel amaç olarak belirlemektedir. Buna rağmen Yunanistan'ın finansal sisteminin özellikleri değişmemektedir: yüksek ve çok değişken enflasyon oranları, para arzındaki (M3) değişiklikler. Üçüncü döngüsel faktör, ECB'nin para politikasının özelliğine ve euro bölgesindeki Harmonize Tüketici Fiyat Endeksinin Eurostat hesaplamasına ilişkindir. ECB'nin temel amacı enflasyonu %2-%2,5 civarında sağlamaktır. Yunan ekonomisinde ise enflasyon oranı olması gerekenden %1-%2 yüksektir ve fiyat rekabetinde azalmaya neden olmaktadır (Featherstone, 2011: 193-217).

Grafik 15. Yunanistan Enflasyon Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Yunanistan örneği, çevre ülkeler için istikrarlı büyüme döneminde gelişmiş ülkelerin büyüme düzeyi ile yakınlaşmanın mümkün olduğunu, daha sonra piyasadaki gerilemenin başlamasıyla birlikte yunan ekonomisinin yapısal zayıflıklarını ön plana çıkaran ters sürecin başladığını göstermektedir. Ülke rekabet

gücünü yitirmekte ve çözülmesi zor problemlerle karşılaşmaktadır. Serbest piyasanın kuralları, başlangıçta böyle bir ekonomik sistemin merkezinin ve çevresinin çok yönlü dinamiklerine yatkındır. Kriz koşullarında oluşan kümülatif etki, büyüme düzeylerinde ülkeler arası ve bölgesel farklılıkları arttırarak derinleştirmektedir (Oltheten - Pinteris - Sougiannis, 2003: 774-806).

2.2.9. Avusturya

Avusturya'nın AB'ye girişi, ekonomisi için olumlu etkilere sahipti. 1995–2005 döneminde, Doğu Avrupa ülkeleriyle yapılan ticaretteki pozitif denge nedeniyle - Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine yapılan ihracat üç katına çıkarken, Macaristan, Çek Cumhuriyeti ve Slovakya'ya yapılan ihracat 4,5 kat artmaktadır. Doğu Avrupa ülkeleri, Avusturya'nın dış ticaret dengesinin %13'ünü oluşturmaktadır (ihracat - %15, ithalat - %11). 1990'lı yıllarda Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin aktif ihracat politikası, yerel bankacılık sistemlerini tek Avrupa pazarının parçası olarak algılayan ve uluslararası finansal yapıların desteğine dayanan Avusturyalı bankaların ilerlemesini desteklemektedir. 2008 küresel finansal krizin olumsuz etkilerinin sadece ihracat sanayilerinde görülmesine rağmen, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde verilen yüksek miktardaki krediler nedeniyle Avusturya bankacılık sektöründeki durum uzun vadede oldukça savunmasız kalmaktadır. Avusturyalı şirketlerin Orta ve Doğu Avrupa ülkelerindeki doğrudan yatırımları 10 kat artmaktadır, süreç sadece Avusturya şirketlerini değil, aynı zamanda Avusturya merkezli çok uluslu şirketlerin yan kuruluşlarını da kapsamaktadır. Avusturya iktisadi politikası, ekonominin piyasa modeli tarafından oluşturulmakta, gelecek vadeden üretim alanlarına, sanayi işletmelerinin faaliyetlerine sermaye yatırımı olanağı sağlamaktadır. "Sosyal ortaklık" programının varlığı fiyatlandırma ve ücretler alanında istikrar sağlayıcı bir rol oynamaktadır. Euro'nun dolanıma girmesinden sonra enflasyon %0,08'lik bir artış göstermektedir (Falkner, 2001: 8-10).

Grafik 16. Avusturya Enflasyon Oranı 1996-2018



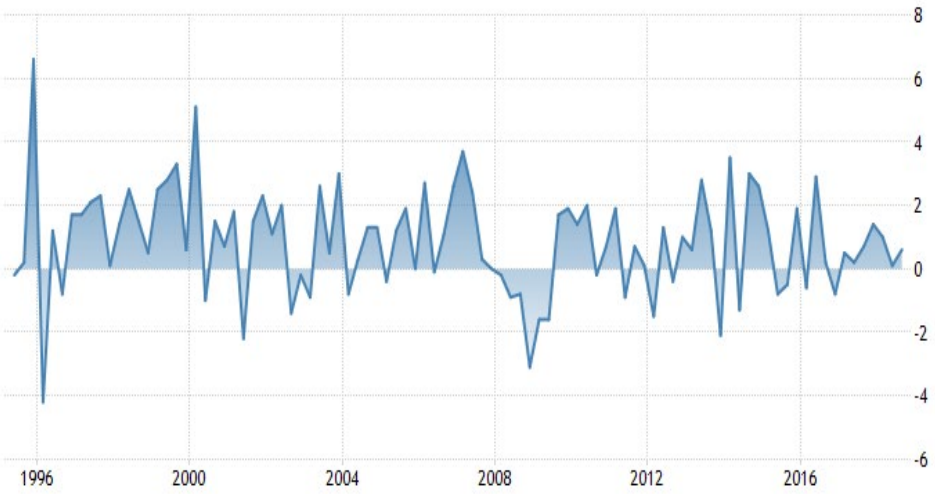
Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

2012 yılı AB bölgesi için para politikasında ciddi sorunlar getirmektedir. 2010'dan bu yana devam eden borç krizi, birçok ülkede büyük oranda banka finansmanına bağımlı olması nedeniyle finansal piyasalar üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. AB bölgesinin durgunluğunun arka planında, Avusturya ekonomisi 2012 - 2013 yıllarında istikrarlı bir şekilde gelişmektedir. Her ne kadar bu yıllarda GSYH büyümesi çok ılımlı olsa da, en azından olumlu büyüme gözlemlenmektedir. 2013 yılında net ücretlerdeki düşüş ve tüketici güveninin azalması nedeniyle özel tüketim azalmaktadır. Mükemmel finansman koşullarına rağmen, zayıf satış beklentileri nedeniyle sermaye oluşumu azalmaktadır, şirketler stoklarını düşürmektedir, bu da büyümeyi daha fazla engellemektedir. İhracatın düşük oranlarda artmasına rağmen, ithalat durgunlaşır iken net ihracat GSYH büyümesini desteklemektedir (Oesterreichische Nationalbank, 2014: 19-35).

2011'den itibaren Avusturya'daki enflasyon oranı istikrarlı bir şekilde azalmaktadır (%3,6) ve 2014'te bir önceki yılın aynı dönemine göre ortalama %1,5'tir. Fiyatlardaki artış, büyümeye katkısı %1,2 puan olan hizmetlerin fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. 2013'te toplam enflasyondaki %2,1 yıllık düşüş, temel olarak enerji ve sanayi malları fiyatları ve daha az bir ölçüde gıda fiyatları ile ilgilidir. Her ne kadar Avusturya ekonomisi 2012-2013 yıllarında yenilenen resesyona girmemiş olsa da, diğer AB bölgesi ülkelerinden kıyasla 2014 -

2015 yıllarında çok ılımlı bir büyüme sağlamaktadır. Reel GSYH büyüme 2015 yılında %0,7 geçmemektedir (Oesterreichische Nationalbank, 2015: 26-35).

Grafik 17. Avusturya GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

2015 yılında AB bölgesindeki para politikasının daha da genişlemesi finansal piyasaları etkileyerek AB tahvil getirilerini rekor seviyelere düşürmektedir. Ekonomik krizden önce Avusturya ekonomisinin dayanaklarından biri olan ihracat artışı, iç talep ile birlikte büyüme hızlarının gerisinde kalarak mal ihracatındaki artış özellikle yavaş olmaktadır. Böylece 2012-2015 yılları arasında net ihracatın pozitif kalmasına rağmen, krizden önceki dört yılda ortalama %0,7 puandan %0,4 puana inmektedir. 2016 yılında ekonomideki toparlanma hem özel tüketim hem de yatırımlar tarafından teşvik edilen iç talepteki artışla desteklenmektedir. Sürekli düşük enflasyona ek olarak, bu artış Ocak 2016'da yürürlüğe giren gelir vergisi reformundan elde edilen gelirleri yansıtmaktadır (Oesterreichische Nationalbannk, 2017: 31-36).

2017 yılında hızlanan küresel ekonomik büyüme oranları gelişmiş ekonomilerden kaynaklansa da, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik durumu da iyileşmektedir. AB bölgesinde enflasyon, %2 olarak ECB hedefinin altında kalmaktadır. Avusturya, tüketici fiyat artışının bu değere en yakın olduğu ülkeler

arasındadır.2017 yılında tüketici fiyat endeksindeki ortalama büyüme seviyesi %2,1; 2015-2016 yıllarda %0,9 düzeyine ulaşmaktadır. Avusturya ekonomisinin küresel katma değer zincirlerine yüksek entegrasyonu, mallar ve hizmet ithalatı dinamiklerinin, yabancı tüketicilerden gelen pazar talebi üzerine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. 2015 yılında özel tüketim %0,2 oran ile çok az artış göstermekte, ılımlı enflasyon gözlemlenmektedir. 2016'nın sonundan bu yana, daha olumlu dış çevre ve dünya ticaretinin hızlanması nedeniyle Avusturya ihracatı toparlanmaktadır ve 2017 yılında yurt içi ihracat daha da güçlenmektedir. Avusturya ekonomisinin canlanma dönemi, iç talebin önemli bir büyüme faktörü olacağı 2018 yılına kadar devam etmektedir. Yoğun istihdam ve ücret artışı fonunda, özel tüketimdeki artış daha fazla hızlanmakta, yatırımın dinamikleri de yavaşlamaktadır (Oesterreichische Nationalbannk, 2018: 25-60).

2.2.10. Finlandiya

Finlandiya dünyanın en gelişmiş ve rekabetçi ülkelerinden biridir. Kişi başına GSYH açısından dünyanın gelişmiş ülkelerinde yer almaktadır - 2017 verilerine göre kişi başına düşen GSYH 40.610,00 euro'ya ulaşmaktadır. Ülkenin avantajları, politik istikrar, yüksek düzeyde gelişmiş bir altyapı, telekomünikasyonun kullanılabilirliği ve güvenilirliği, bankacılık rekabeti özgürlüğü, yeni teknolojilerin geliştirilmesi, iş gücünün ve eğitim kadrosunun yüksek eğitim seviyesi ve iş yapma kolaylığı dahil olmak üzere işletmeler arasında iyi çalışan işbirliği sistemine sahiptir. Finlandiya'nın dünya ekonomisine entegrasyonu yüksektir - 2016 yılında mal ve hizmetlerde dış ticaretin ciroları, devletin GSYH'sinin %71,7idi, ki bu durum gelişmekte olan ekonomilerin çoğundan daha yüksektir. Finlandiya, 1 Ocak 1999 yılında itibaren Avrupa Para Birliği'ne üyesidir. 10 yıl boyunca da ekonomisi nispeten yüksek bir oranda büyümektedir. Küresel krizin yarattığı sorunların üstesinden gelmeyi AB için 2010 yılında başlayan borç krizi zorlaştırmaktadır. 1994–2007 dönemi, Fin ekonomi istikrarlı büyüme dönemi olarak gözlemlenmektedir - ortalama olarak ülke GSYH yıllık %3,8 büyümektedir. Küresel talebin ardından elektronik endüstrisinin hızla gelişmesi, Fin markka'sının devalüasyonun ve 1999'da AB'ye, hemen sonra Avrupa Para Kuruluna katılımının ardından ekonominin uluslararası rekabet gücünün sabitlenmesi ekonomik toparlanmanın en önemli faktörleri olmaktadır. Bu dönemde

“yeni ekonomi” terimi, bilgi teknolojisinin etkisi altında uzun vadede sürdürülebilir, krizden arındırılmış bir gelişme anlamına gelmektedir (OECD, 2014: 6-11).

