



T.C.
Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
İktisat Politikası Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

**KRİZ DÖNEMLERİNDE UYGULANAN
PARA POLİTİKASI ARAÇLARI
KIRILGAN BEŞLİ EKONOMİNİN
İNCELENMESİ**

Şeyda TURAN ARSLANNUR
Iğdır 2019

T.C.
İğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
İktisat Politikası Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**KRİZ DÖNEMLERİNDE UYGULANAN
PARA POLİTİKASI ARAÇLARI
KIRILGAN BEŞLİ EKONOMİNİN
İNCELENMESİ**

Hazırlayan:
Şeyda TURAN ARSLANNUR

Danışman:
Dr. Öğr. Üyesi Serkan KÜNÜ

İğdır 2019

TAAHHÜTNAME

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne

Iğdır Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum “**KRİZ DÖNEMLERİNDE UYGULANAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI KIRILGAN BEŞLİ EKONOMİNİN İNCELENMESİ**” adlı çalışmanın kendi çalışma ve gayretim sonucunda meydana geldiğini, alıntılara kaynak gösterdiğimi ve yürürlükteki tez yazım kılavuzuna uygun olarak hazırladığımı taahhüt eder, bu çalışmamın kağıt ve elektronik kopyalarının Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirtilen koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım. Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri doğrultusunda gereğinin yapılmasını arz ederim.

Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

Tezimin tamamının veya uygun görülen kısımlarının erişime açılması tamamen Sosyal Bilimler Enstitüsünün takdirindedir.

Tezim sadece Iğdır Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

Tezimin ... yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

24/07/2019

Şeyda TURAN ARSLANNUR

KABUL VE ONAY

ŞEYDA TURAN ARSLANNUR tarafından hazırlanan **KRİZ DÖNEMLERİNDE UYGULANAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI KIRILGAN BEŞLİ EKONOMİNİN İNCELENMESİ** adlı çalışma, 24/07/2019 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda jürimiz tarafından **İKTİSAT** Anabilim Dalı, **İKTİSAT POLİTİKASI** Bilim Dalında **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak oybirliği / oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

(İmza)

Prof. Dr. Şevki ÖZBİLEN

(Başkan)

(İmza)

Dr. Öğr. Üyesi Murat AYKIRI

Üye

(İmza)

Dr. Öğr. Üyesi Serkan KÜNÜ

Üye (Danışman)

ÖZET

Bir ülkenin makroekonomik dengelerine uygun seçilmiş para politikası ödemeler dengesinin denkliği, enflasyonun kontrol altına alınması, işsizlikle mücadele, ekonomik büyümenin sağlanması ve yatırım ortamının yaratılması açısından önem arz etmektedir. 1980’li yıllardan sonra küresel boyutta meydana gelen birçok krizin gelişmekte olan piyasa ekonomilerini olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Genellikle krizin bir ülkenin ekonomisinde başladığı ve gelişmekte olan piyasalara sıçradığı bilinmektedir. Finansal serbestleşmenin iyi yönetilemeyerek mali yapıdaki sorunlar, yetersiz finansal altyapı ve yaşanan makroekonomik istikrarsızlıklarla birleştiğinde ekonomilerde kırılganlıklara sebep olduğu ve ülkeleri krize sürükleyebildiği görülmektedir.

Yapılan çalışmalar sonucunda, 2000 yılı öncesinde kırılgan beşli ülkeler tarafından uygulanan sabit döviz kuru rejimlerinin ve finansal serbestleşmenin düzgün yönetilemeyerek cari dengede bozulmaya ve genellikle de ödemeler dengesine bağlı ekonomik krize neden olduğu belirlenmiştir. 2000 yılından sonra ise portföy yatırımlarının getirisi yüksek olan gelişmekte olan ekonomilere doğru kaydığı ve bu ülkelerin oluşan sermayenin kur üzerindeki etkisine karşı tedbirsiz kaldıkları görülmüştür. Kısa vadeli borçların kırılgan beşli ülkelerin müdahale alanını kısıtladığı ve makroekonomik büyüklüklerinin kırılgan yapıda olduğu saptanmıştır. Aynı zamanda krizden çıkabilmede merkez bankasının para politikasının oluşturulmasında hedef ve araç bağımsızlığına sahip olmasının, düzgün finansal altyapı ve mali sürdürülebilirlikle beraber önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Kırılgan Beşli Ekonomiler, Merkez Bankaları

