

T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE 2008 KRİZİ SONRASI
UYGULANAN MAKROEKONOMİK POLİTİKALARIN
BRICS EKONOMİLERİNE ETKİLERİ

Somar NASSAR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Alper SÖNMEZ

Konya – 2019

YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU



T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Yüksek Lisans Tezi Kabul Formu

Öğrencinin

Adı Soyadı: Somar NASSAR

Numarası: 154226001022

Ana Bilim / Bilim Dalı: İktisat/İktisat

Programı

Tezli Yüksek Lisans ☒Doktora ☐

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Alper SÖNMEZ

Tezin Adı:

GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE 2008 KRİZİ
SONRASI UYGULANAN MAKROEKONOMİK
POLİTİKALARIN BRICS EKONOMİLERİNE
ETKİLERİ

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan “Gelişmiş Ekonomilerde 2008 Krizi Sonrası Uygulanan Makroekonomik Politikaların BRICS Ekonomilerine Etkileri” başlıklı bu çalışma 05/09/2019 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Ünvanı, Adı Soyadı

Danışman ve Üyeler

İmza

Dr. Öğr. Üyesi Alper SÖNMEZ

Danışman

Prof. Dr. Haldun SOYDAL

Üye

Doç. Dr. Dilek ÇETİN

Üye

BİLİMSEL ETİK SAYFASI

T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

**Bilimsel Etik Sayfası**

Adı Soyadı: Somar NASSAR

Numarası: 154226001022

Ana Bilim / Bilim Dalı: İktisat/İktisat

Programı

Tezli Yüksek Lisans



Doktora



Tezin Adı:
GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE 2008 KRİZİ
SONRASI UYGULANAN MAKROEKONOMİK
POLİTİKALARIN BRICS EKONOMİLERİNE
ETKİLERİ

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Somar NASSAR

ÖZET

Bu çalışmada gelişmiş ekonomiler tarafından 2008 finansal krizi süresince kullanılan makroekonomik politikalar ve bunların BRICS ülkeleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Öncelikle maliye ve para politikaları kavramının gelişimi ele alınmış ve hem 2008 küresel finansal krizi öncesi hem de bu kriz sonrası gelişmiş ekonomilerin maliye ve para politikalarındaki değişiklikler tartışılmıştır. Bunu, gelişmekte olan ekonomilerdeki dışsal ekonomilerin aktarım kanalları ve yine bunların dışsal şok şeklinde alınan muhtemel krize karşı koyma tepkilerinin genel değerlendirmesi takip etmektedir. Ana bölümde, geleneksel olmayan para politikalarının gelişmiş ekonomilerde uygulanmasına denk düşen artan sermaye girişleriyle ilişkili olarak, toplu biçimde BRICS ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) olarak bilinen beş ekonominin vaka çalışmaları sunulmuştur. Beşinci bölümde, BRICS ülkelerinin ekonomik geleceklerine dair görüşümleri kısaca ele alınmıştır. Sonuç bölümünde ise ulaşılan bulgular ortaya konulmuştur.

SUMMARY

This study examines the macroeconomic policies applied in the developed countries during the 2008 global financial crisis, and their impacts on the BRICS countries. First, we examine the development of the concept of fiscal and monetary policies and discuss the changes in the fiscal and monetary policies of developed economies before and after the 2008 global financial crisis. After that, we evaluate the external transmission channels in the emerging economies and their responses to the possible crisis in the form of external shock. In the main section of the study, we present case studies of the five economies known as BRICS countries (Brazil, Russia, India, China, and South Africa) in relation to increasing capital inflows, which correspond to the implementation of non-traditional monetary policies in the developed economies. In the fifth chapter, we briefly discuss the future outlook of BRICS economies. In the conclusion section, we present our findings.

İÇİNDEKİLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU	i
BİLİMSEL ETİK SAYFASI.....	ii
ÖZET	iii
SUMMARY	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLOLAR LİSTESİ	vii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1
1.BÖLÜM: MALİYE VE PARA POLİTİKALARI KAVRAMI VE EVRİMİ	4
1.1. Maliye ve Para Politikaları Kavramı	4
1.2. Maliye ve Para Politikaları Kavramının Evrimi.....	7
2.BÖLÜM: KRİZ SIRASINDA GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE MALİYE VE PARA POLİTİKALARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER	13
2.1. 2008 Küresel Finansal Krizi Öncesi	13
2.2. 2008 Küresel Finansal Krizi Sonrası.....	18
3.BÖLÜM: GELİŞMİŞ EKONOMİLERDEN GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERE AKTARIM MEKANİZMALARI VE POLİTİKA TEPKİLERİ ...	32
3.1. Gelişmekte Olan Ekonomilerde Etkilenen Aktarım Kanalları.....	32
3.2. Gelişmekte Olan Ekonomilerde Uygulanabilir Politikalar	38
4.BÖLÜM: BRICS ÜLKELERİ TARAFINDAN VERİLEN POLİTİKA TEPKİLERİYLE İLGİLİ VAKA ÇALIŞMALARI	44
4.1. BRICS Vaka Çalışmaları	44

4.1.1. Brezilya Federatif Cumhuriyeti	44
4.1.2. Rusya Federasyonu.....	55
4.1.3. Hindistan Cumhuriyeti	64
4.1.4. Çin Halk Cumhuriyeti	76
4.1.5. Güney Afrika Cumhuriyeti.....	87
4.2. BRICS'in Politika Tepkisinin Özeti.....	104
5.BÖLÜM: BRICS ÜLKELERİNİN EKONOMİK GELECEK GÖRÜNÜMÜ...	108
5.1. Brezilya	108
5.2. Rusya.....	109
5.3. Hindistan	110
5.4. Çin	111
5.5. Güney Afrika.....	112
SONUÇ	114
KAYNAKÇA.....	117

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 2.1: 2008 Finansal Krizi Sırasında Gelişmiş Ekonomilerdeki Uygulanan Maliye ve Para Politikalarının Özeti.....	27
Tablo 4.1: Brezilya'nın Makroekonomik Göstergeleri	53
Tablo 4.2: Rusya'nın Makroekonomik Göstergeleri.....	62
Tablo 4.3: Hindistan'ın Makroekonomik Göstergeleri	74
Tablo 4.4: Çin'in Makroekonomik Göstergeleri	85
Tablo 4.5: Güney Afrika'nın Makroekonomik Göstergeleri	103

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ANC	: Afrika Ulusal Kongresi Partisi
ARRA	: Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası
BCB	: Brezilya Merkez Bankası
BOE	: İngiltere Merkez Bankası
BOJ	: Japonya Merkez Bankası
BNDES	: Brezilya Ulusal Kalkınma Bankası
BRICS	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika
BSE	: Bombay Borsası
CBR	: Rusya Merkez Bankası
CDS	: Kredi Temerrüt Takası
CIC	: Çin Yatırım Şirketi
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EMU	: Avrupa Para Birliği
FED	: ABD Federal Rezerv (Merkez Bankası)
FHA	: Federal Konut İdaresi
FSB	: Brezilya Ulusal Varlık Fonu

GEAR	: Büyüme İstihdamı ve Yeniden Dağıtımı
GSYİH	: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
LSAP	: Büyük Ölçekli Varlık Alımı
MBS	: İpotek Destekli Menkul Kıymetler
MICEX	: Moskova Bankalararası Döviz Bürosu
MPC	: Para Politikası Komitesi
MTEF	: Orta Vadeli Harcama Çerçevesi
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
PBOC	: Çin Merkez Bankası
PFMA	: Kamu Mali Yönetimi Yasası
RBI	: Hindistan Merkez Bankası
RMB	: Çin Renminbisi
RMBS	: Konut İpoteği Destekli Menkul Kıymetler
ROA	: Varlıkların Geri Dönüşü
ROE	: Özkaynak Kârlılığı
RTS	: Rusya Ticaret Sistemi
SARB	: Güney Afrika Merkez Bankası
SARS	: Güney Afrika Gelir Servisi
SELIC	: Özel Gümrükleme ve Emanet Sistemi

SGP	: İstikrar ve Büyüme Paktı
TARP	: Sorunlu Varlıkların Kurtarılma Programı
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi



GİRİŞ

2007-2008 yılları arasında yaşanan “Küresel Finansal Kriz”; likidite krizi, bankalar ile devletler düzeyinde gerçekleşen borç ödeme krizleri ve işletmelere verilen krediler sıkıntısı nedeniyle yaşanan bir krizdir. Amerika Birleşik Devletleri’nde 2007 yılının Temmuz ayında ilk belirtilerini göstermeye başlayan bu kriz tüm etkilerini 2008 yılı Eylül ayında dünya piyasalarında ortaya koymuştur. Fiyat kabarcıkları (2000’li yılların ABD konut balonu dahil) ve ipotek krizi, finansal kurumlarda bazı önemli kayıplara neden olmuştur. 2008’de yaşanan küresel finansal kriz 1930’ların Büyük Buhran’ından bu yana yaşanmış en kötü küresel durgunluk olarak nitelendirilmektedir. Krizden önce, para politikası FED tarafından nispeten öngörülebilir ve sistematik bir şekilde yürütülmüştür. İyi işleyen arbitraj; kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlerin, devlet tahvillerinin ve özel varlık sınıflarının verim eğrisi boyunca iletilmesini sağlamıştır, sonuç olarak da tüketim ve yatırım gibi gerçek ekonomik kararları etkilemiştir (IMF, 2013: 5). Ayrıca, para politikasının bir hedefinin (istikrarlı ve düşük enflasyon) ve bir aracının (faiz oranı) olduğu düşünülürken; maliye politikasının, fiili faydasını sınırlayan bir siyasi uzlaşmanın olmayışı nedeniyle ikinci derecede önem taşıdığı bazı iktisatçılar tarafından düşünülmüştür (Blanchard vd., 2010: 3).

Çalışmanın hipotezi olarak, 2008 krizi sonrası gelişmiş ekonomilerde krize tepki olarak uygulanan para ve maliye politikalarının BRICS ekonomilerini olumsuz etkilediği varsayılmaktadır. Bu hipotezi test etmek amacıyla, 2008 krizi sonrası hem gelişmiş ekonomiler tarafından uygulanan politikalar hem de BRICS ekonomilerinin bu politikalara tepkileri incelenecektir.

Krizden önce Dekuplaj Teorisi, “gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin daha hızlı büyüme gösterdiğini ve gelişmiş ekonomilerde kullanılan maliye ve para politikalarından bağımsız bir şekilde geliştiğini” öne sürmüştür. 2005 yılında, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin birleştirilmiş çıktısı, toplam dünya GSYİH’sinin yüzde 50’sinden fazlasına ulaşmıştır.

2008 küresel finansal krizi, “BRICS” olarak bilinen ülkeler için refahın en yüksek olduğu zamanda ortaya çıkmıştır. BRICS, beş büyük gelişmekte olan ekonominin ülke isimlerinin kısaltmalarının birleşimidir: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika. İlk dördü, 2010 yılında Güney Afrika'nın katılımından önce "BRIC" adı altında gruplandırılmıştır. Orijinal kısaltma olan BRICS, 2001 yılının başlarında en hızlı büyüyen pazarları tanımlamak için Goldman Sachs tarafından yapılmıştır.

Krizin başlangıcından bu yana, gelişmiş ekonomiler gelişmekte olan ekonomilere son derece benzemeye başlamışlardır. Gelişmekte olan piyasa ekonomileri günümüzde bazı belli finansal fazlalıklara sahipken, gelişmiş ekonomilerde ise bazı finansal açıklar bulunmaktadır. Sonuç olarak, BRICS'in iktisadi gücü arttıkça; bu ülkeler dünya ekonomisinde daha iddialı hâle gelip küresel para politikasını oluşturmada büyük bir öneme sahip olduklarını savunmuşlar ve Uluslararası Para Sistemi'nde ABD dolarının hâkimiyetine son vermeyi talep etmişlerdir. BRICS'in liderleri, 2009 yılından beri her yıl bir araya gelmiş ve 2014 yılında mevcut ABD ağırlıklı Dünya Bankası ile IMF'ye alternatif olarak; Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika tarafından işletilen, çok taraflı bir kalkınma bankası da olan Yeni Kalkınma Bankası'nı kurmuşlardır. Bu durum, iktisadi gücün yeniden düzenlenmesini ve Rusya'nın eski siyasi gücünü devralarak çok kutuplu küresel yönetimin gelişmesine katkıda bulunmasının öngörülebilir gelecekte gerçekleşebileceğine inanmayı akla getirmektedir.

Bu çalışmanın amacı, 2008 küresel krizi sırasında gelişmiş ekonomilerde uygulanan makroekonomik politikaları ve bu politikaların BRICS üzerindeki etkilerini analiz etmektir. Ayrıca, bu çalışma ekonomik büyüklüklerine göre BRICS ülkelerine sermaye girişlerini incelemekte ve karşılaştırmaktadır. Bu kapsamda özellikle; sermaye girişi olan ülkelerin dış istikrarı, (olası döviz kuru değerleri ve cari işlemler açığı açısından) finansal sektör istikrarı (varlık fiyatları ve kredi piyasası reaksiyonları açısından) ve BRICS'in bireysel başa çıkma mekanizmaları üzerinde durulacaktır.

Çalışmanın amacına ulaşabilmesi için gelişmiş ekonomilerin makroekonomik politikalarındaki değişimleri anlayabilmek ve analiz edebilmek amacıyla öncelikle maliye ve para politikasının genel kavramı gözden geçirilmiştir. Makroekonomik politika teorisinin önceki görüşleri incelenip kriz sırasında gelişmiş ekonomilerin maliye ve para politikalarındaki değişiklikler değerlendirilmiştir. Merkez bankalarının ve diğer mali otoritelerin raporları analiz edilip finansal krizden önce ve sonra gelişmiş ülkelerin ilgili ekonomik göstergeleri takip edilmiştir.

Diğer tarafta, BRICS ülkelerinin her birinin ayrıntılı birer incelemesi yapılmıştır. Bir vaka çalışması olarak, BRICS ülkelerinin tüm ana makroekonomik göstergeleri ele alınmıştır. Temel olarak gerekli veriler Dünya Bankası web sitesinden edinilmiştir. Buna ek olarak ülkelerin ekonomik istatistikleri değerlendirilmiştir.

Bu çalışmanın planı uygulanırken ilk olarak fikir ve olaylar açısından maliye ve para politikaları kavramlarının gelişimine genel bir bakış yapılacaktır. Burada Keynezyenizm, bir referans noktası olarak kullanılacaktır. İkinci bölümde, 2008 krizi öncesi ve sonrası gelişmiş ekonomilerde (ABD, Euro alanı, Birleşik Krallık ve Japonya) maliye ve para politikaları kavramının gelişimi incelenmektedir. Üçüncü ve dördüncü bölümler ise, çalışmanın ana bölümünü oluşturur. Üçüncü bölümde aktarım mekanizmaları, gelişmiş ekonomiler ve gelişmekte olan piyasa ekonomileri, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin dışsal şoku yönetmek için kullandıkları politikalar ele alınmıştır. Dördüncü bölüm ise, BRICS ülkeleri için örnek olayları ortaya koymaktadır. Örnek olay incelemelerinin amacı, politika hedeflerinin yerine getirilmesindeki etkililiğini değerlendirmek için iç piyasadaki bu tepkilerin etkilerini analiz etmek ve BRICS ülkelerindeki politika tepkilerini inceleyerek sınıflandırmaktır. Beşinci bölümde, BRICS ülkelerinin ekonomik gelecek görünümü tartışılacaktır. Bu ülkelerin politika beklentileri ve gereksinimleri kısaca incelenecektir. Son bölüm ise, çalışmamıza ilişkin bulgularımızı sunduğumuz sonuç bölümüdür.

1.BÖLÜM: MALİYE VE PARA POLİTİKALARI KAVRAMI VE EVRİMİ

Bu bölüm maliye ve para politikalarının gelişimine genel bir bakış sunmaktadır. Keynesyenlik, temel referans noktası olarak kabul edilir, çünkü tüm okullar kendilerini Keynes'in fikirleriyle ilişkili olarak tanımlamaktadır. Her iki politikanın araçları ve uygulamaları bu bölümde incelenmektedir.

1.1. Maliye ve Para Politikaları Kavramı

Maliye ve para politikaları kavramı, belirli bir amacı gerçekleştirmeyi hedefleyen maliye ve para politika araçları arasındaki etkileşimleri ve karşılıklı bağımlılıkları ifade eder. Maliye politikası; devletin, ekonomik faaliyetlerin toplamını düzenlemek ve ekonomideki gelir dağılımı ile kaynak tahsisini etkilemek için vergilendirme ve harcama kullanımını kapsamaktadır. Mali aktiviteyi ölçmek için kullanılan ana değişkenler arasında bütçe açıkları, borç, vergi ve harcama seviyeleri bulunmaktadır. Karşılaştırma yapacak olursak, para politikası, merkez bankasının para arzını ve para arzının büyüme oranını kontrol etmekte ve bu da çeşitli faiz oranlarını etkilemektedir (Şekil 1.1). Örneğin nominal kısa vadeli faiz oranının artması durumunda, bu durum reel faiz oranlarının artmasına, acentelerin ve firmaların yatırım harcamalarının azalmasına ve aynı zamanda tüketimin düşmesine yol açacaktır. Daha yüksek reel faiz oranları, firmaların mevcut tasarruflarını ve kârlarını teşvik ederek yatırımları daha az çekici hâle getirmektedir. Buna göre, çıktı sözleşmeleri ve fiyatları aşağı doğru itilmektedir. Daha yüksek nominal oranlar, aynı zamanda yurt içi finansal varlıkları cazip hâle getirmekle birlikte; yerel para biriminin değer kazanmasına, yurt içi ithalat fiyatlarının düşürülmesine, dış rekabet gücünün olumsuz etkilenmesine, net ihracat ve toplam talepteki azalışa ve fiyatlardaki düşüşe neden olmaktadır.

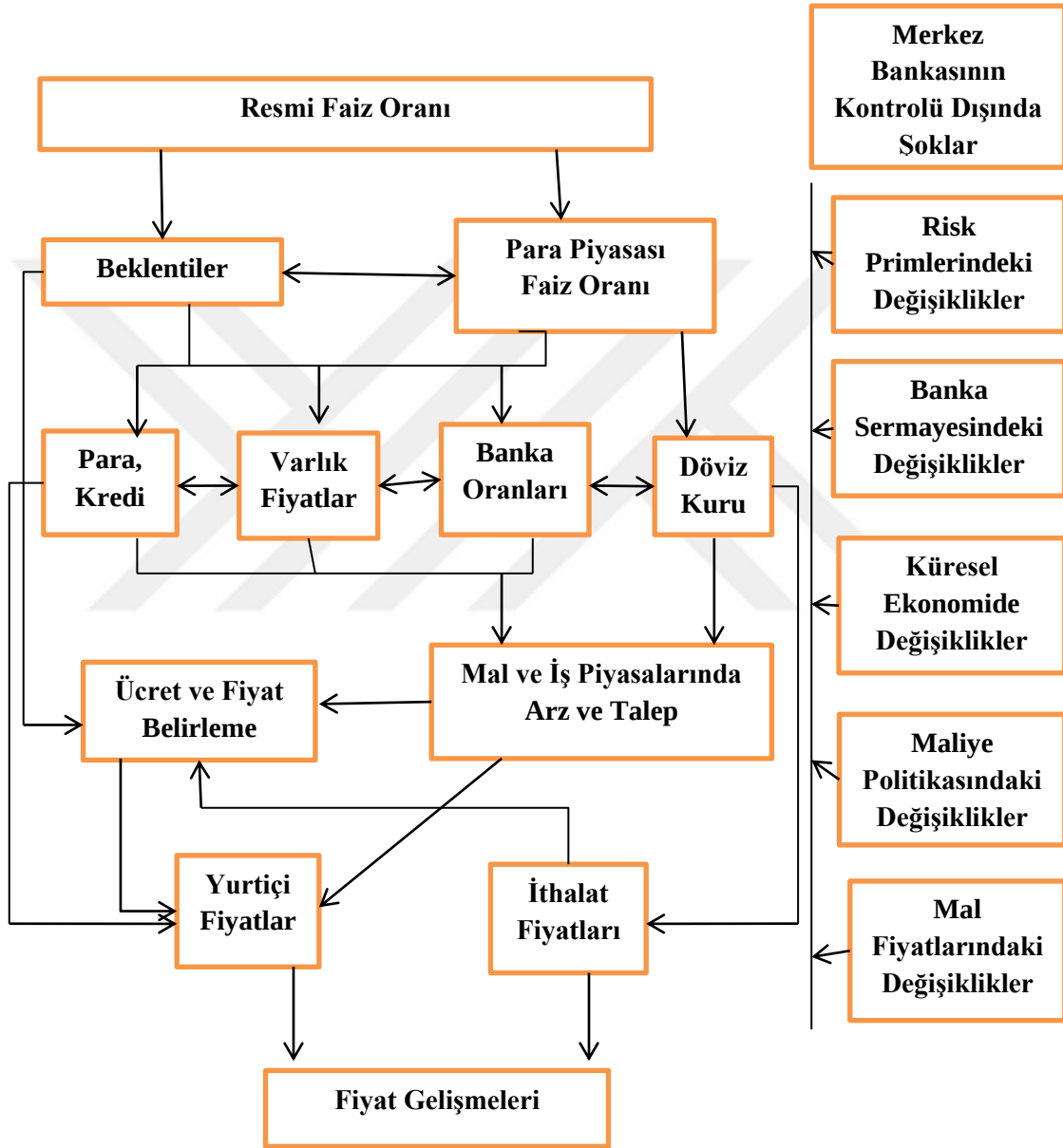
Parasal tedbirler; reeskont politikası, açık piyasa politikası ve zorunlu karşılık gibi araçlar kullanılarak uygulanır. Temel parasal değişkenler; faiz oranını, para ile kredi arzını ve döviz kurunu içerir. Günümüzde merkez bankaları, ağırlıklı olarak temkinli ve düşük enflasyonu vurgulamaktadır. Genel olarak, merkez bankaları bunlardan sadece ikisini takip edebilirler: Serbest sermaye hareketliliği, sabit döviz kuru ve bağımsız para

politikası. Her ne kadar iki politika¹ da farklı kuruluşlar tarafından uygulanıyor olsa da hiçbir şekilde birbirlerinden bağımsız değildirler, çünkü bir değişiklik diğerinin etkinliğini değiştirmektedir. Dolayısıyla, para ve maliye politikalarından herhangi birinin değişikliği geneli etkileyecektir. (Hilbers, 2005: 2). Genel olarak maliye ve para politikaları arasında dört çeşit ilişki olabilir: (i) Genişletici Maliye Politikası / Genişletici Para Politikası, (ii) Genişletici Maliye Politikası / Daraltıcı Para Politikası, (iii) Daraltıcı Maliye Politikası / Genişletici Para Politikası ve (iv) Daraltıcı Maliye Politikası / Daraltıcı Para Politikası.

Neo-Keynesyen açıdan bakıldığında, eş zamanlı genişletici maliye ve para politikası durgunluk dönemlerinde daha faydalıdır. Aynı zamanda, “pozitif bir çıktı fazlasını azaltmaya çalışırken, koordineli bir daralma karışımı politikası” en uygundur. Yakın geçmişte, optimal para politikası kuralları tartışılırken, mali disiplinin uygulanmasını amaçlayan pek çok ekonomide resmî mali kurallar (açıklar ve borçlar gibi) uygulamaya konulmuştur. Bu kurallar mali disiplini zorunlu kılmayı amaçlamaktadır; ancak aktif istikrarı da sınırlandırmaktadır. Bazı iktisatçılar tarafından, maliye politikalarının kullanımının daha karmaşık olduğuna inanılmaktadır. Çünkü para politikası belirleyicileri tek bir araca (nominal faiz oranına) sahipken, hükümetler çeşitli araçları kullanabilmektedir. Örneğin, kamu harcaması, işgücü gelirindeki vergi oranı, sermaye gelirindeki vergi oranı ve tüketimdeki vergi oranı için kuralları belirlerler (Philippopoulos vd., 2012: 2). Dahası, para politikası kararları kolayca uygulandığından ve ekonominin kısa vadede performansı üzerinde derin bir etkiye sahip olduğundan, para politikası “ekonomik yavaşlamaya karşı ilk savunma hattı” olarak değerlendirilmektedir (Elmendorf ve Furman, 2008: 4). Devletin diğer kullandığı maliye politikaları daha fazla zaman gerektirebilir. Dahası, her iki politika da finansal piyasaların gelişmesine bağlıdır ve bu finansal piyasaların geliştirilmesi için çalışmaktadır. Her iki politikanın da kısa vadede çıktıyı ne ölçüde etkileyebileceği tartışılmalıdır; ancak maliye politikasının araçlarının uygunsuz kullanımının orta veya

¹ Sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası.

uzun vadede zararlı etkileri olabileceği konusunda genel bir fikir birliği vardır (Andr s ve Dom nech, 2006: 9).



Şekil 1.1: Parasal kararların ana aktarım kanallarının şematik gösterimi

Kaynak: Avrupa Merkez Bankası: 2014.

1.2. Maliye ve Para Politikaları Kavramının Evrimi

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki ilk yıllarda hâkim görüş, her iki politikanın da toplu istikrarsızlığı düzeltmeye yardımcı olabileceğini varsaymaktadır ve bir dereceye kadar seçici devlet müdahalelerinin, belli bazı eksiklikleri telafi edebileceği savunulmaktadır (Snowdon ve Vane, 2003: 29). Merkezi paradigma, Keynes'in (1936) pek çok yorumu beraberinde getiren '*İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*' adlı eserinde ortaya konmuştur. Bunlardan biri olan Neo-klasik sentez, Keynes'in temel fikirlerini daha erişilebilir hâle getirmek ve bunları eski klasik teorilerle birleştirmek için geliştirilmiştir². Bununla birlikte, her iki politikanın etkinliği ve kısa süreli müdahaleci istikrar politikasının tercih edilen aracı üzerine yapılan tartışma, 1950'lerden 1970'lerin ortalarına kadar süren ve hiçbir zaman tam olarak çözülemeyen Keynesyen - Monetarist tartışmalarını daha da belirginleştirmiştir.

Bir Makroekonomik Okuyucu adlı kitapta, yazarlar, Keynesçiliği toplam talep teorisi ve bunun reel çıktı ile enflasyon üzerindeki etkileri olarak tanımlamakta; ücret ve fiyat yapışkanlığını (malların ve işgücü piyasasının şoklara karşı yavaş yanıtı) vurgulamaktadır (Snowdon ve Vane, 2003: 110).

Keynesyenler, toplam talepteki değişikliklerin fiyatlar üzerinde değil, reel çıktı ve istihdam üzerinde kısa vadede büyük etkisi olduğuna inanırlar. Dahası, Keynesyenler ve Monetaristler, Keynesyen çarpanını kabul ederken; Yeni Klasikler, paradaki değişikliklerin gerçek çıktısını beklenmedik şekilde etkilediğini iddia ederler. Ayrıca, Keynesyenler ve çoğu Monetaristler hem maliye hem de para politikalarının toplam talebi etkilediğine inanırken; Yeni Klasikler borç nötrlüğüne³ inanmaktadırlar.

Gerçekten de Keynesyen - Monetarist tartışmanın merkezindeki sorun, politika ile ilgili normatif ilkelerdir. İlk olarak, Keynesyenler istemsiz işsizliğin azaltılmasını

² Keynesyenleştirme örnekleri arasında Hicksian IS-LM modeli ve Samuelson'un ünlü ders kitabı yer almaktadır.

³ Borç nötrlüğü, borçların vergilerle ikame edilmesinin toplam talep üzerinde bir etkisi olmadığı anlamına gelmektedir.

istemekte ve ekonomik hastalıklar olarak resesyonları görmekte-dirler. İkincisi, işsizlikle savaşmaktan ziyade enflasyonu fethetmekten endişe etmektedirler. Üçüncüsü, bir dereceye kadar devlet dengelemesinin, zirveleri koparmak yerine döngüsel olukları doldurmak için gerekli olduğuna inanmaktadırlar. Aynı şekilde, yayılmakta olan durgunluk durumlarında, önerilen niceliksel gevşeme para arzını artıracaktır. Bu artış ekonomiyi tam istihdama yakın tutan firmaların yaptığı harcama ve üretimin döngüsel akışını sürdürmeye yardımcı olacaktır. Ekonomik çıktı para hızıyla pozitif korelasyona girdiğinden, ekonomik araçların artan parasal tutumu (azalan harcamalar yoluyla) tasarrufun paradoksuna yol açacak ve yalnızca ekonomik gerilemenin fazlalaşmasına sebep olacaktır. Ekonomik durgunluk, hane halkları ve harcama yapmak istemeyen firmalarla depresyona girerse⁴, devlet harcama yapmalıdır. Mali genişleme böylece 'umutsuzluk stratejisi' olarak çalışacaktır (Krugman, 1994: 32). Buna göre devlet harcamaları, çarpan etkisi ile artarak yatırım sıkıntısını telafi edebilecektir. Maliye politikası aracı olan vergi indirimleri ise potansiyel nakit biriktirmeyi ve inatçı tutumunu azaltılırken, para politikası ise (nispeten iktidarsız ve önemsiz olarak kabul edilir) faiz oranlarının düşük seviyelerde kalmasını sağlayacak şekilde düzenlenecektir. Faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulmasının amacı, borca dayalı alımları teşvik etmek ve yüksek toplam talep seviyesini korumaktır (Reynolds, 2001: 263).

Monetaristler karşılaştırma yaparken, devlet müdahalesinin zararlı olduğunu ve üretken özel yatırımların dışarıda tutabileceğini iddia etmektedirler (Snowdon ve Vane, 2003: 248). Bu yüzden de monetarist iktisatçılar devlet müdahalesi yerine, büyük ekonomik rahatsızlıkları önleyebilecek bazı mekanik parasal kurumlar önermektedirler (Friedman, 1968: 12). Gerçekten de (Snowdon ve Vane, 2003: 181) belirtildiği gibi, Monetaristler para arzındaki değişiklikleri para gelirindeki değişiklikleri etkileyen en önemli faktör olarak görüyorlar. Buna karşılık bu iktisatçılar miktar teorisi⁵ ile Monetarizm'i eşit tutmakta ve para dolaşım hızını sabit olarak değerlendirmekte ve

⁴ 'Likidite tuzağı' olarak da bilinir.

⁵ Miktar teorisine göre paranın değeri, piyasadaki miktarına bağlıdır. Piyasadaki para miktarı yani para arzı artarsa mal-hizmetlerin miktarları sabit kaldığı takdirde fiyatları artar ve paranın değeri düşmüş olur.

böylece, nominal gelirin büyük ölçüde para arzının bir işlevi olduğunu kabul etmektedirler. Farklı bir ifadeyle; parasal değişimleri, büyük durgunlukların nedeni olarak görmektedirler. Monetaristler, özel sektörün içsel istikrarına inanmaktadırlar. İşsizliğin dezavantajlarına kıyasla beklenmedik enflasyona daha fazla önem verirler. Son olarak, uzun vadede enflasyon-işsizlik trajedisi fikrini, gerçek ve beklentisi artırılmış Phillips Eğrisi (uzun vadede dikey) lehine reddetmektedirler. Özellikle İkinci Dünya Savaş sonrası istikrar politikası⁶, devletin toplam talebini etkileyerek istismar edeceği enflasyon-işsizlik istikrarına dayanmaktadır. Buna karşılık Monetaristler, insanların uzun vadede kandırılmayacağına inanmaktadırlar. Bu görüşe göre ancak kısa vadede belli bazı politikalar etkili olabilir. Yeni Klasikler, “insanların rasyonel beklentileri hipotezi” nedeniyle asla kandırılmayacağını iddia etmektedirler.

Monetaristler uzun vadeli para politikasının önceden belirlenmiş hedeflerini desteklemektedirler; bu da iktisatçıların kısa vadeli işleyişler hakkında ne kadar çok şey bildiğine dair kuşklarını yansıtmaktadır (Friedman, 1968: 17). Monetaristler, Keynesyenler tarafından kullanılan kısa vadeli faiz oranları yerine, rezerv tabanını para politikasının göstergesi olarak kabul etmektedirler. Monetaristler hedef olarak, uzun vadeli faiz oranları veya kredi yerine para stokunu ve parasal büyüme kuralını savunmaktadırlar⁷.

1970’li yıllarda muhafazakâr ideolojiler ABD’de ve başka yerlerde yeniden canlanırken Yeni Klasik yaklaşım, teorik eksiklikleri (zayıf mikro ekonomik temeller gibi) nedeniyle önemi de azalmış olan Keynesyenizm’in ana alternatifi olarak Monetarizm’in yerini almıştır (Snowdon ve Vane, 2003: 334). İlk olarak Yeni Klasikler, makroekonomik modellerin beklenmeyen parasal şokların tetiklediği şekilde ekonomik tehditleri algılayabilmesini ve rasyonel ajanların sürekli piyasa temizliği ile optimizasyonunu gerektiren mikro ekonomik temellere sahip olması gerektiğini

⁶ İstikrar politikası, bir finansal sistemi veya ekonomiyi istikrara kavuşturmak için sunulan bir paket veya tedbirler setidir.

⁷ Ekonomik koşullardan bağımsız olarak ve çıktının altında yatan büyümeye paralel olarak, para arzında %3 civarında sabit bir artış.

varsaymaktadırlar (Snowdon ve Vane, 2003: 267). İkincisi, herhangi bir sistemik politikanın verimsizliğini⁸ vurgulamakta ve parasal duyurularda güvenilirliğin önemini savunmaktadırlar. Üçüncüsü, kurallara dayalı (takdire bağlı değil) para politikasına öncelik vermekte ve paranın uzun vadeli tarafsızlığına inanmaktadırlar. Son olarak, devletin vergileri artırıp artırmadığına ya da özel sektörden borç alınıp alınmadığına bakılmaksızın, devlet harcamalarının ekonomiye olan etkilerinin aynı olduğunu iddia etmektedirler⁹. Başka bir deyişle Yeni Klasikler, sistematik politikanın (Klasikler gibi) hiçbir etkisinin olmadığını ve politika yapımcıların (Monetaristler gibi) yetersiz bilgisi nedeniyle başarısız olduğunu düşünmektedirler. Ayrıca ekonomiyi kısa vadede bile dengeleyemediğinden, sistematik politikanın iktidarsız olduğuna inanmakta ve zarardan başka bir getirisi olmayacağını savunmaktadırlar (Snowdon ve Vane, 2003: 306). Aslında, resesyonların kendi içinde ve kendiliğinden düzelebileceğine inanmaktadırlar. Keynes de uzun vadede “kendi kendini düzeltme” fikrine inanmıştır; fakat “uzun vadede hepimiz öleceğiz.” fikrinden dolayı makroekonomik politikaları görmezden gelmek için bir sebep olmaktan çıkmıştır.

İkinci Dünya Savaş sonrası dünya büyümesi, durma noktasına gelince enflasyon hızlanmış, bütçe açıkları artmış, işsizlik fazlaşmış ve küresel olarak hammadde fiyatları yükselmiştir. Tüm bu olumsuz gelişmeleri 1973-1974 ve 1979-1980 yıllarındaki petrol fiyat şoku takip etmiştir. Bu durum, para politikasının ‘enflasyonu politik olarak kabul edilebilir bir maliyetle azaltmadaki etkinliğine’ dair şüphelere yol açmıştır. İkinci Dünya Savaş sonrası benzer şekilde, vergilendirme ve düzenlemenin çıktı ve büyüme üzerindeki olumsuz etkilerine olan ilgi artmıştır. Enflasyonist durgunluk ve para politikası, 1973'te sona eren Bretton Woods sabit kurlar sistemi altında kurulan altın konvertibilitesinin sürdürülmesi ve ABD dolarının önemli para birimlerine karşı dramatik bir şekilde düşmesiyle, uyumlu olduğunu kanıtlamıştır (Goodfriend, 2007: 4). Daha yüksek vergi oranları ve daha hızlı para büyümesi kombinasyonu, bir anormallik

⁸ “Politika etkisizliği önerisi” olarak da bilinir.

⁹ “Ricardian borç denklığı” olarak bilinir.

olarak kabul edilen ‘stagflasyon’u (enflasyon ve yüksek işsizlik birleşimi) yaratmıştır. Nitekim, enflasyonu ve durgunluğu aynı anda uyumsuz olarak gören Keynesyenler için bu fikir kabul edilemezdir. Bu durum, Keynesyen Phillips eğrisinin¹⁰ tam anlamıyla bozulmasına yol açmış ve kuramsal eleştiriler Keynesyenlerin yetersiz toplam arz teorisine¹¹ işaret etmiştir (Snowdon ve Vane, 2003: 460). Keynesyenler, James Tobin’in huni teorisini savunmuşlardır¹². Ancak arz yanlı ekonomi politikalarını savunan iktisatçılar, (Reagan’ın onayladığı radikal muhafazakâr hareket) aksaklıklara stagflasyonu bağlamışlardır. Fakat arz yanlı ekonomi politikalarını savunan iktisatçılar, sabit döviz kurlarını desteklemiş ve altın standardına geri dönmüşlerdir. Talep tarafındaki politikaları tamamen etkisiz görmüşlerdir. Potansiyel arzın; vergi teşvikleri, özelleştirme ve vergi indirimi ile daha düşük oranlarla artırılabilceğini iddia etmişlerdir. Ekonomik aktiviteyi arttırmanın, vergi gelirlerinin de artmasına yol açacağını savunmuşlardır (Krugman, 1994: 74).

Yeni Klasiklere benzer şekilde, gerçek iş döngüsü iktisatçıları da rasyonel ajanlara inanmakta ve ekonominin Pareto etkinliği¹³ yanıtı olarak “iş çevrimleri”ni görmektedirler. İnanışlarına göre iş çevrimleri, toplu üretim fonksiyonunda kaymaya yol açan ve teknolojiye karşı arz tarafında olan şoklar tarafından yönlendirilmektedir. Bunun sonucu olarak da rasyonel ajanların tüketim ve emeğini değiştirerek tepki verdiği nispi fiyat dalgalanmalarına yol açmaktadır (Snowdon ve Vane, 2003: 362). Üstelik, kısa

¹⁰ Phillips eğrisi, işsizlik oranları ile bir ekonomi içinde sonuçlanan ücretlerdeki karşılık gelen artış oranları arasındaki tarihsel bir ters ilişkiyi tanımlayan, William Phillips’in adını taşıyan tek denklemlilik bir ekonometrik modeldir.

¹¹ Keynesyen Toplam Arz eğrisi, tam istihdama ulaşıncaya kadar fiyatların ve ücretlerin sabit olduğunu varsayar. ‘Keynesyen menzili’ üzerinde ekonomide yedek kapasite var, fiyat seviyesi sabittir ve AD’de enflasyon baskısı olmadan yapılan artışların bir sonucu olarak reel üretim artabilir.

¹² Bu teori, mali veya parasal politika, nominal GSYİH’nin büyümesini yönetmek için mükemmel şekilde ikame edebilecek araçlardır diye inanmaktadır (bkz. Snowdon ve Vane, 2003).

¹³ Pareto etkinliği, bir malın üretimini veya bir bireyin faydasını arttırmak için diğer bir malın üretimini veya diğer bir bireyin faydasını azaltmaksızın üretim ve bölüşümün yeniden düzenlenemeyeceği durumdur.

vadede bile paranın tarafsız olduğunu ve para politikasının önemsiz olduğunu iddia etmektedirler¹⁴. Diğer taraftan, vergi politikaları ya da harcama politikalarındaki değişimler, firmaların ve çalışanların seçtiği çıktıları ve istihdamı en aza indireyecek olursa, maliye politikasının zarar görebileceğini düşünmektedirler.

Gerçek iş döngüsü iktisatçıları yeni keynesyenler ile karşılaştırırken, ortaya çıkan bazı benzerlikler vardır. Bunlardan ilki: yeni keynesyenlerin modelleri, rasyonel beklentileri ve doğal oran hipotezini de içermektedir; ancak “görünmez elin tam istihdamı koruma kabiliyeti” konusunda kuşklarını korumaktadır. İkincisi, sürekli olarak piyasa takas varsayımını desteklemezler, piyasa döngülerinin makro ekonomik sonuçlarını -insanların tam olarak rasyonel olmadığını ve rekabetin nispeten yetersiz olduğunu iddia ederek- işaret olarak görürler ve kısa vadeli enflasyon-işsizlik trajedisine inanırlar. Bununla birlikte, yeni keynesyenler ortodoks keynesyenlerden başka pek çok açıdan ayrılmaktadırlar. Bazı iktisatçılar yeni keynesyenleri, klasik ve monetarist düşünce tarzına daha yakın olarak görmüşlerdir (Snowdon ve Vane, 2003: 465). En önemlisi, yeni keynesyenler ve gerçek iş dönüşü iktisatçıları aşırı tasarrufun yetersiz toplam talebe yol açtığına inanmamakta ve bunun yerine uzun vadede ek bir yatırım ihtiyacı olduğunu savunmaktadırlar. Son olarak maliye politika yapıcılarının, zamanında karşı konjonktürel maliye politikasında fikir birliğine ulaşmakta kötü olduklarını belirtmektedirler. Buna göre, tüm istikrar denemeleri, genellikle apolitik teknokratlar tarafından çalışan merkez bankalarına aktarılmakta ve zaman zaman etkisiz olabilmektedir (Snowdon ve Vane, 2003: 448).

Gerçek iş döngüsü, 1990'ların başlarında “yeni fikir birliği makro ekonomisi”ni temsil etmeye başlamıştır ve günümüzde ana akım “Ortodoks Yaklaşım” olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte, bu fikir birliği son küresel kriz sırasında gerçekleşen olaylar sebebiyle ciddi biçimde sorgulanmıştır.

¹⁴ Çünkü reel değişkenlerdeki dalgalanmaları açıklarken nominal değişkenlerin boş olduğunu varsaymaktadırlar.

2.BÖLÜM: KRİZ SIRASINDA GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE MALİYE VE PARA POLİTİKALARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER

Bu bölümde, gelişmiş ülkelerin 2008 küresel krizi öncesi uyguladıkları maliye ve para politikaları ve sonrasında yaptıkları politika değişiklikleri incelenecektir.