Grafik 18. Finlandiya GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

2004-2007 döneminde, Finlandiya GSYH yılda hızla ortalama %4 oran ile büyümektedir. Büyüme, ihracat ve yatırımlarda hızlı bir artışa dayanmaktadır. Ekonominin aşırı ısınma belirtilerine rağmen, 2004-2007'deki ödemeler dengesi olumlu gözlemlenmektedir. Ekonominin hızlı büyümesi ve getirdiği vergi ve diğer gelirlerin artması nedeniyle, kamu borcu GSYH'nın %35 düşmektedir. Kriz, Fin ekonomisini derin bir durgunluğa sürüklemektedir: 2008 yılında GSYH sadece %0,3 büyümekte, 2009 yılında GSYİH %8,5 düşmektedir. İhracattaki düşüşle eşzamanlı olarak, yatırımlarda büyük bir azalma olmaktadır. İşsizlik 2008'de %6,4 iken, 2009'da %8,2'ye yükselmektedir, ancak toplam üretimdeki %8’lik bir düşüşe kıyasla nispeten küçük bir artış olmaktadır. 2010 yılında Fin ekonomisinde toparlanma başlamaktadır: GSYH %3,7, ihracat ise %7,8 büyümektedir. Bununla birlikte, 2011 yılında ekonomik büyümede %2,7 yavaşlama, 2012'de %1'e yükselme eğilimi, gelişme beklentilerinin belirsizliği nedeniyle ortaya çıkmaktadır. İhracat büyümesi 2012 yılında %0,3 düşüş gerçekleşmektedir. Belirleyici rol birçok AB ülkesinin borç sorunlarının alevlenmesine bağlı olarak euro bölgesi talebinin zayıflamasında oynamaktadır (Valtıovarain Ministerio, 2008: 12-14).

Fin Merkez Bankasının para politikası orta ve uzun vadeli büyümeye odaklanmaktadır. Kısa vadeli talep yönetimi, özellikle yararlı ve arzu edilen bir politika yönü olarak görülmemektedir. Piyasa dalgalanmalarının yumuşatılması, ECB'nin tek para politikasının ayrıcalığını ve alınan önlemlerin zamanlamasını sağlayan otomatik dengeleyicilerin kalmasını sağlamaktadır. Ancak kriz döneminde hükümet talebi canlandırmak için kasıtlı olarak tedbirlere başvurmak zorunda kalmaktadır, yeniden canlanma politikasının iki şartı yerine getirmesi gerektiğini varsaymaktadır ve diğer ülkelerle koordine olarak hızlı bir etkiye sahip olmaktadır. Genel olarak ekonomiyi canlandırma yönündeki önlemlerin hacmi, Avrupa'daki en yüksek oranlardan biri olan 2009-2010 döneminde GSYH'nın %3 tekabül etmektedir. 2009-2010 yılları için yatırımların yeniden canlanma etkisini de hesaba katarsak, ekonomik toparlanma paketi GSYH'nın %4,5 oluşturmaktadır (OECD, 2010: 52-57).

ECB'in para politikasının temel amacı, fiyat istikrarını korumak ve euro'nun satın alma gücünü korumaktır. Fiyat istikrarı, orta vadede tüketici fiyatlarının yıllık büyüme oranı olarak %2'nin altında tanımlamaktadır. Fin Merkez Bankası dört ana işlevi yerine getirmektedir: para politikası ve bunun için gerekli araştırmaları yürütmekte, finansal sistemin istikrarı üzerinde genel kontroller uygulamakta, bankacılık işlemlerini yürütmekte ve ülkedeki nakit dolanımını desteklemektedir. Finlandiya, kısa ve uzun vadeli faiz oranları çok düşük tutmaktadır. Dolayısıyla, 31 Aralık 2016 tarihi itibariyle 3 ay için Avrupa Bankalararası faiz oranı %0,31; Finlandiya da ise devlet tahvillerinde ise 10 yıllık vade ile %0,32 olarak gerçekleşmektedir. Fin Merkez Bankası'nın araştırma çalışmaları, para politikasının oluşturulmasında bilgi ve analitik desteğe, reel sektör ve finans piyasalarının karşılıklı bağımlılığına ve makroekonomik istikrarın korunmasına odaklanmaktadır. Fin Bankası'nın bankacılık işlemlerinin sayısı, kendi finansal varlıklarının güvenli ve kârlı bir şekilde tahsis edilmesini de içermektedir. Finlandiya'nın döviz rezervleri, bu varlıkların önemli bölümünü oluşturmaktadır. Kendi fonuna ek olarak, Finlandiya Bankası ECB döviz rezervinin bir kısmının yerleştirilmesiyle de uğraşmaktadır (Bank Of Finland, 2013).

Grafik 19. Finlandiya Faiz Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

2017 yılında Fin ekonomisi nispeten daha büyük bir büyüme göstermektedir. Ekonominin büyümesi, istihdam ve iç tüketimdeki artışla desteklenmektedir. Finlandiya İstatistik Merkezi'ne göre, 2017 yılında GSYH %2,6 olumlu eğilim göstermektedir. 2013-2014 yıllarında yatırım hacminde düşüş yaşanır iken, yatırımların büyümesi sonraki yıllarda art arda gözlemlenmektedir. 2016 yılında ülke %0,4 düşük bir enflasyon oranına sahipti, 2017 yılında ise %0,7 olarak çıkmaktadır. Finlandiya Maliye Bakanlığı enflasyondaki artışı, ham petrol için enerji taşıyıcıları fiyatlarındaki ve ülkede sunulan hizmetlerin maliyetlerindeki artışla ilişkilendirmektedir (Finland Ministry of Finance, 2017: 19-40).

2.2.11. Belçika

Belçika, AB'nin son derece sanayileşmiş ülkeler grubuna aittir. Belçika'nın GSYH rakamları AB'nin GSYH ortalamalarını yansıtmaktadır. Belçika 1999'dan beri tek para birimi euro olan Avrupa Para Birliği üyesidir. Belçika Ulusal Bankası'nın ülkenin ödemeler dengesini kontrol etmektir. Belçika Merkez Bankasının fonksiyonları:

- para politikasını gerçekleştirmek;

- euro banknotların ihracı ve dolanıma sokulması;

- ekonomik bilgilerin toplanması, analizi ve dağıtımı;

- Belçika finans sektörünün istikrarını koruması;

- Belçika'nın uluslararası ekonomik kurumlarda temsil etmesi;

- devlete, bireylere ve tüzel kişilere bankacılık hizmetlerinin sağlamasıdır.

2008–2009 krizi döneminden sonra, GSYH büyümesi ortalama %1– %1,5 oran görülmektedir. Belçika, büyük miktarlarda hammadde ithal ederek hazır ürün ihraç etmektedir, bunun sonucu olarak ekonomisi dünya piyasasında dalgalanmalara maruz kalmaktadır. Ülke ekonomisinin en önemli özelliği, önde gelen şirketlerin varlıklarında banka sermayesinin baskın olmasıdır. Belçika, temel önceliği ekonomik büyüme ve istihdam artışı hedefleri ile bilgiye dayalı rekabetçi bir AB ekonomisinin geliştirilmesi olan Lizbon stratejisini uygulamaktadır. Belçika'nın finansal piyasası yetkililer tarafından kabul edilen yönetmeliklere tabidir. 2011 yılında Merkez Bankasının görevleri genişlemektedir. "Twin Peaks"[4] modelinin 1 Nisan 2011'de tanıtılmasıyla birlikte, finansal gözetim iki temele dayanmaktadır: ilki sadece makro değil, mikro ihtiyati denetimden de sorumlu olan Merkez Bankasının rölü; diğeri ise menkul kıymetler piyasasının işleyişini, davranış kuralına bağlı kalmayı ve tüketiciyi korumayı denetleyen Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi'dir. GSYH'nın %1,9 artmasıyla Belçika ekonomisi önceki yıllarda olduğu gibi 2011'de nispeten istikrarlı duruma gelmektedir. Buna rağmen Belçika'nın ekonomik politikası iki ciddi sorunla karşı karşıya kalmaktadır: kamu maliyesinin sağlamlaştırılması ve büyüme potansiyelinin güçlendirilmesi. Belçika ekonomisinin zayıf yanlarından biri, tüketici fiyatlarının yükselen malların fiyatlarına verdiği güçlü tepkidir. Örneğin, 2010'da enflasyon %2,3'ten %3,5'e yükseldiği gibi, 2011 yılında keskin bir şekilde artmaktadır (Coene, 2012: 5-8).

2012 yılında alınan karar ile para politikası, ihtiyati denetim kararlarını alan kurulu oluşturulması ile birlikte finansal denetim açısından ayrı tutulmaktadır. Bu nedenle yeni görev ECB'nin temel görevini değiştirmemektedir, yani fiyat istikrarını sağlamaktadır. 2012 yılı bir istikrar süreci olarak tanımlanmamaktadır. İhtiyati

[4]Twin peaks - finansal sektör düzenleme modeli.

alanda, “bankacılık birliği” projesi ve bunun için hazırlık büyük çalışma gerektirmektedir. 2014 yılına kadar, bu proje Avrupa Merkez Bankasını büyük önem taşıyan tüm AB bölgesi bankalarının ihtiyati denetimi için merkezileştirmesi amaçlanmaktadır. 2013 yılının ikinci çeyreğinden 2015 yılına kadar kaydedilen ekonomik büyüme yılsonuna doğru hafif yavaşlamaktadır. AB bölgesinin geri kalanında olduğu gibi, Belçika'da ılımlı bir hızda devam etmektedir. Reel olarak GSYH yıllık bazda %1,4 büyümektedir. Merkez Banka tarafından dolanımda bulunan banknotların hacmindeki artış oranı da (yıllık ortalama olarak%15,5) euro cinsinden banknotlar düşmektedir (Smets, 2016: 29-33).

Grafik 20. Belçika GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Ülkede iki yıllık düşük büyüme döneminden sonra, 2016 yılında zayıf bir başlangıçtan sonra büyüme oranı ılımlılık göstermektedir. İç talepteki GSYH büyümesine katkı, 2016 yılında net ihracatın katkısı ile hemen-hemen aynıydı (%1-%0,8). Net faiz gelirin artması aşağıdaki nedenlerden kaynaklanmaktadır:

- para politikası menkul kıymet alım programlarının hacmindeki büyüme;

- cari hesaplar ve mevduat hacim ve faizlerdeki artış (negatif faiz).

Bu etki kısmen şu şekilde dengelenmektedir:

- euro cinsinden portföylerin faiz oranlarındaki düşüş;

- alım programlarının süresi dolan para politikası portföylerin hacmindeki düşüş;

- döviz pozisyonunu fonlama maliyetindeki artış;

- kredi kuruluşlarına pozitif faizli veya sıfır oranlı değil de, negatif faizli kredi verme;

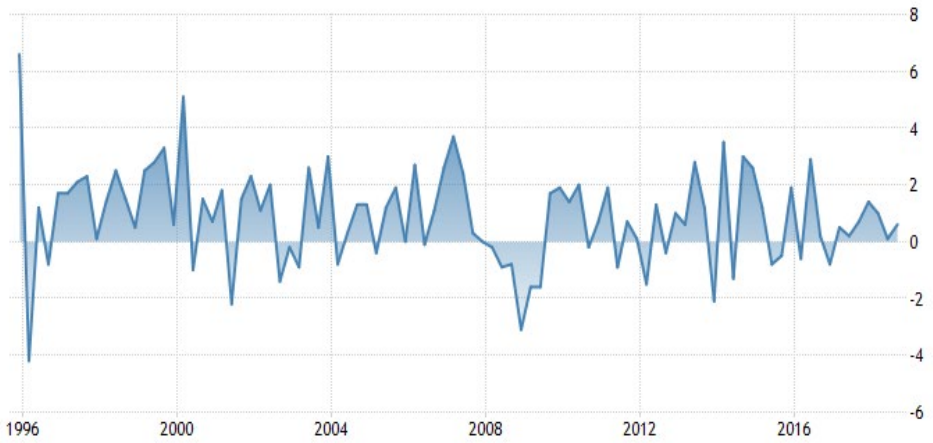
- euro banknotunun tahsisine ilişkin net taleplerde toplanan faiz düşmesi.

2017 yılında, enflasyon %2,2 olarak gerçekleşmektedir. 2015 ve 2016 yıllarının aksine enflasyonla ilgili faktörler Belçika'ya özgü değildir, çoğunlukla dış olaylardan kaynaklanmaktadır, diğer AB ekonomileri de bunun sonuçlarını hissetmektedir. Belçika ile komşu ülkelerle olan enflasyon farkı yıl boyunca daralmaktadır (Smets, 2017: 27-29; 2018: 74-80).