ABSTRACT

The balance of payments chosen in accordance with the macroeconomic balances of a country is of importance in terms of controlling inflation, controlling unemployment, creating economic growth and creating an investment environment. It is seen that many crises that occurred in the global dimension after the 1980s adversely affect the developing market economies. It is generally known that the crisis started in a country's economy and spread to emerging markets. When financial liberalization is not well managed, coupled with the problems in the financial structure, insufficient financial infrastructure and macroeconomic instabilities, it is seen that it causes fragility in economies and can lead countries to crisis.

Studies show that fixed exchange rate regimes and financial liberalization implemented by fragile five countries before 2000 could not be managed properly and caused economic deterioration due to deterioration in current account balance and generally balance of payments. After 2000, it was seen that portfolio investments shifted towards developing economies with high returns and these countries remained cautious against the effect of capital on exchange rate. It was found that short-term debts limited the intervention area of fragile five countries and their macroeconomic size was fragile. At the same time, it was concluded that the independence of the central bank in the formulation of monetary policy in order to overcome the crisis is important along with proper financial infrastructure and financial sustainability.

Keywords: Monetary Policy, Fragile Five Economies, Central Banks

ÖNSÖZ

Bir ülkenin makroekonomik dengelerine uygun seçilmiş para politikası ödemeler dengesinin denklığı, enflasyonun kontrol altına alınması, işsizlikle mücadele, ekonomik büyümenin sağlanması ve yatırım ortamının yaratılması açısından önem arz etmektedir.

Bu çalışmanın amacı kırılmalı beşli ekonomilerin tarihsel süreçte yaşadıkları ekonomik krizleri inceleyerek merkez bankaları tarafından uygulanan para politikası önlemlerini incelemektir. Yapılan incelemelere göre krizden çıkabilmede merkez bankasının para politikasının oluşturulmasında hedef ve araç bağımsızlığına sahip olmasının, düzgün finansal altyapı ve mali sürdürülebilirlikle beraber önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yüksek lisans öğrenimim boyunca bana destek olan başta eşim Bircan ARSLANNUR olmak üzere aileme, şube müdürüm Tansel GÜLER'e, sınıf arkadaşlarım Özlem GÜL, Sıla ARSLAN TAŞÇI ve Fikret Onur ELMA'ya ve bu çalışmanın hazırlanmasında göstermiş olduğu destek ve anlayışından dolayı danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Serkan KÜNÜ'ye teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Şeyda TURAN ARSLANNUR
İğdır 2019

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
TAAHHÜTNAME.....	
KABUL VE ONAY	
ÖZET.....	I
ABSTRACT	II
ÖNSÖZ	III
İÇİNDEKİLER	IV
KISALTMALAR	VII
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
1. PARA POLİTİKALARI	3
1.1. Para Politikasının Amaçları	4
1.1.1. Tam İstihdam.....	4
1.1.2. Fiyat İstikrarı	6
1.1.3. Ekonomik Büyüme.....	7
1.1.4. Ödemeler Dengesi Bilançosu	8
1.2. Para Politikası Araçları	10
1.2.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları.....	11
1.2.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları	18
1.3. Para Politikası Stratejileri	26
1.3.1. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi.....	26
1.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	28
1.3.3. Parasal Hedefleme	30
1.3.4. Nominal GSYİH Hedeflemesi	31
1.3.5. Just Do It Stratejisi	33
1.4. Aktarım Mekanizmaları	34
1.4.1. Faiz Oranı Kanalıyla Aktarım Mekanizması.....	36
1.4.2. Varlık Fiyatları Kanalıyla Aktarım Mekanizması.....	38
1.4.3. Kredi Kanalıyla Aktarım Mekanizması	40
1.4.4. Beklenti Kanalı.....	44
1.5. Para Politikası Teorileri	45
1.5.1. Klasik Para Politikası Yaklaşımı	45
1.5.2. Neo-Klasik Para Politikası Yaklaşımı	47
1.5.3. Keynesyen Para Politikası Yaklaşımı	48
1.5.4. Monetarist Para Politikası Yaklaşımı	50
1.5.5. Post Keynesyen Para Politikası Yaklaşımı.....	52
İKİNCİ BÖLÜM.....	54
2. KIRILGAN BEŞLİ EKONOMİ	54
2.1. Kırılgan Beşlinin Tanımı	54