2.1. 2008 Küresel Finansal Krizi Öncesi

2000 yılındaki Dotcom çöküşünün, terörist saldırıların, Afganistan ve Irak'ın işgal edilmesinin ardından Federal Rezerv (FED), 2001-2004 döneminde federal fon oranını tarihin en düşük seviyesine çekerek oldukça istikrarlı para politikası sayesinde hafif durgunluk ve deflasyon korkusuyla savaşmıştır. Toplam talebi teşvik etmek için mali otorite; açık harcama, deregülasyon ve Başkan Bush'un 2001 ile 2003 yıllarında çok da popüler olmayan vergi indirimleriyle uğraşmıştır (Stiglitz, 2004: 5). 2004 yılının ortasında yükselen konut piyasası ve toparlanan ekonomi, parasal sıkılaşmayı beraberinde getirmiştir. Yüksek faiz oranları borç verenlerin borçlanma maliyetlerini yükseltmiştir. Bu da daha küçük avans ödemelerine yol açarken yüksek konut fiyatları gecikmelere ve hacizlere neden olmuştur. 2005 yılında ev satışlarının ve 2006 yılı ortasında da konut fiyatlarının zirveye ulaşmasına kadar geçen zamanda mali otoriteler, piyasadaki köktencilği desteklemiş; bu da yırtıcı kredilendirmeye, varlıkların menkul kıymetleştirilmesine ve finansal türevlerin yetersiz düzenleyici denetimine uğramasına olanak sağlamıştır. Binlerce yüksek faizli ipoteğin tek bir tahvil içine doldurulmuş ve kredi seviyesi detayı bulunmaması nedeniyle, yatırımların emniyetli olduğundan emin olmak için tüm temel kredileri analiz etmek neredeyse imkansızdı (Barofsky, 2013: 84). Öte yandan FED, endişelenmeden bu problemin kendiliğinden çözüleceğini açıklamıştır (Verma, 2013: 40). Konut ipoteği destekli menkul kıymetler (Residential Mortgage-Backed Securities: RMBS) 2007'nin başında çökerken, bazı finansal kurumların oluşabilecek herhangi bir zararı kolayca karşılayabilecekleri beklentisi hâkimdi. Bunun yerine, 2007 yılının ortalarında, özellikle ABD ile Birleşik Krallık'ta finansal kurumlara ve para piyasalarına çökme bulaşması yayılmış, sonucunda da yatırımcıların güveni ciddi şekilde sarsılmıştır. Kredi sıkışıklığına tepki veren FED, Hazine'nin menkul kıymetlerini satması ve indirim tesisinin çeşitli uzantıları yoluyla gelirlerini dağıtması

sebebiyle, son çare olarak “serbestçe ancak yüksek teminat karşılığında yüksek bir oranda” fikri ışığında hareket etmiştir (Mehrling, 2011: 101).

FED, krizin finansal sektörün diğer bölgelerine yayılmasını engelleyememiştir. Muhtemel piyasa dondurulma korkusuna tepki veren FED, menkul kıymet satıcıları için krediyi arttırmış; Mart 2008'de Bear Stearns'ın satışını JP Morgan Chase'e gerçekleştirmiştir. 2008 yılı Eylül ayı başlarında, ipotek devleri Fannie Mae ve Freddie Mac federal konservatuar altındadır; Goldman Sachs ve Morgan Stanley bankaları, holding şirketlerine dönüştürülmüştür. Böylece, FED tarafından daha fazla düzenlemeye tabi tutulmuştur. Bank of America, sırasıyla Haziran 2008 ve Eylül 2008'de Countrywide ve Merrill Lynch şirketlerini satın almıştır. ABD maliye politikası ile ilgili olarak, yalnızca 2007 yılının ortalarında Bear Stearns¹⁵ koruma fonlarının başarısızlığının ardından ipotek çökmesine muamele etmiştir. Devlet, temerrüde uğramış borçluları desteklemek için Federal Konut İdaresi (Federal Housing Authority: FHA) Güvenli Programını başlatmıştır.

Finansal piyasaların iki partizanlık gösterisine verdiği olumlu tepkiye rağmen, program sadece Fannie Mae tarafından garanti edilen ipoteklerin yaklaşık yüzde 2'sini kapsamaktadır; bu yüzden de uygulamada yetersiz kalmıştır (Shiller, 2008: 20). Diğer genişletici mali önlemler ise kısa bir süre sonra uygulanmıştır. ABD'deki erken politika tepkileri, özel ekonomik ajanların beklentileri üzerinde genel olarak olumlu bir etkiye sahip olmuş ve büyümede daha az dık bir düşüş sağlamış iken, büyük çaplı teşvik büyük bütçe açığına eklenmiştir.

Öte yandan, Avrupa Para Birliği (Economic and Monetary Union: EMU) içindeki Euro alanı, fiyat istikrarı hedefi ile ulusal bir otorite olan Avrupa Merkez Bankası'na parasal karar verme yetkisi verirken, mali ve yapısal politikalar ulusal egemenliğin merkezinde kalmıştır. Bütçe politikası, ülkeye özgü şokların reel çıktı

¹⁵ The Bear Stearns Companies, Inc., Amerika Birleşik Devletleri merkezli uluslararası bankacılık ve finansal hizmetler alanında faaliyet gösteren bir şirketti. 2008 ekonomik krizi nedeniyle JP Morgan Chase'e satılmış ve 2010 yılında tamamen kapanmıştır.

üzerindeki etkisinin düzeltilmesinde daha önemli bir rol üstlenirken; resmî mali kurallar, 1997'de ve daha sonra Konsey tarafından kabul edilen 1992 Maastricht Antlaşması ve İstikrar ve Büyüme Paktı ile ulusal düzeyde özetlenmiştir. 2005 yılında ise revize edilmiştir. Bu mali kuralların amacı: Avrupa Merkez Bankasının (European Central Bank: ECB) aşırı yüklenmesinden kaçınarak mali disiplini geliştirmek ve ticaret ile finansal bağlantılar sebebi ile diğer olumsuz yayılma etkilerini önlemektir. Bunun yanında mali kurallar, ulusal maliye politikalarının ECB'nin istikrar odaklı politikaları ile birlikte uyumlu olmasını amaçlamaktadır. (Hilbers, 2005: 7). Açıklamak gerekirse; Maastricht antlaşması, her ülkenin kendi mali konuları ile ilgileneceğini, Doğu Asya ülkelerine girmek isteyen ve Avrupa Birliğini (AB) para birimi olarak kabul etmek isteyen AB üye ülkeleri için belli bazı kriterleri listelediğini belirtmektedir. Bu arada İstikrar ve Büyüme Paktı, (Stability and Growth Pact: SGP) devlet açığı ve borç gibi konularda GSYİH'nin yüzde 3 ve 60'ını aşmayan Euro alanı üyelerine yönelik kurallar öngörmektedir. Her iki politikayı da uygulayabilecek ABD'yle kıyaslandığında; Euro alanının sadece potansiyel simetrik şoklara karşı koymak için düzenlenmiş bir para politikasına dayandığı gözlemlenmektedir.

2000'li yılların başlarında, düşük euro faiz oranlarının devlet borçlarının tahvil getirilerinden nispeten fazla olduğu ve Euro bölgesinin pazar algısını bozmadığı düşünülürken, görünüşte sıvı bir devlet bono havuzunun oluşturulmasına yardımcı olmuştur (Attinasi vd., 2009: 7). Bu, faiz oranının düştüğü ülkelerde ekonomik büyümeyi hızlandırmıştır. Oysa Almanya, 2000-2005 döneminde daha düşük ekonomik büyüme, artan işsizlik ve sosyal harcamaları kaydetmiştir (Scharphf, 2011: 18). Ancak, çekirdek (Almanya, Fransa, Hollanda) ve çevre ülkeler (Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya: PIIGS) arasındaki yakınlaşmanın kendi başına gerçekleşeceği inancı, çevre ülkeler tarafından biriktirilen büyük borçlara yol açmış ve özellikle mülkiyette yatırım balonlarını körüklemiştir. Spesifik olarak, PIIGS ülkelerinde daha yüksek ekonomik büyüme ve istihdam, kişi başına düşen gelir ve fiyatların artması, ithalatta artışa neden olurken, ihracatta rekabet gücü düşüktü ve cari işlemler açığı genişlemiştir. Dahası, ucuz sermayenin bulunması ve çevre ülkeler için çok düşük olan

borçlanma maliyetleri, borç-finansman harcamaları yoluyla iş yaratılmasına izin vermiş, ancak aynı zamanda hükümetlerin parasal birliğin başarısı için gerekli reformları benimsemeleri yönünde baskıyı azaltmış ve sonuçta onları yakalayamamıştır (Manolopoulos, 2011: 261).

Maliye politikaları gevşemeye devam ettiği için, dahası Maastricht Antlaşması ve SGP'nin ihlalleri arttığından dolayı Euro alanındaki kurumsal icralar yetersiz kalmıştır. Portekiz, 2001'de yüzde 3'lük referans değerini ihlal eden ilk ülke olmuş, bunu 2002'de Almanya ve Fransa, 2003'te Hollanda ve Yunanistan, 2004'te ise İtalya izlemiştir. Düzenlemeler aşırı bütçe açığını sınırlayamamıştır. Maliye ve para politikaları koordinasyonu geliştirilirken, ECB para politikasını gevşetmek konusunda isteksiz davranarak daha çok mali disiplin için bir süre beklemek durumunda kalmıştır (Eichengreen, 2005: 3).

Küresel krizin patlak vermesi üzerine, EMU ülkeleri iki cepheye çarpmıştır. Bunlardan birincisi, bankacılık sektörü aracılığıyla olandır. Örneğin, Fransız BNP Paribas, Ağustos 2007'de düşük faizli ipotēge dayalı varlıklara değeri veremediğinden üç fonunu dondurmuştur. Eylül 2007'de ise İngiliz British Northern Rock bankasına hücum¹⁶ ve Şubat 2008'de iflası sebebiyle kamulaştırılmıştır. Buna karşılık İspanyol bankacılık düzenleme kurulunun, İspanyol bankalarının yurt dışında bilanço dışı faaliyetlerde bulunmalarını yasaklamıştır (Scharpf, 2011: 30). Mevduatla finanse edilen bankacılık sektörlerine sahip ülkeler ise buna en düşük düzeyde kredi risk durumunda kalmıştır (Midtjell, 2011: 25). İkincisi ise, EMU ülkeleri düşük küresel talep nedeniyle düşen ihracattan dolayı olarak etkilenmiş olmasıdır. Örnekler arasında ihracatın GSYİH'nin yaklaşık yüzde 40'ını oluşturduğu Almanya, İsveç ve Finlandiya yer almaktadır. Ayrıca 10 yıllık ortalama ülke tahvilleri, Almanya'nın kredi notu ile kıyaslandığında genişleme kaydetmiştir¹⁷ ve ülke kredileri ile ilgili bazı kaygıları

¹⁶ Bankaya hücum: olumsuz piyasalar şartlarında, mevduat sahiplerinin gelebilecek risklere karşı vadesi dolmadan mevduatlarını çekmek istemeleri durumudur.

¹⁷ 2000'li yılların başlarında yaklaşık 10 baz puan ile kıyaslandığında, 270 baz puanlık Yunanistan-Alman spread'i.

yansıtmıştır. Likidite riskinin yanı sıra yüksek uluslararası riskten kaçınma riski de bulunmaktadır (Attinasi vd., 2009: 36). Hem ECB hem de İngiltere Merkez Bankası (Bank of England: BOE) politika faiz oranlarını düşürmüş, daha büyük miktarlarda Repo işlemlerini¹⁸ gerçekleştirmiş, uzun vadeli fonlama hacmini artırmış ve açık piyasa işlemlerinde teminat gereksinimlerini genişletmiştir. Buna karşılık FED ve BOE, krize ECB'den daha dar bir teminatla girerek uygun teminatları daha da genişletmişlerdir (Cheun vd., 2009: 41). Üstelik BOE, Nisan 2008'de 200 milyar Sterlin Özel Likidite Programı başlatmıştır. Bankaların yüksek kaliteye sahip olması, yalnızca geçici olarak likit olmayan ipotek destekli menkul kıymetler (Mortgage-Backed Security: MBS) ve diğer menkul kıymetlerin en fazla üç yıl Birleşik Krallık Hazine bonosu almasını sağlamıştır (Bean, 2011: 2). Son olarak, 1989'da gerçekleşen varlık fiyat balon patlamasının ardından, Japonya son derece düşük faiz oranlarına ve kolay kullanılabilir krediye rağmen ekonomik durgunluk yaşamıştır (Roubini ve Mihm, 2010: 44).

Japonya'nın maliye ve para politikalarının pek vakitli olmadığı için verimsiz olduğu dikkat çekilmiştir. Devlet, teşvik harcamalarını başlatmak için kabarcık patlamasından iki yıldır beklerken, Japonya Merkez Bankası, faiz oranını sıfıra indirmek için sekiz yıl sürmüş ve daha sonra çok hızlı bir şekilde yükseltmiş, bu da ekonomiyi 1998-2000 döneminde ciddi durgunluğa sokmuştur. Bu nedenle, Japonya 2008 küresel krizinin başlamasından çok önce likidite tuzağına yakalanmıştır. Ekonomiyi canlandırmak için BOJ, standart olmayan iki önlemle işaretlenmiş bir “süper genişletici” para politikası uygulamıştır. Birincisi (sıfır faiz oranı politikası) ve ikincisi (sıfıra yakın oranlar) deflasyonu durduramadığından, BOJ 2001 yılında niceliksel gevşeme politikasını uygulamıştır¹⁹ (Bernanke vd., 2004: 5). Ayrıca Japonya, normalde merkez bankalarının finansal kurumlardan satın alamadıkları varlıkları (uzun vadeli Hazine ve şirket borcu gibi) satın alarak parasal tabanını artırmaya başlamıştır. Uzun vadeli faiz

¹⁸ Repo işlemlerinde kısa vadeli faiz geliri elde edilir ve yatırımcı ile banka arasında yapılan anlaşmaya göre gerçekleşir.

¹⁹ Niceliksel gevşeme: Merkez bankasının kısa vadeli politika nominal faiz oranının sıfırda ya da sıfıra yakın olmasını ve ekonomik faaliyeti canlandırmak için daha fazla indirilemeyen geleneksel para politikasını ifade etmektedir (Palley, 2014: 2).

oranlarının aşağı çekilmesi ile, harcamaların ve yatırımların tetiklenmesi, Yen'in yabancı paralara göre değer kaybına yol açması ve Japon mallarının dış alımlarının artması hedeflenmiştir (Flath, 2005: 134). Mali cephede, hane halkı ve işletmelerin harcama ve yatırım yapmalarını teşvik etmek için 1998-1999'da bir teşvik uygulanmıştır (Eggertsson ve Woodford, 2003: 141). Niceliksel gevşeme, uzun vadeli getirileri düşürmüş ve temel parayı önemli ölçüde arttırmış olsa da deflasyon devam ettiğinden ve bankalar kredi vermeye isteksiz olduğundan, tüm bu önlemler etkisiz kalmıştır (Bernanke vd., 2004: 80).

Japonya, büyük ölçüde Çin ve diğer Doğu Asya ülkelerinin ihracat talebindeki artış nedeniyle 2003-2007 döneminde hafif bir toparlanma kaydetmiş olsa da büyüme konusunda uzun vadeli bir etki yakalayamamıştır (Siddiqui, 2009: 4). 2008'de Japonya, hem küresel kriz hem de Yen'in yüksek değeri gibi yerli finansal sorunların devam etmesi nedeniyle yeni bir durgunluk yaşamış; toplam ihracat neredeyse yarıya düşmüş ve 2008 yılında GSYİH'nin % 170'ine ulaşan bir kamu borcu oluşmuştur²⁰.

2.2. 2008 Küresel Finansal Krizi Sonrası

Lehman Brothers bankasının 15 Eylül 2008'de beklenmedik bir şekilde iflas etmesi nedeniyle, büyümeyi teşvik etmek ve finansal sistem risklerini azaltmak için bazı politikalar uygulanmıştır. Mali cephede “bankacılık sistemleri için kurtarma planları” ve “müteakip ekonomik canlandırıcı” en yaygın politika araçları hâline gelmiştir. Spesifik olarak, bankalara hücumu önlemek için hükümetler, bankalar arası alacaklar ve sorunlu varlıklar için mevduat sahiplerine varlık alımları ve yeniden sermayelendirme yoluyla sağlanan garantileri genişletmiştir. Parasal cephede, gelişmiş ekonomilerde uygulanan önlemler üç kata çıkarılmıştır. İlk olarak merkez bankaları faiz oranlarını sıfıra indirerek likidite düzeyini arttırmış ve borçsuz hane halklarını harcamaya teşvik etmiştir²¹. Ayrıca, likidite sorunlarıyla karşı karşıya kalan ödeyebilir finansal kuruluşlarına likiditeye sınırsız erişim sağlayarak, düşük kaldıraçlama sürecini kolaylaştırmıştır. Üstelik,

²⁰ 1990 yılında GSYİH'nin yaklaşık yüzde 60'ı.

²¹ Borçlu tüketiciler harcamaları durdurmuştur.

daha sonraki eylemleri farklılık göstermiş ve merkez bankaları, kilit faiz oranlarının kesilmesini koordine ettikleri için Ekim 2008'de benzeri görülmemiş bir adım atmışlardır. İkincisi, merkez bankaları likiditeyi doğrudan doğruya kredi piyasalarına likidite sağlayarak ve faiz oranlarını daraltmaya odaklanarak işlevsiz piyasalara yönelmiştir. Bazı durumlarda merkez bankaları, başarısız olamayacak kadar büyük olduğu düşünülen finansal kurumları kurtarmak için bazı müdahalelerde bulunmuşlardır²². Üçüncü olarak, sıfır alt sınırı sorunu karşısında, bankalar kısa vadeli nominal politika oranlarını sıfıra indirgemeye çalışmıştır. Bir seçenek de Japonya'da olduğu gibi enflasyonist beklentileri arttırmaktır. Ancak merkez bankası uzun vadeli nominal oranlarını enflasyonist beklentilerden kurtararak düşürmek istiyorsa, şu iki strateji uygulanabilir: Birincisi; iletişim politikalarını, faiz oranlarının gelecekteki seyri ile ilgili olarak kamu beklentilerini şekillendirmek ve faiz oranını sıfırlamak için kullanabilir. İkincisi; bilançosunu arttırabilir veya daha uzun vadeli tahvilleri alarak talebi daha da fazlalaştırabilir ve uzun vadeli faiz oranlarını düşürür²³ (Bernanke vd., 2004: 3).

FED, BOE ve ECB arasındaki en önemli fark, ECB'nin satın alınan menkul kıymetlerinin daha düşük olması ve kredi kuruluşlarına borç verme konusunda daha büyük bir role sahip olmasıdır (De Molina, 2013: 40). Özellikle niceliksel gevşeme programlarına ilişkin olarak, geniş bir ampirik araştırma gövdesi tarafından (Hamilton ve Wu, 2011; Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen, 2011; Gagnon vd., 2010; D'Amico vd., 2012) vurgulamaya değer dört özellik bulunmuştur. Birincisi; niceliksel gevşeme merkez bankalarının bilançosunu önemli ölçüde genişletmiştir. Bir yan ürün olarak satın almalar, 2008'den bu yana FED ve BOE'nin bilançosunu iki katından fazla arttırırken, ECB için bu oran yalnızca %60'tır (Lenza vd., 2010: 16). İkincisi; niceliksel gevşeme ticari bankacılık sisteminin rezervlerini aşırı arttırdığından bilançoların kompozisyonunu da değiştirmiştir. Üçüncüsü; uzun vadeli faiz oranının prim bileşenini ve bir dizi menkul

²² Başarısız olmaları durumunda maliyetlerinin düşmesine kıyasla iyileşme maliyetleri daha düşük olduğu için.

²³ ABD, İngiltere ve Japonya'da yapılan büyük ölçekli varlık alımı LSAP programları aracılığıyla.

kıymetler üzerindeki uzun vadeli faiz oranlarını -satın alma programında yer almayan menkul kıymetler dahil- düşürerek daha geniş finansal koşulları hafifletmiştir. Son olarak gelişmekte olan piyasalara önemli miktarda sermaye girişine katkıda bulunmuştur²⁴.

ABD parasal cephesi ile ilgili olarak birincisi; FED, federal fonlar faizinin hedefini Aralık 2008'den beri geçerli olan etkili sıfır alt sınırına (0 ve 25 baz puanlık bir aralığa) indirmiştir. İkincisi; politika faiz oranındaki piyasa beklentilerini uzun vadede düşürme niyetini dile getirmiştir. Üçüncüsü; çeşitli likidite programlarını başlatmış ve merkez bankaları arasındaki döviz takas hatları yoluyla genişletilmiş kredileri işleme koymuştur (Hamilton ve Wu, 2011: 9). Ancak ekonomik ajanların parayı mülk olarak tutması, FED'in deflasyonu ve durgunluk sarmalını durdurmasını engellemiş, ve bundan dolayı tüketim artmamıştır. 2008 yılının Kasım ayında ek parasal teşvikler, orta veya uzun vadelere sahip önemli miktarlarda varlık alımları şeklinde gerçekleşmiştir. Daha çok niceliksel gevşeme olarak adlandırılan bu büyük ölçekli varlık satın alma programları, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeyi, böylece finansal koşulları yumuşatmayı ve ekonomik faaliyetleri teşvik etmeyi amaçlamıştır. Burada, ABD'de ve Japonya'da istihdam edilen niceliksel gevşeme arasındaki farkı vurgulamak gerekir. Mekanik olarak aynı olmasına rağmen, Bernanke, FED'in Japonya gibi "saf niceliksel gevşemeyi" değil, "kredi gevşemesini" gerçekleştirdiğini iddia etmiştir. Bernanke'ye göre, BOJ, dolaşımda para kazanma ve enflasyonist beklentileri etkileme amacıyla niceliksel gevşeme gerçekleştirirken, FED uzun vadeli tahvillere olan talebi artırmayı ve verimlerini düşürmeyi hedeflemektedir. Öte yandan, gelişmiş ekonomilerdeki herhangi bir merkez bankası döviz kurunu düşürmeyi merkezi hedef olarak düşünmemiş, hatta bu önlemi yan etki olarak görmemişlerdir. (Rajan, 2013: 9).

2009 ve 2014 arasında, üç tur niceliksel gevşeme yapılmıştır. İlk turda, 600 milyar dolara kadar olan konut ajansı borcu ve ipotek destekli menkul kıymetler (MBS) satın alınmıştır. 2009 yılının Mart ayında, büyük ölçekli varlık alımı (Large-Scale Asset

²⁴ Sonraki bölümde daha ayrıntılı olarak tartışılacaktır.

Purchase: LSAP) acentelikle ilgili menkul kıymetleri ve 1,75 trilyon dolara kadar olan uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini de kapsayacak şekilde genişlemiştir. Bu, 2008'den önceki FED'in varlıklarının iki katı büyüklüğündedir (Gagnon vd., 2010: 3). 2013 yılının ortalarında FED, 2014 yılının Ocak ayında bir önceki yıla göre 10 milyar dolar düşüşle başlayan pozitif ekonomik verilere ve faiz oranlarındaki artışlara bağlı olarak niceliksel gevşeme politikalarının kademeli olarak azalacağını duyurmuştur (Rajan, 2013: 10).

Mali cephede, otomatik dengeleyiciler tam olarak faaliyet göstermişler ve politika yapıcılar toplam talebe destek veren isteğe bağlı teşvik eylemlerini başlatmışlardır. Aslında ABD maliye ve para politikaları, kriz tepkisinin son derece politik hâle gelmesiyle parasal açıdan ("krizden önce şehirdeki tek oyun" olarak algılanan) mali anlamda gelişmiştir. Başlangıçta mali programlar, piyasa istikrarı için gerekli görülen ipotekleri ve diğer sorunlu varlıkları ele almıştır. Ancak, sorunlu varlıkların kurtarılması (Troubled Asset Relief Program: TARP) Ekim 2008'deki başlangıcından hemen sonra, büyük finansal kuruluşlara sermaye enjeksiyonu yapmak için ipotek alımından ayrılmıştır. Ayrıca, TARP fonlarının tahsis edilmesinin, hazineyi kazananları ve kaybedenleri seçebilecek duruma getirdiği görülmüştür. Çünkü Hazine seçim kriterlerini açıklamamış, çünkü zayıf kurumlar sermaye enjeksiyonu alamamışlar ve bu nedenle TARP fonlarına erişim hakkı verilen firmalar tarafından edinilmek zorunda kalmışlardır. (Barth vd., 2009: 260). Spesifik olarak, Hazine, Lehman iflasından sonra bankaların diğer bankaları elde etmelerini sağlayan ve kazancını edindiği bankanın kredi portföyünün sebep olduğu zararlarla, elde ettiği karı dengelemesini sağlayan yeni bir regülasyon uygulamıştır (Barth vd., 2009: 268). Bu düzenleme, önemli vergi indirimleri sunduğundan, daha sağlıklı kurumları elde etmek için teşvik edilmiştir. Ayrıca Hazine, en büyük bankaların kredilerini geri ödemesinden sonra, Nisan 2010'a kadar Sorunlu Varlıkların Kurtarılması fonlarını nasıl kullandıklarını rapor etmek için bankaların gereksinimlerini kabul etmemiştir. Alınan TARP fonlarının kullanımı ile ilgili anlaşmazlıklar da dile getirilmiştir çünkü bankalar kredilendirmeyi planladığı gibi arttıramamışlar ve devam eden konut krizinde hacizleri engelleyememişlerdir. 2009'a

gelindiğinde, büyük finansal kurumlar hayatta kaldıkça finansal kurtarma başarılı olmuş ve bankalar önemli ölçüde büyümüştür²⁵. Bununla birlikte, toplam mal ve hizmet tüketimini kalıcı olarak desteklemek için kredi büyümesi iyileşmemiş ve toplam arz cephesinde yetersiz yatırım ile yeniden yapılandırma yaşanmıştır. Bu kısmen, üçte biri vergi indirimini içeren 2009 Amerikan kurtarma ve yeniden yatırım yasası (American Recovery and Reinvestment Act: ARRA) ile ele alınmış ve üçte ikisi kamu harcamalarını artırmıştır. ARRA yasası ekonomik durgunluğa karşı koymada yetersiz olarak algılanmış, çünkü mali otoritenin krizin ciddiyetini kavramada yetersiz kalmasının yanı sıra, siyaset sınırlamaları seçmenlerin devlet harcamalarının pratikte yetersiz kaldığı inancını güçlendirmiştir (Krugman, 2012: 75). ABD’de kamu borcunun GSYH’ye oranının 2007’de GSYH’nin yüzde 62,2’sinden 2010’da GSYİH’nin yüzde 92,1’ine yükselmesiyle sonuçlanan diğer küçük mali teşvik programları sağlanmıştır. Obama’nın yönetimi sırasında bankaların mülk ticaretinde sermayeleriyle kumar oynama kabiliyetini sınırlandırmayı amaçlayan önemli bir yasa da çıkarılmıştır. Bununla birlikte, iyi niyetlere rağmen, yeni yasa, bankaların durumunda çok büyük bir değişiklik yapamamıştır. Buna paralel olarak ciddi cari açıklar, sermaye girişlerine olan ağır bağımlılık ve Avrupa çevre ülkeleri için önemli ölçüde aşırı değerlendirilmiş reel döviz kurları, uluslararası finans piyasalarında sermaye akışını provoke edebilecek olası karışıklıklara karşı hassasiyetler eklemiştir. Finansal istikrarsızlık ve bankacılık sıkıntısı, 2009 yılının ortalarında Avrupa ülkeleri borç krizinin yarattığı korkulara ek olarak, bazı önemli Avrupa bankalarında çevre ülkelerinde artık sürdürülemez borçların yeterli düzeyde tutulmasıyla gerçekleşmiştir. Açıklamak gerekirse, 2010 yılında Yunan ve Alman borç - GSYİH oranları sırasıyla yüzde 142,8 ve yüzde 58 iken, devlet açıkları sırasıyla yüzde 10,4 ve yüzde 3,3 olarak gerçekleşmiştir. Üstelik, Yunan olmayan Avrupalı bankaların Yunan borcuna maruz kalmaları toplamda 43 milyar dolardır²⁶. Avrupalı olmayan bankaların oranı ise sadece 2 milyar dolardır (Barth vd., 2011: 7). Bu da kredi sistemindeki bozulmalara ve bankalar arasında muadillerinin kredibilitesine

²⁵ Bankalar önemli ölçüde daha büyük olmuştur.

²⁶ Alman ve Fransız bankaları bunun yaklaşık yüzde 75’ini temsil etmektedir.

ilişkin belirsizliklerin artmasına neden olarak, bankalar arası piyasaların kapanması, bankalar arası kredilerdeki risk primlerinin yükselmesi ve kısa vadeli borçların mahsup edilememesi sonucunu doğurmuştur. Yatırımcının güveni de sarsılmıştır.

Sonuç olarak, özel tüketim ile yatırım baskılanmış ve işsizlik artmış, bu da borç gelirlerinin düşmesine ve istikrarsızlık döngüsüne neden olan vergi gelirlerinin ve sürdürülemez borç GSYİH oranlarına yol açmıştır (Attinasi, 2009: 35). Çevre ülkelerindeki krizin nedenlerinin, nihayetinde 2011'de Avrupa çapında bulaşmaya neden olan mali disiplinin eksikliği (Yunanistan), mali istikrarsızlık (İrlanda) ve zayıf uluslararası rekabetçilikten (Portekiz) farklı olduğunu da belirtmek gerekir.

Mayıs 2010'da Yunanistan'a yönelik ilk kurtarma paketi piyasalarda paniğe yol açarken, başlangıçtaki devlet borç krizi bankacılık krizine yol açmıştır. Bu, parasal aktarım mekanizmasının bozulmasına neden olmuş ve tek bir para birimi çökme riskine yol açmıştır. (Molina, 2013: 37). Bulaşma, çekirdek ülkelere ve borçlara yayıldıkça, büyük bankaların yeniden sermayelendirilmeleri gerekli hâle gelmiştir. Sonuç olarak ABD, Euro alanı ve Birleşik Krallık'taki ekonomik büyüme, zirveden % 5,6 oranında düşerken, finansal kriz sırasında işsizlik ortalama % 5 oranında artmıştır (Midthjell, 2011: 26). Buna karşılık, çoğu EMU ülkeleri mevduat sigortasını arttırmış, bankalar borç teminatlarını uzatmış, likidite ve kurtarma müdahalesi sağlanmıştır. Banka borç teminatı örnekleri arasında, İngiltere'nin Kredi Garanti Planı, Kanada Kredileri Güvence Tesisi ve kısa vadeli borçları garanti etmek için başlatılan, varlıklarını satın almak ve firmaları yeniden sermayelendirmek için Alman SoFFin²⁷ yer almaktadır. Öte yandan, Lehman'ın ardından Euro bölgesindeki pek çok banka müdahalesi arasında Fransız / Belçika Dexia'nın yeniden sermayelendirilmesi, İngiltere'nin HBOS / Lloyds ve RBS'si, İsviçre UBS'si, Alman Commerzbank AG ve İtalyan Banco Popolare bulunmaktadır. Gerçekte, yalnızca Troika tarafından dikte edilen ve sert mali değişiklikleri uygulamak için gerekli olan bazı Euro alanı ülkeleri için değil, aynı zamanda küresel krizin

²⁷ SoFFin, finansal sisteme olan güveni istikrara kavuşturmak ve eski haline getirmek amacıyla Alman devletinin bir programıdır.

etkileriyle ilk acı çeken ülkelerden biri olan İzlanda gibi Euro dışı ülkeler için de kurtarmaların maliyeti önemli olmuştur. Ayrıca kısa vadeli teşvikler, daha yüksek kamu borcu ve bunun sonucunda da kalıcı iyileşme ihtimaline ağırlık veren ve sıkılaştırıcı önlemleri gerektiren büyük bütçe açıkları ile sonuçlanmıştır (Midthjell, 2011: 33).

Almanya ve Fransa gibi ana ülkeler de dahil olmak üzere birçok ülkede oldukça büyük tasarruf planları uygulanmıştır. ABD'de mali sıkılaştırmanın zamanlaması ve bileşimi açıklanmadığı hâlde, Avrupa ülkelerinin toplam brüt borç yükümlülüğü, ABD'ninkinden iki kat daha fazladır (Midthjell, 2011: 32). Spesifik olarak, % 4'lük enflasyon, geleneksel para araçlarını daha verimli kılmakta ve durgunluk sırasında daha büyük kesintilere (gerçek anlamda) izin vermektedir. Aynı zamanda, baskılanmış endüstrilerdeki reel ücret düşüşü ve sabit faiz oranlı (tahvil ve ipotek gibi) finansal araçlardaki borç değerlerinin aşınması yoluyla, maliyet rekabetçiliğinin restorasyonunu kolaylaştırması ve nominal GSYİH'yi artırması öngörülmektedir²⁸. Buna rağmen hem Federal Rezerve hem de Avrupa Merkez Bankası, daha yüksek enflasyon hedeflerini kabul etmeyi açıkça reddetmiştir.

Maastricht Antlaşması, ECB'nin bireysel yönetimlere son çare olarak borç vermesini yasakladığından, kriz kararı üye devletlerin hükümetlerinin eline geçmiştir. Dolayısıyla, hükümetler tarafından bankacılık denetimini ve yetersiz kurumsal yapısını güçlendirmeye, Euro alanının yetersiz kurumsal mimarisini yapılandırmaya, mali ve makroekonomik dengesizlikleri azaltmaya ve cari açık pozisyonlarını iyileştirmeye yönelik birçok kriz yönetimi aracı uygulanmıştır. Euro bölgesinde Avrupa Merkez Bankası'nın acil durum müdahalesi ve egemen temerrütlerin önlenmesi için gerekli araçlara sahip tek banka oluşu dikkat çekmektedir. Nitekim her durumda Avrupa Merkez Bankası, eylemlerinin piyasalara derhal yatıştırıcı bir etkisi olduğunun farkındadır; ancak bu eylemler, yalnızca üye devletlerin daha sistemli bir çözüm bulmaları için fazladan zaman yaratma aracı olarak düşünülmüştür. Bununla birlikte Euro alanındaki parçalı finansal piyasalar nedeniyle, parasal teşvikler tüm üye ülkelere

²⁸ Böylece borç / GSYİH oranını düşürecektir.

eşit ölçüde aktarılamamış ve aynı zamanda Avrupa Merkez Bankası'nın eylemleri, hükümetlerin krizi çözmeyi ertelemeleri için ahlaki bir tehlike teşviki yaratmıştır (De Molina, 2013: 38). Avrupa Merkez Bankası, temel refinansman oranını²⁹ ve rezerv oranını (% 2'den 1'e) düşürmüştür. Bu önlemler, bankaların fonlama maliyetlerini içermektedir; devletlere bol miktarda ucuz kredi sağlamış³⁰ ve finansal kurumlara borç veren son tesislere erişimi sağlamıştır. Avrupa Merkez Bankası, kullanılmamış bazı önlemleri, büyük miktarda kredi daralmasını önlemek için uygulamıştır. Örneğin kapalı tahvil alım programı, menkul kıymet piyasaları programı, uzun vadeli finansman işlemleri, kesin parasal işlemler gibi. Ancak FED ve BOE'nin aksine, ECB, niceliksel gevşeme yapmamıştır (De Molina, 2013: 42). Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası da varlık alımlarını sterilize ederken, Federal Reserve ve İngiltere Merkez Bankası, faiz oranlarını sıfır alt sınırından bu yana çekerek, geleneksel para politikasını etkisiz hâle getirmiştir. Buna karşılık gevşek parasal önlemler, para ve finansal piyasaları dengelemiştir; ancak düşük enflasyon oranlarına yansıyan toplam talep konusunda etkisiz kalmıştır (Mortensen ve Alicidi, 2012: 2). Bu sebeple, yakın bir zamanda Avrupa Merkez Bankası'nın alışılmadık diğer önlemleri alması beklenmektedir. Nitekim, Avrupa Merkez Bankası (en büyük merkez bankaları arasında birinci) Haziran 2014'te negatif mevduat tesisi oranlarını uygulamaya koymuş; Ana Refinansman Operasyonları'nın temel oranını Eylül 2014'te % 0,05'e düşürmüş, geri ödemeli menkul kıymetler ve teminatlı tahvilleri satın almak için “varlık satın alma programı” açıklamıştır.

İngiltere ile ilgili olarak, devlet 2008-2009 yıllarında büyük bir banka kurtarma paketi ve teşvik uygulamasını yürürlüğe koymuş, ardından 2010 yılında ciddi bir açık azaltma planı uygulamış, vergi artışlarını ve harcama indirimlerini birleştirmiştir. Parasal açıdan İngiltere Merkez Bankası Mart 2009'da banka faizini, kurulduğundan (1694) bu yana en düşük oran olan % 0,5'e düşürmüştür (Joyce vd., 2011: 113). Ayrıca, merkez bankaları arasında banka rezervleri politikasını uygulayan tek ülke olmuştur (Bean, 2011: 3). Öte yandan, Federal Reserve ve Avrupa Merkez Bankası da banka rezervlerini

²⁹ Yüzde 1'e ulaştığı Mayıs 2009'a kadar altı aylık bir dönemde toplam 325 baz puan.

³⁰ Bankalar arasındaki para akışını sürdürmek için.

arttırmış, ancak bu sadece varlık tarafında yapılan işlemlerin basit bir yan ürünü olmuştur (Borio ve Disyatat, 2009: 11). Bununla birlikte, gelecekteki politika oranlarının olumlu seyretmesi için açık bir rehberlik sağlayan FED'in aksine, BOE piyasa katılımcılarını 2013 ortasına kadar kendi kararlarını vermeleri için serbest bırakmıştır. Likiditeyi artırma girişimlerinin yetersiz olduğuna ve harcamaları arttırmak ve orta vadede yüzde 2'lik Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) enflasyon hedefini karşılamak için ek önlemler alınması gerektiğine karar verilmiş; 2009 yılının Mart ayında niceliksel gevşemede ek parasal gevşeme oluşmuş ve ağırlıklı olarak İngiltere devlet menkul kıymetlerinin alımı gerçekleştirilmiştir. Japonya ekonomisi ile ilgili olarak, 2008 krizinin başlangıcında finansal krizden kaynaklanan bir bozulma yaşanmamış gibi görünmektedir. Fakat kriz, Yen'in ve zayıf ihracatın artışının değer kazanmasına, yurt içi talebin, özellikle de iş yatırımlarının ve ücretlerin azalmasına neden olmuştur (Sommer, 2009: 4). Buna karşılık Merkez Bankası, Aralık 2008'de çağrı oranını %0,1'e indirmiş, finansal piyasaların istikrarını sağlamak ve kurumsal finansmanı kolaylaştırmak için Ekim 2010'da Kapsamlı Para Akışı politikasını başlatmıştır. Ayrıca devlet tarafından, iç tüketimi arttırmak için 275 milyar dolarlık bir teşvik paketi açıklanmıştır. Fakat önlemlerin etkisiz olduğu kanıtlanmıştır. 2012 yılında yapılan sonraki reform programı, (Abenomics olarak bilinir) durgun Japon ekonomisini canlandırmayı hedeflemiş ve “üç ok” üzerine kurulmuştur: Birincisi, agresif para politikası³¹. İkincisi, mali teşvik (kamu yatırımlarında ve işçi verimliliğindeki artış). Üçüncüsü, yapısal reformlar (yaşlanan nüfusa hitap etmek gibi). Sonuç olarak, Japonya'nın kamu borcu inanılmaz yüksek seviyelere tırmanmış ve 2013'teki yıllık GSYİH'nin iki katından fazla olmuştur. Ayrıca Japonya Merkez Bankası, Nisan 2013'te açık uçlu bir Varlık Satın Alma Programı başlatmış, iki yıldan daha az bir sürede ekonomiye yaklaşık 1,4 trilyon dolar enjekte etmiş ve 2014 yılı sonuna kadar para tabanının iki katına çıkarılmasını hedefleyen cesur bir parasal teşvik ilan etmiştir. Sonuç olarak Yen, 2013 yılında enflasyon sebebiyle yoğun bir şekilde değer kaybederek beş

³¹ Negatif faiz oranları; gerçekten radikal niceliksel gevşeme ile yıllık yüzde 2 oranında enflasyon hedeflemesi; aşırı yen takdirinin düzeltilmesi.

yıllık bir zirveye ulaşmıştır; tahvil getirileri, enflasyon beklentilerini artırmanın yanı sıra, büyümeyi artırmaya yönelik bir başka girişimi de yansıtarak, rekor düşük seviyelere inmiştir (Shinohara, 2014: 22).

Tablo 2.1. gelişmiş ekonomilerde 2008 krizi sonrası uygulanan maliye ve para politikalarını özetlemektedir.