2.2.12. Lüksemburg

Lüksemburg, Avrupa Birliği'nde en gelişmiş ve kişi başına düşen GSYH artışının en yüksek olduğu ülkelerinden biridir. Aynı zamanda, yüksek teknolojilerin geliştirilmesine ve yüksek kalitede işgücü oluşmasına odaklanan modern sanayi sonrası ekonominin canlı bir örneğidir. Lüksemburg Clearstream Eurobonds Delivery Center'ın kurulmasıyla, ülke ABD ve daha sonra Almanya'nın sanayi şirketlerinin dolar tasarruflarını korudukları finansal faaliyet alanındaki ana bağlantı haline gelmektedir. Lüksemburg, düşük vergilerden etkilenen çok sayıda yabancı banka şubeleri olan önemli bir finans merkezidir. Girişimcilerin Lüksemburg'a ilgisi, gelişmiş bankacılık, reel finans sektörünün çok sayıda yatırım fırsatlarının varlığından kaynaklanmaktadır. Para politikasını Lüksemburg Merkez Bankası ECB ile birlikte yürütmektedir. Lüksemburg'un istikrarlı ekonomisi enflasyon, işsizlik oranlarının düşüklüğü ve GSYH'de artış ile tanımlanmaktadır. Geçtiğimiz on yıl boyunca finansal sektördeki büyüme çelik üretimindeki düşüşü telafi etmektedir. Ülke ekonomisinde hizmet sektörü giderek daha önemli hale gelmektedir (Schweitzer, 2009: 482-491).

Grafik 21. Lüksemburg GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

Lüksemburg, kayıtlı yatırım fonlarının sermaye büyüklüğünde liderlik etmektedir, Eurobond ve diğer Avrupa menkul kıymetleri için tanınan emisyon merkezidir. 1990'lardan beri ülkenin iç politikası, sosyo-politik istikrarı ve ekonomik refahı sürdürmek için Lüksemburg modeli kavramının uygulanmasına dayanmaktadır. Bu durumda, devletin ekonomik faaliyetlere aktif olarak katılacağı ve ücretlerin enflasyon oranına göre otomatik olarak endekslenmesini sağlayacağı varsayılmaktadır. Enflasyona gelince, son yıllarda %3'ü geçmemektir. 2008 finansal kriz döneminde ise enflasyon oranları %2 düşmektedir.2009 yılında enflasyon yüksek oynaklık göstermektedir. Fiyatlar %0,4 artmaktadır ki ülkede 1987'den bu yana en düşük enflasyon oranı gözlemlenmesine rağmen. Enflasyon oranının artışı 2010 yılı boyunca kademeli olarak devam etmektedir, %2,6'ya ulaşmaktadır (Banque Centrale Du Luxembourg, 2013: 21-45).

Grafik 22. Lüksemburg Enflasyon Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

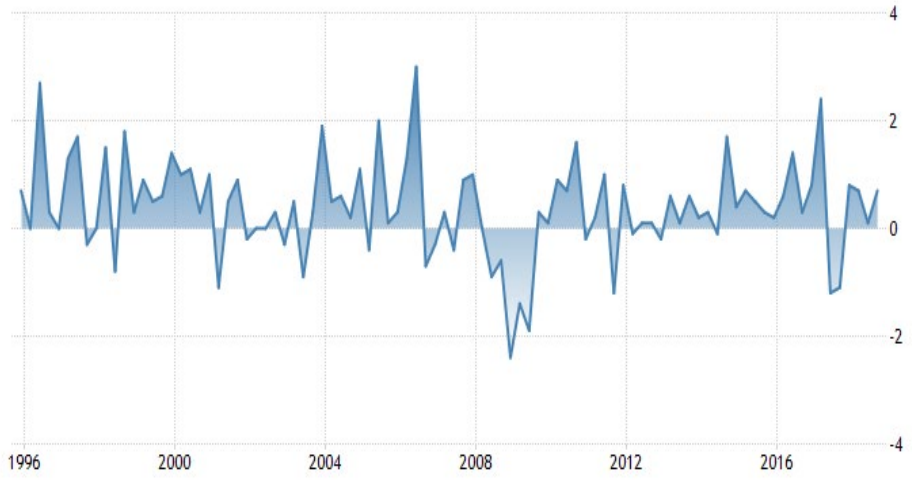
Lüksemburg 2017 yılında reel GSYH artışı, bir önceki yıla göre %2,3 olarak gerçekleşmektedir. İşgücü piyasasının güvenilirliği, euro bölgesinde istikrarlı büyüme ve imalat sektörüne duyulan güvenin devam etmesi, ekonominin tüm sektörlerindeki hareketliliğindeki artışı göstermektedir. Lüksemburg Merkez Bankası 2018 için yaklaşık %3,9 olan reel GSYH büyümesini göstermektedir. AB bölgesinde beklenen genişleme göz önüne alındığında, ülke büyümesinde olumlu bir etki de beklenmektedir (Banque Central du Luxemburg, 2018).

2.2.13. Danimarka

Danimarka'nın 1993-1998 döneminde yıllık ortalama GSYH büyümesi %3 eşittir. Bu dönemin sonunda ekonominin ciddi şekilde aşırı ısınması tehdidi vardı. Dolayısıyla Merkez Bankası iç talebi azaltmayı ve piyasaya işgücü çekmeyi amaçlayan bir dizi paketi uygulamayı kabul etmektedir. 1999 yılında Danimarka'nın GSYH %1,6 artmaktadır. Bu, artan faiz oranları ve tüketici iyimserliğindeki düşüş ile birlikte sıkı para politikasının sonucuydu. Reel efektif kurdaki düşüş ve 1999 yılında büyümenin %9,7'lik bir artış ile birlikte, 2000 yılında ödemeler dengesini önemli ölçüde düzelmektedir. 2000 yılında GSYH büyümesibeklenmedik bir şekilde yükselmektedir. Bu, yatırımların %10 artması ile ilişkilidir. İşsizlik 1990'dan itibaren düşmektedir ve 2006 yılında %5,5 dengelenmektedir. GSYH büyümesinin en düşük

olduğu 2001 - 2003 yıllarındaki düşüşten sonra, Danimarka ekonomisi yüksek oranda büyümektedir. İç talep, ekonomik büyümenin ana itici gücü olmaktadır. Sıkı para politikalardan kaynaklanan beş yıllık durgunluktan sonra kişisel tüketim hızla artmaktadır. Danimarka'nın enflasyon oranı %2 geçmemektedir. Danimarka kronu euro'ya sabitlenerek, Danimarka'daki faiz oranları ECB'nin faiz oranlarını uygulamaktadır (Nordic Outlook, 2009: 39-40).

Grafik 23. Danimarka GSYH Büyüme Oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

2008'in sonbaharında Danimarka kronunu etkileyen dışarı yönelimli önemli bir para akışı vardı. Azalan pozitif ödemeler dengesi, piyasadaki korku ve kayıplar nedeniyle kaynaklanan baskıdan dolayı, Danimarka Merkez Bankası ilk olarak faiz oranını genel eğilim karşısında artırmakta, 2009 yılında kademeli olarak %1,65'ten %1'e düşürmektedir. 2010-2011 döneminde Danimarka ekonomisi zayıf büyüme göstermektedir. AB bölgesindeki sorunlar nedeniyle küresel durumdaki bozulma, düşen ihracatın yanı sıra hem kişisel hem de devlet tüketiminde azalma nedeniyle GSYH'da azalmaya yol açmaktadır. Danimarka Merkez Bankası 2012'de yükselen kronun fonunda aşırı yatırım girişlerini sınırlamak için geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaktadır. Temmuz 2012'den Nisan 2014'e kadar faiz oranını %0,2'ye düşürmektedir, Nisan ayında ise oran pozitif bir değer kazanmaktadır. Danimarka Merkez Bankası, Eylül 2014'te kronun artan değerini

azaltmak için negatif faiz oranı kullanmaktadır: faiz oranı -0,75'e düşürmektedir, şimdi ise -0,65'tir. 2015 yılının 3.çeyreğinde Danimarka Merkez Bankası, faiz oranlarını -0,5'ten -0,75'e düşürmektedir. Bu tür eylemlerle, Danimarka kronunun euro karşısında güçlenmesini sağlamaktadır. Danimarka ihracatının yapısında AB ülkelerinin payı yaklaşık %60 oranındadır, dolayısıyla ülkenin ulusal para biriminin aşırı değerlenmesinin engellemesi önemlidir. Merkez Bankası kronayı zayıflatmak amacıyla ülkenin GSYH'sinin yaklaşık %6 yabancı para alımına harcamaktadır (Denmarks National Bank, 2015: 66).

Grafik 24. Danimarka Faiz oranları 1996-2018



Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

2016 yılında değişmeyen para politikası faiz oranları ve uzun vadeli düşük faizli beklentiler nedeniyle, mevduat sertifikalarına olan faiz oranının bir miktar üzerinde sabit kalmaktadır. Danimarka Merkez Bankası 2017 yılında para politikasındaki faiz oranını değiştirmemektedir. Danimarka'nın dengeli yükselişi, kısmen ihracattaki zayıf seyir nedeniyle GSYH'nın %1,1 arttırmaktadır. Merkez Bankası para politikası faiz oranlarında 2017-2018 yılının başında herhangi bir değişiklik yapmamaktadır. Bu mevduat sertifikalarındaki faiz oranının -0,65 olduğu anlamına gelmektedir. ECB'ye uygulanan para politikası faiz oranı, -0,25 puan seviyesinde kalmaktadır (Danmarks Nationalbank, 2017: 10-12).

2.2.14. Orta Ve Doğu Avrupa Birliği Üye Ülkelerinin Para Politikası Rejimlerinin Dinamikleri[5]

1980-1990 yıllarda Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin çoğu için yeni para politikası rejiminiuygulamaya başlamaktadır. Para politikasının yeni koşulları ile karşı karşıya kalması gereken ana görevlerden biri dönüşüm krizinin üstesinden gelmesi idi. Bu dönemde Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri iki gruba ayrılmaktadır: parasal hedefleme veyadöviz kuru çapası bazında istikrar programları uygulayanlar. 1992'de kademeli olarak döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülke sayısı artmaktadır. Dönüşüm krizini aşma konusunda Polonya, Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Macaristan, Estonya daha iyi sonuçlar vermektedir. Para arzı hedeflemesi tutarlı bir şekilde döviz kurunun örtülü hedeflemesi ile birleştirilerek Romanya, Arnavutluk ve Slovenya bağlı kalmaktadırlar. Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin çoğunda enflasyon hedeflemesi rejimine yürürlüğe girmesine rağmen, sadece Polonya ulusal para biriminin serbest dolanımı kuralınıizlemektedir. Macaristan ve Romanya Merkez Bankaları zaman-zaman ulusal paraların değerlenmesini önlemek için döviz piyasasında önemli müdahaleler yapmaktadır. Küresel ekonomik krizin hızla ilerlemesi ile çek korunası portföy yabancı yatırım girişinin etkisi altında Çek Merkez Bankası döviz kurunun bir euro'luk seviyesini 27 koruna seviyesine çıkarmaktadır[6]. Nitekim Çek Cumhuriyeti aslında çifte hedeflemeyi uygulamaya başlamaktadır - enflasyon ve döviz kuru. Bu rejimi sürdürmek için Çek Merkez Bankası yabancı para satın alarak döviz müdahaleleri yapmak zorunda kalmaktadır (2015-2016 yılları kadar 12,2 milyar euro). Böyle bir politikanın ana amacıdeflasyon yönündeki baskının kontrol altına alınmasıdır. Ancak uygulamada Çek Merkez Bankası başka bir sorunu da çözmüş olmaktadır: 2014-2015 yıllarödemeler dengesi cari hesabının dengesi pozitife kaymaktadır (Chowdhury - Keller, 2012: 7-15; Bluedorn - Everaert, 2015: 5-15).