2.2. Kırılgan Beşlide Merkez Bankacılığı	56
2.2.1. Türkiye’de Merkez Bankacılığı.....	57
2.2.1.1. TCMB Görev ve Fonksiyonları.....	60
2.2.2. Brezilya’da Merkez Bankacılığı.....	66
2.2.2.1. Brezilya Merkez Bankasının (BCB) Görev ve Fonksiyonları	68
2.2.3. Güney Afrika’da Merkez Bankacılığı	73
2.2.3.1. Güney Afrika Merkez Bankasının Görev ve Fonksiyonları.....	76
2.2.4. Hindistan’da Merkez Bankacılığı.....	78
2.2.4.1. Hindistan Merkez Bankasının Görev ve Fonksiyonları	80
2.2.5. Endonezya’da Merkez Bankacılığı	84
2.2.5.1. Endonezya Merkez Bankasının (BI) Görev ve Fonksiyonları	86
2.3. Kırılgan Beşli Ekonomilerin Genel Durumları.....	89
2.4. Literatürde Kırılgan Beşli Ekonomiler	103
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	109
3. KIRILGAN BEŞLİ EKONOMİLERDE KRİZLER VE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI	109
3.1. Türkiye’de 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları.....	109
3.1.1. 1980’lerde Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları	109
3.1.2. 1994 Ekonomik Krizi ve 1990’lı Yıllarda Uygulanan Para Politikaları .	115
3.1.3. 2001 Ekonomik Krizi ve Sonrasında Uygulanan Para Politikaları	121
3.1.4. 2010 Yılı Sonrası Para Politikaları ve Genel Durum	127
3.2. Brezilya’da 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları.....	130
3.2.1. Latin Amerika Borç Krizi	130
3.2.2. 1994-2002 Dönemi Döviz Kuru Krizleri ve 1994 Yılından 2008 Küresel Ekonomik Krize Kadar Uygulanan Para Politikaları.....	136
3.2.2.1. 1993 Yılı Real Plan ve 2002’ye Kadar Uygulanan Politikalar	139
3.2.2.2. Lula Dönemi Küresel Ekonomik Krize Kadar Uygulanan Para Politikaları.....	145
3.2.3. 2014 Brezilya Ekonomik Krizi ve Uygulanan Para Politikaları	146
3.3. Güney Afrika’da 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları.....	149
3.3.1. Güney Afrika Borç Krizi (1985)	153
3.3.2. 1994 Sonrası Para Politikaları	156
3.3.2.1. Güney Afrika Yeni Büyüme Planı (2010).....	159
3.4. Hindistan’da 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları.....	163
3.4.1. Kredi Planlaması (1969-1985)	163
3.4.2. Parasal Hedefleme (1985-1998) ve 1990’larda Ekonomik Durum.....	164
3.4.3. Çoklu Göstergeler (1998-2015)	175
3.4.4. Esnek Enflasyon Hedeflemesi (2015’ten itibaren)	177

3.5. Endonezya’da 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları	178
3.5.1. 1980’lerde Yaşanan Ekonomik Gelişmeler ve Olumsuz Dış Şoklar	178
3.5.2. 1990’larda Yaşanan Ekonomik Gelişmeler ve Doğu Asya Mali Krizi ...	187
3.5.3. 2001 Sonrası Yeni Para Politikası Uygulama Dönemi	194
3.6. 2008 Küresel Finans Krizi ve Kırılgan Beşli Ekonomiler Üzerine Etkisi	198
3.6.1. 2008 Krizi’nin Türkiye’ye Etkisi ve Alınan Önlemler	200
3.6.2. 2008 Krizi’nin Brezilya’ya Etkisi ve Alınan Önlemler	204
3.6.3. 2008 Krizi’nin Güney Afrika’ya Etkisi ve Alınan Önlemler	212
3.6.4. 2008 Krizi’nin Hindistan’a Etkisi ve Alınan Önlemler	215
3.6.5. 2008 Krizi’nin Endonezya’ya Etkisi ve Alınan Önlemler	221
SONUÇ	227
KAYNAKÇA	233