Tablo 2.1: 2008 Finansal Krizi Sırasında Gelişmiş Ekonomilerdeki Uygulanan Maliye ve Para Politikalarının Özeti

Ekonomi	Maliye Politikası	Para Politikası
ABD	Şubat 2008'de ABD Kongresi, aileler için tek seferlik vergi indirimleri ve işletmeler için geçici olarak hızlandırılmış amortisman içeren “2008 Yılı Ekonomik Teşvik Yasası”nı geçirmiştir. Bu yasa, düşük gelirli ve orta gelirli aileler için 300 - 1200 dolar vergi iadesi sağlamıştır. Bu da cari açığa yüzde 1'den biraz fazla olan bir yıllık artışa neden olmuştur. Kongre, ilk iki tam bütçe yılında açığı yaklaşık yüzde 5 oranında artıracığı tahmin edilen “2009'un Amerikan Geri Kazanım ve Yeniden Yatırım Yasası” ile ek mali teşvik sağlamaya çalışmıştır.	Ağustos 2007'de önemli finansal sorunlar ilk ortaya çıktığında, FED hızlı bir şekilde tepki göstermiştir. İlk olarak, FED iskonto oranını düşürmüştü ve bankalar için vadeli kredileri uzatmıştır. Daha sonraki aylarda ekonomik zayıflık göstergeleri ortaya çıktıkça, FED federal fonlar için hedef oranını 2008 baharında yüzde 2'ye kadar düşürmüştür. FED, ekonomik ve finansal koşulları izleyerek yaz boyunca oranları sabit tutmuştur. Ancak para politikasının gevşemesine rağmen, kredi piyasalarındaki işlevsizlik kötüleşmeye devam etmiştir. Sıfır oranına varınca, FED bazı geleneksel olmayan para politikası araçlarını denemiştir. Örneğin,

		büyük ölçekli varlık alımlarını (LSAP) kullanmaya çalışmıştır. Ayrıca, 600 milyar dolara kadar olan konut ajansı borcu ve ipotek destekli menkul kıymetler (MBS) satın alınmıştır.
İngiltere	24 Kasım 2008 tarihinde sunulan Bütçe Öncesi Rapor, katma değer vergisinde yüzde 17,5'ten yüzde 15'e geçici bir indirim yapılmıştır. Durgunluğun başlamasıyla birlikte, 2008/09 döneminde kamu kesimi net borçlanma tahmini, GSYİH'nın yüzde 2,4 oranında artmıştır. 2009/10 yılı için kamu kesimi net borçlanma tahmini GSYİH'nın yüzde 5,5 oranında artarak yüzde 8,0'e yükselmiştir.	Alınan ilk parasal işlemler, Aralık 2007'de başlayan ve Mart 2009'da sona eren faiz oranı düşürmeleriydi. İlk düşürme dalgası Aralık 2007 ile Nisan 2008 arasında gerçekleşmiştir ve BOE faiz oranını % 5,0'a düşürmüştür. Para politikası komitesi (MPC), orta vadede ekonomik aktivitedeki keskin bir yavaşlamaya eşlik eden düşük enflasyon riski sebebiyle faiz oranı düşürmesini haklı çıkarmıştır. Bu önlemlerle alakalı olarak, komite haklı olduğunu kanıtlamıştır. Enflasyon, Haziran ve Kasım 2009 arasında aslında% 2'nin altında gerçekleşmiş ve Eylül ayında% 1.09'un altına düşmüştür. İkinci indirim dalgası Ekim 2008 ile Mart 2009 arasında gerçekleşmiştir ve faiz oranı % 0,5'e düşürülmüştür.
Euro Alanı	Avrupa Komisyonu tahminlerine	9 Ağustos 2007'de kısa vadeli para

	göre, 2009-10 yılları için Euro alanı ülkelerinin ekonomik krize doğrudan yanıt olarak kabul ettiği 2009-10 yıllarına ilişkin mali teşvik paketleri GSYİH'nın neredeyse % 2,0'sine denk gelmiştir (2009'da% 1.1 ve 2010'da% 0.8). 2009'da en büyük mali paket İspanya'da (GSYİH'nın% 2,3'ü), ardından Avusturya, Finlandiya ve Malta (GSYİH'nın% 1,5'inden fazlası) ve Almanya (GSYİH'nın% 1,4'ü) uygulanmıştır. Bütçe manevra kabiliyeti daha az olan ülkeler, özellikle Yunanistan ve İtalya, krize bütçe açıklarını artıracak bir tepki göstermekten kaçınmıştır.	piyasaları aniden artmaya başlamıştır. ECB, sınırsız likidite sağlaması ile dünyada tepki veren ilk merkez bankası olmuştur. Bankaların para talebi olağanüstü güçlü, toplam 95 milyar Euro olarak ortaya çıkmıştır. Bu nedenle likidite sağlamasına bazı ayar operasyonları yapılmıştır, böylece kısa vadeli Euro alanı para piyasalarındaki gerginlik bir dereceye kadar azalmıştır. Bu ayar operasyonlarının serisi, Eylül 2008'e kadar süren bir aşama olan finansal krize verilen politika tepkilerinin ilk aşamasının başlangıç noktası olduğu ortaya çıkmıştır. Eylül 2008'den sonra, ECB iki cephede kararlı ve hızlı bir şekilde tepki göstermiştir. Birincisi, orta vadede fiyat istikrarını korumak için, politika oranını % 1 seviyesine düşürmüştür. İkincisi, ECB daha fazla kredi desteği sağlamıştır. ECB, Ekim 2008'de tüm likidite sağlama faaliyetlerinde tam tahsis edilen sabit oranlı ihalelere
--	---	--

		geçmiştir. Bu değişiklik, bankaların yeterli uygun teminat almaları koşuluyla, ihtiyaç duydukları kadar merkez bankası likiditesine erişmelerini garanti altına almıştır. ECB, bankaların yeniden finanse edilmesini daha öngörülebilir ve aynı zamanda daha az maliyetli hale getirdiğinden finansal sektörü desteklemiştir.
Japonya	Finans piyasalarının güvenliğini korumak için Japonya'da güvenilir ve ayrıntılı bir orta vadeli mali konsolidasyon programı geliştirmek çok gereklidir. Aralık 2008'de, Japon devleti sosyal refah sistemini geliştirmek için bir program başlatmıştır. Haziran 2009'da, devlet mali konsolidasyon için yeni hedefler belirlemiştir: kamu borç oranının 2010 ortalarına kadar stabilize edilmesi ve 2020'lerin başından itibaren düşüş eğilimine sokulması. Mali teşvik paketi nedeniyle, kamu yatırımları 1996 yılında GSYİH'nın % 8,4'ünden 2008'de	Japonya Merkez Bankası (BOJ), 2008 krizine tepki olarak üç ana alanda çeşitli para politikası önlemleri almıştır: 1. Faiz oranı indirimi: 31 Ekim 2008 tarihinde BOJ faiz oranını % 0,3'e düşürmüştür. Kısa bir süre sonra, 12 Aralık 2008'de faiz oranını % 0,1'e düşürmüştür. 2. Finans piyasalarının istikrarını sağlayıcı önlemler: Örneğin, BOJ menkul kıymet borç verme tesisinin genişlemesini gerçekleştirmiştir. Ayrıca, BOJ, ABD doları fon

	% 4,0'a düşmüştür. Yatırım kesintisi, verimliliğini arttırmak için daha iyi bir tahsisatla birlikte yapılmalıydı.	tedarik operasyonlarını genişletmiştir. Buna ek olarak, BOJ gayrimenkul yatırım şirketleri tarafından verilen borçlanma araçlarını uygun teminat olarak kabul etmiştir. 3. Kurumsal finansmanı kolaylaştırıcı adımlar. Örneğin, kurumsal finansmanı kolaylaştırmak için özel fon tedarik operasyonlarını genişletmek ve şirket tahvillerinin doğrudan alımlarını başlatmak.
--	--	---

3.BÖLÜM: GELİŞMİŞ EKONOMİLERDEN GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERE AKTARIM MEKANİZMALARI VE POLİTİKA TEPKİLERİ

Bu bölümde 2008 küresel finansal krizinin sonuçları üç aşamada değerlendirilmiştir: (i) 2008 yılı sonunda gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde kredinin daha da kısıtlanmış olması, sermaye kaçıışı³², düşük emtia fiyatları ve döviz devalüasyonuyla şekillenmiştir. (ii) İkinci aşama, gelişmiş ekonomilerdeki geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması ile 2010-2012 döneminde gelişmiş ülkelerde hızlı sermaye girişleri ile döviz ve varlık fiyatları üzerinde güçlü bir baskı yaratmıştır; (iii) üçüncü aşamada, FED'in 2013 yılı ortasındaki yaptığı duyuru açıklamasını takiben³³, birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisi, artan piyasa dalgalanmasından dolayı parasal tedbirlerini sıkılaştırmıştır.

3.1. Gelişmekte Olan Ekonomilerde Etkilenen Aktarım Kanalları

2008 yılının sonlarında kriz gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yayıldıkça dış şoklar iki ana kanaldan geçmiş ve ticarete açıklıklarına bağlı olarak gelişmekte olan piyasa ekonomilerini farklı derecelerde etkilemiştir. İlk kanal ticaret kanalıydı. Bu kanalın vasıtasıyla, küresel talepteki düşüş geçmiş ve bazı karışık etkileri doğurmuştur. Bu, gelişmekte olan ülkelere yapılan ihracatın daralmasına neden olmuş ve emtia ihracatçıları için (Brezilya ve Rusya gibi) keskin bir ticaret açığına neden olmuştur. Emtia fiyatlarındaki düşüş emtia ithalatçılarına (özellikle Asya'da) yardımcı olmuş ve bazı gelişmekte olan ülkelerde kriz öncesi enflasyon korkularını hafifletmiştir. İkinci kanal finansal kanaldır. Yatırımcılar ABD hisse senetleri ve tahvil fonları gibi güvenli sığınaklar aradıkça, önemli yatırımlar gelişmekte olan ülkelere ABD ve diğer gelişmiş ülkelere kaymaya başlamış, ve bu da ABD dolarının değer kazanmasına neden olmuştur. Sermaye çıkışlarındaki keskin artış finansal kanaldan geçmiş ve gelişmekte olan piyasa

³² Ülke ekonomisinin genel olarak iyi durumda olmaması, siyasi istikrarsızlık, askeri gelişmeler gibi nedenlerin etkisiyle tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonları daha güvenilir bölgelere yönlendirmeleri sermaye kaçıışı kavramı ile ifade edilir.

³³ Finansal dünyada incelmeye ya da sivriltmeye, belirli faaliyetlerin ya da programların merkez bankası tarafından kapatılmasını ifade eder.

ekonomilerinde bankacılık sektörlerini, sermaye piyasalarını ve ticari borçlanmayı etkilemiştir (Blanchard vd., 2010: 266). Bu durum, düşük tahvil getirileri ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin para birimleri ile sonuçlanmıştır (Fratzscher vd., 2013: 26). Aynı zamanda, azalan net sermaye ithalatı harcamalarda bir düşüşe neden olurken, birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisi ABD doları kıtlığı ile karşı karşıya kalmıştır³⁴. Genel olarak, gelişmekte olan ekonomilerin bankacılık sektörleri, 1990'larda ciddi krizler geçirdikten sonra bankalarının sermaye seviyelerini güçlendirmesi sayesinde karmaşık finansal araçlara sınırlı olarak maruz kalmıştır. 2008'in sonlarında, özkaynak kârlılığı (Return on Equity: ROE) ve varlıkların geri dönüşü (Return on Assets: ROA) gibi finansal göstergeler düşerken, takipteki alacaklar oranları artmıştır. Ancak bu durum tüm ülkeler için geçerli değildir. Örneğin Brezilya ve Rusya kötü etkilenirken, Hindistan ve Çin düzenleme politikalarına atfedilebilecek daha sağlam bir finansal sisteme sahip olduklarını göstermişlerdir (Banerjee ve Vashisht, 2010: 10). Kredi büyümesi durmuş ve yüksek cari hesaplara sahip ülkeler (Çin ve bazı Körfez Arap Devletleri gibi) bir kez daha gelişmiş ülkelerin alacaklıları konumuna gelmişlerdir. Bu durum, genel kredi krizini sınırlamıştır.

Kısa vadeli kredilerde düşüş olmuş, doğrudan yabancı yatırımların (DYY) büyümesinde durma noktasına gelinmiştir. Brezilya, Rusya ve Hindistan'da yabancı kurumsal yatırımın güçlü bir şekilde tersine çevrildiği görülmüştür. Borsa endeksleri genel olarak düşmüştür. Bu, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde piyasa kapitalizasyonunda düşüşe yol açmıştır. Döviz piyasasında, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ABD doları karşısında para birimleri üzerinde güçlü bir değer düşüklüğü baskısı görülmüştür. Öte yandan, kriz dönemindeki 20 yıl boyunca özel sermayenin gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişi önemli ölçüde artmıştır.

Gelişmiş ekonomilerin aksine, gelişmekte olan piyasa ekonomilerindeki toplam net sermaye girişleri, yurt içi GSYİH büyümesiyle ılımlı bir şekilde tespit edilmiştir (Bluedorn vd., 2011: 23). 1996-2007 döneminde portföy sermayesi yükümlülüklerinin

³⁴ Rusya'daki bankaların yurt dışı yükümlülüklerinin yabancı varlıklarını aştığı durumda olduğu gibi.

GSYİH oranındaki en büyük artış Rusya (%19 oranında artmıştır), Brezilya, Çin ve Kore'de görülmüştür (Schmitz, 2012: 8). Bununla birlikte, krizin başlangıcında sermaye girişi durmuş ve sert bir şekilde negatife dönmüştür. Ancak 2009 yılının sonunda yine toparlanmaya başlamıştır. Genel olarak, hem küresel likidite koşullarının hem de yerel ekonominin, gelişmekte olan piyasa ekonomilerine olan sermaye akımlarını etkilediği düşünülmektedir (IMF, 2013: 47). Bununla birlikte deneysel araştırmalar, itici faktörlerin, gelişmekte olan piyasa ekonomilerindeki sermaye akımlarının yerel (çeken) etkenlerden daha güçlü olduğunu öne sürmüştür.

Gelişmiş ülkelerde uygulanan birçok geleneksel para politikası dışında ABD, FED'in büyük ölçekli varlık alım programının etkisiyle öne çıkmaktadır. Nitekim, İngiltere'deki niceliksel gevşemenin yoğunluğu, ABD ve Japonya ile karşılaştırıldığında daha ılımlı olmuştur. Gelişmekte olan piyasa ekonomileri, 2010-2011 Avrupa devlet borç krizinden daha az etkilenmiştir (Chudnik ve Fratzscher, 2012: 24). Genel olarak, yatırımcıların portföy kararlarını ve yurt içi ile yurt dışındaki varlık fiyatlarını etkileyen üç kanal vardır: (i) sinyal kanalı, (ii) güven kanalı ve (iii) portföy bilanço kanalı. Sinyal ve güven kanalının bir parçası olarak FED ve Japonya Bankası, piyasa beklentilerini karşılamak için ileriye dönük hedefler benimsemiştir. Bu da istikrarlı enflasyonun korunmasına yardımcı olmuştur. Gelişmekte olan ülke ekonomileri perspektifinden bakıldığında, ABD'deki uzun vadeli faiz oranları normal olarak gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki uzun vadeli faiz oranlarını da etkilemektedir. Bu nedenle, portföy bilanço kanalı kapsamında, merkez bankasının alımları (ABD FED'in Hazine Menkul Kıymetleri alımları gibi), söz konusu varlıkların mevcut arzını etkileyerek güvenliğin verim ve fiyatını ters yönde etkilemiştir. Başka bir deyişle, ABD Hazine bonosunun düşük vadeli spreadleri, özkaynak fiyatlarını yükseltmektedir (Chen vd., 2012: 230). Spesifik olarak, Büyük Ölçekli Varlık Satın Alma, özel sektöre daha uzun süre sahip olan net varlık arzını azaltmış ve özel sektör tarafından tutulan kısa vadeli, risksiz banka rezervlerinin arzını artırmıştır. Buna karşılık, daha uzun vadeli riskli varlıkların arzının azalması, bunları elde etmek için gereken risk primlerini düşürerek verimlerini düşürmüştür. Aynı zamanda, yatırım portföylerinin merkez bankalar tarafından satın

alınanların yerine geçmeyen malvarlığına karşı yeniden dengelenmesine de eklenmiştir. Bu etkiler, yalnızca merkez bankaları tarafından satın alınan varlıklar üzerindeki uzun vadeli getirileri azaltmayıp aynı zamanda diğer varlıklar üzerindeki verimi de arttırmaktadır (Gagnon vd., 2010: 7).

Gelişmekte olan ekonomiler perspektifinden bakıldığında, gelişmiş ekonomilerdeki borsalar yeniden yükselirken ve emtia fiyatları ile finansal varlıklar 2009'un ortasında toparlanırken, para birimleri ve varlık fiyatları bu yükseliş baskısının altında kalmıştır. Niceliksel gevşeme ve büyük ölçekli varlık alım programları, bir “likidite duvarı” yaratmıştır ve gelişmiş ekonomilerdeki yatırımcıların ekonomik teorinin öngördüğü gibi hareket etmesine öncülük etmiştir (Roubini ve Mihm, 2010: 193). Yatırımcılar, düşük getirili devlet tahvillerinden dış tahvil lehine geçerek bu tahvillerin fiyatlarını yukarı çekmiş ve verimliliklerini düşürmüşlerdir. Negatif reel faiz oranları tasarrufları engellediğinden ve yatırımlara fon aktardığından, tasarruf kurumları (karşılıklı ve emeklilik fonları gibi) riskli varlıklarda daha yüksek getiri sağlamıştır, bu da fazla kaldıraç ve aşırı borçlanmayla sonuçlanmıştır (Sánchez, 2013: 2). Hazine ve kurumsal tahvil getirilerinin ve CDS Spread'lerinin³⁵ azaltılması ile birlikte, yatırımcıların hareketleri doların spot değeri üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmuştur (Neely, 2011: 27).

ABD dolarının veya diğer bir deyişle gelişmiş ekonomilerdeki sifıra yakın faiz oranı ile dolar cinsinden borçlanma ve varlık fiyatlarındaki artışların, düzenli kârı sağlayacak olması sebebiyle; yatırımcıların gelişmekte olan ekonomilere yatırımları yükselmiştir. Döviz kurunun dalgalı olması durumunda, yabancı faiz oranlarındaki bir düşüş, iç para biriminin değer kazanmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak bu durum; likiditenin, gelişmekte olan piyasa ekonomilerini boğması, varlık fiyatlarını artırması ve kredi patlamalarını tetiklemesi gibi endişelere sebebiyet vermiştir. Nitekim, araştırmacılar, gelişmekte olan ekonomilerde borç ihracının beş yıl içinde büyük ölçüde

³⁵ Credit Default Swap “Kredi Temerrüt Takası”, CDS satıcısının bir borç temerrüdü veya başka bir kredi olayı durumunda alıcıya tazmin edeceği bir finansal takas sözleşmesidir.

genişlediğini ve 2013 yılında FED'in daraltma duyurusu açıklamasına neden olduğunu bulmuştur. Bununla birlikte, aynı zamanda, gelişmiş ekonomilerdeki gevşek para politikası, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişini etkileyen tek faktör değildi, çünkü gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümeleri sürekli olarak gelişmiş ekonomileri aşmış ve daha hızlı toparlanmıştır (Powell, 2013: 5).

Çalışmalar, ABD FED'in ilk niceliksel gevşeme turunun yayılma etkilerinin, sonraki niceliksel gevşemelerden daha belirgin olduğunu göstermektedir. Örneğin, Takáts ve Vela (2014: 40'ta) gelişmekte olan ekonomilerin politika faizlerinin, 2008 sonrası gelişmiş ekonomilerdeki para politikasına daha az tepki gösterdiğini; buna karşılık uzun vadeli faiz oranlarının ise, gelişmiş ekonomilerdeki uzun vadeli değişikliklere daha fazla tepki verdiğini tespit etmiştir. Spesifik olarak, ABD ilk niceliksel gevşeme turu (11/2008 - 5/2010), zayıf likidite ve alışılmadık derecede yüksek Hazine getirisi ile belirginleşen küresel durgunluk sırasında küresel fonlama zorluklarını ve istikrarlı kredi piyasalarını hafifletmiştir. Buna karşılık niceliksel gevşeme aşaması, pek çok gelişmekte olan piyasa ekonomisinin zaten büyüme eğiliminde olduğunu göstermiştir. Bazı analistler, niceliksel gevşemenin, gelişmiş ekonomilerde piyasa likiditesini olumsuz yönde etkileyerek büyük yatırımcıları bu pazarların dışına ittiğini öne sürmektedirler (Gagnon vd., 2010:13). Nitekim, ikinci niceliksel gevşeme turu hareketinden kaynaklanan uluslararası yayılmalar, portföyün ters yönde yeniden dengelenmesine neden olmuş ve ABD dolarının belirgin bir değer kaybetmesine neden olmuş, ancak devlet verimini düşürmemiş gibi görünmektedir (Fratzscher vd., 2013: 26).

Yatırımcılar, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin ekonomik büyümelerine ve yüksek faiz oranlarındaki farklılıklarına cevap vermişlerdir. Portföy dengeleme kanalı, finansal ve risk alma kanalı, döviz kuru kanalı ve ticaret kanalı sayesinde piyasalar, yerleşik olmayan ekonomilerin sakinlerine, likidite ve sermaye girişlerinde artış göstermiştir. Örnek olarak risk alma faktörü genellikle döviz kurlarını, banka kredilerini ve portföy akışlarını yönlendirmekte ve böylece para politikasını küresel olarak aktarmaktadır (Takáts ve Vela, 2014: 34). Buna karşılık, hafifletilen finansal koşullar,

gelişmekte olan ekonomilerde para biriminin değer kazanmasına, varlık sınıflarında finansal yükselişe, yatırım ve kredi piyasalarının geri kazanılmasına, borsa değerlenmesine, varlık fiyatlarındaki yükseliş baskısına, devlet ve kurumsal tahvil getirilerinin düşürülmesine ve rekabet gücünün kaybına neden olmuş ve bu da kredi alan ülkelerde yüksek derecede politikleşmiş “döviz savaşları”nı tetiklemiştir. Bazı gelişmekte olan piyasa ekonomileri tarafından yapılan büyük dış rezerv birikimi, tam olarak sterilize edilmediği takdirde iç para ve krediyi daha da fazlalaştırabilmektedir. Borçlanmanın kolay bulunabilirliği, varlık fiyatları ile banka kapitalizasyonunu arttırırken ve algılanan kaldıraç ile risk algılarını azaltırken, sonucunda ise daha fazla kredi ve fiili kaldırıca dönüşmektedir (Rajan, 2013: 11).

Deneysel araştırmalarda gözlemlenen nicel gevşemenin ikinci evresi, gelişmekte olan piyasa ekonomilerindeki varlık fiyatlarının artmasına ve enflasyon baskılarının fazlalaşmasına katkıda bulunarak, spekülatif sermaye girişlerini ve kur değerlenmesini teşvik etmiş ve aşırı ısınma risklerini daha da arttırmıştır (Chen vd., 2012: 233). Hem ikinci niceliksel gevşeme aşaması, hem de üçüncü niceliksel gevşeme aşaması bazı ekonomileri diğerlerinden daha ciddi şekilde etkilemiştir. Örneğin Brezilya, Arjantin ve Hong Kong, bu ülkeler; kredilerin hızla artması, sermaye girişlerinin fazlalaşması, para birimlerinin değerlenmesi ve enflasyonist baskıların yoğunlaşması nedeniyle en fazla etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. Buna karşılık, dış politika şoklarına verdikleri farklı tepkiler uzun vadeli gelişmelerini belirlemiştir. 2011 yılının ortalarına gelindiğinde sermaye girişleri genel olarak artmış ve kriz öncesi seviyelere ulaşmış, ardından yine azalmıştır. Sermaye akımlarındaki düşüş ve bileşimindeki bu değişim, ABD ve Avrupa'da hissedilen belirsizliklerin yanı sıra; BRICS'in büyümesindeki yavaşlamanın, iç politikaları ile düzenleyici belirsizliklerin ve faiz oranlarındaki farklılıkların azalmasına tepki olarak kabul edilmiştir.

FED'in alışılmamış para politikalarını azaltacağına dair Mayıs 2013'teki açıklaması, gelişmekte olan ekonomilerden önemli sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Bu çıkışlar, büyük para birimlerinin ani değer kayıplarını beraberinde getirmiştir.

Sonucunda da uzmanlar “kırılgan beşli ülkeleri” (Brezilya, Hindistan, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika) ismi ile yeni bir terim ortaya koymuştur. Bir cevap olarak bazı gelişmekte olan piyasa ekonomileri, para birimlerinde aşağı yönlü baskıları azaltmak için döviz rezervlerini (Endonezya ve Türkiye gibi); bazıları ise döviz kurunu (Güney Afrika gibi) ana şok emicisi olarak kullanmıştır. Bazı ülkeler sermayenin tersine çevrilmesini engellemek ve döviz kurlarındaki aşağı yönlü baskıyı sınırlamak için faiz oranlarını artırmışlardır (Brezilya, Hindistan, Türkiye ve Güney Afrika gibi).

3.2. Gelişmekte Olan Ekonomilerde Uygulanabilir Politikalar

2008 yılı sonundaki güvenliğe kaçış³⁶ olayı; küresel talebin düşmesine, gelişmekte olan ekonomiler için dış finansman maliyetinin artmasına ve üretimin keskin bir şekilde düşmesine neden olmuştur (Özkan ve Ünsal, 2012: 29). Bu ülkeler, ulusal para biriminin değer kaybetmesi nedeniyle ihracat kanalını kullanamamışlardır. Hanehalkı borçluluğundaki artış, tüketim ve yatırımda düşüşü beraberinde getirmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde oluşan ticaret açığı, net sermaye girişi veya rezervlerdeki düşüş ile finanse edilebilmektedir. Ayrıca, kredi krizi ve döviz amortismanı, ya para birimini desteklemek için yabancı para rezervleri kullanarak ya da yabancı para cinsinden krediye erişim kullanılarak ele alınabilir³⁷. Şayet bu ülkeler, bu iki adımdan birini atmazlarsa, iç borçlarının yabancı para cinsinden olması durumunda (birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisinde olduğu gibi) borçluların üzerindeki yükler daha fazla soruna yol açabileceğinden, paralarının değer kaybına uğramasını kabul etmek zorunda kalacaklardır (Blanchard, 2009: 14). Bu açıdan, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin politika tepkileri farklılaşmıştır. Çünkü bu ülkelere bazıları, para birimlerini desteklemek için yalnızca döviz tedbirlerini uygularken; bazıları ise hem döviz hem de iç likidite önlemlerini uygulamış; kimileri ise diğer bir seçenek olarak hiçbir önlem uygulamamışlardır (Yehoue, 2009:4).

³⁶ Güvenliğe kaçış, yatırımcılar yüksek riskli yatırımlar olarak algıladıklarını sattıklarında ve ABD hazineleri veya altın gibi daha güvenli yatırımlar satın aldıklarında ortaya çıkan bir finansal piyasa olgusudur.

³⁷ Diğer merkez bankalarıyla takas hatları veya IMF'den krediler gibi dış krediler şeklinde.

Merkez bankaları, dalgalı kur rejimlerine sahip olmasına rağmen (kısa vadedeki makroekonomik istikrar konusundaki endişelerden dolayı) döviz kuru hareketlerine cevap vermesi sıklıkla görülmektedir. Örneğin, döviz düşüşü enflasyonu artırabilmektedir. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin çoğu, birtakım isteğe bağlı mali genişleme ve niceliksel gevşeme yöntemlerine dayanarak, üretimdeki düşüşle savaşımıştır (Cecchetti vd., 2011: 13). En büyük düşüşler Kore ve Türkiye'de (sırasıyla yüzde -27 ve -25), Japonya'da (yüzde +21), İsviçre'de (yüzde +11) ve Çin'de (yüzde +8) görülmüştür. Ayrıca isteğe bağlı mali teşvikler, iç ve dış borçlanma yoluyla veya para basılarak finanse edilebilecek bazı mali açıkları artmıştır.

Aşırı iç borçlanma (artan vergiler veya tahvil ihracı yoluyla) faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturabilir; özellikle merkez bankası toplam talebi artırmaya çalışıyorsa ve potansiyel olarak dış borçlanmaya giderse, bağımsızlığını tehlikeye düşürerek para politikasını doğrudan etkileyebilmektedir. Üstelik para basmak, enflasyon oranının artmasına yol açacaktır³⁸. Dolayısıyla, bu üç seçeneğin³⁹ de aksaklıkları bulunmaktadır. Aynı zamanda bir çıkış stratejisinin olmaması, para politikasının sıkılaştırılmasına baskı yaparak özel yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir (Kumar ve Soumya, 2010: 685).

2009 yılının başında yüksek likidite, emtia fiyatlarındaki dalgalanma ve ortaya çıkan piyasa ekonomilerinin yükselme eğilimine girmesiyle birlikte; yatırımcılar, gelişmiş ekonomilerdeki alışılmadık para politikaları nedeniyle düşük getirilerle cesaretlendirilmiş ve yurt dışına önemli miktarlarda para aktarmaya başlamışlardır. Bu, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde para politikasının amaçları ve finansal istikrar arasındaki bazı gerilimlere neden olmuştur. Spesifik olarak, büyük sermaye girişleri normalde daha yüksek faiz oranlarına cevap verir ve sermaye girişi olan ülkelerde enflasyonu artırmanın yanı sıra hızlı kredi genişlemesi yaratır ve maliye ve para

³⁸ Bir kısım gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon oranı zaten yüksektir.

³⁹ İç borçlanma, dış borçlanma ve para basmak.

politikalarını takip etmeyi oldukça zorlaştırarak varlık fiyatlarının yükselmesine neden olur.

Artan uluslararası sermaye girişlerini yönetmek için, politika yapıcılar üç seçeneğe sahiptir (Soares Sales vd., 2012:19): Birincisi, para biriminin değer kazanmasına izin verebilirler. İkincisi, para birimini desteklemek için uluslararası rezerv biriktirebilirler. Üçüncüsü ise, maliye ve para politikalarını ayarlayabilirler. Başka bir ifade ile büyük risklerle karşı karşıya kalan alanlara yönelik, artan rezerv gereksinimleri ve makro ihtiyati tedbirler (sermaye kontrolleri ve döviz müdahaleleri gibi) gibi parasal olmayan politika araçlarını kullanabilirler. Rezerv şartlarının, kredi genişlemesinin yavaşlamasına neden olduğu; bankaların yabancı para cinsinden kısa pozisyonlarını azaltmasını beraberinde getirdiği ve zaman zaman döviz müdahalesini sterilize etme aracı olarak kullanıldığı görülmektedir. Diğer taraftan, sermaye girişleri ve çıkışları (örneğin, Brezilya, Endonezya, Kore ve Tayland) üzerindeki kontrollerin spekülasyon sermaye girişlerini azalttığı, dış finansmana erişimi engellediği, makro-ihtiyati tedbirlerin sermaye girişlerini etkilediği ve/veya kredisini azalttığı tespit edilmiştir. Bazı durumlarda büyüme yine de varlık fiyat enflasyonunu sınırlayamamıştır (Gadanecz vd., 2014: 55).

Gelişmekte olan ekonomilerdeki pek çok merkez bankası, kendilerini kapitalist ülkenin para politikasının sıkılaştırılması (daha fazla giriş çekmek için) veya uydurulmasının (yakıt patlaması için) sıkışık olması gerektiği net olmadığı için kendilerini çaresiz bulmaktaydılar. Aynı zamanda, serbest sermaye hareketliliğine sahip sabit döviz kurları olan ülkeler için (Hong Kong, Suudi Arabistan ve BAE gibi) faiz oranı en önemli kanal olarak gözükmüş ve gelişmiş ekonomiler ile olan bağlantılarının büyük ölçüde doğrudan ve otomatik olduğu tespit edilmiştir (Takáts ve Vela, 2014: 27). Buna karşılık birçok esnek döviz kuru ülkesi⁴⁰, döviz kurunu ana müdahale mekanizması olarak kullanmıştır. Genel olarak, herhangi bir merkez bankası faiz oranlarını yükseltir ve para biriminin değer kazanmasına izin verirse, ülke ihracatının

⁴⁰ 2008 krizinden önceki yirmi yılda enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkeler.

uluslararası rekabet gücünü zayıflatır ve büyüme beklentilerine zarar göresine sebep olur. Ayrıca, toplam talebin güçlü olması ve enflasyonun artması durumunda kur değerlenmesi de görülebilir. Bununla birlikte, eğer bir ülke sermaye girişlerini engellemek (ya da döviz kuru müdahalesi yoluyla kur değerlenmesini önlemek) için parasal sıkılaştırmayı ertelerse para politikası tehlikeye girmekte, ekonomide aşırı likidite ve aşırı ısınmaya neden olmaktadır. Son olarak eğer bir ülke sermaye kontrolleri uygularsa, bunlar her zaman verimli olmayıp, uzun vadeli ekonomik aktiviteyi bozabilmektedir (Ahmed ve Zlate, 2013: 5). Sermaye kontrollerinin uzun vadede toplam hacmini değiştirmek yerine, girişlerin kompozisyonunu değiştirmede daha etkili olduğunu göstermektedir. Ayrıca, eğer bir merkez bankası döviz piyasasına müdahale etmemeye karar verirse, iç para birimi dolara kıyasla değer kazanacak, dolar borçlanmasını etkili bir şekilde daha cazip hâle getirecek ve böylece sermaye girişlerini artıracaktır. Şayet, yabancı para birimleri satın alarak müdahale ederse, biriken yabancı para rezervleri iç ekonomide varlık balonlarını şişirebilir (Roubini ve Mihm, 2010: 193). Buna bağlı olarak, döviz kurunda değerlenme beklentilerini artırdığı gibi sermaye girişlerini ve enflasyonu daha da artırabilir. Bu durum daha fazla değerlenmeyi önlemek büyük bir para birimin değerlenmesiyle karşılanabilir, ancak bu siyasal olarak olanaksız bir durudur. Ayrıca, para birimlerinin spekülasyon sermaye girişlerini takdir etmesine ve caydırmasına izin verilmiş olsa bile, bu durum yatırımcıları risk almaktan uzak tutmak için yeterli değildir. İkinci seçenek olarak, enflasyonist baskıları kolaylaştıracak fiyat kontrolleri uygulanabilir. Üçüncü olarak ise, iç talebi düşürerek harcamaları azaltacak ve faiz oranlarında artışa ihtiyaç duymayacak olan maliye politikası sıkılaştırılırken, iç tasarruflar arttırılabilir ve ABD gibi gelişmiş ekonomiler üzerinde olumsuz etkileri olabilecek cari işlemler fazlasına katkıda bulunulabilir. Spesifik olarak, maliye politikası, kamu tasarruflarındaki artış (daha güçlü bir yapısal mali konum) ve ayrıca kamu harcamalarındaki artışlar yoluyla devlet harcamalarının yapısındaki değişiklik yoluyla uzun vadede kazancı azaltabilir (Badia ve Ubierno, 2014: 17). Sermaye akışları, yurt içi harcamaları (özellikle faiz oranına duyarlı faaliyetlerde) teşvik ettiği için; mali daralma, bu harcama yanıtını azaltmaya, varlık fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıyı

sınırlamaya ve enflasyondaki baskıyı daraltmaya çalışacaktır (faiz oranı farkının ve sermaye girişinin azaltılması). Bununla birlikte, hem Rajan (2013: 11) hem de Eichengreen (2013: 4) tarafından belirtildiği gibi, daha sade bir maliye politikasının, gelirlerin artmasıyla uygulanması politik olarak zor olacaktır.

Gelişmekte olan ekonomiler, 2008 finansal krizinde yukarıda belirtilen tepkilerin bir karışımını kullanmışlardır. Bazı ekonomiler, nominal döviz kurunun bir amortisör olarak çalışmasına izin vermemiş; diğerleri ise, büyük sermaye girişlerinin yıkıcı sonuçlarından dolayı parasal sıkılaştırmayı geciktirmişlerdir. Sonuç olarak, bu ekonomiler, emtia fiyatlarındaki enflasyon ve oynaklığın artmasına işaret ederek ısınmaya başlamışlardır (Soares Sales vd., 2012: 17). Öte yandan, bazı gelişmekte olan piyasa ekonomileri, kısmi döviz dalgalanmasına izin vermişlerdir. Bu durum, sabit bir döviz kuru rejimi altında gerçekleşecek olan daha az parasal uyararla sonuçlanmıştır. Bununla birlikte, bu ülkeler için bile tam anlamıyla bir düzenlemeye izin vermeyerek, (döviz piyasalarındaki iç para birimleri cinsinden satışlar yoluyla) baskıları azaltmak için bireysel müdahalelerini arttırmışlar ve bu sayede uluslararası rezervler biriktirmişlerdir (Ahmed ve Zlate, 2013: 5). Bu müdahaleler, bağımsız para politikalarının işleyişini de engellemiştir. Bunlara ek olarak, bazı ülkeler sermaye kontrolleri ve makro ihtiyati gibi birtakım tedbirler uygulamışlardır. Bu tedbirler, sermaye girişlerini ve yukarı yönlü baskıları yavaşlatmayı amaçlamaktadır (Mohan ve Kapur, 2014: 7).

Enflasyon, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde dikkate alınması gereken önemli bir husustur. Nitekim, krizden önce de gelişmekte olan piyasa ekonomileri arasında enflasyonun yaygın olduğu görülmektedir. Krizden önce, pek çok gelişmekte olan ekonomi aşırı ısıtılmış ekonomi durumunda idi. Bu durumda, hükümetler ve merkez bankaları harcama ve borçlanma miktarını düşürmek amacıyla genellikle faiz oranlarını yükseltir. Ancak merkez bankaları faiz oranlarındaki artışlarla yükselen enflasyonla mücadele ederken, genellikle çok geç gelebilirler. Çünkü politika değişiklikleri enflasyonu düşürmek için biraz zaman alabilir.

2008 yılındaki para politikaları, en uygun parasal araç olan “faiz oranı” sorgulanabilir hâle geldiğinden ek bir zorlukla karşı karşıya kalmıştır. Bir yandan, ekonomik büyümeyi teşvik etmek için para politikasına ihtiyaç duyulurken, diğer yandan enflasyon seviyelerinin kontrol altına alınması gerekmektedir. Ek olarak, Federal Rezerv (ve gelişmiş ekonomilerdeki diğer büyük merkez bankaları) kilit oranlarını düşürmüş ve gelişmekte olan ekonomileri aynı şeyi yaparak faiz oranlarını düşürmeye teşvik etmiştir. Ancak BRICS, faiz oranlarını enflasyon karşısında artırmak yerine, değiştirmemeyi tercih etmiştir. BRICS’te talep arttıkça ve emtia fiyatlarını yükselttikçe, kısır döngü tamamlanmıştır. Böylelikle, ABD’nin harcama gücü azalmıştır ve bu da FED’in faiz oranlarını daha da düşürmesini teşvik etmiştir. Benzer şekilde, FED’in niceliksel gevşeme programlarının kademeli olarak azaltılmasıyla ilgili duyurusunun ardından, Paul Krugman (22 Ağustos 2013)’te, en büyük tehdidin “gelişmekte olan ülkelerdeki (BRICS başta olmak üzere) para birimlerinin değer kaybı” olduğunu belirtmiştir.

4.BÖLÜM: BRICS ÜLKELERİ TARAFINDAN VERİLEN POLİTİKA TEPKİLERİYLE İLGİLİ VAKA ÇALIŞMALARI

Bu bölüm, BRICS ülkeleri için vaka çalışmalarına değinmektedir. Vaka çalışmasının amacı, gelişmiş ekonomilerde uygulanan para ve maliye politikalarına BRICS ülkelerinin politika tepkilerini incelemek ve bu tepkilerin hedeflerine ulaşmaktaki etkinliğini değerlendirmektir.

4.1. BRICS Vaka Çalışmaları

4.1.1. Brezilya Federatif Cumhuriyeti

Brezilya'nın 1970'lere ait içeriye yönelik gelişim modelinin yanı sıra 1980'lere ait yüksek enflasyonu, düşük büyüme oranları ve artan dış borçları, nihayetinde 1990'lar süresince ticaret serbestisine, yapısal reformlara ve kapsamlı özelleştirmelere yol açmıştır. Finansal piyasalarda hissedilen dışsal ekonomilerin türbülans etkileri⁴¹ sözde Samba'nın etkisine, Brezilya realinin sert bir devalüasyonuna, enflasyonda düşüşe, borçlanma maliyetinde artışa ve daha geniş bir bütçe açığına neden olmuştur. Dolayısıyla, bu olaylar Brezilya'nın sabitleştirilmiş döviz kuruna gölge düşürmüştür. Çok yüksek faiz oranları, harcama kesintileri ve vergi artışları 1999 yılında döviz krizine neden olurken, Brezilya Merkez Bankası (Banco Central do Brasil: BCB) döviz kuru hedeflemesini, enflasyon hedeflemesi çerçevesi ile değiştirmiştir. Bu arada, borç ve gelirlere göre bazı kamu harcamaları türleri üzerindeki sınırları belirten 2000 Yılı Mali Sorumluluk Yasasının kabul edilmesiyle, maliye politikası güçlendirilmiş; tüm devlet operasyonları ve hükümetler arası kurtarma paketleri için şeffaflık şartları belirlenmiş; kontroller sıkılaştırılmış ve faiz dışı fazla için üç yıllık hedeflerin belirlenmesi gerekli kılınmıştır (Mourougane, 2011: 13).

BCB'nin enflasyon hedeflerine ulaşmasını engelleyen mali konsolidasyon ve olumsuz arz şoklarıyla⁴² devam eden sorunlara rağmen, Brezilya, 2003'ten bu yana

⁴¹ Örneğin, 1994'te Meksika'da, 1997'de Asya'da ve 1998'de Rusya'da yaşanan krizler gibi.

⁴² Jeo-politik riskler, dünya ekonomisinin 2001-2 dönemindeki yavaşlaması ve 1998-2002 Arjantin ekonomik krizi gibi.

kamu borcunun GSYİH'ye oranının düşmesine işaret etmiştir. Brezilya aynı zamanda 2005 yılında enflasyonu tolerans bandına getirmiş ve döviz kuru risklerine karşı bunun kırılğanlığını yönetmiştir. Tarihsel perspektiften, reel faiz oranları düşük olmasına rağmen, bunlar 2000-2009 dönemi boyunca ortalama %9,3 olan diğer gelişmekte olan ekonomilere kıyasla hala oldukça yüksekti (Segura-Ubiergo, 2012: 4). Buna ek olarak, gıda ve hammaddelere yönelik güçlü küresel talep; 2002 ortasından itibaren⁴³ emtia fiyatlarındaki artış; Çin dahil olmak üzere yeni pazarlara girme, Dünya'nın iklimini - Brezilya'nın biyo-yakıt endüstrisinin gelişmesiyle birlikte- stabilize etmeye yönelik küresel çabalar Brezilya'nın -2003-2007 döneminde %200 oranında artan- döviz rezervlerini artırmış ve de Brezilya'nın ihracata dayalı kalkınmasına katkıda bulunmuştur (OECD, 2001: 69). Ayrıca, mal ve hizmet ticareti, 2000'de Brezilya'nın %16 olan GSYİH'sini 2005'te yaklaşık olarak %28'e kadar fırlatmıştır. 2006 yılında ilk kez dışarıya dönük doğrudan yabancı yatırımcının içeriye dönük akışları geçmesiyle, içeriye ve dışarıya dönük yabancı yatırımlar da büyümüştür. 2003'ten itibaren Brezilya, ABD ve AB'yi potansiyel bir kırılğanlık kaynağı olarak görerek bunlarla olan ticaret müzakerelerini azaltmıştır. Bunun yerine, Hindistan, Nijerya, Cezayir ve Güney Afrika'nın yanı sıra bölgedeki ülkelerle oldukça politikleşmiş Güney-Güney ticaret anlaşmalarına odaklanmıştır (Brainard ve Martinez-Diaz, 2009: 125). 2008'de, Brezilya net bir dış alacaklı olmuş ve iki önde gelen derecelendirme kuruluşu ülkenin kamu/devlet borcunu yatırım derecesine yükseltmiştir, ve bunu yabancı girişler takip etmiştir (Saraiva Leon, 2014: 7).