AB'ne 2004 yılından beri katılan Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri için küreselleşmenin getirdiği güçlüklere cevap vermek için bir başka seçenek

[5]Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri olarak Estonya, Letonya, Litvanya, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Macaristan, Slovenya, Romanya, Bulgaristan, Hırvatistan, Sırbistan, Bosna-Hersek, Makedonya, Karadağ, Arnavutluk'u konu alınmaktadır.
[6]Korun oranı bu tavanı geçmemektedir, yani euro başına 27'den fazla korun olmamaktadır.

açılmaktadır – Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliğe katılımı. Yabancı ekonomik ortak-ülkeler ilişkilerinde kur riskinin azaltılması avantajıvardır - dış ekonomik ortaklar. Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri halihazırda AB ülkeleriyle (Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliği üye ülkeleri dahil) yüksek düzeyde ticaret ve finansal entegrasyon sağlamaktadır.2015 yılı itibarı ile AB üyesi olan Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliği üyesi olmayan tüm Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri için Avrupa Birliği Ekonomik ve Para Birliği ülkelerine yapılan toplam ihracat ve ithalat hacminde %50 aşmaktadır (Macaristan'dan - %59, Romanya - %84, Bulgaristan - %43). Avrupa Birliği Ekonomik ve Para Birliği ülkelerdeki birikmiş yabancı yatırımlardaki payı daha da artarak, doğrudan yatırım yüksek düzeyde gerçekleşmektedir. Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ve Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliği ülkeleri arasındaki yüksek ticaret ve yatırım bağları, döviz riskleriyle ilişkili maliyetleri azaltmak için oldukça yüksek potansiyel anlamına gelmektedir (Korinek, 2016: 56-134).

Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliğine üye ülkeler Slovenya, Slovakya ve üç Baltık ülkesidir (Estonya, Letonya, Litvanya). Ülkelerin geri kalanı için ise Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliğine giriş cazibesi mevcut para politikası rejimine bağlıdır. Sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkeler için bağımsız para politikasından vazgeçme maliyetleri daha düşük olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin ulusal ekonomileri için yeterli ve uygun para politikası rejimleri oluşturabildikleri göz önüne alındığında, bu maliyetler çok daha yüksektir. Olumlu dış koşullar ve finansal toparlanma döneminde ekonomik büyüme ve enflasyon oranlarındaiyi sonuçlar parasal hedefleme rejimi olan ülkeler tarafından gösterilmektedir. Sonuç olaraködemeler dengesindeki cari işlemler açığının birikmesi olmaktadır. Parasal hedeflemerejimi uygulayan ülkelerde yüksek ekonomik büyüme oranlarına ulaşmayı başarmaktadır, ancak en yüksek enflasyon oranlarını göstermektedir, bu daparasal büyüklükler ve enflasyon dinamikleri arasındaki ilişkide bozulmaya neden olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimine sahip ülkeler düşük enflasyon oranlarına ulaşır iken, ekonomileri düşük oranlarda büyümektedir (Dimova - Kongsamut - Vandenbussche, 2016: 15-16).

Tablo 7. Orta Ve Doğu AB ülkeleri GSYH Büyüme Oranları 1996-2018

	Arnavutluk	Bosna-Hersek	Bulgaristan	Hırvatistan	Çek Cumhuriyeti	Estonya	Letonya	Litvanya	Karadağ	Polonya	Romanya	Sırbistan	Slovakya	Slovenya
1997	-10,9	22,9	-1,6	6,6	-0,6	11,8	9	8,3		7,1	-6,1		4,4	5,1
1998	8,8	13,8	4,9	1,9	-0,3	4,1	6,5	7,5		5	-4,8	2,4	4	3,3
1999	12,9	10,7	-0,5	-0,9	1,4	-0,9	2,6	-1,1		4,5	-1,2	-12,1	-0,2	5,3
2000	6,9	4,4	5	3,7	4,3	10,6	5,4	3,8		4,3	2,9	7,8	1,2	4,2
2001	8,3	2,4	3,8	3,5	2,9	6,3	6,5	6,5	1,1	1,2	5,6	5	3,3	2,9
2002	4,5	5,1	5,9	5,3	1,7	6,1	7,1	6,8	1,9	1,4	5,2	7,1	4,5	3,8
2003	5,5	3,9	5,2	5,6	3,6	7,4	8,4	10,5	2,5	3,6	5,5	4,4	5,4	2,8
2004	5,5	6,3	6,4	3,9	4,9	6,3	8,3	6,6	4,4	5,1	8,4	9	5,3	4,4
2005	5,5	4,2	7,1	4,1	6,5	9,4	10,7	7,7	4,2	3,5	4,2	5,5	6,8	4
2006	5,9	5,7	6,9	4,9	6,9	10,3	11,9	7,4	8,6	6,2	8,1	4,9	8,5	5,7
2007	6	6	7,3	5,3	5,6	7,7	10	11,1	6,8	7	6,9	5,9	10,8	6,9
2008	7,5	5,6	6	2	2,7	-5,4	-3,5	2,6	7,2	4,2	8,3	5,4	5,6	3,3
2009	3,4	-0,8	-3,6	-7,3	-4,8	-14,7	-14	-14,8	-5,8	2,8	-5,9	-3,1	-5,4	-7,8
2010	3,7	0,8	1,3	-1,5	2,3	2,3	-3,9	1,6	2,7	3,6	-2,8	0,6	5	1,2
2011	2,5	0,9	1,9	-0,3	1,8	7,6	6,4	6	3,2	5	2	1,4	2,8	0,6
2012	1,4	-0,7	0	-2,3	-0,8	4,3	4	3,8	-2,7	1,6	1,2	-1	1,7	-2,7
2013	1	2,4	0,9	-0,5	-0,5	1,9	2,4	3,5	3,5	1,4	3,5	2,6	1,5	-1,1
2014	1,8	1,1	1,3	-0,1	2,7	2,9	1,9	3,5	1,8	3,3	3,4	-1,8	2,8	3
2015	2,2	3,1	3,6	2,4	5,3	1,7	3	2	3,4	3,8	3,9	0,8	3,9	2,3
2016	3,4	3,2	3,9	3,5	2,5	2,1	2,2	2,3	2,9	3	4,8	2,8	3,3	3,1
2017	3,8	3	3,6	2,8	4,3	4,9	4,5	3,9	4,3	4,6	6,9	1,9	3,4	5
2018	4	3,2	3,6	2,8	3,1	3,7	3,7	3,5	3,7	4,4	4	4	3,9	4,5

Kaynak: Dünya Bankası.

Farklı para politikası rejimine sahip ülke gruplarının karşılaştırmalı sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 8. Orta Ve Doğu Avrupa Ülkelerinin Para Politikası Rejimlerinin Makroekonomik Göstergeleri 2003-2007

Farklı para politikası rejimleri	Ortalama yıllık ekonomik büyüme oranı	Ortalama yıllık enflasyon oranı	Ödemeler dengesi, GSYH %
Enflasyon hedeflemesi	5,2	4,2	-6,6
Para arzı hedeflemesi	6,2	6,9	-5,9
Döviz kuru hedeflemesi	5,6	5,0	-7,5
Parasal hedefleme	7,1	3,7	-12,9

Kaynak: World Economic Outlook Database.

Tablo 9. Orta Ve Doğu Avrupa Ülkelerinin Para Politikası Rejimlerinin Makroekonomik Göstergeleri 2008-2009

Farklı para politikası rejimleri	Ortalama yıllık ekonomik büyüme oranı	Ortalama yıllık enflasyon oranı	Ödemeler dengesi, GSYH %
Enflasyon hedeflemesi	0,95	5,41	-8,0
Döviz kuru hedeflemesi	-3,55	3,53	-6,4
Para hedefleme	-3,32	5,94	-8,5
AB Ekonomik ve Parasal Birliği üye ülkeleri	-0,94	2,84	-3,8

Kaynak: World Economic Outlook Database.

Tablo 10. Orta Ve Doğu Avrupa Ülkelerinin Para Politikası Rejimlerinin Makroekonomik Göstergeleri 2010-2016

Farklı para politikası rejimleri	Ortalama yıllık ekonomik büyüme oranı	Ortalama yıllık enflasyon oranı	Ödemeler dengesi, GSYH %
Enflasyon hedeflemesi	1,8	2,9 (5 deflasyon olayı)	-3,8
Döviz kuru hedeflemesi	1,5	1,5 (5 deflasyon olayı)	-0,6
Parasal hedefleme	2,1	2,3 (5 deflasyon olayı)	-2,2
AB Ekonomik ve Parasal Birliği üye ülkeleri	2,3	1,5 (5 deflasyon olayı)	0,7

Kaynak: World Economic Outlook Database.

2008-2009 küresel ekonomik kriz döneminde durum değişmektedir. Ekonomik durgunluğun en yüksek oranları döviz kuru hedeflemesi ve döviz kurunun (özellikle Baltık ülkeleri) sabitlenmesinin çeşitli biçimleri olan ülkeler tarafından gösterilmektedir. Parasal hedefleme rejimi olan ülkelerde enflasyon oranları artmış ve ödemeler dengesindeki cari işlemler açığı iseazda olsa iyileşmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimine sahip ülkelerin küresel kriz hızla gelişirken, enflasyonun bir miktar ivme kazanması ve cari işlemler dengesindeki ödemeler dengesinin artması pahasına başarılı geçmektedir. Avrupa borç kriziyle ilgili olarak önemli dışsal şoklardan da etkilenen 2010-2015 döneminde ekonomik büyüme açısından başarılı olanlar, Avrupa Birliği Ekonomik ve Para Birliğiüyesi ülkeler ve parasal hedefleme rejimi uygulayan ülkeler olmaktadır. Yine de ekonomik büyüme hızının kriz öncesi

döneme göre önemli ölçüde azalmaktadır. Söz konusu ülkelerin bütün gruplarında deflasyonve dış şoklargözlemlenmektedir (örneğin, 2014-2015 yıllar petrol fiyatlarındaki düşüş). Tüm ülke gruplarında ödemeler dengesinin cari açığı iyileşmektedir. Nispeten sakin dönemlerde sabit döviz kuru uygulayan ülkeler daha iyi sonuçlar vermese de, makroekonomik göstergelerin daha fazla oynaklığına maruz kalmaktadırlar. Enflasyon hedeflemesi rejimine sahip ülkeler, bu göstergelerin daha düzgün bir dinamiği ile karakterize edilmektedir.

Para politikası araçlarının seçimi rejimin seçimi ile belirlenmektedir. Döviz kurunu düzenlerken döviz müdahaleleri ve faiz oranı politika üzerinde etkisi açısından önemli ise, enflasyon hedeflemesinde ana rol Merkez Bankası operasyonlarının toplam faiz oranları oynamaktadır. Para politikası araçlarının temel değişiklikleri küresel ekonomik kriz etkisi altında gerçekleşmektedir. Dolayısıyla ulusal para politikasından vazgeçen ve parasal hedefleme rejimini uygulayan ülkeler ekonomileri etkilemek için politikanın mevcut araçlarını kullanmaya başlamaktadır. Örneğin, Bulgaristan Merkez Bankası 1 Aralık 2008 tarihinden itibaren %12'den %10 ZKO'yu, 1 Ocak 2009 tarihinden itibaren %10 ile %5 yurt dışından alınan fonlar oranını indirmektedir. Bosna-Hersek Merkez Bankası 2008 yılı sonunda %18'den %14'e, ardından1 yıldan uzun vadeli mevduat için %7 düşürmektedir. Araç setindeki değişiklikler enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler tarafından da gerçekleştirilmektedir. 2008 yılı Çek Merkez Bankasının temel amacı devlet tahvil piyasasını desteklemeye olduğunu belirtilen olağanüstü repo işlemlerine 2 hafta ve 3 ay süreli bankalara likidite sağlamaktadır (Ocak 2011 üç aylık işlemler iptal edilmektedir). Polonya Merkez Bankası vadelerinden önce bankalardan tahvillerini satın almaktadır. Ek olarak, refinansman için teminat olarak varlıkların listesini genişleterek, en fazla 6 aylık repo işlemlerinin süresini uzatmaktadır (IMF, 2016: 10-12; Bank of Poland Monetary Policy Council, 2009: 3-13).

Çek Cumhuriyeti Kasım 2012'de Merkez Bankası'nın sıfır faiz oranlarına yakınseviyeye gelmesi ve %0,05 temel oran belirlemesi nedeniyle ECB politikasına başvurmaktadır. IMF Çek Merkez Bankasına çek korunasının döviz kuru üzerindenegatif faiz oranlarına geçmesini tavsiye etmektedir. Geleneksel olmayan para politikası araçlarının unsurları, 2014 yılında Macaristan Merkez Bankası

tarafından başlatılan “öz finansman” programında yer almaktadır. Ana amacı yabancı para cinsinden devlet tahvillerinden forinti tahsis edilen tahvillere geçiş yoluyla kur riskinin azaltılmasına yardımcı olmaktır. Merkez Bankası ticari bankaların kendi mevduatlarını kullanarak fonlarını azaltmayı tercih ettikleri bir teşvik sistemi oluşturmayı başararak, döviz cinsi devlet tahvillerinin portföylerini artırmaktadır (Kolozsi - Hoffmann, 2016: 7-9).

Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri küresel ekonomik kriz yayılmadan önce makro ihtiyati düzenleme araçlarını uygulamaya başlamaktalar. Kullanımı özellikle Güneydoğu Avrupa ülkelerinde önemli bir giriş ile finanse edilenler de dahil olmak üzere, 2000'li yılların ortalarında bankacılık sisteminde kredi verme konusunda keskin artışla ilişkilendirilmektedir. Bu ülkeler temelde kredilerin büyümesini sınırlamak için aşağıdakş önlemleri uygulamaktalar:

- sermaye yeterlilik oranların Basel standartları ile karşılaştırıldığında yüksek kullanılması (2007 yılında AB'ye katılmadan önce Sırbistan, Bulgaristan ve Romanya; Hırvatistan Ocak 2008 banka kredileri büyüme hızına bağlı olarak farklılaştırılmış sermaye yeterlilik oranlarını uygulamaktalar);

- yabancı para cinsinden borçlar için artan zorunlu karşılıklar şartlarının oluşturulması (Romanya, Hırvatistan, Sırbistan);

- bankalar tarafından belirli “tavan” kredi büyümesine ulaşıldığında varlıkların rezerv artışının getirilmesi (Hırvatistan, Bulgaristan);

- olası borçlanmaya ilişkin sınırlar belirleyerek kredilere olan talebi sınırlamak (Romanya) (Dimova - Kongsamut - Vandenbussche, 2016: 16-23).

2008 yılında küresel finansal krizin yayılmasıyla Orta ve Doğu Avrupa ülkelerininkredi verme faaliyetlerinde keskin bir düşüş yaşanmaktadır, makro ihtiyati araçları yumuşatmaya veya iptal etmeye başlamaktadır. 2008-2009 döneminde Orta ve Doğu Avrupa bölgelerinde kredilerin GSYH'ya oranındaki artış yavaşlamakta ve ardından dengelenmektedir. Doğu Avrupa'da 2012'den yana bu göstergede istikrarlı düşüş gözlemlenmektedir. Makro ihtiyati politika tedbirlerini kısıtlama ihtiyacı, mevcut aşamada azalmaktadır ve bazı ülkelerde bankacılık sistemlerinin kötüleşen

performansının ardından ekonomik büyüme meydana geldiğinde, “kredisiz büyüme” sorunu ortaya çıkmaktadır. Finansal küreselleşmenin zorluklarına yanıt veren Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri iki ana doğrultuda hareket etmekteler: ya ulusal para politikasının reddedilmesine kadar sabit döviz kuru uygulamaya ya da dalgalı döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçmekteler. Aynı dönemde bazı ülkelerde artan dışsal şoklar karşısında ulusal bankacılık sistemini ve ekonomiyi bir bütün olarak desteklemeye yönelik para politikası araçlarının dönüşümü gözlemlenmektedir (Deuber, 2017: 32-52).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. GÜNÜMÜZ ŞARTLARINA GÖRE AVRUPA MERKEZ BANKASININ PARA POLİTİKASI

Kriz koşullarında Avrupa Merkez Bankası, geleneksel olmayan para politikası önlemlerine yönelmeye zorunda kalmaktadır. İzlediği politika seçimi hem AB'nin kurumsal özellikleri hem de euro bölgesindeki ekonomik koşullardan kaynaklanmaktadır. ECB yeni önlem dizisi olarak standart politikayı tamamen değiştirmek yerine, standart dışı önlemler uygulanan politika aktarım mekanizmalarının etkin bir şekilde yürütülmesini, AB üye ülkelerinin ekonomilerini etkilemeyi, hüküm süren ekonomik duruma göre desteklemeyi amaçlamaktadır. AB'nin işleyişine ilişkin Antlaşmaya göre, AB üye ülkelerde tek para politikasını uygulamak amacıyla ESCB altında toplanmaktadır. ESCB oluşturmanın temeli iki ilke ile atılmaktadır. Birincisi, ESCB üye devletlerin yanı sıra çeşitli Avrupa kurumlarının faaliyetlerinde siyasi müdahalelerden bağımsız olması; ikincisi, AB'nin İşleyişine İlişkin Antlaşma'nın 127.1 maddesine göre ESCB'nin temel amacı, fiyat istikrarını korumak, yani enflasyon oranını %2 düzeyinde tutmak olarak sıralanmaktadır. AB'nin İşleyişine İlişkin Antlaşmanın 127.2 maddesi uyarınca ESCB'nin görevleri, Avrupa Ekonomik Topluluğu'nunpara politikasının tanımlanması ve uygulanması, döviz, ödeme işlemlerinin sorunsuz bir şekilde yürütülmesini sağlayan Avrupa Ekonomik Topluluğuüyesi devletlerin resmi döviz rezervlerinin depolanması ve yönetimidir. Sayılan görevleri çözmenin yanı sıra, ECB ayrıca şu işlevleri yerine getirmektedir: euro'nun ihracı, kredi ve diğer finansal kuruluşlar faaliyetlerinin ihtiyati gözetimine katılım, danışmanlık, istatistiksel verilerin toplanması (ECB, 2018).

ECB yeni politika aşamasının başlangıcı $1 trilyon VLTRO erken ödenmesi için ECB rezervlerinin büyüklüğü keskin azalma ile gelmektedir. Bankacılık piyasası durumu için bankaların ECB'den daha az yardıma ihtiyacı olması olumlu işaret olmaktadır. Ekonomideki kredilerin sayısı azaldıkça (aşırı rezervlerdeki azalma, bankaların kredi sağlamak için fazla rezerv kullanmadığını, ancak bunları borsada işlem için kullandığını göstermektedir), piyasa faiz oranlarını büyümeye itmektedir.

ECB geleneksel olmayan diğer yeni para politikası ölçüsü, faiz oranlarının uzun vadeli gelişmesi hakkında net fikir vermek, uçuculuklarını ve belirsizliklerini azaltmak için tasarlanan deklarasyonlar politikasıdır **(**Filardo - Hofmann, 2014: 37-45).

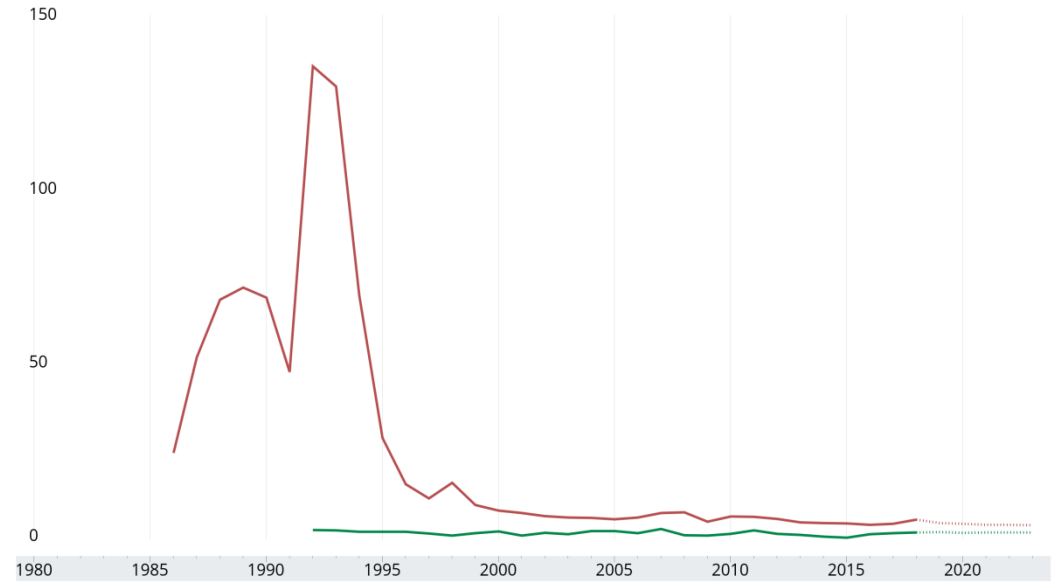
VLTRO ardından hedefli uzun vadeli refinansman TLTRO programı uygulamaya konulmaktadır. Bu program kapsamında ECB'yegöre, bankalar 1 trilyon euro kadar kazanmaktadır. TLTRO ve VLTRO arasındaki fark, ECB'nin ticari bankalar için alınan fonların kullanımı konusunda kısıtlama getirmesi ve bankaların aldığı parayı ekonominin reel sektörüne borç vermesi için zorlamalarıdır. Daha önce bankaların ECB'deki depozitoda normatif değerlerin üzerinde para biriktirmesini tamamen engellemek için mevduat oranı negatif bölgeye dahil edilmektedir. ECB varlıklarını temin ettiği tahvilleri satın almanın yanı sıra garantili teminatlı tahvilleri almaktadır – ABSPP ve CBPP3. Programın geçerlilik süreleri en az iki yıl olmaktadır. ABSPP ve CBPP3 programları, 2014-2015 döneminde görülen deflasyon eğilimlerinin üstesinden gelmek ve enflasyonu hedef değere geri döndürmek için reel ekonomiye (uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkiyle%2 düzeyinde) borç vermeyi teşvik etmek amacıyla başlatılmaktadır (Darracq-Paries, 2014: 2-6).

Ocak 2015'te ECB genişletici programını uygulamaya konulduğunu duyurmaktadır. Varlık destekli tahvillerin (ABSPP) yanı sıra teminatlı tahvil (CBPP 3) satın alınmasına ek olarak, kamu sektörü satın alma programında PSPP başlatmaktadır. PSPP programı, ECB açık piyasasında euro bölgesi ve ulusal kurumların menkul kıymetlerini Eylül 2016 sonuna kadar aylık olarak 60 milyar euro veya gerekirse daha uzun vadeli olarak satın almayı içermektedir. ECB programının büyüklüğü ülkelerin merkez bankalarının hisselerine, nüfus içindeki oranların ve AB'nin GSYH'sini yansıtacak şekildeydi. ECB tarafından Menkul Kıymet Piyasaları Programlarının önceki programı çerçevesinde satın alınan menkul kıymetler, QE'nin limitlerini belirlemektedir. Bir ihracatçı için tekliften yararlanma limiti, mevcut tüm ECB programlarında %25 olarak açıklanmaktadır. ECB her ay PSPP programı kapsamında ortalama 60 milyar euro'luk varlıkları satın almaktadır. 2017 yılında ECB, parasal genişleme içindeki varlıkların aylık alımlarının miktarını ayda 70 milyar euro'ya çıkarmaktadır (Lenza - Slacalek,2018: 4-7).

3.1. Para Politikasının Yeni Amaçları

Merkez bankaları para politikasının geliştirilmesine yönelik fiyat istikrarının sağlanması için enflasyon hedeflemesine dayalı para rejimlerinin uygulanmasına yönelmektedir. Bu rejim birçok merkez bankası para politikasının uygulanması için tercih edilmektedir. ECB, Fed, BoJ, Riksbank bu para rejiminin uygulanmasına henüz tam olarak geçmemekte ve sadece bazı unsurlarını kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi altında gelişmiş ülkelerde enflasyon %1-%3 seviyesinde veya belirlenen aralıkta, gelişmekte olan ülkelerde %3-%6 hedef seviyesinde tutulmaktadır (Roger, 2010: 46-49).

Grafik 25. Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon Oranları 1980-2018



- gelişmiş ülkeler;
- gelişmekte olan ülkeler;

Kaynak: İMF DataMapper

Kriz merkez bankaların bankacılık sisteminin likiditesini yönetmek için kullandıkları yöntemlerinin yetersiz olduğunu göstermektedir. Birçok merkez bankalar refinansman kredileri almak için teminat olarak kullanılan menkul kıymetler listesini (şirket bonoları dahil) genişletmekteler. Ayrıca refinansman kredilerinin kısa vadeli olması gerektiği vurgulanmaktadır. Krizde bankalar

kendilerine sağlanan kredileri zamanında geri ödeyememekte, bazı durumlarda ise politikacılar ülke ekonominin belirli sektörlerine kredi sağlamayı talep etmekteler. Merkez bankalarını "istikrar kredileri" kullanarak daha uzun süreler için refinansman sağlamaya zorlamaktalar. ECB açıklamalarında 6-12 ay boyunca uzun vadeli refinansman operasyonlarına dayalı bankacılık sisteminin istikrarını sağlamak için programları uygulamaya devam etmekteler (Subbarao, 2010: 26).