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ACU	: Asya Takas Birliği
AFC	: Hindistan Tarım Finans Kurumu
AMU	: Endonezya Varlık Yönetim Birimi
API	: Açık Piyasa İşlemleri
BB	: Brezilya Bankası
BCB	: Brezilya Merkez Bankası
BCBS	: Basel Bankacılık Denetleme Komitesi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BI	: Endonezya Bankası
BKM	: Bankalararası Kart Merkezi
BNDES	: Brezilya Ulusal Kalkınma Bankası
CAR	: Sermaye Yeterlilik Oranını
CCFF	: IMF Telafi Edici Finansman Kolaylığı
CDC	: Kredi Temerrüt Takası
CMN	: Brezilya Ulusal Para Konseyi
CNI	: Brezilya Ulusal Sanayi Konfederasyonu
COPOM	: Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Kurulu
CRR	: Zorunlu Karşılık Oranlarının
CZR	: Cruzeiro Reali
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetlerini
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EFT	: Elektronik Fon Transfer Sistemi
ESAF	: IMF Geliştirilmiş Yapısal Uyum Programı
ESCAP	: Birleşmiş Milletler Asya ve Pasifik Ekonomik ve Sosyal Komisyonu
ESTS	: Elektronik Menkul Kıymet Transfer Sistemi
FED	: Federal Rezerv Bankası
FİK	: Finansal İstikrar Komitesi
FIT	: Esnek Enflasyon Hedeflemesi
GEAR	: Güney Afrika Büyüme İstihdam ve Yeniden Dağıtım stratejisi
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IBRA	: Endonezya Bankası Yeniden Yapılanma Ajansı
ICICI	: Hindistan Endüstriyel Kredi ve Yatırım Kurumu
IDBI	: Hindistan Endüstriyel Kalkınma Bankası
İDKM	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
IFCI	: Hindistan Endüstriyel Finans Kurumu
IMF	: Uluslararası Para Fonu
JSE	: Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
LIBOR	: Londra Bankalararası Borçlanma Oranı
LoLR	: Son Çare Borç Veren

MB	: Merkez Bankası
NDF	: Teslim Edilmeyen Vadeli İşlemler Oranı
NSE	: Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
PDP	: Brezilya Yeni Sanayi Politikasını
QE	: Parasal Genişleme
RDP	: Güney Afrika İmar ve Kalkınma Planı
ROM	: Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını
RTGS	: Endonezya Gerçek Zamanlı Brüt Ödeme Sistemi
S&P	: Standard and Poor's
SAMOS	: Güney Afrika Çok Seçenekli Anlaşma Sistemi
SARB	: Güney Afrika Rezerv Bankası
SBA	: IMF Stand-By Anlaşması
SBI	: Endonezya Borç Tahvili
SBPU	: Endonezya Para Piyasası Aracı
SDR	: Özel Çekme Haklarını
SEBI	: Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu
SELIC	: Brezilya Merkez Bankası Açık Piyasa İşlemleri Gerçekleştirme Sistemi
SLR	: Disponibilite Oranı
STA	: Kısa Vadeli Nakit Avans Tesisi
STR	: Brezilya Ödemeler Sistemi ve Rezerv Transfer Sisteminin
SUMOC	: Brezilya Döviz ve Kredi Denetleme Kurumu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TT	: Taper Tantrum-Azaltına Öfke
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Enflasyonu
URV	: Unidade Real de Valor-Brezilya Eski Para Birimi