Brezilya'nın enflasyon ortalaması %6 civarındaydı ve BRICS ekonomileri arasında en düşük olandı (Mourougane, 2011: 13). Ayrıca, makroekonomik konsolidasyon büyüme sonuçlarını olumlu yönde etkilemiş ve 2004-8 döneminde, önceki beş yıl boyunca %2'den az olan yıllık GSYİH ortalama %4,7 oranında büyümüştür (OECD, 2009: 20). 2003'ten bu yana artan petrol üretimi, konjüktüre karşı

⁴³ Brezilya, hedef harcamaları artırarak, üreticiler için yeni kredi limitleri oluşturarak ve ithalat tarifeleri ile diğer vergileri azaltarak gıda fiyatlarındaki yükselişe karşı karşıya kalmıştır. Sonuç olarak, üreticilere artan gıda fiyatlarına yanıt olarak üretimi artırma fırsatı verilmiştir (Jones ve Kwiecinski, 2010: 6)

bir araç görevi görmesi, vergi gelirlerini ve döviz kurundaki aşırı oynaklığı düzeltmesi ve yatırımı teşvik etmesi hedeflenen 2008 yılının sonunda Brezilya'nın Ulusal Varlık Fonu'nun (Fundo Soberano do Brasil: FSB) kurulmasına yol açmıştır. Bu fonun oluşumu üzerine küçük bir likidite enjeksiyonu yapılmıştır, ancak kamu borcunun azaltılmasına ve merkezi yönetim harcamalarının GSYİH'ye oranının azaltılmasına öncelik verilmiş olduğundan, 2009'dan beri fona hiçbir likidite enjeksiyonu yapılmamıştır (OECD, 2011: 50).

2008 yılının ikinci yarısında küresel finansal koşulların bozulmasına bağlı olarak Brezilya, faaliyet, kredi, iş gücü piyasası ve ödemeler dengesi konusunda sıkıntılı bir dönem yaşamıştır. Birincisi, Brezilya ihracatındaki talebin azalması, ekonomik aktivitede yavaşlamaya neden olmuştur. İkincisi, küresel kredi sıkışıklığı nedeniyle, dış kredi arzı önemli ölçüde azalmıştır. Dolayısıyla, iç borçlanma maliyetlerinin yükselmiştir. Üçüncüsü, işsizlik 2008 yılsonuna doğru artmaya başlamıştır. Dördüncüsü, Brezilya Reali 2008 yılı ortasından yılsonuna kadar %43 civarında değer kaybetmiştir. Bu da net borcun GSYİH'ye oranında hızlı bir düşüşe neden olmuştur (Barbosa, 2011: 2). Ayrıca, Brezilya'nın karşılaştırma ölçütü olan Ibovespa Endeksi 2008 yılının Mayıs ayında rekor düzeyden % 42 oranında düşmüştür. Beşincisi, neredeyse beş yıllık cari işlemler fazlasının ardından, Brezilya 2008 yılında cari işlemler açığına maruz kalmıştır. Cari açık, iç talep azalırken ve güçlü DYY girişleri arttıkça küçülmeye başlamıştır (OECD, 2009: 21). Brezilya'nın tarihsel açıdan bakıldığında finansal baskıya dayanacak şekilde daha iyi hazırlanmış olması dikkat çekiciydi. Önemli ölçüde geliştirilmiş makroekonomik çerçeve, oldukça büyük uluslararası rezervler ve nispeten sağlam bir bankacılık sektörü sayesinde Brezilya, niceliksel gevşeme, mali teşvik ve kredi genişlemesine dayanan konjonktüre dayalı bir politika tepkisi uygulayabilmiştir.

Brezilya'daki 2008 yılı sonundaki kredi krizine cevaben, para politikasına yön verenler likidite artırıcı önlemler almışlar ve aşırı oynaklığı düzeltmek ve rezervleri artırmak için likidite artırıcı tedbirler getirmiş ve döviz piyasalarına müdahale

etmişlerdir. İkincisine gelince, Brezilya, spot piyasanın⁴⁴, müdahalelerin yapıldığı en yaygın piyasa olmadığı BRICS ülkelerinden sadece bir tanesiydi. BCB spot piyasada normal dolar alım satımı yapmak yerine, aynı sonucu elde eden, ancak rezerv stoku üzerinde hiçbir etkisi olmayan para birimi swapını/takasını kullanmıştır. BCB, çoğunlukla döviz türevlerinde likide eden pozisyonlardaki şirket ve bankalara destek vermek amacıyla döviz takası satışı gerçekleştirmiştir (OECD, 2009: 26). BCB (Brezilya Merkez Bankası) ve US FED (ABD Merkez Bankası) arasında 2008 yılının Ekim ayında BCB'nin banka-fon piyasalarına ABD doları likiditesi sağlayabilme gücünü arttırmak amacıyla bir takas tesisi kurulmuştur. Devlete ait veya devlet kontrollü bankaların federal krediler ile finanse edilen tarafı ve kredi işlemlerini genişletmelerine izin verilirken, BCB, düşük IOF vergisinin⁴⁵ uygulanması yoluyla borçlanma maliyetlerini düşürmüştür. BCB'nin elinde bulunan ticari bankaların önceden çok yüksek zorunlu rezerv şartlarını hafifletmiştir. Brezilya, Ulusal Kalkınma Bankası (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social: BNDES) aracılığıyla ihracatçılar için kredi limitleri oluşturmuş ve finansal kurumları daha büyük ve daha fazla etkilenen bankaların kredi portföylerini satın almak için teşvik etmiştir. Bu, 2009 yılının Şubat ayında Banco Itaú ve Unibanco'nun birleşmesine olanak sağlamıştır; zira bankalar kendilerini kurumsal müşterilere yazılan türev sözleşmelerindeki kayıplardan koruyorlardı artı şirketlerin birleşmesi bugünlerde Güney Yarımküre'deki en büyük finansal şirketler grubunu temsil etmektedir (Kregel, 2009: 9). Ayrıca, BCB, Özel Gümrükleme ve Emanet Sistemi (Sistema Especial de Liquidação e Custodia: SELIC)⁴⁶ bir gecede, hedef oranını 2008 yılı sonunda %13,75'e yükseltip 2009 yılının Haziran ayına kadar kademeli olarak %9,25'e düşürmüştür. Mali cephede, politika yapıcılar vergi indirimi ve altyapı geliştirme, işsizlik sigortası süresinin artması ve konut desteği gibi diğer destekleyici

⁴⁴ Ticari bir ürünü toptancısından veresiye aldıktan sonra değerinden daha aşağı bir fiyatla pazarda peşin olarak satma.

⁴⁵ Brezilya'daki mali işlem vergisi; banka kredileri, döviz işlemleri, sigorta sözleşmeleri ve menkul kıymet işlemleri gibi bazı işlemler üzerindeki vergidir.

⁴⁶ Brezilya Merkez Bankası'nın para politikasının yürütülmesinde açık piyasa işlemleri gerçekleştirme sistemidir.

önlemler şeklinde mali genişleme uygulamışlardır (OECD, 2009: 32). Sonuç olarak, Brezilya'yı iyileşmesi için gelişmekte olan ilk ekonomilerden biri hâline getirerek, 2010 yılında hızlı bir ekonomik iyileşme modeline yol açan Brezilyalı politika yapıcıları tarafından verilen zamanında ve uygun tepki, negatif para birimi değer düşüklüğü döngüsünü, kredi sıkışıklığını/darlığını, varlık deflasyonunu, artan işsizlik ve efektif talepteki düşüşü önlemiştir.

Küresel piyasalarda likidite bolluğunun ardından gelişmiş ekonomilerde LSAP programlarının uygulanması nedeniyle Brezilya'da yüksek özkaynak getirileri ve yüksek faiz oranları, Brezilya'nın mevzuat kalitesindeki gelişmeler ve kişi başına düşen GSYİH'deki artışlar ve sermaye girişleri 2009'dan bu yana büyük ölçüde artmıştır. Bunların birçoğu, akışların oynaklığının büyük kısmında nedeni açıklanan portföy yatırımlarına, özellikle hisse senetlerine rağmen doğrudan yabancı yatırım şeklini almışlardır. Aşırı sermaye girişleri, paranın değer kazanması, borsa fiyat artışları ve kredi patlaması bazı analistlerin Brezilya'da ABD'nin niceliksel gevşeme etkilerinin en güçlü etkiler olduğunu iddia etmelerine yol açmıştır. Buna ek olarak, sermaye girişlerinin diğer yerel değişkenlere en önemli iletim kanalı olduğu tespit edildiğinden dolayı, makro ihtiyati tedbirlerin de gerekçesi vardı. Bunlar, büyük yabancı sermaye girişini ve yavaş nominal değerlenmeyi durdurmayı amaçlamış ve daha yüksek rezerv gereksinimlerine; bankaların yetersiz dolar pozisyonunu sınırlandırarak sermaye girişi düzenlemelerine; özellikle IOF vergi artışları, döviz müdahaleleri ve uluslararası rezerv birikimine yer vermiştir. Aslında, gelişmekte olan diğer hiçbir ekonomi sermaye kontrolleriyle ilgili olarak Brezilya kadar aktif bir şekilde deneyden geçmemiştir. Bunun gerekçesi, sermaye kontrollerinin, döviz kuru üzerinde baskı yaratacak ve böylece Brezilya ihracatçılarının rekabetçiliğini engelleyecek kısa vadeli sermaye girişlerini çekmeden enflasyon baskılarını yumuşatacak olmasıydı. Bununla birlikte, önlemler para biriminin değer kazanmasının azaltılmasında sadece sınırlı bir başarıya sahip olmuştur (Chamon ve Garcia, 2014: 24). 2010 yılında Brezilya'nın GSYİH büyümesi %7,5'e

ulaşmıştır, ve bu, 1986'dan bu yana en yüksek olan ve G20 ülkeleri⁴⁷ arasındaki beşinci büyük büyümeydi (Economist, 28 Eylül 2013). Ancak, müteakip iki yıl içindeki yerel makroekonomik sorunların yanı sıra, enflasyonist baskıları körükleyen emtia fiyatlarının yükselmesi, hasmane küresel koşullar⁴⁸ 2011 yılında %2,7, 2012 yılında ise %1 oranında büyümeye kaydederek büyümede yavaşlamaya yol açmıştır.

2008 yılı sonundaki küresel krizi takip eden düşüş haricinde, Brezilya Reali 2003'ten bu yana istikrarlı bir şekilde değer kazanmıştır. Spesifik olarak, %136 itibariyle artan Emtia Araştırma Bürosu endeksini oluşturan 22 emtia fiyatındaki dönem ile denk düşen Ekim 2002'den Temmuz 2011'e kadar ABD dolarına karşı ikili oran %157 oranında artmıştır. Bu durum, uluslararası emtia piyasasındaki gelişmelerin, Brezilya ihracatlarının⁴⁹ önemli ve artan bir kısmını temsil eden emtialar ile real para biriminin değer kazanmasını açıklayabileceğini göstermektedir (Kohlscheen, 2013: 19). Ayrıca, 2008-12 döneminde, Brezilya, yabancı girdiler ile mal ve hizmet ihracatını içeren ihracatının katma değerinin onda birinden fazlasıyla, kendi kendine yeterli (ve bağlantısı kesilmiş) ekonomilerden biri olmaya devam etmiştir. GSYİH'nin %13'ünden daha azını temsil etmektedir. Ayrıca, 2008-12 döneminde, Brezilya, yabancı girdileri bünyesinde barındıran ihracatları ile GSYİH'nin %13'ünden daha azını temsil eden mal ve hizmet ihracatlarının katma değerinin onda birinden fazla olmayan, kendi kendine yeterli ve bağlantısı kesilmiş ekonomilerden biri olmaya devam etmiştir (Porzecanski, 2014: 5). Yabancı sermaye girişlerinin kısa vadeli gelişmeleri açıklamada baskın bir rol oynadığına dair bazı kanıtlar varken, yapısal faktörler⁵⁰ uzun vadede real'in değerlendirilmesine katkıda bulunmuştur (Mourougane, 2011: 10).

⁴⁷ Dünyanın en gelişmiş 20 piyasa ekonomisi.

⁴⁸ Japonya'nın deprem ve nükleer felaketi, ABD mali sorunları, euro bölgesinin bankacılık/kamu/devlet borcu krizi.

⁴⁹ Aslında, soya fasulyesi, demir cevheri, petrol ve yakıt, et ürünleri, şeker ve etanolün tek başına toplam ihracat gelirlerine katkısını 1999 yılında %24,2'den 2011 yılında %50,8'e çıkardı (Kohlscheen, 2013: 9).

⁵⁰ Örneğin, derin sulardaki önemli petrol ve doğal gaz alanlarına ait yeni keşifler ve 2007-8 döneminde tuz öncesi tabaka altında bulunan büyük rezervler.

Maliye ve para politikalarında yukarıda belirtilen ayarlamalara rağmen, real fazlaca değ erlenmeye devam ederken, aş ırı talep 2010'un sonlarından bu yana artan enflasyon oranı ile sonuçlanarak hem yurt iç i hem de yurt dı şında yukarıya dönük baskı oluşt urmşt ur. Güçlü real, ithalatı daha ucuz hâle getirirken, aş ırı değ erlenmiş para birimi Brezilya mal ve hizmetlerini diğ er ÷lkelere göre daha pahalı hâle getirmiştir. Geçmiş e bakış ta, Brezilyalı politika yapıcılar, sermayeyi geliş mekte olan ekonomilere doğ ru iten geliş miş ekonomilerdeki parasal duruş un çoğ u vokallerinden biriydi. Tartış ma, Brezilyalı politika yapıcıların, tüketimin ithalatı yönlendirerek ve dolayısıyla da yurt iç inde üretilen malların ihracatına zarar vererek realin değ er kazandığını iddia ettikleri “döviz savaşı” tartışmasıyla daha da siyasallaştırılmış tır. Spektrumun diğ er tarafından, bazı analistler Brezilya'nın kolay kredisine, israflı kamu harcamalarına ve oldukça verimsiz emeğ ine/iş gücüne iş aret etmiş lerdir. Esasen, iş sizlik 2013 yılının Ağ ustos ayında %5,3 ile rekor düş üş seviyesine ulaş mıştır, ancak iş gücü verimliliğ i Çin'de %91 veya Hindistan'da %67 olan iş gücü verimliliğ i ile karşılaştırıldığında oldukça düşük olan 1990 ve 2012 yılları arasında Brezilya'nın GSYİH büyümesinin yalnızca %40'ını oluşt urmşt ur. Yukarıdaki faktörlerin tümü, Brezilya kamu borçlarının değ erlerinin gerilemesine neden olarak güvenilirliğ ini yitirmesine yol aç mıştır.

Para cephesinde, BCB, kredi piyasasının belirli bölümleri iç in banka rezerv gereksinimlerini -aş ırı küresel likiditenin yurt iç i kredi piyasasına geç iş ini azaltmak iç in- ve sermaye gereksinimlerini⁵¹ arttırırken; bankalar tarafından aş ırı borç verilmesini de engellemiş tir. Özellikle, bankacılık sektörü 2005'ten bu yana önemli ölçüde geniş ledi ve kredi kabaca ikiye katlanmıştır. GSYİH'nin %54'ünde olmasına rağmen bu, uluslararası perspektifte hala düş üktür. Diğ er yandan, önemli büyükşehir bölgelerinde konut fiyatlarının yanı sıra hane halkının borçluluğ u da artmaktaydı (OECD, 2013: 17). BCB ayrıca, yurt iç i para arzı üzerindeki olumsuz etkileri önlemek iç in açık piyasa iş lemleri yoluyla döviz piyasalarına müdahale etmiştir. Sonuç olarak, uluslararası rezervler çarpıcı biçimde artmıştır. Bununla birlikte, 2011 yılının ortasında 2010 yılı GSYİH'nin %15'ini

⁵¹ çoğ unlukla tüketici kredileri; böylece kredi kaynaklı kalitedeki bozulmayı düzeltmeyi amaçlar.

temsil eden döviz rezervlerine rağmen, diğer gelişmekte olan ekonomilerdekinden hala daha düşüktür. Örneğin, Brezilya'nın 2012 yılı sonundaki 731 milyar dolarlık döviz rezervi, aynı tarih itibarıyla anakara Çin'in uluslararası varlıklarının beşte birine ve Rusya'nın sınır ötesi varlıklarının yaklaşık olarak yarısına eşittir (Porzecanski, 2014: 6). Sonuç olarak, döviz rezervlerinin birikmesi ve bankaların dış yükümlülükleri/borçları üzerindeki ciddi kısıtlamalar nedeniyle, Brezilya (banka tabanlı) finansal sistemi dış şoklara daha az maruz kalmıştır (OECD, 2013: 16).

2010'un sonlarında ABD'nin ikinci niceliksel gevşeme turu programına kadar, artan sermaye girişleri ciddi kaygılara neden olmuştur. Aynı zamanda, kolay kredi koşulları, en nihayetinde enflasyonun hız kazanmasına neden olan realin ABD dolarına karşı daha fazla değer kazanmasına katkıda bulunmuştur. Spesifik olmak gerekirse, Brezilya, 2005'ten bu yana enflasyonu tolerans bandı/sınırı dahilinde dikkate almıştır, ortalama olarak her zaman orta noktayı aştığı hâlde, ancak 2011'in ortalarından bu yana çoğu kişi, BCB'nin enflasyon hedefleme görevini siyasi müdahale olmaksızın yerine getirebilme gücünü sorgulamıştır. BCB yasal açıdan bağımsız olmadığı için, Brezilya devleti ekonomiyi desteklemek amacıyla faiz oranlarını düşük tutmak için parasal yetki kurumlarına sık sık baskı yapıyordu (De Pooter vd., 2014: 2). BCB bir şeyleri perspektife dönüştürmek amacıyla, SELIC oranını 2010 yılının Ocak ayında %8,75'ten 2010 yılı sonunda %10,75'e ve 2011 yılının Temmuz ayında %12,50'ye yükseltmiştir. Bundan sonra, olağan faiz oranı artışlarının aksine enflasyon %7,1'e ulaşmış ve dolayısıyla %4,5 hedef orta nokta üzerinde kalmaya devam ediyorken BCB, enflasyonist baskıları azaltmak ve aşırı kredi ve likidite koşullarını kontrol altına almak amacıyla SELIC oranını, 2011 yılının Temmuz ayında %12,50'den 2012 yılının Ekim ayında %7,25'lik bir rekor düşüş seviyesine kadar azaltmaya başladı. BCB, enflasyon, tolerans bandının/sınırının tavanı civarında seyrettikçe, enflasyonu %4,5 hedef orta noktasına geri getirmek ve güvenilirliğini desteklemek amacıyla SELIC oranını %7,5'e yükselterek 2013 yılının Nisan ayında bir sıkılaştırma döngüsü başlatmıştır. Tecrübenin de yararı sayesinde şayet SELIC, BCB'nin başından beri özerk olsaydı muhtemelen çok daha fazla yükselmek zorunda kalırdı. Dahası, ABD FED 2013'ün ortalarında niceliksel

gevşemenin kademeli olarak azalmaya başladığını ima ederken real, dolar karşısında düşüşe geçmiştir. Söz konusu durum Brezilya'yı etkili bir şekilde kırılgan beşli grubuna koymuştur. Bu durum, merkez bankalarından düşen para birimlerine karşı atak yapımları amacıyla faiz oranlarını artırmaları beklenirken niceliksel gevşeme azalması bakımından aşırı derecede duyarlı olarak algılanan ülkelerdir. Nitekim, BCB döviz alım satım piyasalarına yönelik müdahalelerini artırmış (Garcia ve Volpon, 2014: 2) ve SELIC'i Ağustos 2013'te %9'dan Nisan 2014'te %11'e çıkarırken, yıllık enflasyon 2013 yılı sonunda %5,91'e çıkarmıştır.

Mali cephede, 2008'de %23,08'den 2010'da %26,08'e kadar fırlayan kamu harcamalarının büyüklüğünün yanı sıra azalan ekonomik faaliyetin de (dış krizin etkileri nedeniyle) bir sonucu olarak ortaya çıkan devlet gelirindeki düşüşü hızlandıran vergi muafiyetleri nedeniyle Brezilya'nın durumu 2008'den sonra kötüleşti. Bu iki faktör, sırasıyla, kamu kesiminin faiz dışı fazlasının büyük ölçüde azalmasına ve borç/GSYİH oranındaki artışa neden olmuştur (Tourinho vd., 2013: 234).

Maliye politikası yapıcılar, girişleri yıldırma amaçlayan sermaye girişi şekilleri (IOF vergisi gibi) üzerindeki vergileri artırarak realin aşırı değerlenmesini ve finansal piyasalardaki balon oluşumunu ele almışlardır. Konjüktüre karşı mali önlemler, böylelikle kamu tasarruflarını arttırarak artan iç talep ve enflasyonist baskıları önlenmek için devreye sokuldu. Sonuncusu, dengesiz sermaye akışı riskini en aza indirmeyi hedeflerken, düşük bütçeli finansman ihtiyaçları enflasyonist baskıları hafifletmiş ve parasal yetki kurumlarına yardımcı olmuştur. Sonuç olarak, toplam borç kompozisyonu döviz borcu payının azalmasından dolayı değişmiştir. Buna ek olarak, 2012 yılında sermaye akımları azaldığı için, sermaye girişlerini tekrar çekmek amacıyla 2012 yılının sonlarında bazı sermaye kontrolleri kaldırılmaya başlanmıştır (Chamon ve Garcia, 2014: 8). 2012 yılı Ağustos ayında maliye politikası yapıcılar, esasen vergi muafiyetlerinden oluşan ve Brezilya şirketlerinin rekabet yeteneğini arttırmayı amaçlayan yeni bir sanayi politikası planı (Plano Brasil Maior) uygulamışlardır. Spesifik olarak, bunun hedefleri

yatırım payını %3 arttırmayı, insan sermayesini yükseltmeyi ve inovasyon faaliyetlerini teşvik etmeyi içermiştir (Mourougane, 2011: 15).

2013 yılında büyüme ortalama %2,3 seviyesindedir ve devlet finansmanı hızla kötüleşmiştir⁵². Bu, 2014 bütçesinde kesintilere yol açarken, GSYİH'nin %38'ini kapsayan ve Arjantin'in en yüksek fiyatı olan halihazırdaki yüksek vergiler, yıllık yaklaşık olarak %6'lık kalıcı enflasyonla yukarı doğru çekilmektedir. Buna ek olarak, Brezilya'nın ihracatı azalmış ve 2013 yılında cari işlemler açığı 1995'ten bu yana en geniş açık olmuştur.

FED'in 2013 ortasında yaptığı azaltma duyurusunu müteakiben, real %18 civarında değer kaybetmiştir; ancak BCB enflasyonu artırma korkusu dışında daha hızlı bir değer kaybına izin verme konusunda da isteksiz olmaya devam etmiştir. Ibovespa Endeksi, 2008'den bu yana en kötü düşüşe işaret ederek 2013 yılının ilk altı ayında %22'lik bir değer kaybı yaşamıştır. Bundan başka, 2013 yılının Haziran ayında, yüksek yaşam maliyetleri, kalitesiz kamu hizmetlerinin yanı sıra yolsuzluk yapan ve etkisiz devleti protesto eden Brezilyalıları sayesinde, toplu taşıma ücretlerinde önerilen artış, Brezilya'nın yirmi yılda gördüğü en büyük toplumsal huzursuzluğa neden olmuştur.

Olumlu yönden ise, ülke döviz rezervlerinden korunuyor gibi görünmektedir; 2001 yılında yalnızca 35 milyar dolar olan döviz rezervi ile karşılaştırıldığında, 2013 yılında 375 milyar dolar olarak kalmıştır. Bununla birlikte, düşen verim, yurt içinde yaşanan sorunlar ve yatırım oranlarının art arda iki çeyrekte düşmesi nedeniyle, Brezilya 2014 yılının ortasında durgunluğa uğramıştır. Brezilya'nın makroekonomik göstergelerinin rakamları için, Tablo 4.1'e bakınız.

Tablo 4.1: Brezilya'nın Makroekonomik Göstergeleri

BREZİLYA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
----------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

⁵² Ekonomiyi vergi indirimleriyle canlandırmak için yapılan başarısız girişimler nedeniyle.

Arz ve Talep										
Reel GSYİH büyüme oranı (% olarak)	5,09	-0,13	7,53	3,97	1,92	3,01	0,50	-3,55	-3,31	1,06
Kamu Maliyesi (GSYİH'nın % si)										
Devlet Geliri (%GSYİH)	15,5	14,4	13,6	14,2	13,6	13,4	12,8	12,8	12,8	12,7
Devlet Harcamaları (%GSYİH)	27,3	26,3	30,2	30,7	30,1	30,2	31,4	36,2	35,7	34,9
Brüt Devlet Borçları (%GSYİH)	60,6	63,8	61,3	59,3	59,8	57,2	58,5	67,5	73,4	..
Ödemeler Bilançosu (aksi belirtilmedikçe, GSYİH yüzdesi)										
Cari Açık	-1,66	-1,46	-3,58	-2,92	-3,40	-3,23	-4,13	-3,02	-1,34	-0,35
Ticaret Dengesi (Milyar Yerel Para Birimi)	-47	-44	0	32,1	13,6	2,69	-17	-57	-57	-38
Rezervler (Altın dahil, Milyar ABD	73,7	84,7	81,6	87,1	84,7	74,2	65,3	65,6	67,2	68,8

doları)										
DYY net girişleri	2,99	1,89	4,00	3,87	3,51	2,82	3,96	4,15	4,33	3,44
DYY net çıkışları	1,54	-0,27	1,21	0,61	0,21	0,60	1,06	0,75	0,71	0,31
Dış Borç	16,3	17,7	16,4	15,9	18,3	19,8	23,1	30,8	30,9	26,9
Fiyatlar ve İşgücü Piyasası (% olarak)										
Enflasyon	5,67	4,89	5,04	6,64	5,40	6,20	6,33	9,03	8,74	3,45
İşsizlik	7,34	8,52	7,73	6,92	7,19	6,98	6,67	8,44	11,6	12,8

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır (Dünya Kalkınma Göstergeleri, 2017).

4.1.2. Rusya Federasyonu

1998 devalüasyon krizinden 2008 küresel krizine kadar⁵³, on yıllık bir süre zarfında neredeyse iki katına çıkan GSYİH ile, Rusya'nın reel GSYİH'si yıllık ortalama %7 oranında büyümüştür (OECD, 2009: 21). Rusya'nın dikkate değer büyümesi, ihracatlar, iç ekonomik reformlar ve uygun dış koşulların gelişmesine bağlanabilmektedir. Öncelikle, 2001-2007 döneminde doğal kaynakların ihracatındaki ve emtia fiyatlarındaki %350'lik artış, özellikle enerji ve hammadde fiyatları, ticaret ve finansın genişlemesini kolaylaştırmıştır. Bu da sırasıyla, 1999-2008 döneminde GSYİH'nin %10'undan daha fazla ortalamaya ulaşan güçlü cari işlemler fazlası yaratmaya yardımcı olmuştur ve Rus ruble'sinin istikrarlı reel değerlenmesine yol açmıştır (Gaddy ve Ickes, 2010: 288). Sermaye kontrollerinin olmadığı göz önüne alındığında, merkez bankası

⁵³ 1998 krizi, Rusya'daki dengesiz kamu maliyelerinin ve gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının bir sonucuydu. Rusya Merkez Bankası daha sonra sabit bir döviz kuru hedeflemesinden vazgeçerek, rublenin keskin bir şekilde değer kaybetmesine izin vermiş ve yönetilen bir dalgalı döviz kuru rejimine geçmiştir (Ponomarenko vd., 2012: 6).

ruble değeri artmasının üstesinden gelmek için döviz rezervlerinin artmasına neden olarak, iç piyasada döviz müdahalelerini kullanmıştır (Rusya Federasyonu Merkez Bankası, 2014: 300). Sonuç olarak, 2000 yılında 25 milyar dolardan 2008 yılında 598 milyar dolara -sadece Çin ve Japonya'nın arkasında- artarak, 2008 yılında toplam GSYİH'nin %25'i civarında bir tutara baliğ olarak uluslararası rezervler yılda ortalama %50 oranında birikmiştir (Desai ve Goldberg, 2008: 23). Buna ek olarak, bir dizi devlet bütçesi fazlası, ülkenin dış ve iç kamu borcunun çoğunluğunun tamamen ödenmesine olanak sağlamış olmuştur. 2008 yılında, Rus devletinin rezerv fonu 140 milyar dolar olarak ve Ulusal Refah Fonu başka bir 30 milyar dolar olarak belirlenirken, her iki fon da amortisman baskılarını kısmen dengelemek ve potansiyel petrol fiyatı düşüşü olaylarında petrol dışı ekonomiyi korumak amacıyla oluşturulmuştur. İkinci olarak, iç reformlar, 1998 krizinden sonra uygulanan mali disiplinin ardından büyümeyi artırmıştır. Bunlar, (çalışma teşviklerini arttıran vergi kaçakçılığını azaltan ve Rusya'yı düz oranlı 'sabit' bir vergi kabul eden ilk büyük ülke yapan) 2001 vergi reformuna; (böylece küçük işletmelerin büyümesini arttıran ve devlet iktisadi işletmelerde düşüşe yol açan) mevcut işletmelerin düzenlemesi/mevzuatı ve kayıt düzenlenmesi/mevzuatı ile ilgili bürokratik formalitelerin azalmasına ve prosedürlerin basitleştirilmesine ve de faiz oranlarını düşüren makroekonomik ve finansal sektör politika reformları ile yakıtlı yatırımlar ve tüketimin uygulanmasına yol açmıştır (Aslund vd., 2010: 15). 2000-8 döneminde, Rusya'nın devlet kredi derecelendirmesi, yalnızca küresel sermaye piyasalarının maliyetini düşürmekle kalmayıp, aynı zamanda Rusya'nın ekonomik görünümüne ilişkin iyimserliğe işaret eden üç öncü kredi kuruluşunun hepsi tarafından yedi kez arttırılmıştır. Son olarak, 2000'li yılların başlarında hüküm süren elverişli küresel finansal ortam, uluslararası sermaye piyasalarında ucuz ve bol miktarda krediye erişimi kolaylaştırdı, çünkü Gelişmiş Ekonomilerdeki faiz oranları ve gelişen piyasa euro tahvilleri üzerinde yayılırken, çoğunlukla petrol ve gaz fiyatlarındaki artıştan kaynaklanan sermaye girişleri artmıştır (OECD, 2011: 18).

2003 yılından bu yana, Rusya Merkez Bankası (bundan sonra CBR olarak anılacak) enflasyon hedefinin yanı sıra reel döviz kuru değeri artması hedefini vaat

ederken, 2005 yılında operasyonel bir hedef olarak ABD doları ve euro cinsinden, sırasıyla 0.55 ve 0.45 döviz ağırlıkları ile birlikte, çift-dövizli sepeti uygulamaya koymuştur (Ponomarenko vd, 2012: 6). Rus döviz borçlularının maliyeti, eşi benzeri görülmemiş bir seviyede düşük olduğundan dolayı, Rus bankaları ve şirketleri yurt dışından artan oranda borç almaya başlamışlardır. Bu da enflasyonist baskılara ve rublenin daha fazla değer kazanması beklentilerine ilave olarak sırasıyla iç talebi yükseltip, özel sektör borcunu arttırmıştır. Aynı zamanda, nominal döviz kuru istikrarının sağlanmasına rağmen hızlı para arzındaki artış, yüksek enflasyon oranlarına neden olmuştur. Örneğin, yükselen gıda ve enerji fiyatlarının ve hızlı para arzı büyümesinin birleşimi, enflasyon Kasım 2008'de %13.8'e düşmeden önce, 2008 yılının başlarında %15'e geri getirdiğinde, enflasyon 1998 yılının sonlarında %85'ten 2007 yılının ortası itibariyle tek haneye düşmüştür (OECD, 2009: 11). Sonuç olarak, CBR önemli bir likidite sağlama faktörü hâline gelen önemli döviz müdahaleleri gerçekleştirmiştir. Rusya'nın reel GSYİH büyümesine iç taleple giderek destek sağlanırken, devlet bütçesi artan oranda petrole ve gaza bağımlı hâle gelmiştir. Esasen, petrol ve gaz ihracatının Rusya'nın GSYİH içindeki payı 1999'da %12,7'den 2007'de %31,6'ya yükselirken, doğal kaynaklar ihracatın %80'ine denk gelmiştir (Economist, 28 Şubat 2008). Bu durum, Rusya'nın cari hesabının, ana ihracat fiyatlarındaki beklenmedik düşüşlere ve sermaye akımlarının olası geri dönüşüne karşı aşırı kırılganlığına işaret etmektedir. Dikkat edilmesi gereken husus şu ki göreceli olarak düşük yatırım oranlarına; düşük doğrudan yabancı yatırımlara rağmen, yalnızca 2007-2008 elektrik sektörünün özelleştirilmesinden sonra iki katına çıkmış ve 2008 yılında 27,8 milyar ABD doları, bu şekilde GSYİH'nin %2,2'sine ulaşmıştır. Rusya'nın büyüme on yılı elde edilirken, içeriye dönük DYY, çoğunlukla Kıbrıs gibi Rus kaçış sermayesi için bilinen liman şehirlerinden gelmiştir (OECD, 2009: 21). Süratli büyümenin etkileri 2,5 oranı itibariyle artan reel gelirler üç kattan fazla artan reel gelirler ve yarıdan fazla inmiş işsizlik oranları ile hem orta sınıfa hem de yoksullara ulaşmıştır (Aslund vd, 2010: 12). Bununla birlikte, büyüme Rusya'nın potansiyelinin çok altında kalmış ve "Putinomics" enflasyonu (G20 ekonomileri arasında en yüksek olan) ne galip enflasyonda ne de yolsuzluk ve eşitsizliği azaltmada ya da ekonomiyi doğal kaynaklardan

uzaklaştırmada başarılı olamayıp, nüfus dikkatsizce borçlanmış ve parayı daha yüksek yaşam standartları için kullanmıştır.

2007 yılında ABD'nin ipotek krizinin gelişmesinde Rusya, petrol fiyatlarının düşmesi ve kredi sıkışıklığı şeklinde iki kez darbe almıştır. Başlangıçta, Rus finansal sistemi, uluslararası bankaların kötüleşmesine neden olarak oldukça iyi görünüyordu, çünkü Rus bankaları sorunlu ABD varlıklarına doğrudan maruz kalmış ve kompleks borç verme uygulamalarına kalkışmamışlardır (OECD, 2009: 114). Bununla birlikte, Dışsal şoklar, on yıllık olağanüstü büyümeye aniden bir son vermiştir. Borçlanmanın yayılmasındaki yaşanan yükseliş ve net sermaye akışlarının bozulması, diğer G20 ekonomilerinden çok daha büyük olan ekonomik faaliyetin yavaşlamasına yol açmıştır (Aslund vd., 2010: 17). Özellikle, Rusya 2008 yılının 3. çeyreğinden 2009 yılının 2. çeyreğine kadar göze çarpan bir durgunluk yaşamış ve Rusya'nın GSYİH'si 2009'da %7,8 itibarıyla daralmıştır. Rusya'daki durgunluk, politika yapıcıların krizin ilk dalgasında yeterli makroekonomik politikaları benimsemelerini sağlayan önemli birikmiş kaynaklar ve düşük seviyelerdeki devlet borcu sayesinde derin ancak kısaydı. Bu önlemler finans sektörünü destekledi, Ruble'yi savundu ve mali genişlemenin uygulanmasına izin verip böylece ciddi rahatsızlıkları önlemiştir. Aynı zamanda, 2007 yılının sonundan bu yana enflasyon oranındaki sert artış, para politikasının iki karşıt hedefi ve bankanın sağlamlığı arasında ara bir yol alan CBR'nin bankacılık istikrar politikalarını karmaşık hâle getirmiştir (Barisitz vd., 2009: 134). Sonuç olarak, makroekonomik yanıt, GSYİH'nin yaklaşık %13'üne tekabül eden 2008 yılı sonunda kadar hızlı ve alışılmadık derecede büyüktü. Düşen emtia fiyatlarının ve uluslararası finansal piyasalar üzerindeki çalkantının ilk etkileri, kendilerini menkul kıymetler piyasasında göstermiştir. Rusya Ticaret Sistemi (bundan sonra: RTS olarak anılacak) borsa endeksi Mayıs 2008'den Ekim 2008'e kadar neredeyse %89'luk bir düşüş yaşamış, bunu Rusya'nın en likit borsalarında (Moskova Bankalararası Döviz Bürosu , bundan sonra MICEX olarak anılacak) askıya alınan ticaret takip etmiştir.

Emtia fiyatlarındaki düşüş ve azalan dünya talebindeki düşüşünün yanı sıra, gelişmekte olan ekonomilerin uluslararası sermaye piyasalarına erişiminin bozulması sermaye akışının geri dönüşüne, artan finansal maliyetlere bankalararası borç vermede düşüşe ve likidite darlıklarına neden olmuştur. Krizden önce, birçok Rus finans kurumu yabancı bankalardan önemli miktarda kredi toplamıştır. 2008 yılının Eylül ayında, ihracatın fiyatı düşmüş ve petrol spot fiyatı 21 Aralık 2008'de aniden 33.87 ABD doları/varil şeklinde düşerek 100 ABD doları⁵⁴ etiketini aşp 2009'a kadar toparlanmamıştır (Aslund vd., 2010: 20). Hem küçük sistemik olmayan banka başarısızlıkları hem de bunun yanı sıra, 2008 Gürcistan çatışması ve TNK-BP⁵⁵ efsanesi gibi, her yerde en büyük para çekme işlemlerine yol açan artan siyasi riskler nedeniyle güven bozulmuştur. Bu durum, bankaların likidite sorunlarını daha da şiddetlendirmiş ve takipteki alacakların/kredilerin oranını arttırmıştır (OECD, 2009: 110). Finansal kurumlar, ya borçlarını ödeyememelerine yol açan ya da devlet desteği alarak yükümlülüklerini yerine getirmekte zorluklar yaşamışlardır (Service, 2009: 563).

Yukarıda belirtilen faktörlerin birleşimi, Ruble'nin çift-döviz kuruna karşı sert bir değer kaybetmesine neden olmuş ve döviz kuru kurumsal borç yükünü önemli ölçüde artırmıştır.

Politika yapıcılarının ilk vurgusu, başlangıçta en çok zarar görmüş alanlar oldukları için bankacılık sistemini ve finansal piyasaları desteklemek olmuştur. Kriz reel ekonomiye yayıldıkça, yaklaşım genişletilmiştir. Parasal cephede ise, CBR, kilit faiz oranını düşürmüş ve 2008 yılının Ağustos ayında 600 milyar dolardan 2008 yılının Ekim sonu itibariyle 485 milyar dolara kadar azalan dış rezervler nedeniyle para stoku ve dış rezervlerin azalmasına neden olan düşen rublenin savunmasında döviz piyasasına agresif bir şekilde müdahale ederek hızlanan sermaye çıkışlarına tepki vermiştir (Barisitz vd., 2009: 136).

⁵⁴ Ağustos 2008'in en yüksek fiyatının dörtte birinden daha azdı.

⁵⁵ TNK-BP, Moskova merkezli, dikey olarak bütünleşmiş büyük bir Rus petrol şirkettir. 2008 yılında, BP (British Petrol) ve TNK-BP'deki ortakları, şirketin nasıl yönetileceği konusunda ciddi anlaşmazlıklarla karşılaşmıştır.

CBR ayrıca sigortalı mevduat tavanlarını yükseltmiş, geçici indirim rezervi şartlarına göre ek likidite sağlamış, repo işlemlerini artırmış, CBR'nin yeniden finansman imkanlarına erişimi kolaylaştırmış, resmî mevduatları açık arttırma ile satmış, CBR'den en düşük kredi oranına sahip bankalara teminatsız krediler ve de bankalararası CBR kredileri ile teminatlar vermiştir. CBR ayrıca, bankaların yeniden sermayelendirilmesi, likidite tedariki ve bunun yanı sıra sağlanan güvenlik ağları ve banka karar yetkileri ile bankacılık sektörünü hedeflemiştir. Sonuç olarak, büyük banka başarısızlıkları yaşanmamıştır. Rusya'nın özel şirketlerin önemli herhangi bir ulusallaştırmasını gerçekleştirmediğine dikkat etmek enteresandır. Bunun yerine, yüksek faizli krediler teklif etmiş ve hem ucuza hem de zararına satış fiyatlarında büyük hisse senedi alımlarına girmemiştir (Aslund vd., 2010: 21). Spesifik olarak, Rus devleti ve CBR sonradan diğer bankaları elde etmek için⁵⁶ ve bunları yeniden sermayeleştirmek için (tıpkı Roselkhozbank ziraat bankası ve diğer on beş banka gibi) bir araç olarak kullanılan devlete ait Vnesheconombank (bundan sonra VEB olarak anılacak), Vneshtorgbank (VTB) ve Sberbank isimli üç bankayı yeniden sermayeleştirdiler. Bankalardan ipotek portföyleri almak için Mevduat Sigorta Kuruluşuna ve Konut ve Mortgage Kredileri Ajansına yüklü miktarda sermaye enjeksiyonları yapılmıştır. Bu önlemler ipotek piyasasını desteklerken, devlet önemli finansal olmayan şirketlere/işletmelere yüklü miktarda banka kredisi garantisi verdiğini açıkladı. Buna karşılık olarak, CBR ve Mevduat Sigorta Kuruluşuna başarısız bankalarla ilgilenmek üzere yetkilendirildiler ve devletten gelen hibeler ve CBR tarafından verilen kredilerle finanse edildiler (IMF, 2011: 245). Ruble 2008 yılının Eylül ayından 2009 yılının Nisan ayına kadar ABD doları karşısında yaklaşık olarak %20 oranında değer kaybettiğinden ve döviz rezervleri düştüğünden dolayı, Ruble'nin daha fazla değer kaybetmesi beklentisi kitlesel sermaye çıkışlarını teşvik etmişti (OECD, 2009: 98). Bu da, sırasıyla, bankaların bilançoları üzerindeki kur uyumsuzluğunu önlemek amacıyla onların döviz cinsinden varlıklar biriktirmesine neden olan döviz mevduatlarında (çoğunlukla ABD doları cinsinden) bir artışa neden olmuştur. Sonuç olarak, CBR parasal sıkılaştırmayı/daralmayı başlatmış, faiz oranlarını istikrarlı bir şekilde yükseltmiş ve birkaç kısıtlayıcı tedbir

⁵⁶ Örneğin, Kit Finance, Sobinbank, Svyaz gibi bankaları kapsamaktadır.

almıştır. CBR'nin, döviz kurunun yalnızca küçük adımlarla (başlangıçta haftada %1 ve daha sonra haftada %2-3) ayarlanmasına olanak verme hareketi, Rusya için önemli maliyetlere sebep olmuştur. CBR, 2008 yılının Eylül ayından 2009 yılının Ocak ayına kadar, Ruble'yi savunan rezervlerinin dörtte birini harcarken, 2009 yılının Şubat ayından itibaren petrol fiyatların-daki düşüşten sonraki tekrar yükseliş şüphesiz zımni değer kaybındaki azalma önemli bir katalizör olmuştur. Bununla birlikte, eşzamanlı bir şekilde ruble'yi savunmanın ve bankalar için likidite sağlamanın çelişkili hedefler olduğu kanıtlanmıştır. Çünkü ruble likiditesi dolarlaşmayı teşvik etmiş ve yabancı para talebini artırıp, ruble üzerinde ek baskı oluşturmuştur. Mali cephede, krizden önce rezerv birikimi, Rusya'nın toplam talebine yönelik dış şoku gidermeyi ve zarar gören sektörlerle yardım etmeyi amaçlayan önemli bir mali teşvikin uygulanmasını sağlamıştır. (Ponomarenko vd., 2012: 19). Otomatik dengeleyiciler artırılırken (işsizlik sigortası ödenekleri, sektörler ve bölgeler için destek dahil olmak üzere), devlet, 2009 yılında planlanan sosyal vergiler⁵⁷ zammını erteledi ve Kurumlar Vergisini düşürmüştür (Aslund vd., 2010: 21). Ayrıca CBR'den mevduatları ticari bankalara (açık artırma esasıyla) taşımış ve daha önce de belirtildiği gibi, devlete ait büyük bankaların sermayesini Ulusal Refah Fonundan fonları çekerek ve bunları VEB'ye enjekte ederek arttırmıştır.