Ekonomik kriz finansal yönetim sürecindeki merkez bankalarının sadece doğrudan değil, aynı zamanda dolaylı araçlarının geliştirilmesinin de gerekli olduğunu göstermektedir: sermaye akışlarının yönetimi, dış borçların düzenlenmesi, ödemeler dengesi açığı. Dünyanın önde gelen ülkelerin merkez bankaları, kriz durumlar için para teorisi tarafından önerilen çok çeşitli araçlar kullanmaktadırlar. Faiz oranları önemli ölçüde azalarak, bankacılık sisteminin likiditesi artırılmakta, bankalar devlet tarafından güvence altına alınarak, finansal kuruluşlar doğrudan finansal destek almaktadırlar. İstikrar politikasının uygulanabilmesi için Fed, merkez bankalarının uluslararası rezervleri artırması için öneride bulunmaktadır:

- ülkenin uluslararası rezervleri kısa vadeli (12 aya kadar) dış borcun miktarını aşmamalı;

- M2 parasal büyüklüğün yaklaşık %5-%20 tutulmalı;

- ülkenin 3-4 aylık ithalat hacmini kapsamalı.

Bu önerileri AB üye ülkeleri ve Japonya tarafından desteklenmektedir. Ancak Çin ulusal paranın nominal ve reel döviz kuru arasındaki farkı yansıtan bir göstergenin oluşturulmasına karşı çıkmaktadır. Örneğin, İngiltere, Kanada ve AB ülkelerinde uluslararası rezervlerin yeterliliğine ilişkin göstergeler standartları karşılamamaktadır; Brezilya, Çin, Kore, Rusya, Suudi Arabistan, Tayvan ve Japonya'da ise standart değerleri aşmaktadır. Uluslararası rezervlerin hacimleri büyük olmasına rağmen, birçok ülke finansal krizin etkilerini azaltmak için önlemler almak zorunda kalmaktadır. Döviz rezervlerinin varlığı, özellikle döviz piyasalarında finansal durumu istikrara kavuşturmaya büyük etkide bulunmaktadır.

Tablo 11. Uluslararası Rezervlerin Yeterliliğine İlişkin Göstergeler 2007-2009

	İhracat		M2 (%)		Kısa vadeli borç (%)	
	2007	2009	2007	2009	2007	2009
Brezilya	16,3	21,5	37,3	35	265,8	320,4
İngiltere	0,9	0,9	1,5	1,2	1,6	1,6
AB	1,2	1,3	1,9	1,66	3,3	3,4
Kanada	1,2	1,6	5,2	4,8	14,3	16,2
Çin	19,2	28,7	27,5	26,7	1249	1790,6
Kore	8,8	9,9	19,2	19,7	176	188,7
Meksika	3,7	4,8	17,5	18,5	256,2	252,9
Norveç	9	8	22,7	17,3	34,7	35,6
Rusya	20,9	25,1	71,5	77	408,1	522,6
BAE	31,7	68,4	171	176,3	1066,5	1376,7
Singapur	7,4	9,1	78,7	71	126,2	147,9
Tayvan	14,9	24,1	336,6	378,1	730,2	941,1
İsviçre	3,4	7,4	11,2	15,2	7,5	22,5
Japonya	18,3	21,8	146,8	122,9	225	185,7

Kaynak: Fed.

Kriz sonrası dönemde tamamen veya kısmen finansal sektörün düzenlenmesine yönelik entegre sistemlere geçiş eğiliminde önemli artış olmaktadır. 2008-2010 döneminde finans sektörünün düzenleyici sistemlerinde önemli değişiklikler Belçika, İngiltere, Yunanistan, İrlanda, İspanya, İtalya, Litvanya, Portekiz, Fransa, İsviçre ülkeler tarafından yapılmaktadır. Bu değişiklikler, merkez bankalarının finansal kurumlarının faaliyetlerini düzenleme ve denetleme süreçlerindeki rolünün güçlendirilmesi temelinde gerçekleşmektedir. Merkez bankasına dayalı tek bir regülatör 8 ülkede faaliyet göstermektedir (İrlanda, Litvanya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, Slovakya, Fransa, Çek Cumhuriyeti). 2010 yılında ECB finansal sorunları erken önlemek, olası olumsuz sonuçların üstesinden gelmek, yeni düzenleyici - denetmen faaliyetlerini koordine etmek için Avrupa Sistemsel Risk Kurulu faaliyete geçmektedir. ABD'de ise temel hükümleri Fed'in yetki ve sorumluluklarını genişletmek, denetimi merkezileştirmek, sistematik risklerin izlenmesini güçlendirmek, bankaların sermaye ve likiditesi için daha sıkı zorunlulukları belirlemek için Mali Sektör Reformu Yasası kabul edilmektedir (Espinoza - Prasad, 2010: 10).

SONUÇ

Ekonomik büyümenin etkenleri arasında para politikasının rölü son yıllarda dinamik olarak gelişen araştırma konularından biridir. Finansal piyasaların dünya ekonomisinin önemindeki artış yeniden üretim sürecini ve insanların refahını etkilememesi mümkün değildir. Farklı ülkeler için ve belirli koşullar altında bu etki olumludur, diğerleri için olumsuz olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonomik büyümeyi açıklayan faktörler - bilimsel ve teknolojik ilerleme, sermayenin birikimi, nüfus artışı, reel sektörün işleyişinin parametrelerinin belirlenmesi, finansal piyasa ile karşılaştırıldığında, ülkelerin sosyal ve ekonomik gelişiminde büyük rol oynamaktadır. Ekonomik sektörün reel sektördeki etkileşimlerine aracılık eden para politikası finansal piyasa üzerinden geleneksel faktörlerin potansiyelini genişleterek, ekonomik büyümede olumlu etkilerini artırmaktadır. Merkez bankası para politikasını yürütürken, genellikle birbiriyle çelişen iki görevi çözmektedir: bir yandan üretimi teşvik etmek, diğer yandan da enflasyondaki artışı önlemek. Para politikası geniş ve dar anlamda anlaşılmaktadır. Geniş anlamda, ekonomik büyümeyi sağlamayı, nüfusun refahını iyileştirmeyi, ekonomiye düşük enflasyona sahip ucuz ve uygun fiyatlı bir kredi sağlayarak işsizlik ve yoksullukla mücadele etmeyi amaçlamaktadır. Dar anlamda ise, bu politika ulusal para biriminin ve fiyat istikrarlarını sağlamayı amaçlamaktadır.

Tez çalışmamızda para politikasında beyan edilen hedeflere ulaşmak için çeşitli araçlarının etkisini analiz ederek belirlemektedir. Finansal piyasaların kapasitesine ve gelişmişlik düzeyine bağlı olarak uygulanan politika ülkelerde farklılık göstermektedir. Herhangi bir ülke içinoptimal hedefler ve yaptırımlar zaman içinde değişebilmektedir. Bir hedef veya kriter seçerken merkez bankası iki hedefi seçmektedir. İlki, parasal otoriteler için arzu edilen parasal alanın durumunu tanımlayan para politikasının nihai hedefini seçmektedir. Bazı ülkelerde nihai hedef düşük ve istikrarlı enflasyon (örneğin, euro bölgesi), diğerlerinde ise enflasyon, işsizlik ve ekonomik büyüme (örneğin, ABD) gibi makroekonomik göstergelerin kombinasyonu olarak karşımıza çıkmaktadır. İkincisi, nihai hedeflere ulaşmak için uygun olan ölçütleri temsil eden ara (özel) hedefleri ayrı ayrı tanımlamaktadır. Ara

hedefler, para arzının büyümesi döviz kurundaki değişim oranını hedef kriteri olarak içermektedir.

Araştırmamızda AB üye ülkelerinin deneyimine dayanarak, ECB'nin mevcut para politikasının parasal alanda etkinliğini belirleyen faktörler çıkarılmaktadır: iç ve dış ekonomik koşullar, ülkenin sosyo-ekonomik politikası, ekonomide yapısal değişiklikler, bütçe alanının durumu, bilgi belirsizliği, finansal piyasanın gelişim düzeyi ve serbestleşme derecesi, küreselleşme süreçleri. Finansal piyasanın dünya ekonomisi, liberalleşme süreçleri, finans teorisinin gelişimi ve yeni ekonomik büyüme modellerinin ortaya çıkışı üzerindeki öneminin artması, bu alandaki bilimsel bilginin aktif olarak artmasını teşvik etmektedir. XXI yüzyıl çok önemli sorunu çıkarmaktadır - ülkelerin finansal ve genel ekonomik büyüme düzeylerindeki uzun süreli boşluğun nesnel olasılığı (hem iç hem de dışsal nedenlerin etkisi altında), finansal piyasayı ekonomik büyümeyi hızlandırmada bir etken olarak kullanılmasını zorlaşmaktadır. Ulusal gelirin maksimum büyüme hızını korumak için, ekonominin giderek daha fazla geliştikçe finansal piyasanın işleyişinin etkinliğinin artırılmasına özen gösterilmektedir. Uygulanan para politikası başlangıçta ne kadar verimli olursa olsun, yüksek oranlarda ekonomik büyümeyi sonsuza kadar garanti etmemektedir; ekonomik büyüme sürecinde, finansal kurumları güçlendirmek için ek "enjeksiyonlar" gerekmektedir. Modelin genişletilmiş versiyonu temel versiyonun ana "darboğazını" etkisizleştirmektedir: sermayenin birikimine bağlı olarak sonsuz ekonomik büyüme olasılığı, finansal aracılığın marjinal maliyetlerinin sabit olduğu varsayımını ortadan kaldırmaktadır.

Bugün para politikasının önceliği sadece enflasyonu azaltmak değil, aynı zamanda sürdürebilir ekonomik büyüme oranını da korumaktır. Merkez bankası para politikasını uygular iken belli bir parasal büyüklüğün artması ya da bir döviz kuru ya da doğrudan net bir nihai enflasyon hedefi gibi, dolaylı olarak ara hedeflere dayanmaktadır. Birikmiş bilimsel deneyim, Avrupa Birliği'nde finansal alanda temel tarihsel kalıplar ve güncel sorunlara yönelik sistematik çalışma yürütmeyi mümkün kılmaktadır. Birçok yönden merkez bankasının para politikasının yapısı, verimlilik ve büyüme oranlarını, teknolojik ilerleme hızını, ekonomik kuruluşun faaliyet koşullarını ve hanehalkının refah düzeyini tanımlamaktadır. Ülke düşük enflasyona

sahip olduğunda, döviz kuru istikrarlı, borçlular ve alacaklılar için faiz oranları kabul edilebilir, para politikasının sorunları ise özel ilgi çekmemektedir. Toplum ve yatırımcıların ağrılı bir şekilde algıladığı parasal sistemin işleyişinin başarısızlığında ekonomik büyüme ve insanların yaşamlarındaki önemi belirgindir. Bu tür başarısızlıklar, her şeyden önce şunları içermektedir: yüksek oranda genel fiyat artışı ve faiz oranlarının yükselmesi, ulusal paranın devalüasyonu, bankacılık sisteminin ve borsanın çöküşü. Parasal krizler genellikle politik karışıklığa neden olmaktadır. Para politikasının yüksek veriminin sağlanması ve politikaya olan güvenin sağlanması ekonomik büyümenin sürdürülmesi için şarttır.

Tezde sunulan veriler, enflasyonu en alt düzeye indirmenin ECB'nin para politikasının kendi içinde bir sonu olmadığına işaret etmektedir. Enflasyonu önlemek ve toplam talebi azaltmak arasında uzlaşma bulunmaktadır. Yani, fiili para düzenleyicileri, beklenilen enflasyon hedeflemesinin daha karmaşık para politikası planına göre çalışmaktadırlar. Avrupa Merkez Bankası İstikrar ve Büyüme Paktı taleplerine uygun olarak Avrupa Parlamentosu ile koordineli para kontrolünü gerçekleştirmektedir ve finansal piyasada önemli yapısal reformların planlanmasını mümkün kılmaktadır: makroekonomik ve kurumsal faktörlerin kapsamlı hesaplanması, para ekonomisini verimli ve etkili yapmaktadır. Bu politikanın olumlu tarafı, para arzının ulusal ekonomideki rolünü arttırmaktadır ve sanayi üretiminin ve GSYH büyümesini teşvik etmektedir.