TABLolar

Sayfa No

Tablo 1. Disponibilite Oranı ve Zorunlu Karşılık Oranı Arasındaki Farklar.....	24
Tablo 2. Kırılgan Beşlide Yıllara Göre GSYİH Değişimi	90
Tablo 3. Kırılgan Beşli Ülkelerde Kişi Başına Düşen Milli Gelir	91
Tablo 4. GSYİH'ya Göre Son 20 Yıllık Büyüme Oranları.....	92
Tablo 5. Kırılgan Beşli Ülkelerin İşsizlik Oranları	93
Tablo 6. GSYİH Deflatörü Üzerinden Kırılgan Beşli Enflasyon Oranı	95
Tablo 7. Tüketici Fiyatları Üzerinden Kırılgan Beşli Enflasyon Oranı	96
Tablo 8. Kırılgan Beşlide Amerikan Doları Kuru (Yerel Para Cinsi Üzerinden).....	98
Tablo 9. Döviz Kurundaki Yıllık Değişim Oranı	99
Tablo 10. Kırılgan Beşli Toplam Rezervi	100
Tablo 11. Yıllara Göre Kırılgan Beşli Cari İşlemler Dengesi.....	101
Tablo 12. Cari Dengenin GSYİH'ye Oranı.....	102
Tablo 13. Yıllara Göre Kırılgan Beşli Toplam Dış Borç Miktarı	103
Tablo 14. Brezilya'da Uygulanan Döviz Kuru Politikaları	145

ŞEKİLLER

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 1. Para Aktarım Kanalları	36
Şekil 2. Para Politikası Aktarım Mekanizması	42
Şekil 3. Kırılgan Beşlide Büyüme Oranlarının Grafikselsel Gösterimi	93
Şekil 4. Kırılgan Beşlide İşsizlik Oranlarının Grafikselsel Gösterimi	94
Şekil 5. Kırılgan Beşlide Tüketici Fiyatları Enflasyonunun Grafikselsel Gösterimi	97
Şekil 6. ABD Dolarının Yerel Para Birimleri Üzerinde Yıllık Değişimi	99
Şekil 7. Brezilya Hizmet Sektörü Güven Endeksi	149
Şekil 8. Güney Afrika'nın Kredi Notu Geçmişi.....	163



GİRİŞ

Para politikası, faiz oranlarını, para arzını yöneten ve ekonomik politikanın enflasyon, tüketim, büyüme ve likiditeyi etkilemek için talep tarafı olarak işlev gören, merkez bankaları tarafından belirlenen makroekonomik politika olarak tanımlanmaktadır. Para politikası hükümetlerin ekonomik uygulamalar ve düzenlemeler konusunda verdiği kararlarda önem arz etmektedir. Bir ülkenin makroekonomik dengelerine uygun seçilmiş para politikası ödemeler dengesinin denklığı, enflasyonun kontrol altına alınması, işsizlikle mücadele, ekonomik büyümenin sağlanması ve yatırım ortamının yaratılması açısından iktisatçılar tarafından gerekli görülmektedir. Merkez bankalarının para politikalarını belirlemede bağımsız olmaları, ekonomiye hükümetler tarafından yapılabilecek kısa vadeli müdahaleleri önleme açısından önemlidir. Yani, politik yönelimlere veya baskılara karşı çok hassas olan bir merkez bankası özellikle seçim öncesi dönemlerde politikacıların uzun vadeli makroekonomik hedeflemelere zarar verebilecek tutumlarına maruz kalabileceğinden ülke ekonomisini sağlıklı yönetemeyebilir. Bu bağlamda, bağımsızlık genellikle merkez bankasının operasyonel ve yönetim olarak devletten bağımsızlığı olarak tanımlanmaktadır.

1980'li yıllardan sonra başlayan serbestleşme hareketiyle birlikte ülke ekonomilerinin karşılıklı olarak birbirlerine daha bağımlı hale geldiği yani bir ekonomide görülen sorunların diğer ekonomileri de olumsuz etkileme riskinin daha yaygın görülebileceği ortaya çıkmıştır. Küresel boyutta meydana gelen birçok krizin ise gelişmekte olan piyasa ekonomilerini olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Genellikle krizin bir ülkenin ekonomisinde başladığı ve gelişmekte olan piyasalara sıçradığı bilinmektedir. Finansal serbestleşmenin iyi yönetilemeyerek mali yapıdaki sorunlar, yetersiz finansal altyapı ve yaşanan makroekonomik istikrarsızlıklarla birleştiğinde ekonomik sorunlar doğurduğu ve hatta ülkeleri krize sürükleyebildiği görülmektedir.