2009 ortası itibariyle, petrol fiyatları düzelmiş, cari ve sermaye hesapları tekrar yükselmiş ve ruble güçlenmiştir. Küçük sermaye akımları da yeniden başlamış ve enflasyon baskıları azalmıştır. Aynı zamanda, CBR, 2010 yılında ruble oynaklığının artmasına izin veren esnek bir döviz kuru rejimine kademeli olarak geçiş yapıldığını ilan ederken, yeniden değer kazanma ve devam eden üretim açığı, 2010 yılının Temmuz ayında %5,5'e ulaşan bir TÜFE enflasyonuna neden olmuştu (Barisitz ve Lahnsteiner, 2010: 77). Sanki krizin şiddetli etkisi çoktan unutulmuş gibi, Rus politika yapıcılar, petrol ve sermaye girişlerine aşırı derecede güvenerek hızla kriz öncesi zihniyetlerine geri dönmüşlerdir. Ayrıca, emtia fiyatları düzelmesine ve gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranları düşük kalmaya devam etmesine rağmen, kısmen yerli şirketlerin Rus varlıklarına karşı

⁵⁷ Şöyle ki, emekli maaşlarındaki artışın finanse etmek için planlanan emek üzerinden vergiler

iştahını azaltan diğer belirsizliklerin yanı sıra dış borcu yeniden oluşturma konusunda temkinli davranmalarından dolayı Rusya'ya net girişler devam etmemiştir (OECD, 2011: 18). İç talepteki güçlü yükseliş; güçlü mevduat büyümesi ve kredi büyümesi 2011 boyunca önemli ölçüde hız kazanmış ve 2012 yılının ortasında doruk noktasına çıkarak ekonomik büyümeyi kamçulamıştır (Barisitz, 2013: 86). Ayrıca büyüme hızı da kriz öncesi artışa göre daha yavaştır. 2010'da %4,5 kuraklık ve kötü hasata rağmen, emtia fiyatlarındaki artış ile canlandırılmıştır 2011 yılında %4,3, 2012 yılında %3,4 ve 2013 yılında sadece %1,5 idi.

Yukarıda belirtilen belirsizliğe ve durgun yatırım faaliyetine eklenen yavaşlamayı birkaç faktör açıklayabilir. Bunlar -Rusya'nın en önemli ticaret ortağı olan- AB'deki uzun süreli durgunluk özellikle komşu olan Ukrayna'da jeopolitik belirsizliklerin yanı sıra 2013'ten bu yana petrol fiyatlarındaki durgunluk arasında dağılım göstermektedir. Dolayısıyla, bu durum sermaye kaçışına, MICEX endeksinin düşmesine ve enflasyonun CBR' nin %5'lik hedefinin çok üstünde olan 2014 yılının Haziran ayında %7.8 artmasına neden olmuştur. Bu da sırasıyla ithal edilen malları daha pahalı hâle getirerek Rusya'nın yaşam maliyetini arttırmıştır. Sonuç olarak, CBR, 2014 yılının Nisan ayında gösterge faiz oranını enflasyonu kapatmak amacıyla yükseltirken, S&P derecelendirme kuruluşu Rusya'nın devlet borç kredi notunu (altı yılda ilk kez) değersiz bir seviyeye düşürmüştür (Bloomberg, 2014). Rusya'nın makroekonomik göstergelerinin rakamları için, Tablo 4.2'ye bakınız.

Tablo 4.2: Rusya'nın Makroekonomik Göstergeleri

RUSYA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Arz ve Talep										
Reel GSYİH büyüme oranı (% olarak)	5,25	-7,82	4,50	5,28	3,66	1,78	0,74	-2,82	-0,22	1,65

Kamu Maliyesi (GSYİH'nın % si)										
Devlet Geliri (%GSYİH)	15,8	13,0	13,0	13,9	13,7	12,9	13,2	10,6	9,14	10,3
Devlet Harcamaları (%GSYİH)	21,5	32,1	27,3	23,2	24,1	24,5	26,4	30,6	30,9	30,6
Brüt Devlet Borçları (%GSYİH)	6,49	8,70	9,10	8,62	8,54	9,05	11,1	13,5	14,2	..
Ödemeler Bilançosu (aksi belirtilmedikçe, GSYİH yüzdesi)										
Cari Açık	6,25	4,12	4,42	4,74	3,22	1,45	2,79	4,97	1,91	2,11
Ticaret Dengesi (Milyar Yerel Para Birimi)	12,6	3,08	7,65	13,6	14,6	13,2	11,7	4,09	0	2,86
Rezervler (Altın dahil, Milyar ABD doları)	426	439	479	497	537	510	386	368	377	433
DYY net girişleri	4,50	2,99	2,83	2,68	2,28	3,01	1,07	0,50	2,54	1,81
DYY net	3,35	3,54	3,45	3,26	2,21	3,77	2,77	1,62	1,74	2,33

çıkışları										
Dış Borç	26,0	34,4	28,3	27,3	27,6	30,1	27,5	35,1	42,1	32,0
Fiyatlar ve İşgücü Piyasası (% olarak)										
Enflasyon	14,1	11,6	6,85	8,44	5,07	6,75	7,82	15,5	7,04	3,68
İşsizlik	6,20	8,30	7,37	6,54	5,44	5,46	5,16	5,57	5,56	5,21

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır (Dünya Kalkınma Göstergeleri, 2017).

4.1.3. Hindistan Cumhuriyeti

1980'lerin ortalarında başlayan ve 1990'larda devam eden pazar odaklı reformlar özelleştirmeyi, İngiliz Egemenliği sisteminin kaldırılmasını, finansal deregülasyonu (serbestleşmeyi) ve ticari engellerin azaltılmasını içermiştir. Bunlar daha önceki otarşik ekonomik politikanın tüm yönlerini değiştirmeye yardımcı olmuşlardır. 2003-2008 döneminde, Hindistan'ın ortalama GSYİH büyümesi %8,8 olarak gerçekleşti ve gelişmekte olan ekonomiler arasında yalnızca Çin'in ardından ikinciyken, 2006'da Hindistan dünyanın üçüncü en büyük ekonomisi olarak Japonya'nın yerini almıştır (OECD, 2011: 22). Hindistan'ın büyümesinin arkasındaki baskın faktörler arasında göreceli politik istikrar (komşu Pakistan ve Bangladeş ile olan gerginliklere rağmen) ve uygun uluslararası koşullar vardır. İşgücü verimliliği artışı 2005 yılında Kore dışındaki tüm OECD ülkelerini geçmiştir; ancak Çin'den daha düşüktür. İmalat sektörü daha iyi bir performans sergilemeye devam ederken hizmet sektörü, özellikle BT düzenlemelerinde, BT hizmetlerinde, iletişimde ve sigortada olduğu gibi devlet düzenlemelerinin kolaylaştırıldığı alanlarda olağanüstü bir büyüme göstermiştir. Örneğin, hizmetler 1998-2004 dönemi boyunca 7.9'luk ortalama ile karşılaştırıldığında, 1998-2009 döneminde GSYİH'nin %53,7'sine eşit olmuştur (OECD, 2011: 23). 2006'da Hindistan'ın GSYİH'nin %49'una ulaşan (1985'teki %13'e kıyasla) kombine ithalat ve ihracat değerine rağmen, Hindistan'ın büyümesine diğer gelişmekte olan ekonomilerin aksine, ihracat, yabancı tasarruflar veya doğrudan yabancı yatırımlardan ziyade yurt içi tüketim ve yurt içi yatırım

ile güç sağlanmıştır. %50'nin üzerinde bölgesel ortalama olmasına rağmen, Hindistan ihracatları, 2004-2009 döneminde Hindistan'ın GSYİH'sinin sadece %20,9'unu temsil etmiştir. Diğer yandan, özel tüketim %58,6, sabit sermaye oluşumu %31,7'ye eşitti (OECD, 2011: 23). Serbestleşme ve (2003/4'te GSYİH'nin %28'inden 2008'de %35,5'ine yükselen) yüksek kişisel tasarruflar, 2004'ten bu yana büyümeyi destekleyen özel yatırımları istikrarlı bir şekilde artırmıştır. Doğrudan yabancı yatırım girişleri 2001-6 döneminde GSYİH'nin ortalama %2,5'ini oluşturuyordu, ancak yine de diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla mütevazı idi (OECD, 2007: 112). Hindistan şirketleri, yurt içinde ve yurt dışında yatırımları ve satın alımları finanse etmek için Hindistan'a geri döndürüp, sermaye girişlerini arttırmaktan ziyade yurt dışında önemli dış ticaret borçlanmalarına dahil olmuşlardır. Ayrıca, Hindistan rupisi istikrarlı bir şekilde değer kazandı ve Nisan 2007'de ABD dolarına karşı dokuz yılın en yüksek seviyesini göstermiştir. Ayrıca, bol olan döviz girişlerinin ardından⁵⁸ diğer önemli para birimlerine karşı da değer kazanmış ve Hindistan'ın döviz varlıklarını güçlendirmiştir. Açıkçası, rupi ABD doları karşısında %10, İngiliz sterlini karşısında %8, euro karşısında %6,9 ve yen karşısında %11,2 değer kazanmıştır. Ayrıca, güçlü para birimini “sahip olunması gereken imrenilecek bir sorun” hâline getirerek 2005-6 döneminde Hindistan ihracatının %86'sını ve ithalatın %89'unu ABD doları cinsinden faturalandırmıştır. Gayri safi sermaye girişi, GSYİH'ye oranla beş kattan fazla artmıştır⁵⁹ ve büyük oranda yabancı kurumsal yatırımcıların portföy yatırım işlemlerinden, yurt dışındaki Hint yatırımlarından ve dış borçlanmaların geri ödenmesinden dolayı, sermaye çıkışlarıyla kısmen dengelenmiştir⁶⁰ (Mohan, 2008: 237). Bölgedeki pek çok ülkeden farklı olarak, Çin dahil olmak üzere, Hindistan kendisini özellikle yabancı yatırımcıların risk alma isteğini kaybetmesi durumunda artan faiz oranlarına karşı savunmasız bırakan uzun vadeli DYY'lerden ziyade kısa vadeli portföy sermaye girişlerine daha fazla bağımlıdır. Hindistan Menkul Kıymetler Borsaları'ndaki yabancı kurumsal yatırımcılar para miktarı, döviz kurunu önemli ölçüde etkiliyor ve krizden önce,

⁵⁸ Hintli göçmenler tarafından gönderilen hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de havaleler.

⁵⁹ Demek ki, 1990/91'de %7,2'den 2007/8'de %36,6'ya çıkmıştır

⁶⁰ 1990/1'de GSYİH'nin %5'inden 2007/8 yıllarında %27,4'üne kadar artmıştır.

rupi, ticaret açığına rağmen, özellikle ülkedeki yabancı kurumsal yatırımcıların girişlerindeki dalgalanma nedeniyle yükselmiştir (Singh, 2009: 153).

Diğer yandan, 2008 krizi öncesi yüksek derecede makroekonomik istikrar, kısmen Gelişmiş Ekonomilerde egemen olan (görünüşte zararsız) ekonomik koşulları yansıtıyordu; ancak aynı zamanda Hindistan devleti tarafından mali konsolidasyon çabalarının da sonucuydu. Maliye politikası 2000'li yılların başında sürdürülemez hâle geldiğinden dolayı, politika yapıcılar 2003 yılında Mali Sorumluluk ve Bütçe Yönetimi Yasasını⁶¹ uygulayarak mali disiplini iyileştirmeye çabalamıştır.

2007 yılına gelindiğinde, vergi açığı sıfıra yakın bir seviyeye düşürülürken, mali açık 1998-2004 döneminde GSYİH'nin ortalama %8,6'sından 2004'te %4,1'e düşürülmüştür (OECD, 2011: 23). Toptan eşya fiyatlarında noktadan noktaya değişimin ölçülmesiyle yıllık enflasyon oranı 2017 yılının Ocak ayında %6,1'e yükselmiştir ve merkez bankasının 2007'de %4,5 ila 5 aralığında olan yeni daha katı enflasyon hedefini geçmiştir. Dahası, büyük ve sürekli sermaye girişleri büyümeyi artırdıkça, sert tutum gösteren Hindistan Merkez Bankası (Reserve Bank of India: RBI), firmaların yurt dışı yatırımlarını sınırlandırarak ve girişleri kısıtlayarak, firmaların döviz borçlanmasını zorlaştırarak, rupinin değer kazanmasını yavaşlatmıştır. Hindistan'daki döviz kuru sisteminin tam dalgalı olduğu düşünülse de RBI, rupi ne zaman aşırı değişkenlik belirtileri gösterirse kontrollü bir dalgalanma göstererek müdahale edilmektedir (Singh, 2009: 157).

2008 itibariyle, ekonomi, talep arzı geçtiği için aşırı ısınma belirtileri göstermiştir. Örneğin, varlık fiyat balonu oluşmuş, kredi yükselmiş ve cari açık 2006'da GSYİH'nin %1'inden 2008'de %2,4'üne kadar artmıştır (OECD, 2011: 23). Bombay Menkul Kıymetler Borsası (Bombay Stock Exchange: BSE) Sensex Endeksi 2008 yılının başlarında zirve yapmış ve enflasyon kalıcı bir sorun hâline gelmiştir. 2006

⁶¹ Cari geliri ve cari harcamaları (sıfır-gelir açığı) dengelemenin orta vadeli bir hedef belirledi ve merkezi devletin genel mali açığını GSYİH'nin %3'üne kadar sınırlandırdı (OECD, 2007: 50).

yılında %4,2'den 2007 yılının Ocak ayında %6,1'e yükselmiş ve 2008 yılının Nisan ayında RBI sınırının çok üstünde olan %7'ye ulaşmıştır. Ayrıca yakıt, gıda ve metal fiyatlarındaki yüksek artış nedeniyle ekstra baskı da hissedilmiştir (Viswanathan, 2010: 49). Bunun üzerine RBI, 2008 yılının Eylül ayına kadar politika repo oranını⁶² yükselterek, ters repo oranını değiştirmeden bırakarak ve sermaye girişleri yükseldiğinde müdahaleye alternatif olarak sermaye kontrollerini sıkılaştırarak sıkı bir parasal duruş sürdürdü (Islam ve Rajan, 2009: 10). O zaman ki maliye politikası yayılma eğilimliydi ve devlet, 2008 yılının başlarında kamu kesimi maaşlarını artırarak ve küçük çiftçilere indirimler ve artan devlet yardımları sunarak harcamalarını artırmıştır.

Birincisi, Hindistan yönetilebilir dış borç ve sağlam bankacılık sistemi nedeniyle küresel krizden nispeten korunmuştur. İkincisi -ağırlıklı olarak mevduatlarla finanse edilen ve büyük ölçüde devlete ait olan -iyi sermayeleşmiş, kötü kredi kriziyle karşı karşıya kalmamış ve yalnızca marjinal olarak yurt dışı kredi piyasalarına maruz kalmıştır. Hindistan'ın en büyük özel borç veren ICICI Bankası, zehirli ABD ve Birleşik Krallık varlıklarına aşırı maruz kaldığı söylentileri nedeniyle 70 puandan fazla pay kaybına uğrayan tek büyük banka olmuştur. Bu banka güçlü bilançosu ve devlet tarafından mevduatlarını güvence altına alan işlemlerin zamanında yapılması sayesinde hayatta kalmıştır (Kumar ve Vashisht, 2011: 4). Bununla birlikte, uluslararası ticaretin gerileme dönemi, Hindistan ihracatlarını ve sermaye piyasalarını etkileyen ve cari işlemler açığını genişleten küresel yavaşlamanın ana iletim mekanizmalarından biriydi. Aynı zamanda emtia fiyatlarındaki keskin düşüş, özellikle petroldeki ve yavaşlayan iç talep enflasyonun sakin kalmasına yardımcı olmuştur. Spesifik olarak, Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) enflasyonu 2008 yılının Temmuz ayında 12.5'lik rekor düzeyden 2008 yılının Ekim Ayında %10,7'ye düşmüştür (Subbarao, 2009: 11). Buna ek olarak, yabancı kurumsal yatırımcılar tarafından Hindistan sermaye piyasasına yapılan net girişler, çarpıcı biçimde 2007-8 döneminde 20,3 milyar dolarlık girişlerden 14,1 milyar dolarlık çıkışlara düşmüştür (Mehrotra, 2010: 10). Küresel çöküş, 2008 yılının Eylül

⁶² Repo oranı, RBI'nın müşterilerine genel olarak devlet teminatlarına karşı borç verme oranıdır.

ayında Hindistan finansal piyasalarında büyük bir şoka uğradığı için finansal kanal yoluyla yayılmıştır. 2008 yılının başındaki rekor seviyeden 2008 yılının sonlarına kadar değerini ve 60'tan fazla kaybeden bir BSE Sensex Endeksi ile, borsa piyasalarına özellikle sert bir şekilde vurulmuştur. Gelişmiş ekonomilerdeki likiditesi kısıtlı kurumlar yabancı varlık mevcutlarını, bilançolarını yükseltmeyi düşürdükleri için yabancı kurumsal yatırımcılardan önemli bir özkaynak çıkışıyla sermayenin aniden ters çevrilmesi ciddi bir dolar likiditesi sıkıntısı ve borçlanma maliyetlerinde bir artışa yol açmıştır. Buna bağlı olarak, şirketler yatırımları kesmişlerdi, ancak yatırım oranları çoğu gelişmiş ekonomilere göre çok daha az zayıflamıştır. Portföy yatırımlarının aksine, yatırımcıların Hindistan ekonomisinin gelecekteki beklentileri konusundaki güvenini kanıtlayan net iç akışların olumlu kaldığı çöküş/gerileme dönemi boyunca doğrudan yabancı yatırımlar dirençliydi (OECD, 2011: 25). Üstelik, Hint kurumsal sektörü büyük ölçüde dış sermayeye güvendiğinden ve artık yurt dışında sermaye biriktiremediğinden, yurt içi piyasadan daha fazla kredi almaya çalışmıştır. Bu, sırasıyla, 2008 yılının Ekim ayında bir gecelik bankalar arası çağrı oranının %20'nin üzerine çıkmasına neden olan finansal piyasalara ek baskılar getirirken, şirketler yabancı operasyonlarını finanse etmek için dolar karşılığında rupi takas etmişlerdir (Mehrotra, 2010: 10). Son olarak, küresel likidite sıkıntısı, sermaye girişlerindeki düşüş ve dolar talebinin artması nedeniyle, Ocak 2008'den Ekim 2008'e kadar Hindistan rupisi yaklaşık % 20 oranında değer kaybetmiştir (Singh, 2009: 149).

Parasal açıdan, RBI Hindistan merkez bankası üç eylem gerçekleştirmeyi hedeflemiştir: birincisi, iç piyasada likidite sağlamaktır. İkincisi, dışsal piyasalarda işletme finansmanı için dolar likiditesi sağlamak ve üçüncüsü, üretken sanayi sektörlerine kredi akışı sağlamaktır. Bu, 2008 yılının Ağustos ayında RBI'nın politika duruşunda, kriz öncesi parasal sıkılaştırma-dan/daralmadan -enflasyonist baskılarla mücadele-niceliksel gevşeme-enflasyonist baskıları hafifletmeye ve daha yavaş büyümeye cevaben- bir ters dönmeyi göstermiştir. Finansal sistemde likiditeyi akıtmak ve GSYİH büyüme oranının çok sert bir biçimde düşmesini engellemek amacıyla repo

ve ters repo oranları⁶³ agresif ve hızlı bir şekilde azaltıldı. Spesifik olarak, repo oranı %9'dan %4,75'e, ters repo oranı %6'dan %3,5'e düşürülmüştür (Mehrotra, 2010: 14). Kredi piyasalarındaki baskıyı hafifletmek için, nakit rezerv oranı (her bankanın müşteri mevduatı ve notlarında tutması gereken minimum rezerv) %9'dan %5'e düşürülmüş ve yasal likidite oranı da (bankanın RBI ile yapması gereken toplam talep ve zaman yükümlülüğü oranı) indirilmiştir. Ayrıca, sermayenin geri dönüşüne atıfta bulunmak için RBI, döviz rezervlerinin tükenmesiyle baş etmek amacıyla sermaye kontrollerini kolaylaştırmış ve döviz mevduatı üzerindeki faizi artırmıştır. Bununla birlikte, bankaların yatırım fonlarına, bankacılık dışı finans şirketlerine ve konut şirketlerine borç vermelerine olanak tanıyan özel bir pencere açılırken, ECB düzenlemeleri de dış borçlanma erişimini kolaylaştırmıştır. RBI ayrıca, Hint bankalarının kısa vadeli dış fon gereksinimlerini yönetmede rupi-dolar takas tesisi gibi geleneksel olmayan önlemler almıştır. RBI, rupinin 2008 yılının Eylül ayında değer kaybetmesine müsaade etmiştir, ancak daha fazla değer kaybı, tahvil bazında borçlanan şirketlerin bilanço pozisyonlarını daha da kötüleştireceğinden dolayı ve yerel olarak satılan şirketler, vadesi gelmiş ve uzatılamayan döviz cinsinden dış kredileri geri ödemek için kaynak toplamışlardır. RBI rüzgâra dayanarak döviz müdahalesine geçmiştir. Başka bir deyişle RBI, para biriminin çok keskin bir şekilde düşmesini engellemek amacıyla dolar satarak, birikmiş döviz rezervlerini kullanarak ve da sonra tekrar piyasaya fonları enjekte etmek için repo işlemlerini gerçekleştirerek döviz piyasasına müdahale etmiştir. Bu manada RBI, yalnızca 2008 yılının Ekim ayında döviz piyasasında 18,7 milyar dolar satarken, döviz rezervleri 2008 yılının Mayıs ayında 315 milyar dolardan 2009 yılının Haziran ayına kadar 261 milyar dolara düşmüştür (Mehrotra, 2010: 13). Sonuç olarak, parasal önlemler ve likidite sağlanması, 2008 yılının Eylül ayının ortasından 2009 yılının Mart ayına kadar Hindistan'ın GSYİH'sinin yaklaşık %9'una eşittir (Islam ve Rajan, 2009: 11). Mali cephede, devlet 2008 yılının Aralık ayından 2009 yılının Haziran ayına kadar dört mali

teşvik paketi başlatmıştır. Bunlar ek kamu harcamalarını özellikle sermaye harcaması, altyapı harcamaları için devlet garantili fonları, dolaylı vergilerdeki indirimleri ve ihracatçılara desteği içermiştir⁶⁴ (Subbarao, 2009: 9). Buna ek olarak, devlet ayrıca, katılımcı notların yıllık kısıtlamalarını kaldırmış⁶⁵ ve bazı sektörler için yurt dışı borçlanma üzerindeki faiz tavanını yükselterek dış ticari borçlanma kurallarını serbestleştirmiştir. Dolayısıyla, konjonktüre karşı mali önlemler, daha önce mali konsolidasyon çabalarını tersine çevirdi ve mali açık 2007/2008'de %5,4'den 2008/9'da %11,4'e kadar genişlemiştir (Mehrotra, 2010: 14).

Yayılma eğilimli makroekonomik politikalar sayesinde, Hindistan nispeten orta ve kısa ömürlü bir yavaşlama yaşamıştır. Tarım sektörünü yaralayan ve gıda fiyatları ile enflasyonu yukarı çeken şiddetli kuraklığa rağmen 2009 yılında en hızlı büyüyen ülkeler arasındayken, tekrar güçlü iç talep ile ülkenin büyümesine neden olmuştur.

Kabul edilen kriz önlemleri baskıyı hafifletip, ekonomik krizden kaçınmaya yardımcı olurken, bazıları RBI'nın politika faiz oranlarını yeterince hızlı düşürmediğini düşünmekteydiler, çünkü bunlar krizden önce yüksek emtia fiyatına bağlı enflasyonla mücadele etmiştir (Islam ve Rajan, 2009: 16). Dahası, Çin ve diğer Doğu Asya ülkeleriyle tam karşılık içinde olan mali olanaklar sınırlaması nedeniyle, uygun ve zamanında yapılan parasal işlemler özellikle çok önemli idi. Bu şekilde maliye politikası kriz öncesi yüksek mali açıklar nedeniyle başlamak için sınırlı manevra kabiliyeti ile karşı karşıya kalmıştır. Ayrıca, sık sık 2008 yılının sonlarından sonraki mali tepkinin gerektiği kadar büyük olmadığı da iddia edilmiştir (Kumar ve Vashisht, 2009: 24).

Öte yandan, artan mali açığın, Hindistan'ın devlet kredi derecesini düşürebilen ve böylelikle de Hindistan'ın sermaye girişlerini potansiyel olarak ciddi bir şekilde tehdit edebilen kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen güçlü bir tepkiye yol açabileceğini

⁶⁴ Gerileyen İhracatların istihdam üzerinde ki etkisi büyük ölçüde tartışıldı, çünkü ihracata yönelik kilit sektörler 2007-2008 döneminde GSYİH'ye %60 oranında katkıda bulunmuştur (Mehrotra, 2010: 12).

⁶⁵ kayıt dışı yabancı yatırımcıların Hindistan borsalarına yatırım yapmalarını sağlayan kıyı ötesi türev araçları.

belirtmekte fayda vardır. Üstelik, bu durum, sırasıyla faiz oranlarına baskı uygulayacak, bir takım parasal aktarım etkinliğini yıpratacak ve bunun yanı sıra özel yatırımları da olumsuz olarak etkileyecek olan devlet borçlanmasında da artışa neden olabilirdi (Subbarao, 2010: 11). Dahası, büyük açıklar, ulusal tasarrufları köstekleme eğilimi gösterdikleri için, yüksek kamu harcamaları enflasyonu körükleyecek ve merkez bankasının kilit faiz oranını düşürme nedenini etkili bir şekilde sınırlayacaktır. Sonuç olarak, şayet yüksek borçlanma maliyetleri özel yatırımı ve ulusal tasarrufları engellerse, bu daha düşük yatırım oranına yol açan yatırımları yavaşlatabilir. Bu da sırasıyla büyümeyi engelleyecektir.

Eleştiriye rağmen, aslında mali açık başlangıçta hedeflenen seviyenin ötesinde genişlemiştir⁶⁶. Devletin borçlanması büyüyüp, borcun GSYİH'ye oranı 2010 yılında kriz öncesi %69'dan %73'e yükselirken, ulusal tasarruflar kısıtlandı ve özel yatırımlara yer bırakılmamıştır. Buna ek olarak, durum gerçekten faiz oranlarının yanı sıra enflasyon üzerinde de yukarı doğru eş zamanlı bir baskı yarattı. Aslına bakılırsa, para politikasının “mali baskınlığı”, ağır orta vadeli enflasyon sorununa bağlı olarak kriz sonrası bir endişe kaynağı olmaya devam etmiştir. Bu nedenle RBI, yatırımcılar arasında belirsizlik ve yüksek riskten kaçınma zamanlarında piyasaları sekteye uğratan, kamu borçlanma gerekliliklerini yerine getirme konusunda zorluklarla karşı karşıya kalmıştır (Gandhi, 2012: 195). Diğer yandan, özel yatırım talebini canlandırmak için faiz oranını baskı altında tutması ama aynı zamanda aşırı enflasyonist eğilimleri kontrol altına alması gerekmektedir. Sonuç olarak, RBI, yüksek getirilere susamış olan yabancı yatırımcılardan dahi daha fazla para çekmek istemediğini doğrulayan enflasyonist baskılara rağmen, 2009 yılı Ekim ayında kilit faiz oranını %4,75'te tutmaya karar vermiştir. Daha sonra, RBI, iki kilit faiz oranının yanı sıra nakit rezerv oranını arttırarak politika odağını değiştirip uyumlu para politikasından çıkarken, aynı zamanda mali sıkılaştırma ve

⁶⁶ Kredi silmeler, petrol ve gübre tahvilleri ve hisse senetleri ihracı ve daha yüksek gıda sübvansiyon seviyeleri nedeniyle.

konsolidasyon çalışmaları da ekonomik odağın merkezinde yer almıştır (Chakrabarty, 2014: 138).

Kriz sonrası, birçoğu, genç nüfusu, demokrasisi ve bireysel kapitalizmi nedeniyle, Çin'in yaşlanan nüfusu ve sosyalist piyasa ekonomisi ile karşılaştırıldığında, Hindistan'ın uzun vadede Çin'e karşı üstünlüğü olduğunu düşünmektedir. Büyüme beklentileri nedeniyle, Hindistan hızlı bir şekilde cazip bir yatırım tercihi olarak yeniden ortaya ıkmyı ve BSE Sensex endeksi, Mart ve Ekim 2009 arasında neredeyse %100 artmıştır. Hindistan ve gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranları arasındaki kar oranları artmıştır. Güçlü net girişler, Hindistan'ın cari işlemler açığına yardımcı olurken, paranın değer kazanması da enflasyonist baskıları kontrol almasına yardımcı olmuştur. Bununla birlikte bu sermaye akımlarının oynaklığı, para politikasının etkinliğini daha da zorlaştırmıştır. şayet RBI döviz piyasasına müdahale etmeyecek olsaydı, para birimi değer kazanacak ve muhtemelen Hindistan ihracatlarının uluslararası rekabetçiliğine zarar verecekti.

Bununla birlikte, eğer RBI değer kazanmasını önlemek için müdahale edecek olsaydı, ek sistemik likidite ve enflasyonist baskılarla karşı karşıya kalacaktı. Son olarak, şayet yeni ortaya çıkan likiditeyi sterilize edecek olsaydı, büyüme beklentilerine zarar verebilecek faiz oranlarını artırma riskiyle yüzleşecekti (Subbarao, 2010: 2).

Hindistan'ın ana enflasyonu 2009 boyunca hız kazandı ve buna karşılık olarak, RBI repo faiz oranını ve nakit rezerv oranını daha fazla yükseltmiştir. Mali tarafta, yüksek enflasyonun sübvansiyon üzerinde yapılan harcamaları artırma baskısı yaratması nedeniyle konsolidasyon çabaları durma noktasına gelmiştir (OECD, 2011: 29). 2011 yılında sürekli yüksek enflasyona, genel yatırımcının küresel olaylar hakkındaki karamsarlığı ve de politikacılar arasındaki çıkar çatışmaları ve liderlik eksikliğinden kaynaklanan Hindistan'ın bizzat kendi içindeki aşırı siyasi zayıflığa bağlı olarak Hindistan'ın büyümesi, 2009 yılında 27 milyar dolardan 2010 yılında 21 milyar dolara kadar, bölgenin başka yerlerinde büyürken yatırımdaki düşüş nedeniyle kötüye gitmiştir.

Esasen, yüksek enflasyon ve gelecek konusundaki belirsizlik, yatırımları ve tasarrufları genel olarak teşvik etmemektedir. Hindistan'ın 2010 sonrası kötü performansının büyük ölçüde kendi kendine olduğu iddialarına ek olarak, Hindistan devletinin ek ekonomik reformları uygulama konusundaki taahhüdüne ilişkin güçlü şüpheler de vardı. Hindistan'ın başbakanı Manmohan Singh gibi liberal politikacıların iyi çabalarına rağmen ve iktidardaki Kongre partisi tarafından şiddetli bir muhalefetle karşı karşıya kalmış ve önerilen reformlarla ilgili şüphelere rağmen, aslında, bu sorun son derece siyasallaştırılmıştır. 2011 yılının Kasım ayında, rupi, küresel piyasalardaki koşulları ve sermaye girişlerinin kurummasını yansıtarak, ABD dolarına karşı tüm zamanların en düşük seviyesine düşmüştür. Para biriminin düşmesi ihracatı ve sınırlı ithalatı -böylece dış açığı daraltarak- artırırken, Hindistan'ın diğer para birimlerinde borç alması ve çok yüksek enflasyon oranlarına sahip olması nedeniyle vahim olduğu düşünülmektedir. Yanıt olarak, RBI enflasyonu kontrol altına almak ve 2012 yılında dolara karşı beşte bir değer kaybeden rupiyi sabitlemek için para politikasını defalarca sıkılaştırdı ve sadece enflasyon korkusuna ve döviz borcu olan şirketler üzerinde sahip olabileceği olumsuz etkilere ekledi. Mali tarafta, devlet açığın azaltılması için ek reformları ve tedbirleri ilan etmiştir. Ayrıca, Hindistan devlet tahvillerini satın alma konusunda devlet fonları ve diğer uzun vadeli yatırımcılar için kurallarını yumuşatmış ve bunun yanı sıra yurt dışında fon arayan Hintli imalat ve altyapı firmaları için kısıtlamaları kolaylaştırmıştır.

Hindistan'daki 2012/2013 döneminde makroekonomik koşullar zayıftı ve büyüme, 2003/4 döneminden bu yana en düşük olan 2012 yılında %4,4'e ve 2013 yılında %4,7'ye düşmüştür. Üstelik, cari işlemler açığı GSYİH'nin %4,7'sinde en yüksek seviyesine yükselmiş ve merkezi yönetimin brüt mali açığı, çift hanede gidip gelen enflasyonla GSYİH'nin %4,9'una eşit olmuştur (Mohanty, 2014: 6). Artan makroekonomik dengesizlikler, sermayenin Hindistan'dan uzaklaşmasına katkıda bulunarak, rupinin daha fazla değer kaybetmesini tetiklemiştir. Sonuç olarak, RBI para politikasını bir kez daha sıkılaştırdı ve politika faizini %7,25'e yükseltmiştir. Artan makroekonomik dengesizlikler, rupinin daha fazla değer kaybetmesine neden olarak

sermayenin Hindistan'dan uzaklaşmasına katkıda bulunmuştur. Sonuç olarak, RBI para politikasını bir kez daha sıkılaştırdı ve politika faizini %7,25'e yükseltmiştir. 2013 yılının Mayıs ayında FED'in niceliksel gevşemenin yavaş yavaş azalması ile ilgili açıklanmasının ardından Hindistan, para biriminin değer kaybetmesi ve bu ülkeleri sermaye çıkışlarına karşı savunmasız bırakan sıkıntılı cari işlemler açığı ile karakterize edilen kırılgan beşli⁶⁷ grubuna koyulmuştur. Özellikle, rupi 2013 yılının Mart ayından Ağustos ayına kadar ABD doları karşısında yaklaşık %20 değer kaybetmiş ve likidite darlığının yanı sıra hisse senedi fiyatlarında keskin bir düşüşe maruz kalmıştır. RBI döviz piyasasına dolar satarak müdahale etmiş, spekülasyonları önlemek için parasal sıkılaştırma önlemleri uygulamış, nakit rezerv oranını yükseltmiştir. Günlük ABD doları gereksinimlerini karşılamak için döviz takas penceresi açmış, döviz endeksli mevduata faiz tavanı uygulamış -bireylerin ve firmaların ülke dışına para götürebilmelerini sınırlandıran sermaye kontrolleri ile- ve yurt dışı doğrudan yatırımlar için limit koymuştur (Mohanty, 2014: 9). Örneğin, Hindistan'ın Dışa Doğrudan Yatırımı 2003'ten 2013'e kadar 35 kat artmış ve 2013'te 241 milyar dolara ulaşmıştır (Herrero ve Deorukhkar, 2014: 2). 2014 yılında RBI, faiz oranını yükseltmeye devam etmiştir, ve yılın ilk yarısında, hem cari hesap/işlem açığındaki düşüş hem de Hindistan'ın yeni başbakanı Narendra Modi'nin seçimini muteakip iyimserlik dalgası nedeniyle Hindistan'ın ekonomik performansında hafif bir iyileşme olmuştur. Sonuç olarak, bu durum borsada bir yükselişe, gelen sermaye akımlarında bir artışa ve para istikrarına neden olmuştur. Hindistan'ın makroekonomik göstergelerinin rakamları için, Tablo 4.3'e bakınız.

Tablo 4.3: Hindistan'ın Makroekonomik Göstergeleri

Hindistan	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Arz ve Talep										

⁶⁷ Amerikan bankası Morgan Stanley'nin cari açık ve enflasyon oranlarının yüksekliği ve dış yatırımlara duydukları ihtiyaç dolayısıyla Hindistan, Brezilya, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika'dan oluşan beş ülkeye verdiği addır.

Reel GSYİH büyüme oranı (% olarak)	3,08	7,86	8,50	5,24	4,70	4,40	7,41	8,00	8,17	7,17
Kamu Maliyesi (GSYİH'nın % si)										
Devlet Geliri (%GSYİH)	10..9	9.8	10.4	10.1	10.8	11.1	9,9	10,5	11,1	11,2
Devlet Harcamaları (%GSYİH)	17,2	16,8	16,5	14,4	16,1	16,6	14,8	15,1	15,4	14,8
Brüt Devlet Borçları (%GSYİH)	57,3	55,3	51,6	51,6	50,7	50,3	..	..	..	..
Ödemeler Bilançosu (aksi belirtilmedikçe, GSYİH yüzdesi)										
Cari Açık	-2,58	-1,95	-3,25	-3,43	-5,01	-2,65	-1,34	-1,07	-0,53	-1,44
Ticaret Dengesi (Milyar Yerel Para Birimi)	19,9	-180	249	0	-300	-1000	-1500	-1200	-900	267
Rezervler (Altın dahil, Milyar ABD)	257	285	299	299	300	298	3,25	353	362	413

doları)										
DYY net girişleri	3,62	2,65	1,63	2,00	1,31	1,52	1,70	2,09	1,94	1,51
DYY net çıkışları	1,61	1,20	0,95	0,69	0,47	0,09	0,57	0,36	0,22	0,42
Dış Borç	19,2	19,5	17,7	18,5	21,7	23,3	22,7	23,0	20,3	19,8
Fiyatlar ve İşgücü Piyasası (% olarak)										
Enflasyon	8,35	10,9	12,0	8,85	9,31	10,9	6,35	5,87	4,94	2,49
İşsizlik	2,27	2,47	2,44	2,52	2,69	2,82	2,76	2,78	2,73	2,56

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır (Dünya Kalkınma Göstergeleri, 2017).

4.1.4. Çin Halk Cumhuriyeti

1978'den⁶⁸ bu yana Deng Xiaoping tarafından uygulamaya koyulan tarım, sanayi ve hizmet sektöründeki değişiklikler, Çin'in, piyasa güçlerinin makroekonomik rehberlik ve riskten sakınan devlet düzenlenmesi altındaki ekonomik faaliyeti etkilemesine izin verilen sosyalist bir piyasa ekonomisi hâline gelmesini sağlamıştır. 2003-2008 döneminde Çin, yıllık büyüme oranı %11 ile hızlı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme kaydetmiştir. Buna ek olarak, 2010 yılının sonlarında, dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olarak Japonya'yı geçmiş ve birçok yorumcu 2020'lerin başlarında ABD'yi

⁶⁸ Bunlar, fiyat kontrollerinin kaldırılmasını, dış ticarete ve yatırımlara izin verilmesini, kolektif çiftliklerin hanehalklarına dönüştürülmesini, özel ekonomik bölgeler oluşturulmasını, şahıs işletmelerinin teşvik edilmesini, devlet sektörünün büyüklüğünün azaltılmasını, borsa kurulmasını, çoklu döviz kurunun sonlandırılması tarifelerin düşürülmesini ve Devlet ihracat ticaret tekelinin kaldırılmasını ve 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütüne katılmayı içermiştir (OECD, 2005: 29).

gececeğine inanmaktadır (Kawai ve Pontines, 2014: 4). Çin dünya ticaretine açılmış⁶⁹, 2013'te dünyanın en büyük ihracatçısı⁷⁰ ve dünyanın üçüncü en büyük ithalatçısı olmuştur⁷¹. İkinci en önemli DYY destinasyonudur: Sıkı sermaye kontrollerine rağmen, Çin tüm gelişmekte olan ekonomiler arasında spekülâtif sermayenin en büyük payını almaktadır. Aynı zamanda, en yüksek döviz rezervlerinin de sahibiyken, 2007 yılının Eylül ayında birikmiş rezervlerden yararlanmak amacıyla Çin devleti tarafından Çin Yatırım Şirketi (China Investment Corporation: CIC) kurulmuştur (OECD, 2010: 23).