Avrupa Merkez Bankası'nın küresel ekonomideki belirsizliği karşısında, para arzının dinamiğine özel dikkat gösterilmesi ihtiyatlı görünmektedir. Etkin bir yaklaşımla düşüşten sonra sürdürülebilir ekonomik toparlanma için tüm ekonomik araçlar kullanılmaktadır. Para politikasının etkili bir şekilde uygulanmasından ana hedeflere ulaşılması, örneğin: ekonomik büyümenin istikrarına, işsizliğin doğal orana indirilmesine, istikrarlı ödemeler dengesine bağlıdır. Çeşitli kavramsal yaklaşımlar, farklı düzeylerde ülke ve sosyo-ekonomik süreçlerin gelişimi ile ilişkilidir ve belirli ulusal koşullara en uygun yaklaşımı seçmenize olanak tanımaktadır; koşullardaki önemli değişikliklerle, kavramsal çerçeve de değişmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki ulusal merkez bankalarının dünyadaki uygulamaları, hedeflerinin ve hedef önceliğinin belirli bir süre ve ekonomik konjonktürdeki değişikliklere göre

değiştiğini göstermektedir. Ulusal merkez bankalarının faaliyetlerinin etkinliği doğrudan operasyonel bağımsızlık dereceleriyle ilgilidir. Gelişmiş ülkelerde parasal alanın gelişimine, operasyonel bağımsızlık için çerçevenin kademeli olarak genişlemesi eşlik etmektedir.

KAYNAKÇA

Adrian, Tobias, Shin, Hyun, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles", *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, S 14, N.Y. 2008, s. 1-7.

Aghion, Philippe, Howitt, Peter, "A Model of Growth through Creative Destruction", *NBER Working Paper Series*, S 3223, Cambridge 1990.

Aghion, Philippe, Howitt, Peter, Mayer-Foulkes, David, "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence", *Quarterly Journal Of Economics*, S 120/1, Cambridge 2005, s. 173-222.

Al-Eyd, Ali, Berkmen, Pelin, "Fragmentation And Monetary Policy In The Euro Area", IMF Working Paper, S 13/208, Washington 2013.

Allen, Franklin, Gale Douglas, *Comparing Financial Systems*, B 125/8, Cambridge 2000.

Altavilla, Carlo, Giannone, Domenico, Lenza, Michele, "The Fınancıal And Macroeconomıc Effects Of Omt Announcements", *ECB Workıng Paper Series,* S 1707, Frankfurt 2014.

Angeloni, İgnazio, Kashyap, Anil, Mojon, "Monetary Transmission in the Euro Area: Does the Interest Rate Channel Explain All?", *NBER Working Paper Series,* S W9984, Cambridge 2003.

Annual Report 2017, Danmarks Nationalbank, Copenhagen 2017.

Annual Report 2012, Banco De Espana, Eurosistema, Madrid 2013.

Annual report 2013. Sustainbility report 2013, Oesterreichische Nationalbank, Vienna 2014.

Annual Report 2014. Sustainability Report 2014, Oesterreichische Nationalbank, S 1562-6539, Vienna 2015.

Annual Report 2017. Sustainability Report 2017, Oesterreichische Nationalbannk, S 2311-0007, Vienna 2018.

Annual Report For Sveriges Riksbank 2015, Riksbank, S 0347-5042, Sockholm 2016.

Annual report for Sveriges Riksbank 2017, Riksbank, S 18:RB1, Sockholm 2017.

Arrow, Kenneth, Hahn, Frank, *General Competitive Analysis*, B 12/1, Cambridge 1983.

Bagehot, Walter, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, B 3, London, 1873.

Batini, Nicoletta, Nelson, Edward, "The U.K.'S Rocky Road To Stability", *Federal Reserve Bank Of St. Louis Working Paper*, S 020A, St. Louis 2005.

Barro, Robert, *Money, Expectations and the Business Cycle,* B 10, N.Y. 1981;

Baumol, William, "The Transactions Demand For Cash: An Inventory Theoretic Approach", *The Quarterly Journal of Economics,* Sayı 66, Cambridge 1952, s. 545-556.

Berkowitz, Peter, Von Breska, Eric, "The İmpact Of The Economic And Financial Crisis On The Reform Of Cohesion Policy 2008-2013", *Europian Commission, Regional Working Paper*, S 03/2015, Brussels 2015.

Bluedorn, John, Everaert, Greetje, "Central And Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum*"*, *Selected Issues, International Monetary Fund*, S 15/98, Washington 2015.

Bini Smaghi, Lorenzo, "Conventional And Unconventional Monetary Policy", *Keynote Lecture At The International Center For Monetary And Banking Studies* (ICMB), S 52/2009, Geneva 2009.

Bitros, George, “European Union Failures İn Greece And Some Possible Explanation”, *AthensUniverisity Of Economics And Business, Department Of Economics*, Working Paper Series, S 8/2014, Athina 2013.

Blot Christophe, Creel, Jerome, Hubert, Paul, Labondance, Fabien, “Dealing with the ECB’s triple mandate?”, *Revue de l’OFCE – Debates And Policies*, Paris 2014, s. 163-173.

Blot, Christine, Labondance, Fabien, “Business Lending Rate Pass-Through İn The Eurozone: Monetary Policy Transmission Before And After The Financial Crisis”, *Economics Bulletin ECB*, S 33/2, Frankfurt am Main 2013, s. 973-985.

Boisnault, Denis, Leblanc, Pierre, “L‘économie Francaise Sort De Récession”, *Insee-Références*, Paris 2011.

Brandolini, Andrea, Bugamelli, Matteo, "Rapporto Sulle Tendenze Nel Sistema Produttivo İtaliano", Banca d‘Italia, *Questioni Di Economia E Finanza*, Occasional Papers, S 45, Roma 2009.

Business Plan 2011-2015, BIS, Department For Business, Innovations And Skills, London 2010.

Caivano, Michele, Rodano, Lisa, Siviero, Stefano “La Trasmissione Della Crisi Finanziaria Globale Al l‘Economia İtaliana. Un İndagine Controfattuale, 2008-2010”, Banca d'Italia, *Questioni Di Economia E Finanza, Occasional Papers*, S 64, Roma 2010.

Carare, Alina, Stone, Mark, “İnflation Targeting Regimes”, *İMF Working Paper*, Monetary And Exchange Affairs Departmen, Washington 2003.

Cesur, Fatma, *Para Ve Para Politikaları*, B 2, Edirne 2013.

Chenery, Hollis, Strout, Allan, “Foreign Assistance Economic Development”, *American Economic Review,* S 56/4, CA 1966, s. 679-733.

Chowdhury, Ibrahim, Keller, Leonor, "Managing Large-Scale Capital Inflows: The Case of the Czech Republic, Poland and Romania", *IMF Working Paper*, S 138, Wahingtom 2012.

Claeys, Gregory, Leandro, Alvaro, Mandra, Allison, "European Central Bank Quantitative Easing: The Detailed Manual", *Bruegel Policy Contribution*, S 2015/02, Saint-Josse-Ten-Noode 2015.

Coene, Luc, "Report 2011-Preamble", *National Bank Of Belgium, Eurosystem*, Brussels 2012.

Cobb, Charles, Douglas, Paul, "A Theory Of Production (1928)", *The American Economic Review*, S 18/1, N.Y. 2010, s. 138-165.

Commons, John, *Institutional Economics: Its Place in Political Economy*, B 2, Madison 1959.

Country Report 2015*, National Bank Of Belgium, Eurosystem*, Brussels 2016.

Country Report 2016, *National Bank Of Belgium, Eurosystem*, Brussels 2017.

Cour-Thimann, Philippine, Winkler, Bernard, "The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role Of İnstitutional Factors And Financial Structure", *Oxford Review of Economic Policy*, S 1528, Frankfurt am Main 2013;

Creel, Jerome, Hubert, Paul, Viennot, Mathilde, "Assessing The İnterest Rate And The Bank Lending Channels Of ECB Monetary Policies", *Documents de Travail de l'OFCE, Observatoire Francais des Conjonctures Economiques (OFCE)*, S 2013/25, Paris 2013.

Czech Republıc 2016 Artıcle IV Consultatıon, Press Release; Staff Report, IMF Country Report, S 16/213, Washington 2016.

Darracq-Paries, Matthieu, De Santis, Roberto, "A Non-Standard Monetary Policy Shock: The ECB's 3-Years LTROS And The Shift İn Credit Supply", *ECB Working Paper Series*, S 1508, Frankfurt am Main 2015.

Davies, Glyn, *A History Of Money: From Ancient Times To The Present Day*, University Of Wales Press, B 3, Cardiff 2002.

De Serres, Alain, Slok, Torsten, "Regulation of Financial Systems and Economic Growth", *OECD Working Paper*, S 506, Paris 2006.

Deidda, Luca, Fattouch, Bassam, "Non Linearity Between Finance And Growth", *University of London Working Paper*, London 2001.

Demetriades, Panicos, Andrianova, Svetlana, "Finance and Growth: What We Know and What We Need To Know", *University of Leicester Working Paper*, Leicester 2003.

Demirguc-Kunt, Asli, "Finance and Economic Development: Policy Choices for Developing Countries", *World Bank Policy Research Working Paper*, S 3955, Washington 2006.

Denison, Edward, Stein, Herbert, *The Sources of Economic Growth İn US and Alternatives Before Us*, B 23/3, N.Y. 1962.

Detragiache, Enrica, Gupta, Poonam, Tressel, Thierry, "Finance In Lower-Income Countries: An Empirical Exploration", *IMF Working Paper*, S WP/05/167, Washington 2005.

Deuber, Gunter, "CEE Banking Sector Report", *Raiffeisen Research*, Vienna 2017;

Dimova, Dilyana, Kongsamut, Piyabha, Vandenbussche, Jérôme, "Macroprudential Policies in Southeastern Europe", *IMF Working Paper*, *European Department*, S 29, Washington 2016.

Doing Business, *Measuring Business Regulations*; World Bank, İBRD – İDA, Statistisches Bundesamt Deutschland, Washington 2018.

Domar, Evsey, "Essays İn The Theory Of Economic Growth", *American Journal Of Agricultural Economics*, S 40/2, N.Y. 1958, s. 508-511;

Donovan, Donal, Murphy, Antoin, *The Fall Of Celtic Tiger: The İreland And Euro Debt Crisis*, B 1, Oxford 2013.

Driffill, John, "Growth and Finance", *The Manchester School*, S 71/4, Manchester 2003.

Draghi, Mario, "Giornata Mondiale Del Risparmio Del 2009", *Intervento Del Governatore Della Banca d'Italia*, Roma 2009.

Economic Survey: Winter 2017, Ministry of Finance Publications – 42c/2017, Helsinki 2017.

Eschenbach, Felix, "Finance And Growth: A Survey Of The Theoretical And Empirical Literature", *Tinbergen Institute Discussion Paper*, S 39, Amsterdam 2004.

Eschenbach, Felix, Francois, Joseph, "Finance And Growth: A Synthesis Of Trade And Investment Related Transmission Mechanisms", *Tinbergen Institute Discussion Paper*, S 18, Amsterdam 2005.

Espinoza, Raphael, Prasad, Ananthakrishnan, "NonperformingLoans in the GCC Banking Systemandtheir MacroeconomicEffects", *Fınance&Development*, S 10, IMF, Washington 2010.

Falkner, Gerda, "The Europeanisation Of Austria: Misfit, Adaptation And Controversies", *European Integration Online Papers (EİOP*), S 5, SSNR, 2001.

Faruqee, Hamid, "Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area: The Role of Asymmetric Pricing Behavior" *IMF Working Paper*, S 04/4, Washington 2004.

Featherstone, Kevin, *"*The Greek Sovereign Debt Crisis And EMU: A Failing State İn A Skewed Regime*", Journal Of Common Market Studies,* S 49/2, N.J. 2011, s. 193-217.

Fei, John, Ranis, Gustav, "Theory of Economic Development", *American Economic Review*, S 51, CA 1981, s. 533-565.

Fei, John, Ranis, Gustav, *Development if the Labour Surplus Economy: Theory and Policy*, B 2, Connecticut 1964.

Fernandez, Francisco De Castro, Hernandez, Pablo, "The Economic Effects Of Exogenous Fiscal Shocks İn Spain: A SVAR Approach", *ECB Working Paper*, S 647, Frankfurt Aim Main 2006.

Filardo, Andrew, Hofmann, Boris "Forward Guidance at the Zero Lower Bound", *BIS Quarterly Review,* Basel 2014.