Son dönemlerde ise sıcak para olarak tabir edilen faiz getirisi yüksek kısa vadeli portföy yatırımlarının, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde değerlendirildiği anlaşılmaktadır. Sermaye akışının gerçekleştiği bu ülkelerde, aynı durumun devam edeceği düşünülerek, oluşan sermayenin kur üzerindeki etkisine karşı tedbirsiz kalındığı

görülmektedir. Sonuç olarak da iç talepte oluşan artışın cari işlemler açığına sebep olması ve merkez bankalarının kısa vadeli borçlar nedeniyle kısıtlı müdahale alanı, gelişmekte olan ülkelerle ilgili kırılabilirlik kavramının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Bu bağlamda çalışmanın birinci bölümünde para politikalarının tanımı yapılarak önemi anlatılmış ve para politikası araç ve amaçlarından bahsedilmiştir. Daha sonra ise para politikası stratejileri ve aktarım mekanizmaları incelenerek farklı iktisat okullarının düşüncelerine yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise kırılabilirlik tanımı yapılarak kırılabilir beşli olarak nitelendirilen Türkiye, Brezilya, Güney Afrika, Hindistan ve Endonezya'nın tarihsel süreçteki merkez bankacılıklarına değinilerek merkez bankalarının görevleri, fonksiyonları ve kurumsal yapıları anlatılmıştır. Sonraki kısımlarda ise kırılabilir beşli ekonomilerin çeşitli makroekonomik parametreleri üzerinden son yirmi yıllık durumları ortaya konularak karşılaştırılmış ve literatür taramasıyla kırılabilir beşli ülkelerle ilgili yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise 1980 sonrası kırılabilir beşli ekonomilerin yaşadığı krizlerin nedenleri, etkileri ve para politikası başta olmak üzere krize karşı alınan mali ve diğer finansal önlemler açıklanarak, bu önlemlerin krizin atlatılmasında ne derece etkili olduğu makroekonomik veriler üzerinden anlatılmıştır. Daha sonraki süreçte ise 2008 Küresel Ekonomik Krizin kırılabilir beşli ülkelerin yaşadığı ortak kriz olması sebebiyle bu ülkelerde yarattığı etkiye ve merkez bankalarınca alınan önlemlere değinilerek almış oldukları önlemler karşılaştırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARA POLİTİKALARI

Para politikalarını çeşitli şekillerde tanımlamak mümkündür. Para politikası terimi, merkez bankalarının, reel büyümenin sürdürülebilir büyümesi, yüksek istihdam ve fiyat istikrarının daha geniş hedeflerine ulaşması amacıyla parasal ve diğer finansal koşulları etkilemek için attığı adımları ifade eder (Lindsey ve Wallich, 1991). Diğer bir ifadeyle para politikası ekonomide para ile ilgili alınan tüm düzenleme ve tedbirleri ifade eder. Ekonomistler arasında bu tanımı genişletmeye çalışırken farklılıklar olabilir. Ortodoks para teorisi, para politikasını finansal piyasalardaki günlük müdahalelerin basit bir kombinasyonu olarak görmektedir (Friedman, 1995). Dolayısıyla, para politikası genellikle birincil piyasalarda ya açık piyasa işlemleri ya da rezerv gereksinim oranındaki değişimler yoluyla birincil para piyasalarında nakit enjeksiyonu (veya para çekme) olarak anlaşılmaktadır. Para politikaları daraltıcı ve genişletici para politikaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Genişletici para politikaları toplam para miktarını arttırmaya, daraltıcı para politikaları ise toplam para miktarını azaltmaya dair düzenlemeleri içerir. En basit haliyle, para politikası daha sonra, merkez bankası müdahalelerinden kaynaklanan para arzındaki dışsal değişikliklerden dolayı IS-LM modeli içindeki LM eğrisinin kayması veya yer değiştirmesi olarak anlaşılmaktadır (Fuentes, 2005). Chick (1986), çoğu bankacılık sisteminin gelişimi sırasında ilerlemiş olduğu farklı aşamaları kapsamlı bir şekilde incelemiş ve uygun ve uygulanabilir para politikası şeklinin bankacılık sisteminin gelişim aşamasına bağlı olduğunu göstermiştir.