Dikkate değer bir büyümenin arkasında yatan kilit güçler, ağırlıklı olarak bireysel sektör tasarrufları ile finanse edilen güçlü bir sermaye birikimiyken, brüt tasarruf oranı GSYİH'nin yaklaşık yarısı ve dünyadaki en yüksek oranlardan biriydi ki bu daha iyi eğitim ve emeğin tarımdan hizmete ve üretime geçişi ile olmuştur (OECD, 2005: 32). Güçlü özel sektör ve yüksek verimlilik GSYİH'nin yarısından fazlasını oluşturmaya yardımcı olmuş ve Çin'in imalat sektörünü dünyanın en büyük ikinci şirketi hâline getirerek önemli miktarda ihracat payına katkıda bulunmuştur. Bununla birlikte, 2008 yılında GSYİH'nin %33'üne eşit olan ürün ihracatı olmasına rağmen (Almanya'da %28 veya ABD'de %8'le kıyaslandığında) Çin genel olarak ihracata bağlı değildir⁷². 1998-2004 boyunca, net ihracatı (geri kalanı yurt içi talepten gelirken) GSYİH büyümesinin yalnızca %5'ine karşılık geliyordu ve 2005'ten bu yana, net ihracatlar ithalattaki keskin yavaşlama nedeniyle büyümenin %20'sinden fazlasına katkıda bulunmuştur. Diğer yandan, Çinli firmaların iyi bilinen hammadde “açlığı” küresel bir emtia patlamasına neden olurken ülke içinde bu, hafif imalattan ağır sanayilere kayma ile gösterilen kaynağa susamış sektörlerin artmasına neden olmuştur.

⁶⁹ Çin'in küresel GSYİH'deki payı 1978'de %1,8'den 2008'de %11,3'e yükselmiştir.

⁷⁰ küresel ihracatın %14'üne tekabül etmiştir.

⁷¹ küresel toplamın %12'sine tekabül etmiştir.

⁷² Özellikle, dış işlem kanununa göre kayıtlı şirketler tarafından üretilen ihracat nedeniyle, bu çoğunlukla yabancı şirketler, daha sonra ihraç edilmeleri ve yerel tarife alanına girmemeleri koşuluyla, vergisiz mal ithal edebilmektedirler (OECD, 2010: 31).

Gerektiğinde konjonktüre karşı maliye politikaları uygulayan ve genel devlet açığını 2004 yılında GSYİH'nin %1'inin altına düşüren, Çin'in maliye politikası kriz öncesi ihtiyatlıyken, kamu borcu GSYİH'nin %23,5'i civarında istikrarlıydı (OECD, 2005: 177). Para politikası ile ilgili olarak, Çin Halk Bankası (People's Bank of China: PBOC) politikasını uygulamak için toplam para arzı ve döviz kurları olmak üzere iki değişken hedeflerken, faiz oranı kanalı ise küçük bir rol oynamaktadır. Üstelik PBOC, politika ayarlarını değiştirmek için Devlet Konseyi'nin (Çin'in yürütme organı) iznine ihtiyaç duyduğundan dolayı bağımsız değildir. Devlet bu nedenle devlet bankalarının düşük mevduat oranları ve yüksek kredi oranları arasında kârlı bir dağılımı sağlamak için kısa vadeli faiz oranları (bir yıllık borç verme ve mevduat oranları) için bir temel ölçüt belirlemektedir. Bu yolla efektif sermaye kontrolleri, yetkililerin düzenlenmiş mevduat ve borç verme oranlarını, nakit kredi rehberliğini ve tahvil piyasasını sınırlamayı sağlamaktadır (McCauley, 2011: 41). Ancak, bunlar en nihayetinde yatırım fonlarının devlete ait bankalar tarafından öncelikle devlete ait işletmelere yönlendirildiği yetersiz bir finans sektörü yaratarak dolayısıyla yolsuzluğa ve rant arayışına yol açarak yatırım alternatiflerini de sınırlandırmakta, özelleştirmeyi ve reel sermaye piyasalarının gelişmesini engellemektedirler (Dorn, 2013: 78).

Devlet para birimini düşük değerde tutarak ihracat sektörünü korumak istediğinden, PBOC normalde yeni oluşturulan Renminbi⁷³ ile sabit bir oranda dolar satın almaktadır. Buna karşılık, PBOC faiz oranını arttırmaz, ancak bu girişi sterilize etmek için iki yöntem kullanır. Birincisi, açık piyasa işlemleri ve ikincisi ticari bankaların zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler yoluyla (Körner ve Ehnts, 2013: 18). Üstelik gelirlerdeki artış, ticareti yapılamayan mal ve hizmetlerin fiyatlarını arttıracak için yüksek büyüme oranlarına sahip olan ekonomi, orta vadede reel bir kur değerlemesi yaşayacaktır. Fakat Çin'in dolara karşı nispeten sabit döviz kuru olması nedeniyle olası dalgalanmalar enflasyonist veya deflasyonist darbelerle sonuçlanmıştır. PBOC düşük enflasyonu korumayı başarırken⁷⁴, OECD ülkelerine kıyasla daha

⁷³ Renminbi Çin'in resmi parası, birimi Yuan'dır, ama çoğunlukla RMB kullanılmaktadır.

⁷⁴ 2000-2006 süresince %2 civarında seyretmiştir.

değişkendi (OECD, 2005: 58). 2005 yılında Çin, değer düşüklüğüne sahip para biriminin korunmasına yönelik uluslararası eleştiriye cevap vererek Renminbilerin kademeli olarak değer kazanmasını sağlamıştır. Özellikle, düzenlemesini konvansiyonel ABD doları sabit oranından yavaş ve iyi kontrol edilen bir kaygan rejime dönüştürürken, günlük değişiklikler hiçbir zaman %0,3 sınırını geçmememiştir. Başlangıçta PBOC, Renminbinin çok hızlı bir şekilde yükselmesini engellemek için önemli miktarda yabancı para alımları gerçekleştirmiş ve 2005 yılının Haziran ayı ile 2008 yılının Eylül ayındaki en yüksek seviyesi arasında nominal Renminbi, ABD doları karşısında %17,5 değer kazanmıştır. Buna karşılık, 2007 yılının başından 2008 yılının ortasına kadar yatırımcıların Renminbiyi, özellikle de ABD doları olmak üzere büyük para cinsleri karşısında değer kazanmaya devam etme beklentisini yansıtan yaklaşık 386 milyar dolarlık “sıcak para” ülkeye girmiştir. 2008 yılının Ocak ayında PBOC, Renminbinin değerinin korunmasının maliyeti önemli ölçüde arttığı için Renminbinin değer kazanmasına izin vermiştir. 2008 ortası itibariyle, politika yapıcılar Renminbi değer kazanma hızını yavaşlatmış ve ABD dolarının sabit oranı sistemini yeniden canlandırmış, Çin'in ihracatlarının muhtemel düşüşü konusunda endişelenmiştir.

2006-2007 dönemi boyunca, ekonomi aşırı ısınmaya başlamış ve bu dönem boyunca büyüme oranları %10'u geçmiştir. Dolayısıyla konut sektörü büyümüş ve enflasyon artmıştır (Liu, 2014: 5). Esasen, enflasyon sadece 2007 yılında üçe katlanmıştır⁷⁵. Politika yapıcılar sadece 2007 yılında, rezerv oranlarını artırmış ve faiz oranlarını yalnızca altı kat yükseltmiş, bu da finansal sistemde likiditeyi etkin bir şekilde azaltmış ve ekonomiyi soğutmaya neden olmuştur. Bu arada, tasarruflar artmış, cari işlemler fazlası 2003 yılında 46 milyar dolardan 2008 yılında 426 dolara yükselmiştir - sırasıyla GSYİH'nin %2,8'den GSYİH'nin %9,8'ine kadar- ve ülke özellikle DYY'den büyük miktarda sermaye girişi göstermiştir. Aynı zamanda, uzun vadeli sermaye akışları genel olarak memnuniyetle karşılanırken, hacimlerinden ziyade sınır ötesi sermaye akışlarının oynaklığına ilişkin düzenlemeye daha fazla odaklanarak, hem kısa vadeli

⁷⁵ Arz-yönlü şoklarından kaynaklanan gıda ve enerji fiyatlarındaki artış nedeniyle.

sermaye girişleri hem de kısa vadeli sermaye çıkışları kontrol edilmiştir. Ayrıca, finansal hesaplardaki kısıtlamalar doğrudan yabancı yatırımların yönetimine, uluslararası portföy yatırımlarının yanı sıra dış borçların kontrolüne de odaklanmıştır (Chen, 2011: 3). Döviz rezervleri, Çin'i dünyadaki en büyük yabancı rezerv sahibine dönüştürerek ve 2007 yılında 1 trilyon ABD dolarını geçerek dikkate değer ve sürdürülebilir bir hızla birikmiştir. Özellikle, toplam PBOC varlıklarının payı olarak yabancı rezervler, bilançosunu Çin dışındaki mali/finansal durumlardaki değişikliklere karşı giderek daha duyarlı hâle getirerek, 2002 yılında yaklaşık %40'tan 2011 yılında %80'den fazla büyümüştür (Liu ve Spiegel, 2012: 1).

Krizin patlak vermesinde, Çin üç açıdan etkilenmiştir. Birincisi, bu, yüksek risk faizli ipoteklerin desteklediği ABD varlıklarına doğrudan maruz kalırken, Çin'in en büyük dört ticari bankası doğrudan toplam 20 milyar dolar zarara maruz kalmıştır (Yongding, 2010: 10). Bununla birlikte, Çin'in mali sistemine, ağırlıklı olarak en büyük dört devlet bankası tarafından kontrol edilen büyük bir bankacılık sistemi hakim olduğu için, bu etki daha az şiddetli olmuştur⁷⁶. Dahası, bankalar küresel kredi sıkışıklığından/daralmasından batılı emsallerine göre daha iyi korunuyorlardı, çünkü ağırlıklı olarak mevduatlarla, sermaye piyasaları yerine finanse edilirken, kredileri de mevduatlarının sadece % 65'ine eşittir. Aslında, toplam hane halkı borcu GSYİH'nin yalnızca % 13'ünü temsil ettiği için -ABD'deki % 100 ile karşılaştırıldığında- Çinli tüketiciler çok daha az borçlanmışlardır. İkincisi, Çin sermaye akışındaki dalgalanmalardan ve riskten kaçınmadaki küresel artıştan da etkilenmiştir. Bununla birlikte, sıkı sermaye kontrolü⁷⁷,

⁷⁶ İki yurt içi borsa (Shanghai ve Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası), sırasıyla hisselerin toplam piyasa değeri bakımından dünyanın en büyük altıncı ve on altıncı borsaları olarak yer almaktadır. Ancak, bunlar, spekülasyon ve içerden öğrenenlerin ticareti tarafından yönlendirildikleri için, ekonomide kaynak tahsis etmede etkili olmamaları nedeniyle, ne ölçü ne de önem bakımından Çin bankacılık sektörüyle kıyaslanamazlar. Çin ankarasındaki birçok firmanın kote/borsaya kayıtlı olduğu ve ticaretin yapıldığı Hong Kong Borsası yedinci en büyük borsadır.

⁷⁷ Çin'in eksik değerlendirilmiş para birimini korumasına ve ekonomik büyümesini arttırması için ucuz sermaye sağlamasına da izin verendir.

sürünen/kaygan kur rejimi ve önemli döviz rezervleri sayesinde Renminbi, istikrarsız değişikliklere maruz kalmamıştır. Üçüncüsü, dünya ticaretindeki yavaşlama, küresel krizin en ciddi etkisi olarak gösterilmiştir. Özellikle, dayanıklı ve yatırım mallarına olan küresel talep azalmış ve Çin'in ABD'ye ihracatı düşmüştür⁷⁸. Ayrıca, malzemelerin maliyeti işsizlikte olduğu gibi artarken, cari işlemler açığı, daha düşük gıda fiyatları ve para arzındaki yavaş büyüme nedeniyle enflasyon oranları ile birlikte düşmüştür⁷⁹.

Küresel finansal dalgalanmanın başlamasından önceki 2003-2007 dönemi boyunca olan maliye ve para politikaları, proaktif (genişleyici) bir maliye politikası ve ihtiyatlı (sıkı) bir para politikasından oluşmaktaydı. 2008 yılında, Çinli politika yapımcılar proaktif bir maliye politikası ve gevşek para politikasını benimsemişlerdir. Krizle birlikte, Çin'in politika yapımcıları, ülkenin sağlam dış borcun GSYİH'ye oranı, önemli cari hesap fazlası ve güçlü mali durumdan (düşük kamu borcu ve yüksek bütçe fazlası) yararlanarak kararlı bir şekilde tepki göstermişlerdir. Bu da sırasıyla gelişmiş ekonomilerdeki diğer mali tepkileri gölgede bırakan oldukça agresif ve büyük bir mali paketin uygulanmasına izin vermiştir. Özellikle, 4 trilyon RMB'lik⁸⁰ (575 milyar ABD doları) iki yıllık mali teşvik paketi⁸¹ 2008 yılının Kasım ayında açıklanıp ve merkezi devlet, yerel devlet bankaları ve kamu iktisadi teşekkülleri tarafından finanse edilmiştir.

Bu, çoğunlukla kamu çalışmalarına yapılan yatırım -altyapı projeleri ve deprem sonrası yeniden yapılanma- bunun yanı sıra sosyal refah harcamalarına⁸², vergi reformlarına yönelik harcamalardan oluşurken, aynı zamanda ekonominin aşırı ısındığı dönemde uygulanan borç verme kısıtlamalarını da hafifletmiştir. Bu teşvik, iç tasarrufları azaltmayı ve hanehalkı tüketimini artırmayı amaçlamıştır; çünkü hanehalkı tüketimi, kısmen Çin'in sosyal güvenlik ağının düşük seviyesinin bir sonucu olan

⁷⁸ Diğer gelişmekte olan ekonomilere göre yükselmişler ve diğer üç BRICS ülkelerine göre %60'tan fazla büyümüşlerdir.

⁷⁹ 2008 yılının Şubat ayında %8,7'den 2008 yılının Ağustos ayında %4,9'a kadar.

⁸⁰ RMB: Çin Renminbisi

⁸¹ GSYİH'nin %13'üne eşdeğerdir.

⁸² Sağlık bakımı, eğitim, çevre koruma, vb.

hanehalkı tasarruf oranındaki artıştan dolayı 2002-2007 dönemi boyunca düşmüştür. Para cephesinde, ilgi odağı, enflasyonla mücadelede kredi kontrollerini uygun şekilde hafifletmeye dönüşmüştür. Makroekonomik politika tekrar seyrini değiştirdiğinde, bu 2010 yılının Ekim ayına kadar sürmemiştir. 2008 yılının Ağustos ayı ile 2010 yılının Mayıs ayı süresince, sürünen/kaygan kur rejiminden vazgeçildi ve konvansiyonel ABD doları kur rejimi yenilendi, oysa ki 2010 yılının Haziran ayında Çin bir kez daha sürünen/kaygan kur rejimi uygulamıştır (Kawai ve Pontines, 2014: 3). Renminbinin yukarı doğru ayarlanmasına ilişkin söz konusu geri çevirme düşünüldüğünde, diğer para birimleri (Brezilya reali veya Güney Kore Won'u gibi), bu ülkelerin rekabetçiliğini sarsan Renminbiye karşı Çin'in ABD'yi en büyük ihracat pazarı olarak ele geçirmesi ile değer kazanmıştır.

Eleştiriye rağmen, bazı analistler, güçlü Renminbinin küresel dengesizliklerin azaltılmasına (ABD'nin ticaret açığı gibi) yardımcı ve Çin'in hızla büyüyen ekonomisi için fazla gevşek olan para politikasının kontrolünü yeniden kazanmasına yardımcı olacağını ileri sürmüşlerdir. Bu aynı zamanda ülkeyi ihracata daha az bağımlı hâle getirirken büyümeyi daha sürdürülebilir hâle getirecektir. Diğer yandan, PBOC geniş para arzını (M2) büyüme hedefini % 17'ye yükseltmiş ve kredi kotası kısıtlamasını kaldırmıştır. Ayrıca, kademeli olarak ticari bankaların zorunlu karşılık oranlarını (% 17,5'ten % 15,5'e kadar) ve bunun aynı sıra politika faiz oranlarını da % 6,9'a düşürmüştür. Sermaye girişlerinin sterilizasyonunun payını düşürerek likidite daha da artırılmıştır, dolayısıyla, bankalar arası faiz oranları düzenlenmiş mevduat oranından daha düşüktü (OECD, 2010: 34). Sonuç olarak, uyumlu para politikası yurt içi talep artışının yanı sıra bölge içi ticareti de artırmaya yardımcı olmuştur (Bernanke, 2009: 18).

Bazı analistler, Çin'in hızlı tekrar yükselişinin, ekonomik yavaşlamanın ABD'nin ekonomik çöküşünün sonucundan ziyade daha çok kendinden kaynaklanmasından dolayı olduğunu kaydetmişlerdir. 2009 yılında Çin üretimi hız kesti, ancak düşüşe geçmedi, çünkü devletin teşvik tedbirleriyle teşvik edilen yatırımlardaki ve banka kredilerindeki artış nedeniyle büyüme güçlü kalmıştır. Doğrusu, ekonomik

toparlanma iç talepteki artıştan kaynaklanırken, ihracat birden düşmüş, ithalat artmış ve cari işlemler açığı 2008 yılında GSYİH'nin % 11'inden, 2009 yılında GSYİH'nin % 6,1'ine kadar azalmıştır⁸³. Borsa, 2008 yılının son çeyreğinde değerinin neredeyse dörtte üçünü kaybederken, 2009 yılının ilk yarısında 2008 zararlarının yaklaşık üçte birini geri kazanmıştır. Çin'in açığı, 2009 yılında 950 milyar RMB ve 2010 yılında 1050 milyar RMB'ye denk gelerek düşük kalırken⁸⁴, devletin borcu GSYİH'nin güvenilir bir % 20'sinde durmaktaydı (Çin Halk Bankası, 2012: 114). Diğer yandan, 2009 yılının başlarındaki para arzı ve kredideki artış, ihtiyatsız borçlanma ve batık kredilerdeki artış risklerine eklenmiştir. Ek olarak, büyük sermaye çıkışları da yabancı para rezervlerinin birikim hızını yavaşlatmış, ancak yalnızca geçici olarak yavaşlatmıştır. 2009 yılının ortalarına gelindiğinde, toplam rezervler zaten 2,1 trilyon dolar seviyesindeydi ve bu birikim yerel para piyasasını olumsuz etkileyebileceğinden dolayı, PBOC bankacılık sisteminden likiditenin tahliye edilmesi ve yurt içi rezerv girişlerinin sonuçlarının yurt içi para piyasasına sterilize edilmesi için piyasa işlemlerini, bonoları ve rezerv zorunluluğunu kullanmıştır. Dahası 2009 yılının Kasım ayında devlet, piyasaya sıcak para akışını kontrol etmek amacıyla bireysel olarak döviz transferleri ile ilgili kuralları sıkılaştırmıştır. Tecrübenin yararı sayesinde, döviz kuru rejimini korumanın önemli maliyetleri krizin etkilerini sınırlamış, bunun dışında Çin'in yapısal sorunlarını daha da kötüleştirmiştir (Wu, 2014: 88). Ülkenin büyüme modelinin sürdürülebilirliği ve dış talebe olan maddi bağımlılığı, bunun yerine ekonomiyi iç tüketime doğru yeniden dengelemeyi savunarak çoğu zaman tartışmalı olmuştur (Xing ve Pradhananga, 2014: 16). Yatırım ve ihracattan ağırlıklı olarak yatırıma geçişi zorlayan 2009/2010 teşvik paketinin zamanındaki büyük kredi genişlemesinin ardından, hem kamu iktisadi teşekkülleri hem de gayrimenkuller (muhatap devlet sisteminin büyük payı) büyürken, Çin 2010 yılından bu yana ekonomik bir yavaşlama göstermiştir. Ayrıca, RMB'yi ABD dolarına karşı yeniden sabit tutma kararı, FED'in uyumlu para politikasını Çin'e de ithal

⁸³ Bununla birlikte, kamu maliyesi büyük kriz öncesi bütçe fazlasıyla başladığından dolayı, mali açık, önemsiz kalmıştır.

⁸⁴ GSYİH'nin %3'ünden biraz daha azdır

etmiştir. Daha yüksek para çarpanı ile birlikte, genişleyici kredi politikası sayesinde, yurt içi tüketici enflasyonu 2010-2011 döneminde tekrar sorun hâline gelmiştir (Huang, 2012: 27). Ayrıca, gelişmiş ekonomilere alışılmadık para politikaları uygulandığı için Çin, sırasıyla işsizliğin artma riskinin yanı sıra ihracatçıların rekabetçiliğini de etkileyen 2010 yılından bu yana Renminbinin ABD doları karşısında değer kazanmasına izin vermek zorunda kalmıştır.

Özellikle, hanehalkı borcu kademeli olarak 2008 yılı sonunda GSYİH'nin %21'inden % 30'una yükselmiştir; ihracatın katkısı 2008 yılından bu yana azalırken, sabit kıymet/varlık yatırımları üst üste dört yıl (2009-2012) GSYİH'nin % 48'ine yükselmiştir (Fabre, 2013: 4). Ayrıca, uluslararası ödemeler dengesindeki dengesizlikler iç para arzını ciddi şekilde etkilerken, 2010 yılı sonunda döviz rezervleri (2010 yılı sonunda 2.85 trilyon dolar toplamında olan) birikimi, enflasyon oranını yükselterek para arzındaki artışın en büyük nedeni olmuştur. Çin borsası artan oynaklık belirtileri göstermiş ve devletin hızla büyüyen konut piyasasını yatıştırmaya çalıştığına dair endişeler nedeniyle 2010 yılının başlarında tekrar düşmüştür (Zhang ve Breece, 2011: 372). Sonuç olarak, PBOC para arzı kontrolünü sıkılaştırmak için parasal araçları kullandı, 2010 yılında ABD ikinci niceliksel gevşeme turunun başlangıcından itibaren ve 2011 yılına kadar, PBOC zorunlu karşılık oranını toplam 12 katına çıkarırken⁸⁵, aynı dönem boyunca merkez bankası bonusu için faiz oranı 5 kat artırılmıştır⁸⁶. Renminbinin değer kazanma-sıyla birlikte, iki kanal iyi çalıştı ve enflasyon 2011 yılının Temmuz ayında % 6,5'e yükselmiştir (Huang, 2012: 27). Maliye politikasına gelince, krizden sonra bile genişleyici kalmıştır.

2011 yılında döviz rezervleri 3,2 trilyon ABD dolarını geçmiş ve küresel güvenli liman olan ABD hazine ve devlet tahvillerine ciddi yatırımlar yapmıştır. 2011'in sonunda, Çin kendisini dünyanın en büyük ekonomisinin en büyük alacaklısı yaparak, 1.2 milyar trilyon dolarlık bir borcu ya da 14.3 trilyonluk ABD genel brüt borcunun

⁸⁵ 2009 yılında % 15,5'ten 2011 yılı ortasında % 20,5'e kadar.

⁸⁶ 2009 yılının Temmuz ayında % ,5'ten 2011'de % 3,5'e kadar (Liu, 2014: 2)

%8,4'ünü elinde bulundurmaktaydı. ABD'nin AAA notunun 2011 yılının Ağustos ayında sonradan sadece AA+'ya düşürülmesi, Çin'in döviz rezervlerinin çeşitlendirilmesine neden olmuştur. Şöyle ki ABD'nin kamusal menkul kıymetler varlıklarında bir düşüşe ve Japon devlet tahvillerinde önemli bir artışa, bunun yanı sıra da özellikle Afrika'daki daha az gelişmiş ekonomilere yatırımlar yapılmasına neden olmuştur (Wang ve Freeman, 2013: 14). Bununla beraber, Çin'in döviz birikimi, onu ve diğer sermaye girişi olan ülkeleri, para birimi zayıflığı veya azalan rezervler arasında seçim yapmaya zorlayarak, yatırımcıların gelişmiş ekonomilerde krize maruz kalmaları ve kaçmaları nedeniyle sekteye uğramıştır. 2012 yılında, büyüme, sancılı büyük işsizliği önlemek amacıyla asgari olarak kabul edilen %7'lik büyümeye tehlikeli bir şekilde yakın olan %7,5 olarak gerçekleşti. Ekonomi, hızlı kredi büyümesi ve ılımlı bir enflasyon göstermişti, çünkü ılımlı enflasyon %1,8 civarındaydı, ve PBOC'nin resmî enflasyon hedefinin %4'ün çok altındaydı. Büyümeyi teşvik etmek için, PBOC 2008 yılından bu yana ilk kez mevduat ve kredi faiz oranlarını düşürdü⁸⁷ ve ayrıca ticari bankaların aralarındaki rekabeti teşvik etmek için minimum rezerv oranlarını azaltmıştır (Fenz vd., 2012: 8). Çin borsası tarafından en kötü performansla karşı karşıya kalan politika yapımcılar, bireysel yatırımcılar için daha fazla yatırım kanalı sunarak ve bunun yanı sıra Çin'de yatırım yapan yabancı kurumlar için toplam kotayı artırarak daha fazla yabancı para çekmeye çalışmaktaydılar. 2014 yılının ortasında, Çin, 2008 krizinden önce aşırı ısınan yatırım talebinin ve yetersiz tüketimin tam tersine, hem enflasyon hem de ekonomik gerileme/çöküş (veya durgunluk) ile karşı karşıya kalmıştır (Liu, 2014: 11). 2014 yılında Renminbi zayıflamış, konut fiyatları düşmüş, döviz rezervleri 4 trilyon dolar işareti seviyesine yaklaşmış, ihracat azalmış ve kredinin GSYİH oranı son beş yılda hızla yükselerek %200'e ulaşmıştır. Çin'in makroekonomik göstergelerinin rakamları için, Tablo 4.4'e bakınız.

Tablo 4.4: Çin'in Makroekonomik Göstergeleri

⁸⁷ sırasıyla % 3'e ve % 6'ya kadar

Çin	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Arz ve Talep										
Reel GSYİH büyüme oranı (% olarak)	9,6	9,4	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9
Kamu Maliyesi (GSYİH'nın % si)										
Devlet Geliri (%GSYİH)	10,1	10,3	10,2	10,3	„	9,87	9,67	9,37	9,16	„
Devlet Harcamaları (%GSYİH)	13,1	13,2	12,8	13,2	13,5	13,6	16,3	16,5	8,5	14,3
Brüt Devlet Borçları (%GSYİH)	7,9	11,0	11,0	11,7	10,9	10,4	...	...	...	...
Ödemeler Bilançosu (aksi belirtilmedikçe, GSYİH yüzdesi)										
Cari Açık	9,14	4,76	3,90	1,80	2,52	1,54	2,25	2,75	1,81	1,35
Ticaret Dengesi (Milyar Yerel Para Birimi)	...	-23,4	19,2	13,3	1,3	-1,6	...	...	...	...
Rezervler	1,97	2,45	2,91	3,25	3,39	3,88	3,9	3,41	3,1	3,24

(Altın dahil, Milyar ABD doları)										
DYY net girişleri	3,73	2,56	3,99	3,70	2,82	3,03	2,56	2,19	1,56	1,37
DYY net çıkışları	1,23	0,86	0,95	0,64	0,76	0,76	1,17	1,58	1,93	0,83
Dış Borç	8,22	8,77	12,1	13,9	13,3	15,4	16,9	12,0	12,7	14,0
Fiyatlar ve İşgücü Piyasası (% olarak)										
Enflasyon	5,92	-0,73	3,17	5,55	2,62	2,62	1,92	1,44	2	1,59
İşsizlik	4,6	4,7	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5	4,4

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır (Dünya Kalkınma Göstergeleri, 2017).

4.1.5. Güney Afrika Cumhuriyeti

Güney Afrika 1994'te ırk ayrımı dönemiden çıktığında, politik özgürlüğünü ve küresel ticaret ve yatırımlara açıklığını bütün nüfusa fayda sağlayacak ekonomik büyümeyle tamamlamak zorunda kalmıştır. Bu sonucun farkına varmak temelde artan istihdam gerektirecektir, çünkü işsizlik yoksullar arasında büyük ölçüde yoğunlaşmıştır. Bu, birçok cephede eylem gerektirecektir; işgücü piyasalarının daha verimli bir şekilde çalışmasını sağlamak için çabalar dahil olmakla birlikte, aynı zamanda faydaların dağıtımında daha fazla eşitlik sağlamaktır. Aynı zamanda, sermaye piyasasında daha fazla faaliyet gerektiren sermaye piyasalarında indirgeyici çarpıtmalar talep edecektir. İş gücünün daha istihdam edilebilir ve üretken hâle gelmesi için gelişmiş eğitim ve öğretim gerektirecektir. Son olarak, ekonomik büyümeyi etkileyen bir makroekonomik politika çerçevesi gerektirecektir. Makroekonomik politikalar, 1996 yılında yeni devlet

tarafından Büyüme, İstihdam ve Yeniden Dağıtım teşvik etme stratejisine dahil edilmiştir.

İstihdamın arttırılması ve yoksulluğun azaltılması için 1994 yılında yeni Güney Afrika devleti, ekonomik büyümeyi desteklemeyi öncelik hâline getirmiştir. Uzun vadeli ekonomik büyümeye giden yol, 1996 yılında mali açıkları azaltma, enflasyonu düşürme, döviz kuru istikrarını sürdürme, ticaretteki engelleri azaltma ve sermaye akımlarını serbestleştirme amaçlı makroekonomik politikalar getirerek sağlanmıştır. Bu makroekonomik politikalar, büyüme, istihdam ve yeniden dağıtım teşvik etme stratejisiyle yönlendirilmiştir. Bu programın ilk amacı Güney Afrika ekonomisinde makroekonomik dengeyi sağlamaktır. İkinci hedef, Güney Afrika ekonomisinin 2000 yılına kadar %6 büyüme yolunda ilerlemesini sağlamaktır. Sabit yatırım ve altın dışı ihracattaki iyileştirilmiş performanslar bu büyüme yolunu ilerletmek içindir. Üçüncü amaç, ekonomik büyüme ve iş gücü piyasası reformlarından elde edilen iş yaratma yoluyla yeniden dağıtmaktır.

Programın performansı, büyük ölçüde, 1998'de Güney Afrika'ya yayılan küresel ekonomik krizden de etkilenmiştir. Genel olarak, 1995-2000 yılları arasında Güney Afrika ihracatına yönelik dünya talebindeki düşüş, genel olarak, Güney Afrika şirketleri tarafından yoğun bir emek harcamasına neden olmuştur. Bu firmaların rekabet edebilmesi için yapıldı. Özellikle, altın ihracatının mutlak değeri ve mal ve hizmet ihracatının bir oranı olarak azalmaya devam ettiği belirtilmiştir. Ayrıca, imalatçı ihracat sektörünün büyüme oranı, 1999'da yılda yaklaşık %10'dan %0'a düşmüştür.

Programda, ekonominin yüksek ekonomik büyüme düzeyinin ve işsizliğin azaltılmasının performansını değerlendirecek iki senaryo vardı: değişmemiş politikaların sonuçlarını temsil eden çekirdek senaryo ve değişen makroekonomik politikaların sonuçlarını temsil eden bağlı senaryodur. Orta vadeli bağlı senaryo altında, büyük ölçüde daha yüksek bir büyüme, temel olarak mali açıktaki azalmanın, nihayetinde daha büyük bir yatırım ve iş yaratma getirecek olan gerçek faiz oranlarını azaltacağı teorik varsayıma dayanan bir makroekonomik strateji ile başarılmıştır. Bununla birlikte, bağlı

senaryodan elde edilen sonuçlar, işsizlik oranındaki 1995 yılında %33'ten yaklaşık %32'ye varan marjinal bir azalmanın ancak 2000 yılında başlayacağını göstermektedir. Aynı şekilde işsizlik oranındaki düşüş eğilimi 2000'den sonra da devam edecektir.

Program stratejisine karşı düzeylendirilen eleştirilerden biri, ekonomik büyümenin, mevcut işsizlik, eşitsizlik ve yoksulluk seviyeleri üzerinde önemsiz bir etkiye sahip olması muhtemel bir seviyeyle sınırlandırılmasıydı. Stratejinin, yatırımların veya ihracatın genişlemesini teşvik etmek için gerekli tedbirler alınmadan devlet harcamalarında bir kesim yapması, stratejinin bu konuda boğucu bir büyümesi olarak görülmüştür. Programın dengesiz performansı göz önüne alındığında, özellikle emek yoğun olan sektörlerde, ekonomik büyümeyi teşvik etmek için bir dizi alternatif makroekonomik politika önerilmiştir. Olası yollardan biri, ayırt edici bir borçlanma yatırım fonları maliyeti getirmektir. Bu, banka borçlanmasına çok fazla güvenen sektörler için reel faiz oranını düşürmenin önemini vurgulamaktadır.

Para Politikası: 2000'den önce, Güney Afrika Merkez Bankası (South Africa Reserve Bank: SARB), ekonomik büyüme üzerinde finansal istikrarı vurgulayan bir para politikası izlemekteydi. Özellikle, sermaye kaçışından, döviz kurundaki aşırı baskıdan ve yüksek enflasyondan kaçınmak için yüksek faiz oranları korunmuştur. Bu politikanın başarısı kısmen gerçekleşti, çünkü azalan mali açıklar, Güney Afrika'nın sermaye piyasası üzerinde büyük devlet ihtiyaçlarını karşılama baskısı olduğu bir durumdan kaçınmıştır. Ancak dezavantajı, yüksek faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerinde boğucu bir etkiye sahip olmasıdır.

İlk aşamada, politika yapımcılar şu üç hedefi aynı anda ulaşılmaya çalıştılar: Dış finansmana erişim sağlayan açık bir sermaye piyasası, uluslararası ticareti desteklemek için sabit bir nominal döviz kuru ve para politikası yoluyla faiz oranlarını ayarlama özgürlüğüdür. Bununla birlikte, bu üç hedef bir “trilemma” teşkil eder: üçünün hepsine aynı anda ulaşmak mümkün değildir, en azından orta ve uzun vadede mümkün değildir ve politika yapımcılar hangi ikisinin üçüncü sırayı önceliklendireceğine ve terk edeceğine karar vermelidir. Kaçınılmaz olarak, Eylül 1998'e kadar trilemayı önlemeye çalışmanın

maliyeti çok yükselmiştir. İkinci aşamada, 1998 yılının ortalarından itibaren enflasyon hedeflemesi biçiminde para politikası bağımsızlığı lehine kur istikrarı düşürülmüştür.

1990'lı yılların başlarında ve 1999 arasında, SARB, para politikası büyümesi için resmî hedefler koymuş olmasına rağmen, para politikasında 'eklektik' idi. 1994'ten önce, sermaye çıkışlarını kısıtlayan döviz kontrolleri 1961'den itibaren açık ve kapalıydılar, ancak 1985'te borç durması neticesinde yeniden empoze edilmişlerdir. Bu, yurt dışından gelen yatırımları teşvik etmeye çalışan ikili ve ticari -finansal ve faiz oranlarındaki döviz kuru ile birlikte yapılmıştır.

Kapalı bir sermaye girişine rağmen, 1994'te meydana gelen olumlu siyasi atmosfer nedeniyle hala büyük sermaye girişleri yaşanmış ve bu durum demokratik devletin büyüme sınırını hafifleteceği beklentisini yerine getirmiştir. Bu iyi ortamın bir sonucu olarak, Temmuz 1994 ile Haziran 1995 arasında ekonomiye GSYİH'nin yaklaşık % 4'ü oranında önemli bir net sermaye girişi olmuştur (Stals, 1995: 12). Güney Afrika Merkez Bankası, uzun vadeli büyümeyi sürdürmek için dış sermaye ihtiyacına rağmen, esas olarak kısa vadeli nitelikte olan sermaye girişlerinin büyüklüğüne, hızına ve kompozisyonuna uyandırılmıştır. Enflasyonu düşürme ve uluslararası rekabeti artırma girişimi, aşırı para arzı büyümesi ve para biriminin değerlenmesi baskısı ile marjinalleştirilebilir. Net kısa vadeli sermaye girişlerinin büyüklüğünü azaltma stratejisi olarak SARB, büyük brüt sermaye girişlerini sermaye çıkışlarıyla dengeleyerek Mart 1995'te sermaye hesabının serbestleştirilmesini seçmiştir. Ayrıca, ikamet olmayanların işlemleriyle ilgili kısıtlamaları kaldırmak için ikili döviz kuru birleştirilmiştir. Bunu, sakinlerin yabancı yatırımlarında kısıtlamaların gevşetilmesine yönelik bir dizi adım izlemiştir. Birleşmiş döviz kuru, sermaye girişlerinin şimdi ticari işlemlerle aynı şekilde gerçekleşmesi, döviz rezervlerine eklenmesi ve "ileriye dönük defter" ile "net açık para birimi pozisyonunun" düşürülmesini mümkün kılmak için ek bir avantaj sağladı. Politika yapımcılar için büyük bir risk teşkil etmektedir.

SARB, rekabetçi bir reel döviz kurunu korumak amacıyla, Mart 1995'te uygulamaya konan sermaye serbestleştirmesinin yanı sıra, enflasyonu düşürme politika

hedeflerini nominal kur istikrarı ile birlikte sürdürmeye devam etmiştir. Bu hâlde para arzındaki büyümeyi sınırlamak için yüksek reel faiz oranları ve bazı net sermaye girişlerinin sterilizasyonunun bir kombinasyonunu gerektirmiştir. Dolayısıyla SARB açık sermaye piyasasını benimsemiş olmasına rağmen hem para hem de döviz kuru hedeflerini takip etme girişimi olmuştur. Ancak açık sermaye piyasası, Şubat 1996 ve Mayıs 1998’de olduğu gibi net sermaye girişlerinin aniden düşebileceğini ima etmiştir. Her iki durumda da, Rezerv Bankası, hem ithalatçılardan hem de yabancı yatırımcılardan kur riskini emerek dolar satışları yaparak sermaye çıkışını azaltmaya çalışmıştır. Reel faiz oranları 1996’da % 2,5 1998’de ise % 7 artarak yabancı portföyleri geri çekmek için büyük bir artış göstermiştir.

2000 yılının Şubat ayında, Güney Afrika para otoriteleri % 3 ile % 6 arasında bir enflasyon hedefi aralığı başlatmıştır. Bu bağlamda, Güney Afrika Rezerv Bankası resmî olarak enflasyonu hedefleyen bir para politikası çerçevesi benimsemiştir. Bu çerçevenin anlamı, para otoritelerinin, ara hedeflerin önemli bir rol oynadığı daha önce uygulanan “eklektik” para politikası yaklaşımından geçtikten sonra doğrudan enflasyon oranını hedef almalarıdır.

Enflasyonu hedef alan yeni para politikası çerçevesinin temel kaygısı fiyat istikrarıdır. Dolayısıyla, bu politikanın nihai amacı, takdir edilebilirliğin enflasyon önyargısını azaltmaktır; çünkü artan güvenilirlik, enflasyon beklentilerinin daha hızlı bir şekilde ılımlı seyretmesine neden olmaktadır. Ancak, enflasyon hedeflemesi, Güney Afrika’nın para ve döviz sisteminin fiyat istikrar politikasında benzeri görülmemiş bir adımdır. Bunun Güney Afrika’nın para sistemi ve döviz piyasası performansı üzerinde önemli etkileri olması beklenmektedir.

Enflasyon hedeflemesi, para politikası için yeni bir strateji olarak, son zamanlarda ekonomiyi parasal duruşa yöneltme eteklerinde olanlar arasında büyük ilgi ve tartışmalar yaratmıştır (Kydland ve Prescott, 1976: 54), kısa vadeli hedefleri isteğe bağlı, fırsatçı bir tarzda izleyen para politikasının, önceden belirlenmiş, iyi bir eylem planına bağlı ve bağlı bir politikadan daha kötü olduğunu iddia etmektedir. Enflasyon

hedeflemesi genellikle para politikasının bu istenen taahhüdün ilave bir derecesine ulaşması için bir yol olarak ilan edilir. Bu yaklaşımın temel özelliği, belirli bir ufukta enflasyon oranı için hedefin resmî bir aralığının ilan edilmesi ve kamuoyunda düşük ve istikrarlı enflasyonun para politikasının temel hedefi olduğunu kabul etmesidir. Bu amaçla, para politikası yapıcılarının plan ve hedefleri hakkında halkla iletişim sağlanır. Bu nedenle, bu hedeflere ulaşmak için merkez bankasının sorumluluğunda artış vardır.

Maliye Politikası

Maliye politikası, büyük ölçüde, ırk ayrımı dönemi sonrası dönemde hedeflerine ulaşma yönündeki en büyük başarılarından biri olarak kabul edilmiştir. Bu dönemde, bütçe ve harcama süreçlerinde büyük bir dönüşüm yaşanmıştır. Yeni finansal planlama, harcama yönetimi, raporlama ve hesap verebilirlik sistemleri getirilmiştir. Bütçeleme çıktı bağlantılı performans temelinde bütçelenen ve değerlendirilen politika programlarının planlanması ve uygulanması için bölümlere daha fazla kesinlik sağlamayı amaçlayan üç yıllık bir haddelme çerçevesi olan orta vadeli harcama çerçevesinde (Medium-term Expenditure Framework: MTEF) gerçekleştirilmiştir. Girdiler yerine göstergeler hazine için MTEF, tahsisat verimliliği için toplu mali kısıtlamanın stratejik yeniden yönetim ile bir arada kullanılmasını sağlar. 1999'dan beri Kamu Mali Yönetimi Yasası (Public Finance Management Act: PFMA) tüm kamu sektörü kurumlarında finansal yönetim üzerinde güçlü kontroller uygulayarak MTEF'i desteklemektedir. PFMA, departmanların harcamaları için hedefler belirlemelerini gerektirir. Öte yandan, Hazine, bütçeleri fazla olan il yönetimlerine katı bir disiplin getirmiştir.