Finland Working Together To Sustain Success, OECD Public Governance Reviews, OECD Publishing, Cedex 2010.

Fischer, Stanley, "Macroeconomic factors in growth", *Journal of Monetary Economics*, S 32, CA 1995.

France: Croissance Précaire. Perspectives 2009-2010 Pour L'économie Française, OFCE, Centre De Recherche En conomie De Sciences Po Dpartement Analyse Et Prévision, S 314, Paris 2011.

Friedman, Milton, "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *American Economic Review*, S 38, CA 1948, s. 245-264.

Friedman, Milton, *Essays in Positive Economics*, B 3, Chicago 1970.

Galí, Jordi, Gertler, Mark, "Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation", *Journal of Economic Perspectives,* S 21/ 4, NY 2007, s. 25-45.

Gerberding, Christina, Seitz, Franz, Worms, Andreas, "Money-Based Interest Rate Rules, Lesson from German Data: Deutsche", *Bundesbank Discussion Paper Series 1, Economic Studies*, S 06, Frankfurt am Main 2007.

Gerlach, Stefan, "Ireland – From Crisis To Recovery", *BİS Working Papers*, Basel 2013.

González-Páramo, José Manuel, "The ECB's Non-Standard Measures-Impact and Phasing-Out", *ECB Monthly Bulletin 2011*, Frankfurt am Main 2011.

Grill, Michael, Jakovicka, Julija, "Recent Developments İn Euro Area Repo Markets, Regulatory Reforms And Their İmpact On Repo Market Functioning", *Financial Stability Review 2017*, Frankfurt Am Main 2017.

Gwartney, James, Holcombe, Randall, Lawson, Robert, "The Scope of Government and the Wealth of Nations", *Cato Journal*, S 18/2, N.Y. 1998, s. 163-190.

Hamberg, Daniel, *Economic Growth and Stability*, B 4, New York, 1956.

Hammond, Gill, "State of the art of inflation targeting", *Centre for Central Banking Studies*, Bank of England, S 29, London 2012.

Harrod, Roy, "An Essay İn Dynamic Theory", *Economic Journal*, S 49/193, London, 1939.

Haveman, Robert, *New Policy for the New Poverty: The Great Society And The Social Sciences,* B 4, Wisconsin 1996.

Hernando, İgnacio, Martinez-Pages, Jorge, "İs There A Bank Lending Channel Of Monetary Policy İn Spain", *ECB Working Paper*, S 99, Frankfut Aim Main 2001.

Hirshman, Albert, *The Strategy of Economic Development*, B 2, New Haven, 1961.

HM Treasury, "Red Book 2006: Econonmic Strategy Report And Financial Statement", *Policy Paper*, London 2006.

Hobson, John, *Evolution of Modern Capitalism*, B 1, London, 1919.

Ilgmann, Cordelius, Menner, Martin, "Negative Nominal Interest Rates: History and Current Proposal", *CAWM Discussion Paper*, S 43, Munster 2011.

İs Growth At Risk?, Global Financial Stability Report, İMF, Washington 2017.

İssing, Otmar, "Monetary Targeting İn Germany: The Stability Of Monetary Policy And Of The Monetary System", *Journal Of Monetary Economics*, S 39/1, CA 1997, s. 67-79.

Jesús, Huerta de Soto, Stroup, Melinda, "Money, Bank Loans And Business Cycles", *Ludwig von Mises İnstitute*, Alabama 2006.

Keynes, John, *The End of Laissez-Faire: The Economic Consequences Of The Peace*, Great Minds Series, London, 1926.

King, Robert, Plosser, Charles, "Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle", *American Economic Review*, S 74/3, Pittsburg 1984, s. 363-380;

Kolozsi, Pal Peter, Hoffmann, Mihaly, "Reduction of External Vulnerability with Monetary Policy Tools", *Public Finance Quarterly*, *Focus: New Central Bank Policies*, S 1, Hungary 2016.

Korinek, Anton, "The New Economics of Capital ControlsImposed for Prudential Reasons", *IMF Working Paper*, S 298, Washington 2011.

Krueger, Anne, "The Political Economy of the Rent-Seeking Society", *American Economic Review*, S 64, CA 1974, s. 291-303.

Leibenstein, Harvey, *Economic Backwardness and Economic Growth: Studies in the Theory of Economic Development*, N.Y. 1957.

Leijonhufvud, Axel, *On Keynesian Economics and Economics of Keynes*, B 6, N.Y. 1976.

Lenza, Michele, Slacalek, Jili, “How Does Monetary Policy Affect İncome And Wealth İnequaliy? Evidence From Quantitative Easing İn The Euro Area”, *ECB, Working Paper Series*, S 2190, Frankfurt am Main 2018.

Mahadeva, Lavan, Stern, Gabriel, *Monetary Policy Frameworks İn A Global Context*, B 1, Routledge 2000.

Mankiw, Gregory, *Principles Of Economics*, B 7, Stamford 2012.

Martin, Fernando, Waller, Christopher, “Sovereign Debt: A Modern Greek Tragedy”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, S 94/5, St. Louis 2012.

Matthijs, Matthias, “The Eurozone Crisis. Growing Pains or Doomed from the Start?”, *Routledge Handbook of Global Economic Governance*, London 2013.

Mayordormo, Sergio, “El Programa De Compras De Bonos Corporatıvos Del Eurosıstema Y Su Efecto Sobre La Fınancıacıón Ajena De Las Socıedades No Fınancıeras Españolas”, *Boletín Económico*, Banco De España, Madrid 2016.

McCarthy, Jonathan, “Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies”, *Eastern Economic Journal*, S 33, NY 2007, s. 511-537.

McClelland, David, *Power: The Inner Experience*, B 96, N.Y. 1975.

McConnell, Campell, Brue, Stanley, *Economics: Principles, Problems And Policies*, B 18, N.Y. 2009.

Meade, James, *The Growing Economy: Principles Of PoliticalEconomy*, B 1, N.Y. 2012.

Micossi, Stefano, “The Monetary Policy Of European Central Bank (2002-2015)”, *CEPS Special Report*, S 109, Frankfurt am Main 2015.

Micossi, Stefano, “The Monetary Policy Of The ECB (2002-2015), *CEPS Special Report*, S 109, Brussels 2015.

Miller, Roger LeRoy, Van Hoose, David, *Modern Money and Banking*; S 13, 1993.

Mishkin, Frederic, "From Monetary Targeting To İnflation Targeting: Lessons From İndusrtialized Countries", *National Bureau Of Economic Research, Stabilization And Monetary Policy: The İnternational Experience Conference*, N.Y. 2000.

Mishkin, Frederick, *TheEconomics of Money, Bankingand Financial Markets*, N.J. 2004.

Modigliani, Franco, Fabozzi, Frank, Jones, Frank, *Foundations Of Financial Markets And İnstitutions,* B 4, Boston 2010;

Monetary Policy Guidelines for 2010, National Bank of Poland Monetary Policy Council, Warsaw 2009.

Moscovici, Pierre, "Autumn 2017 Economic Forecast: Continued Growth İn A Changing Policy Context", *Commission Européenne Speech*, Brüksel 2017.

Munchau, Wolfgang, *The Meltdown Years: The Unfolding Of The Global Economic Crisis,* N.Y. 2010.

Murphy, Kevin, Shleifer, Andrei, Vishny, Robert, "Industrialization and the Big Push", *NBER Working Paper Series,* S 2708, Chicago 1989.

Myrdal, Gunnar, *Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations*, S 1/3, N.Y. 1968.

Naqvi, Mona, Southgate, James, "Banknotes, Local Currencies And Central Bank Objectives", *Bank Of England, Quarterly Bulletin*, S 53/4, London 2013.

Negative Interest Rates and their Impact on Credit Institutions Earnings, Financial Stability 1'st Half, Denmarks National Bank, Kopenhag 2015.

Noyer, Christian, "De La Banque De France Report Annuel 2008", *Banque De France, EuroSysteme*, Paris 2008.

Nurkse, Ragnar, "Equilibrium and Growth in the World Economy", *The Economic Journal*, S 72/287, Cambridge, 1961.

OECD Economic Surveys Finland 2014, Overview, 2014.

Okun, Arthur, "Prices and Quantities: Macroeconomic Analysis", *Journal Of Money, Credit And Banking*, S 14/2, Columbus 1981, s. 287-290.

Oltheten, Elisabeth, Pinteris, George -Sougiannis, Theodore, "Greece in the European Union: Policy Lessonsfrom Two Decades of Membership", *Quarterly Review of Economics and Finance,* S 43, İllinois 2003, s. 774-806.

Peersman, Gert, Smets, Frank, "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis", *ECB Working Paper*; S 91, Frankfut am main 2001.

Prebisch, Raul, "The Economic Development Of Latin America And Its Principal Problems"*, Unıted Natıons Department Of Economıc Affaırs*, N.Y. 1950.

Protocol (No 4) On The Statute Of The European System Of Central Banks And Of The ECB, Official Journal of the European Union, S 202, Frankfurt Am Main 2016.

Ramsey, Frank, "A Mathematical Theory of Saving", *Economic Journal*, Sayı 38/152, Oxford 1928, s. 543-559.

Roger, Scott, "Inflation Targeting Turns 20", *Finans&Development*, İMF, S 47, Washingon 2010.

Romer, David, *Advanced Macroeconomics*, B 3, N.Y. 2006.

Romer, Paul, "Increasing Returns and Long-run Growth", *Journal of Political Economy*, S 94/5, Chicago 1986, s. 1002-1037.

Romer, Paul, "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, S 98/5, Chicago 1990, s. 71-102.

Rostow, Walt, *Politics and the Stages of Growth*, B 2, Cambridge 197.

Roubini, Nouriel, Milesi-Ferretti, Gian Maria, "Growth Effects Of İncome And Consumption Taxes: Positive And Normative Analysis"*, Journal of Money, Credit and Banking*, S 30/4, NJ 1998.

Rousseau, Peter, Sylla, Richard, "Financial Systems, Economic Growth and Globalization", *NBER Working Paper*, S 8323, Cambridge 2006.

Rousseau, Peter, Wachtel, Paul, "Inflation Thresholds and Finance-Growth Nexus", *Journal Of The İnternational Money And Finance*, S 21, Amsterdam 2002, s. 777-793.

Rousseau, Peter, "Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth", *NBER Working Paper*, S 9333, Cambridge 2002, s. 81-106.

Sanchez, Marcelo, "Modelling Anti-Inflationary Monetary Targeing With An Application To Romania", *ECB Working Papers*, S 1186, Frankfurt am Main 2010.

Schweitzer, Vladimir, *The States Of The Alpine Region And The Benelux Countries İn A Changing Europe*, S Old World-New Times, Moskova 2009.

Singer, Hans, *International Development: Growth and Change*, B 5, N.Y. 1964.

Financial Stability Review 2018, Deutsch Bundesbank, Frankfurt Am Main 2018.

Stiglitz, Joseph, *Creating A Learning Society: A New Approach To Growth, Development, And Social Progress*, B 1, N.Y. 2014.

Stiglitz, Joseph, Ocampo, Jose Antonio, Spiegel, Shari, Davis, Ricardo Ferench, *Stability With Growth*, Oxford 2006.

Solow, Robert, "Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics,* S 70/1, Massachusetts 1956, s. 65-94.

Subbarao, Duvvuri, "Redefining Central Banking", *IMF Fınance&Development*, S 6, Washington 2010.

Thiel, Michael, "Finance And Economic Growth: A Review Of Theory And The Available Evidence", *European Commission, Directorate General For Economic And Financial Affairs*, Brussels 2001.

Tobin, James, "Money and Economic Growth*", Journal of the Econometric Society*, S 33/4, New Heaven 1965, s. 671-684.

Trichet, Jean-Claude, "The ECB's Responses to the Financial Crisis", *ECB Monthly Bulletin*/*October*, Frankfurt am Main 2010.

Tsarouhas, Dimitris, "Social Policy İn Greece: Continuity And Change", *METU Deparment Of İnternational Relations*, Ankara 2008.

Ünsal, Erdal, *Makroiktisat*, B 10, Ankara 2013.

World Investment Report 2012: Towards A New Generation Of Investment Policies, UNCTD, Cenevre 2012.

Wallich, Henry, *Monetary Policy and Practice*, B 2, Lexington 1982.

Zloch-Christy, İliana, *Economic Policy in Eastern Europe: Were Currency Boards a Solution?*, B 1, Praeger 2000.