Bu mali reformların katkısı, büyüme istihdamı ve yeniden dağıtımında (Growth Employment and Redistribution: GEAR) belirtildiği gibi GSYİH'nin % 3'ünün altında tutulan mali açığıdaki sürekli gerileme olmuştur. Hazine'ye (2004) göre, 2001'den bu yana daha geniş kapsamlı bir mali duruş benimsendi ve faiz dışı harcamalardaki reel büyüme önümüzdeki üç yılda ortalama %8 artmıştır. Faiz dışı harcamalarda %5'lik büyük bir reel artış 2004-2005 mali yılında bütçelenerek açığın %3 eşiğinin üzerinde

%3,2 seviyesine yükselmesine neden olmuştur. Kamu borcu seviyeleri de GSYİH'nin %50'sine yakın seviyelerden %40'ın altına düşürülmüştür. Devlet ayrıca, sosyal harcamaların bütçe içindeki payını artırmak için sermaye harcamalarını azaltmıştır. 1993-1997 yılları arasında, kişi başına genel olarak, sosyal harcamalar gelir ve ırk kategorileri arasında önemli bir yeniden dağılımla birlikte, reel olarak yaklaşık %24 oranında artmıştır (Van der Berg, 2001: 23). Sosyal güvenlik ve refah harcamaları önemli ölçüde artmıştır. Aksine, sermaye harcaması çok düşük seviyelere düşmüş ve kamu sektörü için yapılan yatırım harcamaları 1992'den bu yana, 1980'lerde ortalama %10'a kıyasla GSYİH'nin %5'inin altına düşmüştür. Ayrıca, maliye politikasının başarısına da katkıda bulunan gelir tahsilatında önemli bir iyileşme olmuştur. 1997'de Hazine Güney Afrika Gelir Servisi'ne (South African Revenue Service: SARS) örgütsel özerklik vermiş ve bu tartışmalı olarak gelir tahsilatında verimlilik artışı, vergi mükelleflerinin daha fazla uyumu ve vergi tabanının önemli ölçüde genişlemesiyle sonuçlanmıştır. Verimlilik iyileştirmeleri, vergi yılı sonunda değerlendirilmemiş getiri miktarlarının çok daha küçük olan hallerine yansımıştır. Mart 1998'de, birikim 4,7 milyon getirinin % 49'uydu, ancak Mart 2003'te bu sadece %5,5 SARS idi (1998 - 2003). Vergi mükelleflerinin risk profili, daha kapsamlı ve bütünleşik vergi mükellefi denetimi, vergi ödeme uygulamalarının iyileştirilmesi ve borç tahsilatı uygunluk önlemlerini oluşturmaktadır. Vergi matrahında vergi mükelleflerinin sayısında önemli bir artış olmuştur: dört yıl boyunca 1998/99'dan 2002/3'e kadar, vergi mükelleflerinin sayısı yıllık ortalama % 12 artmıştır.

Devlet resmen özel yatırım yoluyla büyümeyi ve istihdamı teşvik etme taahhüdünde bulunmuştur. Resmî görüş, yatırımları artırmada en etkili mekanizma olarak şirketin karı (geliri) üzerindeki vergiyi azaltmak olmuştur. Bununla birlikte, bütçenin gelir tarafındaki etkileyici performans, bu kategorilerin doğrudan veya dolaylı olarak fayda sağlayacak alternatifler yerine, tüketim harcamalarını artırmalarını mümkün kılan orta ve resmî olarak istihdam edilen işçi sınıfları için vergi indirimlerine yöneltilmiştir. kamu mal ve hizmetlerinin sağlanması yoluyla gayri resmî olarak istihdam edilen ve işsiz olanlar veya iş yaratmak için artan özel yatırımlar.

Küresel kriz, Güney Afrika'yı 17 yıldaki ilk resesyonuna götürmüştür. 10 yıllık kesintisiz büyümenin ardından, reel GSYİH büyümesi, 2009 yılının ilk yarısında yüzde 2 oranında daralmıştır. Dünyadaki durgunluk, mevcut krizin derinliğine katkıda bulunan bir dizi olumsuz iç gelişme ile aynı zamana denk gelmiştir. Bunlar arasında borç kaynaklı bir tüketim patlaması ve ardından 2007 ve 2008 yıllarında enflasyondaki bir artışın ardından rekabetçiliği azaltmış ve faiz oranlarını yükseltmiştir. Ayrıca, elektrik üretimi gibi temel altyapı talepleri karşılayamıyordu. Güney Afrika, bu krizi yeni bir büyüme yolu oluşturmak için katalizör olarak kullanma fırsatına sahiptir. Bu yol daha hızlı ekonomik genişlemeyi ve yüksek yoksulluk ve eşitsizliği azaltan büyük ölçekli iş yaratmayı birleştirmektedir. Gelişmiş ihracat performansı, sürekli yatırım ve güçlü iş yaratma bu hedefler için çok önemlidir.

Bu küresel çarpışma beklentileri göz önüne alındığında Güney Afrika'nın küresel durgunluğun etkilerini hem derhal hem de derinden ve ırkın yarattığı ekonomik sorunlara, eşitsizliğe ve kapitalizm markasının doğasıyla ilişkili yapısal sorunlara ekleyen şekillerde hissedeceği düşünülmekteydi. Güney Afrika'nın sermaye kontrollerini yeniden uygulamak, merkez bankasının bağımsızlığını feshetmek, enflasyonu hedeflemek ve uzun vadeli bir miras (ABD tipi) mirasını hedefleyen aşırı büyük ve verimsiz finansal sektör sorununu ele almak zorunda olduğunu savunmuştur.

Ülkenin GSYİH büyüme oranı, 2008 yılının son çeyreğinde yüzde 1,8'e gerilerken, 2009 yılının ilk çeyreğinde yüzde -6,4'e, ikinci çeyrekte ise yüzde -3,2'ye düşmüştür. Böylece ülke 2009 yılının ilk çeyreğinin sonunda teknik bir resesyona girmiştir. 2009 yılının ilk çeyreğinde üretim üretimi bir önceki çeyreğe göre yüzde 6,8, madencilik üretimi ise aynı dönemde yüzde 12,8 azalmıştır. Perakende ve toptan ticaret satışlarında da benzer düşüşler görülmekte olup, özellikle motorlu taşıt satışları (yurt içi ve ihracat) keskin bir şekilde düşmektedir.

GSYİH'nin yüzde olarak cari açığı çok mütevazî ve yönetilebilir 2003'teki yüzde yüz, 2008'deki yüzde 5,8'lik bir sıkıntıya, 2009'un ilk çeyreğinde yüzde 7'yi kayda değer bir orana düşürdü ve 2009'un ikinci çeyreğinde yüzde 3'lik bir düşüş daha

yaşanmıştır. Bazı yabancı yatırımlar, Eylül 2008'den bu yana küresel finansal piyasalardaki titreme, uzun zamandan beri modern Güney Afrika ekonomisinin “Aşıl topuğu” olarak kabul edilen bu kilit oranın sürdürülebilirliğini tehdit etmiştir (SARB Üç Aylık Bültenleri, Mart 2009, Haziran 2009 ve Eylül 2009). SARB, uzun bir süre art arda repo faiz oranının Nisan 2005'ten (bu oranın Haziran 2008'de yüzde 7'den yüzde 12'ye yükseldiğini gören) yükselişinin ardından, kilit repo oranını bu tarihten bugüne indirmeye başlamıştır.

Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nın toplam endeksi 23 Mayıs 2008'deki 32542 nokta seviyesinden 21 Kasım 2008'deki 18066 nokta seviyesine düşmüş ancak piyasadaki oynaklık ve belirsizlik, mutlak düşüş kadar endişe verici idi. Yeni listeler, 2009 yılı boyunca bastırılmaya devam etmiştir. Tüm pay endeksi o tarihten bu yana toplandı ve 5 Ocak 2010 tarihinde 27 895'te kalmıştır. Depresif küresel koşullar ve küresel finansal piyasalardaki düşük likidite, 2009 yılında Avrupa ve Japon tahvil piyasalarındaki azınlık tahvilleri de etkilemiştir. İkincil iç piyasada ciro, 2009 yılında düşmüş; tahvil fiyatları zayıflamış ve iç piyasada yerleşik olmayanların katılımları çok azalmıştır (SARB Üç Aylık Bülteni, Eylül 2009: 45).

Yerel emlak piyasası 2008'in sonlarından bu yana zayıflamış, ancak ABD'de ve bir dereceye kadar İngiltere'de hissettiği düşük gelirli ev sahipleri için yıkıcı sonuçlar doğurmamıştır (SARB Üç Aylık Bülteni, Eylül 2009). Konut fiyatlarındaki düşüş 2009 yılında da devam etmiş ve 2008 yılının sonlarında göze çarpan düşüş eğilimini sürdürmüştür.

Durgunluk, milyonlarca Güney Afrikalı tarafından hissedilen zorlukların artmasıyla birlikte ciddi bir etki yaratmıştır. Krizden önce istihdam edilen yaklaşık yarım milyon insan işsiz kalmış ve düşen gelirler ile yüksek borç seviyeleri arasında giderek artan sayıda kişi sıkışmıştır. Toplulukların desteklenmesi ve talebin desteklenmesi için iç mali ve para politikaları geçtiğimiz yıl önemli ölçüde kolaylaştırılmıştır.

Mali açık GSYİH'nin yüzde 7,6'sına yükselirken, geri alım oranı Aralık 2008'den bu yana yüzde 5 puan düşerek reel faiz oranlarını sıfıra yakın bırakarak yüzde 7'ye gerilemiştir. 2009 yılında bir bütün olarak tahmin edilen yüzde 1,9'luk bir daralmanın ardından ekonomi, olumlu yatırım büyümesi, daha istikrarlı stoklar ve daha yavaş, ama yine de olumlu, devlet tüketimindeki büyüme nedeniyle yavaş yavaş iyileşecektir. 2010 FIFA Dünya Kupası ile bağlantılı stadyum ve ulaştırma harcamaları şimdiden büyümeyi hızlandırdı ve gelecek yılki ana etkinlik turizm ve vergi gelirlerinden daha fazla fayda sağlayacaktır.

2010 yılında yüzde 1,5'lik reel GSYİH büyümesi, 2012 yılına kadar yüzde 3,2'ye çıkacağı tahmin edilmektedir. Önümüzdeki dönemde, Güney Afrikalı üreticiler, büyük ölçüde Çin ve Hindistan'daki büyümenin bir sonucu olarak küresel talepteki toparlanmadan ve yüksek emtia fiyatlarından yararlanacaklar. Gelişmekte olan piyasalara gelen yenilenen sermaye akımları da sermaye maliyetini düşürecek ve sabit yatırımları finanse edecektir. Ekonomik altyapıdaki kamu sektörü yatırımlarına devam edilmesi, toparlanmaya çok büyük destek veriyor ve darboğazları azaltmak ve özel sektöre yatırım yapmak için elzem. Kamu işletmelerinin reel sabit yatırımlarının orta vadede yılda yaklaşık yüzde 17 oranında artacağı tahmin edilmektedir.

Düşük enflasyon, daha rekabetçi bir reel döviz kuru ve artan özel sektör yatırımları ve istihdamı, daha güçlü bir toparlanma için önemlidir. TÜFE enflasyonu, 2009 yılı Ağustos ayında gıda ve petrol fiyatları ılımlı seyrederken kademeli olarak yüzde 6,4'e gerilemiş, ancak çekirdek enflasyon yüzde 8'in üzerinde kalmaya devam etmiştir. TÜFE enflasyonunun 2009'da ortalama yüzde 7,1 olacağı ve 2010'da yüzde 6,3'e düşeceği ve 2012'de yüzde 5,7'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir. Gelecek yıl enflasyonu artıran temel faktörler, elektrik tarifeleri ve üreticilerin talebi geri kazandıkça geri kazanma çabaları daha yüksek olacaktır.

İyileşmeyi Desteklemek İçin Mali ve Parasal Önlemler

Yakın vadede, ekonomik politikaların, gelecek nesillere büyük kamu borçları, yüksek enflasyon ve faiz oranları ve düşük büyüme ile yük getirmeden iç ekonomide toparlanmayı teşvik etmesi gerekmektedir. Bu nedenle devlet, kamu hizmetleri ve altyapı geliştirme harcamalarında ihtiyatlı bir büyüme kaydetmiştir.

Para politikası, büyümeyi desteklemek için talep ve üretimdeki düşüşe sert bir şekilde uyum sağlamıştır. Bununla birlikte, son yıllarda kurulan ve reel döviz kurunun rekabet edebilirliğini zayıflatan kalıcı enflasyonist faktörleri azaltmak için devlet, emek ve iş arasında daha fazla koordinasyona ihtiyaç vardır. Uzun vadeli faiz oranlarını düşük tutmak için para politikasının maliye politikası ile güçlendirilmesi ve desteklenmesi gerekmektedir. Devlet, makroekonomik istikrarı korumak için finansal piyasa düzenlemesinin uygun şekilde kalibre edilmesini sağlayacaktır.

Güçlü Politika Tepkisi

Yetkililer, krizlere şiddetle yanıt vermişlerdir. 1998 yılında ulusal devlet borcunun GSYİH'nin yaklaşık yüzde 48'inden 2007'de yüzde 27'ye düşmesine yardım eden geçmişte ihtiyatlı mali yönetim üzerine inşa etmek, maliye politikasını tersine çevirmiştir. Devlet, temel olarak ülkenin altyapısını iyileştirmeyi amaçlayan 2008/2009 mali yılında büyük bir önden yüklemeli gevşeme (GSYİH'nin yüzde 4,5'i) uygulamıştır. Bu yatırım programının elektrik ve taşımacılıktaki kritik darboğazları hafifletmesi ve kısa vadede talebi desteklemesi beklenmektedir.

SARB da 2008 yılının sonundan itibaren para politikasını agresif bir şekilde hafifletmiştir. Ekonomik aktivite zayıfladığında ve enflasyon görünümünün iyileşmesiyle para politikası komitesi (Monetary Policy Commission: MPC) Aralık 2008 ile Mayıs 2009 arasında faiz oranlarını 450 baz puan düşürmüştür. Hedef kitlenin% 3-6'sının dışında inatla MPC, yakın zamanda daha ölçülü bir yaklaşım izleyerek politika faizini Haziran 2009'daki toplantısında değiştirirken, Ağustos ayında faiz oranlarını 50 baz puan düşürmüştür.

Esnek Finansal Sistem

Diğer ülkelerin deneyimlerinden farklı olarak, küresel mali krizin geçen yıl yoğunlaştığı Güney Afrika para piyasaları düzenli kalmış ve ülkenin finansal kurumları istikrarlıydı. Bankalararası faiz oranı oynaklığı, 2008 yılı sonlarında ve 2009 başlarında normal sınırlar içinde kalmış ve bu da genel olarak yeterli piyasa likiditesini yansıtmıştır.

Güney Afrika bankalarının düşük kaldıraçları, yüksek karlılıkları ve yabancı varlıklara ve fonlara sınırlı maruz kalmaları, likidite veya devlet desteğine ihtiyaç duymalarını engelleyerek, likit ve iyi sermayeli kalmalarını sağlamıştır.

Ekonomi iyileştikçe, yetkililer kamu borcunu ihtiyatlı seviyelerde tutmak için kamu harcamalarındaki, özellikle de kamu sektörü ücret faturasındaki büyümeyi sınırlandırma görevini yerine getirmektedir. Özellikle, zayıf ekonomi göz önüne alındığında, 2009/2010 mali yılı için bütçe açığının GSYİH'nin yüzde 5,7'si olduğu, ancak gelir artışının beklenenden daha zayıf olduğu ve faiz maliyetleri arttıkça, kamu sektörü borç seviyeleri ve borç hizmetinin maliyetinin yakın vadede keskin bir şekilde artması muhtemeldir. Ayrıca, kamu hizmeti sunumundaki yavaş iyileşme ve kamu baskılarının artması, orta vadede daha hızlı harcama artışı taleplerine yol açabilir. Bu nedenle, ülkenin yapısal mali açığı, yalnızca gelecekteki politika esnekliğini sınırlamakla kalmayıp aynı zamanda iç faiz oranlarını artırabilir ve Güney Afrika'nın dış cari işlemlerindeki zayıflıkları daha da artırabilen, orta vadede tahmin edilenden daha yüksek olabilir.

Yetkili makamlar bu riskleri orta vadeli mali konumlarına göre kabul ediyorlar ve net devlet borcu devletin GSYİH'nin yüzde 50'sinin borç limitine ulaşmadan önce çok iyi harekete geçerek disiplinli ve pragmatik bir maliye politikası oluşturma niyetinde olduklarını vurgulamışlardır.

Özel Sektör Katılımı

Yapısal reformlar, Güney Afrika'da orta vadede büyüme ve istihdam yaratmayı hızlandırmak için de kritik öneme sahiptir. Büyük kamu altyapısı yatırım programına rağmen, Güney Afrika'nın altyapı ihtiyacı yüksek kalmaya devam ediyor ve özel sektörün altyapı yatırımlarına ve hizmet sunumuna katılımı için koşulların yaratılması mali baskıların hafifletilmesine ve verimliliğin artırılmasına yardımcı olabilir.

Ülkenin birçok ürün pazarındaki sınırlı rekabet ve işgücü piyasasındaki katılımlar, istihdam yaratımını orta vadede sınırladıkları için de risk oluşturmaktadır. Bu katılımlar, arz tarafındaki şokların yayılmasına, enflasyondaki düşüş hızının yavaşlatılmasına ve para politikasının etkinliğinin engellenmesine de yardımcı olmaktadır.

Mali sektör zayıfladığından finansal sektör de artan risklerle karşı karşıyadır. Toplam kredilere oranla değer düşüklüğüne uğramış krediler çok yılların en yüksek seviyesine yükselmiş ve bankaların karları düşmüştür. Bu nedenle, hükümlerin ve sermaye tamponlarının bu riskleri karşılamak için yeterli kalmasını sağlamak için yetkililerin bankalarla bağlantı kurmaya devam etmesi önemli olacaktır. Ayrıca, konsolide denetimi güçlendirmeye yönelik çabalar, büyük finansal şirketler içindeki sistemik bağlantıların resmî analizi ve üst düzey politika yapıcılara düzenli raporlama yoluyla artırılabilir. Yetkili makamlar ayrıca, bankaların fon tabanlarının istikrarı üzerindeki mevduat sigortasının getirilmesinin olası etkilerini analiz etmek de dahil olmak üzere, bankaların kısa vadeli toptan satış fonlarına olan güvenini azaltmanın yollarını da keşfedebilirler.

Dengeli ve Sürdürülebilir Büyüme Teşvik Eden Maliye ve Para Politikaları

Tasarruf, yatırım ve büyümenin kilit faktörüdür. Ekonomide büyük dengesizliklerin birikmesini önleyen karşı-döngüsel maliye ve para politikaları

tasarrufları artırmaktadır. Finansal katılımı ve okuryazarlığı arttırma girişimleri, haneleri kurtarmaya teşvik etmek için de önemlidir.

Kaynakları Emek Yoğun Sektörlere Kaydırmak

Kamu işleri programlarında işgücü yoğunluğunu artırmaya yönelik teşvikler sağlamanın yanı sıra, hükümetler, işçilerin daha yaşlı, daha az verimli olan endüstrilerden yeni, daha hızlı büyüyen sektörlerle geçişini kolaylaştırarak iş yaratımını artırabilir. Etkilenen çalışanlar için gelir desteği ve eğitim ve öğretim programları, rekabetçi endüstrilerdeki işleri koruma çabalarından daha fazla arzu edilmektedir.

Rekabetçiliği Arttırmak, Verimliliği Arttırmak ve Maliyetleri Düşürmek

Girdi maliyetlerinin tüm üretim zinciri boyunca - sermayeden emeğe, nakil ve mamul ürünlere kadar uyumlaştırılması - küresel ve yerel pazarlarda ihracat ve ithalatla rekabet eden endüstrileri desteklemek için gereklidir.

Beceri gelişimi çok önemlidir ve bürokrasiyi azaltmak esastır. Gençleri işe alma maliyetini düşürmek, sosyal içermeyi artıracak ve gençlerin işsizlik oranlarının yüksek olmasını sağlayacaktır. Verimlilik, büyüme ve istihdam için merkezidir.

Politika Tepkileri

ABD ve Avrupa devletlerinin, bankalara ve işletmelere mali yardımlara odaklanan ekonomik krize verdiği tepkilerden farklı olarak, Güney Afrika'nın odağı gerçek fiziksel yatırım harcamalarına odaklanmıştır: Yol ve demiryolu inşaatı, yeni elektrik santralleri, konut, sağlık, su ve sanitasyon sistemleri. Ancak, bu yatırımların ve taahhütlerin büyük bölümünün 2008/9 küresel finansal ve ekonomik krizden önce geldiğini ve kısmen Haziran-Temmuz aylarında 2010 FIFA Dünya Kupası'nın evrelemesine bağlı olduğunu kabul etmek önemlidir.

2009 yılının üçüncü çeyreğinde iş zararlarının açıklanmasının ardından, eski Maliye Bakanı Trevor Manuel, devletin durgunluğun ciddiyetini hafife aldığını kabul

etmiştir. Manuel, Yıllık Standart Banka Afrika Forumu'na “geriye dönüp baktığımızda kendimizden çok emin olduğumuzu” söylemiştir. Ancak Güney Afrika devleti, 28 Ekim 2009'da parlamentoda açıklanan yeni Maliye Bakanı Pravin Gordhan'ın Orta Vadeli Harcama Çerçevesi'nde yinelenen “büyüme öncesinde yeniden dağıtım yok” yaklaşımına bağlılığında kararlı görünmektedir.

Ulusal Ekonomik Kalkınma ve İş Konseyi (devletin, emeğin ve iş dünyasının sosyal bir anlaşması), küresel ekonomik krize koordine bir cevap geliştirilmesinde önemli bir rol oynamıştır ve 2009 yılının başlarında yayınlanan çerçeve dokümanı, iş kayıplarını en aza indirmeyi amaçlamıştır.

SARB'ın mevcut anayasal yetki sınırları dahilindeki cevabı, aşağıdaki müdahalelere odaklanmıştır:

- Bankaların kredi verme kriterlerini sıkılaştırmak ve kredi akışını sağlamak için ahlaki önyargı kullanmak.
- Aşırı düzenlemenin tehlikelerinden kaçınırken, bankacılık düzenlemelerinin ve denetiminin daha da iyileştirilmesi.
- Repo oranını kademeli olarak düşürmek (ileriye dönük borç verme faiz oranlarını etkilemek).

Banka, bugüne kadar Afrika Ulusal Kongresi partisine (African National Congress: ANC) bağlı sendikaların ve Komünist Partinin para politikası çapası olarak enflasyon hedeflemesini hurdaya veya radikal bir şekilde gözden geçirme baskısına karşı direnmiştir.

Güney Afrika ve Küresel Durgunluk

21. yüzyılın ilk on yılının ortasından itibaren, dünyanın en yüksekleri arasındaki seviyelere yoğunlaşan fakir ve daha önce dezavantajlı olanları hizmet sunumunu protesto ettiklerini, konut, ulaşım, su, elektrik temini ve bu memnuniyetsizlik

seviyesinin, ANC'deki yükselen Mbeki karşıtı fraksiyon tarafından Başkan'ı 2007 yılının sonlarında ANC liderlik rolünden ve daha sonra da Eylül 2008'deki devlet liderliğinden oy kullanmasında etkili bir şekilde kullanıldığı şüphesizdir.

Bu siyasi eylemlerin yararları ne olursa olsun, aynı ay içinde dünya piyasalarının çökmeye başladığı zamanlama, ülkenin istikrarı ve yükselen bir ekonomi olarak durumu hakkındaki kaygılara kesinlikle katkıda bulunmuştur.

Hem Afrika kıtası hem de Güney Afrika, öngörülememesi veya beklenmemesine rağmen, küresel finansal ve ekonomik krizden etkilenmiştir. Kriz bankacılık sektörünü aynı derecede veya ABD ve Avrupa'daki gibi derinlemesine etkilemese de, bankalar kazançta bir miktar düşüş ve stres yaşamıştır. Banka düzenlemelerinin Güney Afrika'nın tepkisi için çok önemli olduğu kanıtlanmıştır. Güney Afrika için en büyük sorun, yavaşlayan büyümenin istihdama ve vergi gelirlerinin düşmesiyle 1994 sonrası dönemde derin kriz içinde olan reel ekonominin fakir bölgelerine hizmet sunumu üzerindeki etkisi olmuştur. Devletin desteklediği Siyah ekonomik güçlendirme programı da bazı darbeler almış görünmektedir.

Üst üste üç daralma çeyreğinin ardından, Güney Afrika'nın reel GSYİH'si, 2009'un üçüncü çeyreğinde (yıllık yüzde 0,9'luk bir artışla) olumlu bir büyümeye dönmüştür (SARB Üç Aylık Bülteni, Aralık 2009). Bunun, 2010 Dünya Kupası'nın ötesindeki güçlü kamu yatırımları ya da uzun ama düşük ama olumlu bir büyüme döneminin başlamasıyla desteklenen daha hızlı bir büyüme aşamasının başlangıcını temsil edip etmediği belirsizliğini korumaktadır. İkinci senaryo kuşkusuz, 2014'teki seçim yenilgisinden ziyade, ANC liderliğindeki ittifak içindeki gerilimler ve gerilimler yüzünden devlete daha fazla baskı yapacaktır. Güney Afrika'nın makroekonomik göstergelerinin rakamları için, Tablo 4.5'e bakınız.

Tablo 4.5: Güney Afrika'nın Makroekonomik Göstergeleri

Güney Afrika	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Arz ve Talep										
Reel GSYİH büyüme oranı (% olarak)	3,19	-1,54	3,04	3,28	2,21	2,48	1,85	1,28	0,56	1,32
Kamu Maliyesi (GSYİH'nın % si)										
Devlet Geliri (%GSYİH)	26,8	24,4	25,0	25,2	25,6	26,0	26,5	27,3	27,2	27,0
Devlet Harcamaları (%GSYİH)	29,9	32,2	31,8	32,3	33,1	34,7	34,3	35,8	34,5	34,3
Brüt Devlet Borçları (%GSYİH)	26,0	„	„	„	„	„	„	„	„	„
Ödemeler Bilançosu (aksi belirtilmedikçe, GSYİH yüzdesi)										
Cari Açık	-5,72	-2,67	-1,46	-2,24	-5,13	-5,80	-5,08	-4,59	-2,82	-2,55
Ticaret Dengesi (Milyar Yerel Para Birimi)	-91	-41	0	51	16,2	4,69	-9	17,7	31	75,8

Rezervler (Altın dahil, Milyar ABD doları)	34,1	39,6	43,8	48,7	50,7	49,7	49,1	45,9	47,2	50,7
DYY net girişleri	3,45	2,58	0,98	0,99	1,17	2,24	1,65	0,48	0,75	0,39
DYY net çıkışları	-0,74	0,44	-0,04	-0,04	0,73	1,78	2,19	1,74	1,52	2,13
Dış Borç	25,1	27,2	29,5	28,8	37,6	39,1	41,5	44,6	50,8	52,0
Fiyatlar ve İşgücü Piyasası (% olarak)										
Enflasyon	10,0	7,26	4,06	5,02	5,72	5,78	6,14	4,51	6,59	5,18
İşsizlik	22,4	23,5	24,7	24,6	24,7	24,6	24,9	25,2	26,5	27,3

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır (Dünya Kalkınma Göstergeleri, 2017).

4.2. BRICS'in Politika Tepkisinin Özeti

Yukarıda açıklandığı gibi, beş BRICS ülkesi jeopolitik önemin yanı sıra ekonomik politikalarda ve yapısal özelliklerde farklılık göstermektedir. Brezilya ve Rusya, dış ticarete ve sermaye piyasalarının devlet ve özel sektör sermaye kontrolünün bir karışımı olan finansal akışlara açık emtia fiyatına bağlı ekonomiler olarak kabul edilebilirler. Diğer yandan, Hindistan ve Çin, nispeten kapalı, devlet kontrolünde, düşük düzeyde mali entegrasyona sahip, sağlam düzenlenmiş sermaye piyasalarına sahip, ağırlıklı olarak bitmiş/mamul ürün ihracatına yönelik ekonomilerdir⁸⁸. Ayrıca, araştırmalar Brezilya, Rusya ve Güney Afrika'nın ABD'deki politika kararlarına daha

⁸⁸ Brezilya ve Rusya daha fazla akaryakıt ve madencilik ürünlerinin ihracat gelirlerine (kendi ekonomilerinin toplam ihracatının % 20'si ve % 73'ü) bağımlıyken, Çin ve Hindistan büyük ölçüde sanayi ürünleri ihracatına (sırasıyla % 93 ve % 63) bağımlıdır (Aloui vd., 2010: 23).

yüksek ve daha kalıcı bir bağımlılık gösterdiğini göstermektedir ki bunu çok daha az bağımlılık gösteren Çin ve Hindistan takip etmektedir. Diğer yandan, gelişmekte olan ekonomiler arasındaki aşırı bağımlılık, düşük eşzamanlı çökme ihtimali gösterebilecek olan ayı piyasasından (aşağı yönlü hareket eden piyasalarından) ziyade boğa piyasalarında (yukarı yönlü hareket eden piyasalarda) daha fazla bulunmuştur (Aloui vd., 2010: 24).

2008 finansal krizi süresince, gelişmiş ekonomiler tarafından verilen agresif tepki şaşırtıcı olmasa da, gelişmekte olan ekonomilerin hızlı ve büyük tepkisi çok fazla beklenen bir tepki değildi (Eichengreen, 2010: 7). BRICS ülkeleri, ekonomik krizleri önlemeye çalışırken, yalnızca krizin kendileri için 'en müreffeh/refah' oldukları zamanda meydana geldiği için değil, aynı zamanda mali açıklarında ve kamu borçlarındaki önemli düşüş olması sebebiyle de Keynesyen teşvik önlemlerine başvurmuşlardır. Aslında, 2008 krizine neden olan yirmi yıl içinde krizle karşı karşıya kalan birçok gelişmekte olan ekonomi, güçlü mali/finansal durumlarını, düşük yabancı para cinsinden borçlarını ve kısa vadeli borçlarını, yüksek DYY seviyelerini ve yüksek ihracatın GSYİH'ye oranını koruyarak 'herşeye hazırlıklı olmuşlardır (Frank ve Hesse, 2009: 9). Önemli döviz rezervleri böylece kamu harcamalarını arttırmayı (mali sürdürülebilirlik korkusuna neden olmadan), kendi para birimlerini desteklemeyi ve böylece para uyumsuzluklarını azaltmayı finansal istikrarsızlığı tehdit eden para devalasyonu baskısını hafifleterek ve gerektiğinde dolar fonu sağlamayı mümkün kılmıştır. Parasal açıdan, BRICS ülkelerindeki merkez bankaları krize neden olan yıllarda kredibilite/güvenirlilik oluşturmayı başardılar, böylece faiz oranlarının düşürülmesi enflasyon korkularını otomatik olarak uyandırmamış olmuştur.

Birleştirilen iki görüş, konjonktüre karşı politikalarının uygulanmasına izin vermiş ve BRICS ülkeleri iki yıl içinde kriz öncesi büyüme oranlarına geri dönmüşlerdir. Bir dereceye kadar, Brezilya, Rusya ve Güney Afrika, Çin'den ve Hindistan'dan daha ciddi şekilde etkilenmişlerdir. Son ikisi, finansal olarak en az açık olan ekonomiler arasında sayılmaktadırlar ve 2008 krizi esnasında, faaliyetleri

küçültülmezken, ekonomik büyüme oranlarının kriz öncesi rekor seviyelerin yaklaşık yarısına düştüğünü görmüşlerdir (Goldstein ve Xie, 2009: 42). Çin'in büyümesi bugünlerde küresel büyümenin kaynağı olarak kabul edilirken, 2012'den bu yana olan yavaşlaması, yalnızca gelişmiş ekonomileri değil, aynı zamanda diğer BRICS ülkelerini de etkilemişti, çünkü Çin en büyük ticari ortakları arasındaydı.

BRICS ülkeleri tarafından uygulanan mali teşvik, kamu yatırım projeleriyle altyapı geliştirmeye veya özel talebi artırmak için vergi indirimlerine odaklanmıştır. BRICS ülkeleri tarafından uygulanan mali teşvik, ya kamu yatırım projeleriyle altyapı geliştirmeye ya da özel talebi artırmak için vergi indirimlerine odaklanmıştır (Banerjee ve Vashisht, 2010: 22). ABD ve Çin'in şaşırtıcı olarak sırasıyla %40 ve %30'unu temsil eden tepkiyle, toplam küresel mali teşvikin büyüklüğünün 1.957,97 milyar dolar⁸⁹ olduğunu bildirmiştir. Bununla birlikte, beş merkez bankasının tamamı kredi pompaladığından ve toplam talebi teşvik etmeye çalıştığından dolayı, bunların parasal tepkileri kilit faiz oranlarını ve zorunlu karşılık oranlarını düşürerek daha düzenli/tekdüze olmuştur. İşin biraz garip yanı ise, belki de bu en liberal para rejimini uygulayan Rusya idi. Kriz sonrası, BRICS ülkeleri, bunları artan iç talep (yurt dışından yüksek düzeyde para havaleleriyle teşvik edilen), dışa dönük Doğrudan Yabancı Yatırımcı ve altyapı gelişmeleri ile tamamlayarak, ihracatları ve içe dönük Doğrudan Yabancı Yatırımcıları ana büyüme motorları olarak korumuşlardı. Tecrübenin de yararı sayesinde, gelişmiş ekonomilerden gelen sermaye girişleri BRICS ülkelerin de yaygın finansal dengesizliklere neden olmazken, bazıları aşırı ısınmaya ve fiyat balonlarına, özellikle Brezilya, tanık olmuşlardı. gelişmiş ekonomilerin çoğu, sabit kamu sektörü borçlarını ve toplam dış borçları muhafaza ederken, önemli miktarda döviz kuru riskleri, aşırı kredi ve aşırı ısınma belirtileri gelecekte ekonomik zorluklara neden olabilirdi.

2008 krizinden önce, Brezilya'nın BRICS ülkeleri grubundaki durumu durgun büyüme oranı nedeniyle sorgulanmıştır. Ancak günümüzde demokrasisi, büyüme beklentileri ve çevresindeki ülkelerle ciddi bir ihtilaf olmaması nedeniyle bir avantaja

⁸⁹ Yaklaşık olarak dünya GSYİH'nin % 3.16'sı.

sahiptir. BRICS ülkeleri arasında GSYİH ve DYY açısından sadece Çin'in ardından ikincidir. Şu anda, azalan nüfusu, jeopolitik gerilimleri ve sorunlu petro-ekonomisi nedeniyle Rusya tuhaf görünmektedir. Bunun aksine, Hindistan, Modi'nin seçilmesinden sonraki yeni keşfedilmiş optimizm sayesinde yükselen bir yörünge olarak gözükmekte, Çin'in devlet güdümlü ekonomisi, ekonomiyi yönetmekte devletin rolü konusunda uzun süredir devam eden tartışmayı canlandırmaktan başka etkileyici bir şey olmadığını kanıtlamıştır.



5.BÖLÜM: BRICS ÜLKELERİNİN EKONOMİK GELECEK GÖRÜNÜMÜ

Bu bölümde, BRICS ekonomilerinin önümüzdeki yıllarda verimli ekonomik performansa sahip olabilmeleri için uygulanabilecek farklı ekonomik politikalarından bahsedilecektir.

5.1. Brezilya

Gelecek görünümü ile ilgili olarak, birkaç faktöre dikkat edilmesi gerekmektedir. Birincisi, petrol üretiminin artması nedeniyle, Brezilya kademeli olarak büyük bir petrol ihracatçısı olacak ve bu durum ülkenin Hollanda hastalığından⁹⁰ muzdarip olup olmayacağı konusunda endişelere yol açacak. Bunun etkileri ticaret tarafında görülebilmektedir: Üreticilerin net ihracatı 2005'ten bu yana azalırken, net ham petrol ihracatı 2005-2010 boyunca ortalama olarak yıllık %30'dan fazla artmıştır (Mourougane, 2011: 11). Artan petrol rezervleri refahı yükseltirken, eğer petrol gelirleri bölgeler ve nesiller arasında adil olarak paylaşılacak olursa, Brezilya, maliye politikasını daha istikrarsız ve ekonomiyi ise dışardan gelen belirsizliklere karşı daha eğilimli hale getirerek, vergi geliri oynaklığı riskiyle karşı karşıya kalacaktır (OECD, 2011: 11). İkincisi, hızla yaşlanan nüfus nedeniyle, 65 yaşın üzerindeki nüfusun payının önümüzdeki kırk yıl içinde üç kattan daha fazla olması beklenmektedir (Mourougane, 2011: 5). Kurumsal değişiklikler ve yapısal reformlar hızlı bir şekilde uygulanırken, potansiyel sermaye birikimi yaşlanan nüfusun potansiyel çıktı büyümesi (üretim artışı) üzerindeki etkisini yok etmeye yardımcı olacaktır. Sonuç olarak, nispeten düşük kamu yatırım oranı (diğer gelişmekte olan ekonomilere karşılaştırıldığında), özellikle insan sermayesi ve altyapısında artırılmalıdır. Şu anda, Brezilya, %5,1'lik bir gelişmekte olan dünya ortalaması ile karşılaştırıldığında, altyapısına yalnızca %2,2 yatırım yapmaktadır (Economist, 19 Nisan 2014). Bu durum Brezilya'nın söz konusu orana yetişebilmek için gelecek 20 yıl boyunca yıllık altyapı harcamalarını üçe katlaması gerektiği anlamına gelmektedir. Böylece bütçe içerisinde bileşimsel/düzenleyici bir değişim (ek kamu borcundan ziyade kamu yatırımını artırmak için hükümet tüketimini azaltmak) yoluyla

⁹⁰ Hollanda hastalığı, ani zenginleşme kaynağına kavuşan bir ekonomide mevcut üretim faktörlerinin diğer üretim alanlarından çekilip yeni kaynağa yönelmesi sonucunda toplam üretimin azalmasına denir.

realin değeri kazanmasının düzeltilmesine yardımcı olacaktır. Son olarak, oldukça yüksek eşitsiz gelir dağılımı açısından da değişiklikler zorunludur. Yapısal reformlar⁹¹ ve mali konsolidasyon konusunda ilerleme kaydedilmesi durumunda Brezilya'nın büyümesi artabilirken, sürekli olarak daha zayıf bir gerçek bazı sektörlerde rekabet edebilirliğin ve büyümenin artmasına yardımcı olabilir, ancak Brezilya'nın mali durumunu olumsuz etkileyebilir ve enflasyonu artırabilir. Aslında, enflasyon, bir konut ve kredi balonunun patlaması ihtimalinin yanında, Brezilya için en acil risk olarak görülmektedir. Gelişmiş Ekonomilerin para politikası uyumundaki beklenen düşüş, Brezilya'ya olan sermaye akışını azaltmıştır ve iç reformlara duyulan ihtiyacı vurgulamıştır. Aynı sebeple, politika yapıcılar enflasyonu %4,5 hedefine geri getirmek için parasal sıkılaştırmaya devam etmelidirler. Ayrıca, küresel gelişmeler olası bozulmalarda da daha büyük bir rol oynayabilir.

5.2. Rusya

İleriye dönük olarak birçok kişi, Rusya'yı bir rantıye hâline dönüşmekten uzaklaştıracak olan inovasyon, yatırım, insan sermayesi birikimi ve hukukun üstünlüğünün uygulanmasına dayalı kendi kendine yeten bir büyüme modeline geçişi savunmaktadır. Genel anlamda, Rusya'nın maliye ve para politikalarının bir kısmı krizden bu yana güçlenmiştir. Birincisi, para politikası ile ilgili olarak, döviz kuru müdahaleleri büyük ölçüde azaltılmıştır. Bu da döviz kurunun bir şok emici olarak rolünü oynamasına izin vermiştir. Üstelik, 2020 yılına kadar enflasyon hedeflemesi ve tamamen değişken bir döviz kur rejimi uygulanacaktır (OECD, 2013: 18). İkincisi, bazı kademeli ve orta vadeli mali sıkılaştırmayı ima eden petrol gelirlerinin sınırlı bütçe kullanımı olması için 2012 yılının Aralık ayında mali kural getirilmiştir (OECD, 2013: 16). Üçüncüsü, yapısal reformlarla ilgili olarak, 2011 yılında kabul edilen Yenilikçi Rusya 2020 Stratejisi, Rusya ekonomisinin yenilikçiliğini geliştirmeyi amaçlamaktadır (OECD, 2013: 121). Ayrıca, Rusya'nın güçlü yanlarından biri de (son on yılda petrol fiyatının beklenmedik gelirinin büyük bir kısmını biriktiren tedbirli politikaları yansıtan)

⁹¹ Daha düşük ithalat tarifeleri, eğitim, vergi ve emeklilik sistemlerinde değişiklikler gibi.

olumsuz net kamu borcuyla ve büyük miktardaki bütçe fazlasıyla sağlam maliye politikası olmaya devam ederken, para politikası ise son on beş yılda enflasyonu kademeli olarak düşürmeyi başarmıştır. Bununla birlikte, Ukrayna'daki krizin daha da artması gibi potansiyel gerileme dönemlerine ek ABD/AB yaptırımları ya da diğer yükselen piyasalardaki potansiyel durgunluklar (tek başına 2013 yılında iki yönü akışları yaklaşık 90 milyar dolara denk geldiği için özellikle de Çin) sırasıyla Rusya'nın bütçe gelirlerine zarar verecek ve Rus şirketlerine ülkeyi başka bir durgunluğun eşiğine sürükleyebilecek devamında uluslararası sermaye piyasalarından ayıracak olan petrol ve gaz fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir baskı yapabilir. Politika yapımcıların, petrol fiyatları yüksek olduğu sürece reformları geciktirme olasılığı yüksektir. Bu muhtemelen Rusya'yı "kaynak laneti"nden muzdarip yapacak. Dolayısıyla, yeni bir Brezhnev dönemi ekonomik durgunluğuna yol açacak ve önümüzdeki on yıl içinde gelişmiş ekonomileri yakalamasını önleyecektir. Ayrıca, diğer politika reformları da çok önemlidir. Örneğin, merkez bankasının şeffaflığını ve bağımsızlığını arttırmak, banka sayısını azaltmak ve en önemlisi, devlet müdahalesi azaltılmalı ve iş ortamı iyileştirilmelidir⁹² (Aslund vd., 2010: 9).

5.3. Hindistan

Analistler, Hindistan'ın arz tarafında sayısız kısıtlama, yüksek eşitsizlik oranları, kronik yoksulluk ve yolsuzlukla (zayıf altyapı, katı iş kanunları, kamu hizmetlerinin kalitesizliği, aşırı bürokrasi) karşı karşıya kaldığına inanmaktadırlar. Birçok analist devletin krizden kaynaklanan büyük açığı azaltmak ve yapısal reformları uygulamak için mali konsolidasyona devam etmesini önermiştir⁹³. Parasal açıdan ise RBI (Hindistan Merkez Bankası), kısmen devletin reform eksikliğinden ve yüksek borçlanmadan etkilenen yüksek enflasyon ve oynak sermaye akımları riskine karşı aktif kalacaktır. Buna göre, Hindistan, finansal istikrarı, büyüme ve enflasyonun yanı sıra, finansal sektörünün dış dengesi ve sağlığı karşısında bir bütün olarak görmekten başka seçeneğe

⁹² Özellikle yolsuzluk ve güçlendirilmiş hukuk devleti ile aşırı düzenlemenin kaldırılması açısından.

⁹³ Hindistan'ın uluslararası pazarlara tam olarak entegre olmasını engelleyen finansal piyasalardaki kısıtlamaları ve engelleri kaldırmak gibi.

sahip olmayabilir. Hindistan ayrıca, bir bütün olarak finansal istikrarı optimize etmek ve ele almak için devletten ve merkez bankasından koordine bir çabaya ihtiyaç duymaktadır.

5.4. Çin

Çin'in gelecekteki mali yüklerden kaçınması için, birçok kişi özel sektöre, iş piyasasına ve hızla yaşlanan nüfusa ilişkin reformların uygulanmasını savunmaktadır. Ayrıca, ABD doları likidite sıkıntısı ve küresel krizin bir sonucu olarak Çin, başka bir uluslararası para biriminin daha fazla dengeli ve istikrarlı küresel sisteme katkıda bulunacağına inanarak Renminbiyi uluslararası bir değere ulaştırmak için anlamlı bir çaba sarf etmişti. Özellikle Çinli politika yapıcılar, Çinli şirketlerin maruz kaldıkları döviz kuru risklerinin azaltılmasını, ticarete işlem maliyetlerinin düşürülmesini, Çin finansal kurumlarının finansman etkinliğinin iyileştirilmesini, uluslararası rekabet edebilirliklerinin artırılmasını, finansal hizmetler sektörünün genişletilmesini ayrıca doları bundan sonra bir takas veya tasarruf aracı olarak tutmaya ihtiyaç olmadığını aktarmışlardır.

Çin, birtakım sermaye hesabı serbestleştirilmesi önlemleri uygulamış ve firmaların Renminbi olarak ticari mal alım satımı yapmalarına, yabancıların offshore mevduatlara sahip olmalarına dahası yabancılara, yabancı bankalarla ikili para takas düzenlemelerini başlatmanın yanı sıra, doffshore Renminbi cinsinden dim sum bonolar ihraç etmelerine izin vermiştir (Kawai ve Pontines, 2014: 5).

Bazıları ABD dolarının gelecekte daha da değer kaybedeceğine ve ABD hükümetinin bütçe açıklarını parasallaştırarak borç yükünü hafifletmek amacıyla enflasyonu kullanacağına (halihazırda bazılarının parasal genişleme ile ilgili algısı gibi) inandıkları için dolar cinsinden finansal varlıklardaki azalmanın Çin'in gelecekteki büyük döviz rezervlerinde sermaye kayıplarını azaltmasını sağlayacağını düşünmektedir (Yu, 2012: 6). Bununla birlikte, Çin'in mali piyasalarının banka kredisi faaliyetlerinin sadece bir uzantısı olarak hizmet verdiği tahvil piyasası ile hâlâ banka sistemine bağımlı olduğuna inanmaktadırlar (Cruz vd., 2014: 33). Çin ekonomiyi daha da serbestleştirmek

ve nihayetinde Renminbileri uluslararası seviyeye çıkarmak amacıyla iki sermaye hesabı açabilir. PBOC artık yabancı sermaye girişlerini sterilize etmek zorunda kalmayacağından ve daha fazla esneklik sağladığından büyük faydalar sağlayan döviz kurunun dalgalanmasına veya ikisine birden izin verebilir ki; sonuncusu yabancı faiz oranı şoklarına karşı en iyi seçenektir.

5.5. Güney Afrika

Durgunluk, işsizlik ve ticari başarısızlıkların çoğalması, milyonlarca Güney Afrikalı için zorlukların artmasıyla sonuçlanmıştır. Devlet bu krize temel sosyal harcamaları sürdürerek ve gelecekte daha yüksek büyümeyi desteklemek için kamu altyapısı yatırımlarını artırarak cevap vermiştir. Faiz oranları, büyümeyi desteklemek için 2008 yılının sonundan bu yana keskin bir düşüş göstermiştir. Güney Afrika'nın toparlanması, önümüzdeki dönemde kademeli olarak iyileşmesi beklenen dünya ekonomisi servetleriyle yakından bağlantılıdır. Görünüm için hâlâ önemli riskler olmasına rağmen, krizin en kötüsü geçmiş gibi görünmektedir.

Emtia üreticileri Asya'daki güçlü ve sürekli genişlemeden faydalanmaya devam edeceklerdir. Orta vadede, Güney Afrika'nın ekonomide işgücü emilimini arttırmaya daha fazla odaklanması gerekir. Rekabet edebilirliği arttırmak, daha yüksek yatırım seviyelerini teşvik etmek ve özel sektör tarafından artan faaliyetleri desteklemek için reformlar ile sürdürülebilir istihdam yaratılması gereklidir.

Güney Afrika, yetenekli ekonomik yöneticilere sahip olduğu için şanslıdır. Büyüme ve iş yaratmaya elverişli bir ekonomik iklim yaratabilecek ihtiyatlı makroekonomik politikaları sürdürmelidir. Bu politikalar, büyümeyi ve istihdamı artırmak için gereken reformları uygulama alanı sağlayabilir. Devletin Ulusal Kalkınma Planı özellikle altyapı, eğitim, sağlık ve kamu hizmeti sunumunda tanımlanan bazı kısıtlamaları ele almak için düşünceli ve geniş bir taslak içermektedir. Ayrıca, bir güven düşüşünü ve sermaye akımlarının geri çekilmesini tetikleyebilir. Uzun vadede, kapsayıcı bir büyüme

sağlamadaki başarısızlık sosyal istikrar için bir risk oluşturmaktadır. Yapısal reformlar, Güney Afrika'nın potansiyelini ortaya çıkarmanın anahtarıdır.



SONUÇ

2008 küresel finansal krizi hiçbir şekilde önceden kestirilememiştir. Geçmiş krizler gibi, kolay para ve dikkatsiz düzenleme, hem ABD'nin yüksek risk faizli ipotek kredisinde hem de Euro bölgesi bankacılığı/devlet borcu krizinde kusurluydu. Suçlamayı kuralsızlaştırmaya veya gelişmekte olan ekonomilerin tasarruf yığınınına koymak ya da "birkaç kötü elma sağlıklı bir finansal sistemi bulaştırmıştır" demek bile doğru değildir.

Çalışmada ortaya koyduğumuz hipotezi yapılan analizler ve ulaşılan bulgularla doğrulanmıştır. 2008 küresel finansal Krizi BRICS ülkelerini farklı derecelerde etkilemiştir. Özetle, Brezilya, Rusya ve Güney Afrika; reel GSYİH ve DYY net girişlerindeki aşırı düşüş nedenlerinden dolayı en fazla zarar gören ülkeler olurken, Hindistan ve Çin'de GSYİH'de orta düzeyli düşüş söz konusu olmuştur. Finansal alana bağlı olarak, tüm BRICS ekonomileri finansal krizlerin bulaşma riskini engellemek için mali teşvikte bulunmuştur. Brezilya, Rusya ve Güney Afrika, yükselen talepleri karşılamak için vergi indirimini uygularken, Hindistan ve Çin, ekonomik altyapıyı geliştirmek ve tüketimi yükseltmek için doğrudan kamu harcamasını tercih etmiştir. Mali gevşeme ve liberal para politikaları, BRICS ekonomilerinin finansal krizden çıkmasına en önemli katkıyı sağlamıştır.

Gelişmiş ekonomilerdeki erken tepkiler, politika yapıcılarının hem krizin ciddiyetini hem de bunun ekonomik sonuçlarını ciddi şekilde yanlış değerlendirdiklerine işaret etmiş ve çoğu zaman kafa karıştırmıştır. Gelişmiş ekonomiler genellikle özel likidite programları kullanmışlar ve mevduat teminatlarını artırarak bankaları yeniden sermayeleştirip finansal istikrarı yükseltmeyi amaçlamışlardır. Politika faiz oranları sıfıra düştüğünde, serbest kapitalizmin sürdürülebilirliğine meydan okuyan ve benzeri görülmemiş düzeyde müdahale gerektiren geleneksel olmayan parasal önlemler uygulanmıştır. Burada bahsetmeye değer birkaç ayırt edici özellik bulunmaktadır. (i), gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları aktif olarak bilançolarını doğrudan piyasa fiyatları ve tipik gecelik faiz oranının ötesindeki koşulları etkilemek amacıyla kullanmışlardır. Bu politikalar, bunları “faiz oranı politikalarından” ayırmak için uygun

bir şekilde “bilanço politikaları” olarak nitelendirilmiştir. (ii), kilit merkez bankaları işbirliği yapmış ve gelecekteki politika yoluyla ilgili doğrudan sinyaller vermişlerdir. Krizden önce bu gereksiz görülüyordu, çünkü bir merkez bankasının politika kuralına ilişkin seçiminin diğer ekonomilerdeki çıktı ve fiyat istikrarı üzerinde çok az etkisi vardı. (iii), sıradan bir krizde ve 2008 krizinin başlangıcında, bankalar uzun vadede ödeme gücü olmasına rağmen kısa vadede likit varlıkların eksikliğinden muzdarip olsalar da merkez bankaları, karakteristik son kredi mercii görevlerini üstlenmişlerdir. Kriz yükseldiği için merkez bankaları, finansal kuruluşlar olarak borç ödeme kabiliyeti problemleriyle karşı karşıya kaldıkça müdahale etmişlerdir, böylece kamu kesimi için uzun vadeli finansal maliyetlere neden olmuşlardır. (iv), merkez bankalarının aldıkları eşi benzeri görülmemiş sorumluluklar, bağımsızlıklarını, güvenilirliklerini ve birincil hedeflerine (fiyat istikrarı) ulaşmadaki etkilerini azaltabilecek olan aşırı yüklenme ihtimalini arttırmıştır. (v), kriz sonrası kilit derslerden biri de reel ekonominin sistemik ya da tüm sistemi etkileyen finansal riskini ve bozulmalarını sınırlamaya çalışan merkez bankası tarafından politika hedefi olarak finansal istikrarın izlenmesi gerektiği idi. (vi), son alım satım mercii olan merkez bankaları, para politikasını etkisiz hâle getiren sıfır alt sınırının artık görülmeyeceğini üstü kapalı söylemişlerdir.

ABD yüksek riskli konut kredisi krizi ve Lehman Brothers'ın iflasından sonra takip edilen olaylar hacimlerden söz etmekte ve birkaç ülkede öncelikli eksikliklere maruz kalan krizi teyit etmektedir. Bunlar arasında ABD’de korkunç derecede suistimal edilmesine izin verilen siyasi görüş birliği eksikliği bulunmaktadır. Şayet bankalar 2008 yılında hapsedilecek kadar büyüklerse, kriz sonrası da hapsedilecek kadar çok daha büyük hâle gelmişlerdi. Diğer bir örnek, Euro bölgesinin başlangıçtaki bankacılık krizinin bir devlet borcu krizine dönüşmesine izin veren kurumsal temellerinin kırılma olmasıyken, eksik bankacılık ve mali birlik, üye devletleri kontrol etmedikleri bir para birimiyle borç vermeye itmiştir.

Hem akademik literatür hem de uluslararası finans kuruluşları, gelişmiş ekonomilerdeki parasal duruşun gelişmekte olan ekonomiler üzerinde yayılma etkisi

yarattığını giderek daha fazla kabul etmektedir. 2008 yılının sonlarındaki krizin ilk aşamasında (sermaye kaçıışı, kredi sıkışıklığı, emtia fiyatlarının zayıflaması ve gelişmekte olan ekonomilerdeki önemli parasal devalüasyon ile karakterize edilen aşama) iki önemli farklılık ortaya çıkmıştır: (i), sermaye girişi azaltmalarının kaynağı, gelişmiş finansal piyasalardaki likidite sıkışıklığıydı, (ii), küresel talepteki düşüşün, gelişmekte olan ekonomilerin önemli döviz devalüasyonuna rağmen krizden çıkmalarını engellemiş olmasıydı (Özkan ve Ünsal, 2012: 4). LSAP programlarının uygulanması sırasında, gelişmekte olan ekonomiler deflasyonist baskılar ve bazı para birimleri değer düşüklüğü yaşayan gelişmiş ekonomiler gibi simetrik olarak etkilenmemişlerdir. Ayrıca, maliye politikasının döngüsel olma eğiliminde olduğu gelişmiş ekonomilerin aksine, BRICS ülkelerinin politika yapıcıları ekonomik gerilemeyi düzeltmek için yapılan mali genişlemeye tepki vererek çoğunlukla konjonktüre karşı davranmışlardır. Gelişmiş ekonomilerde geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması sırasında, yakın bağlantılı iletim kanalları arasında portföy akışları, döviz kuru, politika faiz oranı, uzun vadeli faiz oranları ve uluslararası banka kredileri yer almaktadır. Buna karşı, LSAP programları BRICS'in kısa vadeli politika faiz oranlarını ve uzun vadeli faiz oranlarını düşürmüştür. Bunlar aynı zamanda BRICS ülkelerinin sermaye piyasalarını etkileyen, döviz kurları ve yabancı para rezervlerinde dalgalanmaları arttıran ve önemli para uyumsuzluklarına neden olan küresel varlık tahsisini ve sınır ötesi sermaye akışını etkilemiştir⁹⁴.

2008 finansal krizi, para politikasının tek etkin ekonomik araç olmadığını göstermektedir. Her şey göz önünde bulundurulduğunda, kriz ve kredi istikrarsızlığı kapitalist sisteme özgüdür. Dahası, son olaylar da küreselleşmiş bir dünyadan ayrılmanın işe yaramadığını doğrulamaktadır. Aslında ampirik araştırmalar, geleneksel olmayan para politikaları sırasında faiz oranları ve varlık fiyatlarının küresel olarak gittikçe daha fazla ilişkili olduğunu tespit etmiştir.

⁹⁴ Çoğu gelişmekte olan ekonomiler daha fazla yerel para cinsinden varlıklar ve daha fazla döviz cinsinden borçları biriktirirken.

KAYNAKÇA

- Ahmed, Shaghil ve Zlate, Andrei (2013). *Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?* International Finance Discussion Papers Number 1081. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Aloui, Riadh, Ben Aissa, Mohamed Safouane, ve Khuong Nguyen, Duc (2010). *Global Financial Crisis, Extreme Interdependences, and Contagion Effects: The Role of Economic Structure*. Working Paper Series No. 2010/15. DEPOCEN.
- Andr s, Javier ve Dom nech, Rafael (2006). *Fiscal Rules and Macroeconomic Stability*. Working Paper No. 501. International Economics Institute, University of Valencia.
- Aslund, Anders, Guriev, Sergei ve Kuchins, Andrew (2010). *Russia after the Global Economic Crisis*. (S.l.) Peterson Institute for Internal Economics.
- Attinasi, Maria-Grazia, Checherita, Cristina ve Nickel, Christiane (2009). *What Explains the Surge in Euro Area Sovereign Spreads During the Financial Crisis of 2007-09?* Working Paper Series No 1131 / December 2009. European Central Bank.
- Avrupa Merkez Bankası (2014). *Transmission Mechanism of Monetary Policy*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html> Erişim Tarihi 08.07.2018.
- Banerjee, Ritwik and Vashisht, Pankaj (2010): *The financial crisis: impact on BRIC and policy response*. MPRA Paper No. 38812. Munich Personal RePEc Archive.
- Bank for International Settlement (2013). *83th Annual Report*. Erişim adresi <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e.pdf> Erişim Tarihi 31.03.2019.
- Bank for International Settlement (2014). *84th Annual Report*. Erişim adresi https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014_ec.pdf Erişim Tarihi 31.03.2019.

- Barbosa, Nelson (2011). Financial Regulation and the Brazilian Response to the 2008-2009 Financial Crisis. *Brazilian Journal of Political Economy*. vol. 31, n° 5 (125), pp. 848-852.
- Barth, James R., Li, Tong, Lu, Wenling, Phumiwasana, Triphon ve Yago, Glenn (2009). *The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets: A Comprehensive Analysis of the Market Meltdown*. John Wiley & Sons.
- Barth, James R., Li, Tong ve Prabhavivadhana, Apanard (2011). *Greece's "Unpleasant Arithmetic" Containing the Threat to the Global Economy*. Volume 11, Issue 4. Global Economy Journal.
- Barisitz, Stephan (2013). Credit Boom in Russia despite Global Woes – Driving Forces and Risks. *Financial Stability Report* 26. OeNB, 82–99.
- Barisitz, Stephan, Ebner, Gernot, Lahnsteiner, Mathias ve Pann, Johannes (2009). Banking and Financial Stability in Russia and the Euro Area amid International Financial Market Turbulences. *Financial Stability Report* 17. OeNB, 123–142.
- Barisitz, Stephan ve Lahnsteiner, Mathias (2010). Russian Banks on the Route of Fragile Recovery. *Financial Stability Report* 20. OeNB, 77–85.
- Barofsky, Neil (2013). *Bailout: How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street*. New York: Free Press. ISBN-10: 9781451684957.
- Bean, Charles (2011). *Lessons on unconventional monetary policy from the United Kingdom*. Bank of England.
- Bernanke, Ben S. (2009). *Asia and the Global Financial Crisis*. Paper presented at the Asia Economic Policy Conference. <https://www.frbsf.org/economic-research/files/Bernanke.pdf> Erişim Tarihi 12.09.2018.

- Bernanke, Ben S., Reinhart, Vincent R. ve Sack, Brian. P. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. Finance and Economics Discussion Series. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2004.
- Blanchard, Olivier (2009). *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*. Working Paper No: WP/09/80. International Monetary Fund.
- Blanchard, Olivier, Dell’Ariccia, Giovanni ve Mauro, Paolo (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note No: SPN/10/03. International Monetary Fund.
- Bloomberg (2014). *Russia Unexpectedly Raises Main Rate as S&P Lowers Rating*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-04-25/russia-raises-main-rate-as-ukraine-crisis-weighs-on-ruble> Erişim Tarihi 25.04.2019.
- Bluedorn, John C., Duttagupta, Rupa, Guajardo, Jaime, & Topalova, Petia (2013). *Capital Flows are Fickle : Anytime, Anywhere*. Working Paper No. 13/183. International Monetary Fund.
- Borio, Claudio ve Disyatat, Piti (2009). *Unconventional Monetary Policies: an Appraisal*. BIS Working Paper No 292. Bank for International Settlement.
- Brainard, Lael ve Martinez-Diaz, Leonardo (2009). *Brazil as an Economic Superpower? Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy*. Washington: Brookings Institution Press.
- Chakrabarty, Kamalesh C. (2014). Framework for the Conduct of Macroprudential Policy in India: Experiences and Perspectives. *Financial Stability Review*. Banque de France, 131 - 144.
- Chen, Jinzhao (2011). *Crisis, Capital Controls and Covered Interest Parity: Evidence from China in Transformation*. Working Paper No. halshs-00660654. Paris School of Economics.

Chamon, Marcos ve Garcia, Márcio (2014). *Capital Controls in Brazil: Effective?* Paper presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference. https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2014/arc/pdf/chamon_garcia.pdf Erişim Tarihi 13.11.2018.

Chen, Qianying, Filardo, Qianying, He, Dong ve Zhu, Feng (2012). *International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies*. BIS Papers No: 66. Bank for International Settlements.

Cheun, Samuel, Köppen-Mertes, Isabel von ve Weller, Benedict (2009). *The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the Financial Market Turmoil*. Occasional Paper Series. No 107. European Central Bank.

Chudik, Alexander ve Fratzscher, Marcel (2012). *Liquidity, Risk and the Global Transmission of the 2007-08 Financial Crisis and the 2010-11 Sovereign Debt Crisis*. Working Paper No. NO 1416. European Central Bank.

Cecchetti, Stephen G., King, Michael R. ve Yetman, James (2011). *Weathering the Financial Crisis: Good Policy or Good Luck?* BIS Working Paper No 351. Bank for International Settlements.

Central Bank of the Russian Federation (2014). *Monetary Policy in Russia: Recent Challenges and Changes*. BIS Working Paper No 78 (pp. 297-303). Bank for International Settlements.

Cruz, Prince Christian, Gao, Yuning ve Song, Lei Lei (2014). *The People's Republic of China's Financial Markets: Are They Deep and Liquid Enough for Renminbi Internationalization?* ADBI Working Paper 477. Asian Development Bank Institute.

D'Amico, Stefania, English, William, Lopez-Salido, David ve Nelson, Edward (2012). *The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects*. Finance and Economics Discussion Series 2012-85. Federal Reserve Board.

- De Molina, José Luis Malo (2013). *The European Central Bank's Response to the Crisis*. Working Paper No 45. Banco de Espana.
- De Pooter, Michiel , Robitaille, Patrice, Walker, Ian ve Zdinak, Michael (2014). *Are Long-Term Inflation Expectations Well Anchored in Brazil, Chile and Mexico?* International Finance Discussion Paper No: 1098. Federal Reserve Board.
- Desai, Raj M. ve Goldberg, Itzhak (2008) *Can Russia Compete?* Washington: Brookings Institution Press.
- Dorn, James A. (2013). The Role of China in the U.S. Debt Crisis. *Cato Journal*, Vol. 33, No. 1, pp. 77 - 89.
- Dünya Bankası (2017). Dünya Kalkınma Göstergeleri. <http://www.worldbank.org/> (Erişim Tarihi: 27.010.2018).
- Economist (2008). *Russia's Economy: Smoke and Mirrors*. <https://www.economist.com/briefing/2008/02/28/smoke-and-mirrors> Erişim Tarihi 28.02.2008.
- Economist (2013). *Grounded: Having Come Tantalisingly Close to Taking off, Brazil Has Stalled. Helen Joyce explains What It Must Do to Get Airborne Again*. <https://www.economist.com/special-report/2013/09/26/grounded> Erişim Tarihi 26.09.2018.
- Economist (2014). *Brazil's Economy: The 50-Year Snooze*. <https://www.economist.com/the-americas/2014/04/19/the-50-year-snooze> Erişim Tarihi 19.04.2019.
- Eggertsson, Gauti, & Woodford, Michael (2003). *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*. Brookings Papers on Economic Activity No 1. The Brookings Institution.

- Eichengreen, Barry (2005). Europe, the Euro and the ECB: Monetary Success, Fiscal Failure. *Journal of Policy Modeling*, 27 (4).
- Eichengreen, Barry (2010). *Macroeconomic and Financial Policies Before and After the Crisis*. University of California, Berkeley.
- Eichengreen, Barry (2013). *Currency War on International Policy Coordination?* University of California, Berkeley.
- Elmendorf, Douglas W. ve Furman, Jason (2008). When, How: A Primer on Fiscal Stimulus. *The Hamilton Project - The Brookings Institution*.
- Fabre, Guilhem (2013). *The Lion's Share. What's behind China's Economic Slowdown*. Working Paper Series No. 53. Fondation Maison des Sciences de L'homme.
- Fenz, Gerhard, Moder, Isabella ve Silgoner, Maria (2012). *Sovereign Debt Crisis Delays Economic Recovery*. Monetary Policy and the Economy, Quarterly Review of Economic Policy Q3/12. OeNB.
- Flath, David (2005). *The Japanese Economy (2nd edition)*. London: Oxford University Press.
- Frank, Nathaniel ve Hesse, Heiko (2009). *Financial Spillovers to Emerging Markets during the Global Financial Crisis*. IMF Working Paper WP/09/104. International Monetary Fund.
- Fratzscher, Marcel, Lo Duca, Marco ve Straub, Roland (2013). *On the International Spillovers of US Quantitative Easing*. Working Paper Series No: 1557. European Central Bank.
- Freeman, Alan (2013). The Road out of Crisis and the Policy Choices Facing Russia. MPRA Paper No. 52681. Munich Personal RePEc Archive.

- Friedman, M. (1968). *The Role of Monetary Policy*. *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1 (pp. 1-17). American Economic Association.
- Gadanecz, Blaise, Miyajima, Ken ve Urban, Jörg (2014). *How might EME central banks respond to the influence of global monetary factors?* BIS Working Paper No 78 (pp. 45-69). Bank for International Settlements.
- Gaddy, Clifford ve Ickes, Barry (2010). Russia after the Global Financial Crisis. *Eurasian Geography and Economics*, 2010, 51, No. 3, (pp. 281–311). Bellwether Publishing.
- Gagnon, Joseph , Raskin, Matthew , Remache, Julie ve Sack, Brian (2010). *Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did the Work?* Staff Reports No: 441. Federal Reserve Bank of New York.
- Garcia-Herrero, Alicia ve Deorukhkar, Sumedh (2014). *What explains India's surge in outward direct investment?* Working Paper, No 14/16. BBVA Research.
- Garcia, Márcio ve Volpon, Tony (2014). *DNDFs: a more efficient way to intervene in FX markets?* Working Paper No. 621. Puc Rio.
- Gandhi, Rama (2012). *Sovereign debt management in India: interaction with monetary policy*. BIS Papers No 67 (pp. 193-198). Bank for International Settlements.
- Goldstein, Morris ve Xie, Daniel (2009). *The Impact of Financial Crisis on Emerging Asia*. Paper presented at Asia Economic Policy Conference. http://www.frbsf.org/economic-research/files/09_Goldstein.pdf Erişim Tarihi 19.02.2019.
- Goodfriend, Marvin (2007). *How the World Achieved Consensus on Monetary Policy*. *Journal of Economic Perspectives* Vol. 21, NO. 4.

- Hamilton, James ve Wu, Jing (2011). *The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment*. NBER Working Paper 16956. National Bureau of Economic Research.
- Harris, Jonathan (2001). *Macroeconomic Policy and Sustainability*. Working Paper No. 01-09. Global Development and Environment Institute.
- Hilbers, Paul (2005). Interaction of Monetary and Fiscal Policies: Why Central Bankers Worry about Government Budgets. Paper presented at IMF Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law. <http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2004/cdmfl/eng/hilber.pdf> Erişim Tarihi 31.08.2018.
- Huang, Haizhou (2012). *Monetary Policy, Balance-Sheets and Asset Prices: Transmission Mechanisms in U.S., Euro-Area, Japan and China*. China International Capital Corporation.
- International Monetary Fund (2011). *Russian Federation: Technical Note on Crisis Management and Crisis Preparedness Frameworks*. IMF Country Report No. 11/335. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11335.pdf> Erişim Tarihi 15.11.2018.
- International Monetary Fund (2013). *IMF Multilateral Policy Issues Report. 2013 Spillover Report - Analytical Underpinnings and Other Background*. IMF Policy Paper. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070313a.pdf> Erişim Tarihi 15.11.2018.
- Islam, M. Shahidul ve Rajan, Ramkishen S. (2009). *The Bank Lending Channel of Monetary Policy Transmission: India and the Global Financial Crisis*. Working Paper No. 78. Asia Research Institute.
- Jones, Darryl ve Kwiecinski, Andrzej (2010). *Policy Responses in Emerging Economies to International Agricultural Commodity Price Surge*. OECD Food, Agriculture and Fisheries Papers No. 34. OECD Publishing.

- Joyce, Michael, Tong, Matthew ve Woods, Robert (2011). The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact. *Bank of England Quarterly Bulletin* 2011.
- Kawai, Masahiro ve Pontines, Victor (2014). *The Renminbi and Exchange Rate Regimes in East Asia*. ADBI Working Paper Series No: 484. Asian Development Bank Institute.
- Keynes, John Mynard (2011). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Create Space Independent Publishing Platform.
- Kohlscheen, E. (2011). *The Impact of Monetary Policy on The Exchange Rate: Puzzling Evidence from Three Emerging Economies*. Working Paper Series No. 259. Banco Central do Brasil.
- Kohlscheen, E. (2013). *Long-Run Determinants of the Brazilian Real: a Closer Look at Commodities*. Working Paper Series No. 314. Banco Central do Brasil.
- Körner, Finn Marten ve Ehnts, Dirk H. (2013). *Chinese Monetary Policy - from Theory to Practice*. MPRA Paper No. 44264. Munich Personal RePEc Archive.
- Kregel, Jan. (2009). *The Global Crisis and the Implications for Developing Countries and the BRICs*. Public Policy Brief No. 102, 2009. The Levy Economics Institute of Bard College.
- Krishnamurthy, Arvind ve Vissing-Jorgensen, Annette (2011). *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*. NBER Working Paper No. 17555. National Bureau of Economic Research.
- Krugman, Paul (1994). *Peddling Prosperity: Economic Sense and Nonsense in an Age of Diminished Expectations*. New York: WW Norton & Company.
- Krugman, Paul (2012). *End This Depression Now!* New York: W W Norton & Company.

- Kumar, Rajiv ve Vashisht, Pankaj (2009). *The Global Economic Crisis: Impact on India and Policy Responses*. ADBI Working Paper, No. 164. Asian Development Bank Institute.
- Kumar, Rajiv ve Vashisht, Rajiv (2011). *Crisis, Imbalances, and India*. ADBI Working Paper Series No: 272. Asian Development Bank Institute.
- Kumar, Rajiv ve Soumya, Alamuru (2011). *Fiscal Policy Issues for India after the Global Financial Crisis*. ADBI Working Paper Series No: 272. Asian Development Bank Institute.
- Lenza, Michele, Pill, Pill ve Reichlin, Lucrezia (2010). *Monetary Policy in Exceptional Times*. European Central Bank Working Paper Series No 1253. European Central Bank.
- Liu, Wei (2014). The Cause, Features and Effects of Current Policy Mix of Opposing Fiscal and Monetary Policies. *China Finance and Economic Review* 2014, 2:1. <http://www.chinafinanceandeconomicreview.com/content/2/1/1> Erişim Tarihi 02.01.2019.
- Liu, Zheng ve Spiegel, Mark M. (2012). *External Shocks and China's Monetary Policy*. FRBSF Economic Letter No: 2012-36. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Manolopoulos, Jason (2011). *Greece's 'Odious' Debt. The Looting of the Hellenic Republic by the Euro, the Political Elite and the Investment Community*. London: Anthem Press.
- McCauley, R. (2011). *Renminbi Internationalisation and China's Financial Development*. BIS Quarterly Review, December 2011 (pp. 41-56). Bank for International Settlements.
- Mehrling, Perry (2011). *The New Lombard Street (How the Fed Became the Dealer of Last Resort)*. Princeton, New Jersey. Princeton University Press.

- Mehrotra, Santosh (2010). India and the Global Economic Crisis. *Journal of Asian Public Policy*. 3(2): 122-134.
- Midthjell, Nina Larsson (2011). *Fiscal Policy and Financial Crises - What Are the Actual Effects of Fiscal Policy?* Economic Bulletin, 2011 Vol. 82 (pp. 24–38). Norges Bank.
- Mohan, Rakesh (2008). *Capital flows to India*. BIS Papers No 44. Bank for International Settlements.
- Mohan, Rakesh ve Kapur, Muneesh (2014). *Monetary Policy Coordination and the Role of Central Banks*. IMF Working Paper WP/14/70. International Monetary Fund.
- Mohanty, Deepak (2014). *Unconventional Monetary Policy and the Indian Economy*. Paper presented at the SAARCFINANCE Governors' Symposium. <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/MMMDUSP240714.pdf> Erişim Tarihi 24.07.2019.
- Mortensen, Jørgen ve Alcidi, Cinzia (2012). *The Policy Mix and Macroeconomic Adjustment in the Euro Area*. Brussels: Centre for European Policy Studies.
- Mourougane, Annabelle (2011). *Explaining the Appreciation of the Brazilian Real*. Working Paper No. 901. OECD Economics Department.
- Neely, Christopher J. (2011). *The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects*. Working Paper 2010-018C. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- OECD (2001). *Economic Surveys, Brazil*. https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-brazil-2001_eco_surveys-bra-2001-en#page1 Erişim Tarihi 01.06.2019.
- OECD (2005). *Economic Surveys, China*. <https://www.oecd.org/china/economicsurveyofchina2005.htm> Erişim Tarihi 01.06.2019.

- OECD (2007). *Economic Surveys, India*. https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-india-2007_eco_surveys-ind-2007-en Erişim Tarihi 09.10.2007.
- OECD (2010). *Economic Surveys, China*. https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-china-2010_eco_surveys-chn-2010-en Erişim Tarihi 01.06.2019.
- OECD (2011). *Economic Surveys, Brazil*. https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-brazil-2011_eco_surveys-bra-2011-en Erişim Tarihi 01.06.2019.
- OECD (2013). *Economic Surveys, Russia*. https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-russian-federation-2013_eco_surveys-rus-2013-en Erişim Tarihi 01.06.2019.
- OECD (2014). *Economic Survey of the Russian Federation 2014*. <http://www.oecd.org/eco/surveys/economic-survey-russian-federation.htm> Erişim Tarihi 01.06.2019.
- OECD (2015). *Economic Surveys, Brazil*. <https://www.oecd.org/eco/surveys/Brazil-2015-overview.pdf> Erişim Tarihi 01.06.2019.
- Orphanides, Athanasios (2013). *Is Monetary Policy Overburdened?* Paper presented at the Twelfth BIS Annual Conference. <https://www.bis.org/events/conf130620/orphanides.pdf> Erişim Tarihi 15.06.2013.
- Ozkan, Gulcin, & Unsal, Filiz (2012). *Global Financial Crisis, Financial Contagion, and Emerging Markets*. IMF Working Paper No WP/12/293. International Monetary Fund.
- People's Bank of China. (2012). *Monetary Policy, Fiscal Policy and Public Debt Management*. BIS Paper No 67. Bank for International Settlements.

- Palley, Thomas (2014). *Monetary Policy in the US and EU after Quantitative Easing: the Case for Asset Based Reserve Requirements (ABRR)*. Real-World Economics Review, Issue No. 68. <http://www.paecon.net/PAEReview/issue68/Palley68.pdf> Erişim Tarihi 05.03.2019.
- Philippopoulos, Apostolis, Varthalitis, Petros ve Vassilatos, Vangelis (2013). *The Optimal Mix of Monetary and Fiscal Policy*. http://www2.aueb.gr/users/aphil/files/Aphil_closed_NK_July_2013.pdf Erişim Tarihi 22.12.2018.
- Ponomarenko, Alexey, Vasilieva, Elena ve Schobert, Franziska (2012). *Feedback to the ECB's Monetary Analysis: the Bank of Russia's Experience with Some Key Tools*. Working Paper Series No: 1471. European Central Bank.
- Porzecanski, Arturo (2014). *Brazil's Place in the Global Economy*. MPRA Paper No. 54257. Munich Personal RePEc Archive.
- Powell, Jerome (2013). *Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies*. Paper presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco 2013 Asia Economic Policy Conference. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20131104a.htm> Erişim Tarihi 04.11.2018.
- Rajan, Raghuram (2013). *A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy after the Crisis*. Paper presnted at Andrew Crockett Memorial Lecture. <https://www.bis.org/events/agm2013/sp130623.htm> Erişim Tarihi 02.06.2019.
- Reynolds, Alan (2001). The Fiscal-Monetary Policy Mix. *Cato Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 263 - 275.
- Roubini, Nouriel ve Mihm, Stephen (2010). *Crisis Economics*. London: Penguin Press.

- Saraiva Leon, Márcia (2014). *International Capital Flows and Yields of Public Debt Bonds*. Working Paper Series No 345. Banco Central do Brasil.
- Sánchez, Manuel (2013). *The Impact of Monetary Policies of Advanced Countries on Emerging Markets*. Paper presented at the 55th annual meeting of the National Association of Business Economics. <http://www.bis.org/review/r130910e.pdf> Erişim Tarihi 09.09.2018.
- Scharpf, Fritz W. (2011). *Monetary Union, Fiscal Crisis and the Preemption of Democracy*. MPIfG Discussion Paper, No. 11/11. Max Planck Institute for the Study of Societies.
- Schmitz, Martin (2012). *Financial Markets and International Risk Sharing in Emerging Market Economies*. European Central Bank Working Paper Series No 1451. European Central Bank.
- Service, Robert (2009). *A History of Modern Russia: From Tsarism to the Twenty-First Century*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Siddiqui, Kalim (2009). *Japan's Economic Recession*. Research in Applied Economics Vol. 1, No. 1: E9. Macro Think Intitute.
- Singh, Sumanjeet (2009). *Depreciation of the Indian Currency: Implications for the Indian Economy*. Working Paper No. AIUB-BUS-ECON-2009-04. American International University-Bangladesh.
- Shiller, Robert J. (2008). *The Subprime Solution*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Shinohara, Naoyuki (2014). *Unconventional Monetary Policies: Looking Ahead*. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp012314> Erişim Tarihi 23.01.2019.

- Segura-Ubiergo, Alex (2012). *The Puzzle of Brazil's High Interest Rates*. IMF Working Paper No WP/12/62. International Monetary Fund.
- Snowdon, Brian ve Vane, Howard. (2003). *A Macroeconomics Reader*. London, Routledge.
- Soares Sales, Adriana ve Barata Ribeiro Blanco Barroso, João (2012). *Coping with a Complex Global Environment: a Brazilian Perspective on Emerging Market Issues*. Working Paper Series No 292. Banco Central do Brasil.
- Sommer, Martin (2009). *Why Has Japan Been Hit so Hard by the Global Recession?* IMF Staff Position Note SPN/09/05. International Monetary Fund.
- Soros, George ve Schmitz, Gregor (2014). *The Tragedy of the European Union: Disintegration or Revival?* New York: Public Affairs.
- Stiglitz, Joseph (2004). The Parties' Flip-Flops on Deficit Spending: Economics or Politics? *The Economists' Voice*, Volume 1, Issue 1.
- Subbarao, Duvvuri (2009). *Impact of the Global Financial Crisis on India Collateral Damage and Response*. Paper presented at the Symposium on "The Global Economic Crisis and Challenges for the Asian Economy in a Changing World". http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/Speech%20-%20as%20sent-%20Modified%20_4_.pdf Erişim Tarihi 18.02.2019.
- Subbarao, Duvvuri (2010). *India and the Global Financial Crisis Transcending from Recovery to Growth*. Paper presented at the Peterson Institute for International Economics. <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/PSF260410.pdf> Erişim Tarihi 26.04.2019.

Takáts, Előd ve Vela, Abraham (2014). *International Monetary Policy Transmission*.

BIS Paper No 78. Bank for International Settlements.

Verma, N. M. P. (2013). *Recession and Its Aftermath: Adjustments in the United States,*

Australia, and the Emerging Asia. Erişim adresi [https://the-](https://the-eye.eu/public/concen.org/The%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20-%20Collection%2019/Verma%20%28Ed.%29%20-%20Recession%20and%20Its%20Aftermath%3B%20Adjustments%20in%20the%20United%20States%2C%20Australia%2C%20and%20the%20Emerging%20Asia%20%282013%29.pdf)

[eye.eu/public/concen.org/The%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20-](https://the-eye.eu/public/concen.org/The%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20-%20Collection%2019/Verma%20%28Ed.%29%20-%20Recession%20and%20Its%20Aftermath%3B%20Adjustments%20in%20the%20United%20States%2C%20Australia%2C%20and%20the%20Emerging%20Asia%20%282013%29.pdf)

[%20Collection%2019/Verma%20%28Ed.%29%20-](https://the-eye.eu/public/concen.org/The%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20-%20Collection%2019/Verma%20%28Ed.%29%20-%20Recession%20and%20Its%20Aftermath%3B%20Adjustments%20in%20the%20United%20States%2C%20Australia%2C%20and%20the%20Emerging%20Asia%20%282013%29.pdf)

[%20Recession%20and%20Its%20Aftermath%3B%20Adjustments%20in%20the%20](https://the-eye.eu/public/concen.org/The%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20-%20Collection%2019/Verma%20%28Ed.%29%20-%20Recession%20and%20Its%20Aftermath%3B%20Adjustments%20in%20the%20United%20States%2C%20Australia%2C%20and%20the%20Emerging%20Asia%20%282013%29.pdf)

[United%20States%2C%20Australia%2C%20and%20the%20Emerging%20Asia%20](https://the-eye.eu/public/concen.org/The%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20-%20Collection%2019/Verma%20%28Ed.%29%20-%20Recession%20and%20Its%20Aftermath%3B%20Adjustments%20in%20the%20United%20States%2C%20Australia%2C%20and%20the%20Emerging%20Asia%20%282013%29.pdf)

[%282013%29.pdf](https://the-eye.eu/public/concen.org/The%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20-%20Collection%2019/Verma%20%28Ed.%29%20-%20Recession%20and%20Its%20Aftermath%3B%20Adjustments%20in%20the%20United%20States%2C%20Australia%2C%20and%20the%20Emerging%20Asia%20%282013%29.pdf) Erişim Tarihi 27.04.2019.

Wang, Yongzhong ve Freeman, Duncan (2013). *The International Financial Crisis and China's Foreign Exchange Reserve Management*. MPRA Paper No. 49510. Munich Personal RePEc Archive.

Wu, Cheejir (2014). *The Global Financial Crisis and the Chinese Economy: A Review of the Transmission Channels and Impacts*. Applied Economics and Finance Vol. 1, No.1. Redfame Publishing.

Xing, Yuqing ve Pradhananga, Manisha (2014). *How important are Exports and Foreign Direct Investment for Economic Growth in the People's Republic of China?* ADBI Working Paper, No. 427. Asian Development Bank Institute.

Yehoue, Etienne B. (2009). *Emerging Economy Responses to the Global Financial Crisis of 2007–09: An Empirical Analysis of the Liquidity Easing Measures*. IMF Working Paper No: WP/09/265. International Monetary Fund.

Yongding, Yu (2012). *Revisiting the Internationalization of the Yuan*. ADBI Working Paper, No. 366. Asian Development Bank Institute.

Yongding, Yu (2010). *The Impact of the Global Financial Crisis on the Chinese Economy and China's Policy Response*. TWN Global Economy Series ISBN: 978-967-5412-25-7. Third World Network.

Zhang, Cheng-si, Zhang, Da-yin ve Breece, Jeffery (2011). *Financial Crisis, Monetary Policy, and Stock Market Volatility in China*. *Annals of Economics and Finance* 12-2, pp. 371–388.