Türkiye’de yapılan çalışmalarda ise para politikasının tanımı şöyle sıralanmıştır; belli bir düzeydeki ekonomik hedef ve amaçları yapmak veya gerçekleştirmek amacıyla kredi ve para şartlarının Merkez bankasının kontrolünde yapılan işlemlerdir (Cesur, 2010). Başka bir görüş ise; paranın maliyetine ve elde edilebilirliğine etki etmeye yönelik alınmış kararların tümüdür (Özyurt, 2006). Bir başka görüş de genel ekonomi politikasının belirlendiği hedefleri paralelinde merkez bankalarının faiz oranı ve para arzı ve benzeri değişkenleri kanalize etme amacıdır. (Orhan ve Erdoğan, 2007).

1.1. Para Politikasının Amaçları

Gelişmiş ekonomilerdeki para politikası, ekonomik sistemde istikrarın sağlanması ve uygun dengenin sağlanması işlevine hizmet etmek zorundadır. Ancak az gelişmiş ülkelerde, para politikasının, ekonomik ilerleme için uygun koşullar yaratarak genişleyen bir ekonominin gereksinimlerini karşılamak için daha dinamik olması gerekir. Para politikasının ekonomik dönüşümün güçlü bir aracı olabileceği artık yaygın olarak kabul edilmektedir. Para politikasının amacı ülkeden ülkeye ve zaman zaman değişebildiğinden, bunun kısa bir açıklaması şöyle olmuştur:

- (i) Tam istihdam
- (ii) Fiyat istikrarı
- (iii) Ekonomik büyüme
- (iv) Ödemeler dengesi bilançosu (Rowan, 1983).

1.1.1. Tam İstihdam

Tam istihdam, istemsiz işsizliğin olmaması anlamına gelir. Bu nedenle, sadece her türlü işçinin istihdamı değil aynı zamanda tüm ekonomik kaynakların istihdamını da içerir. Bu, kendi içinde bir son değil, azami sosyal ve ekonomik refah için bir ön şarttır. Tam istihdamın elde edilmesinin otomatik olarak fiyatları ve kur dengesini içerdiği iddia edilmektedir.

Para politikası, para birimi ve krediyle ilgili devlet politikası olduğundan, bu şekilde, hükümet para birimi ve kredi ölçütleri ekonomideki ticaret dalgalanmaları sorununu kolayca aşabilir. Diğer taraftan, ekonomi depresyon ve işsizlik problemiyle karşı karşıya kaldığında, parasal otorite tarafından "ucuz para politikası" benimsenerek özel yatırım teşvik edilebilir. Bu nedenle, bu politika ekonomide kötümserlik olduğu için özel yatırıma etkili ve ideal bir uyarıcı görevi görecektir. Ayrıca, tam istihdam hedefi, fiyat ve kur dengesi gibi diğer amaçlarla bütünleştirilmelidir (Patinkin, 1948).

Keynes'in "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" kitabının 1936'da

yayınlanmasıyla birlikte, tam istihdam hedefi para politikasının temel hedefi olarak tam destek kazanmıştır (Keynes, 1937). Crowther (1946), bir ülkenin para politikasının asıl amacının tasarruf ve yatırım arasında tam istihdam düzeyinde denge sağlamak olduğu görüşündedir. Klasik ekonomistler, ekonominin normal özelliği olan tam istihdamın varlığına inanıyorlardı. Dolayısıyla, tam istihdam, mevcut ücret oranında çalışmaya hazır olanların işe girmesiyle ortaya çıkmaktadır. Bu durumda da gönüllü ve mevsimlik çalışan işsizlerin de istihdam edildiği kabul edilmektedir. Tezin ilerleyen bölümlerinde daha detaylı ele alınacağı üzere Keynes geliri denklemi, $Y = C + I$ formülüyle ifade edilir. Burada gelir (Y), tüketim harcaması (C), ve yatırım harcaması (I) olarak geçmektedir. Bu denklem çıktı ve istihdamı artırmak için tüketim ve yatırım harcamalarını eşzamanlı olarak arttırmanın gerekli olduğunu savunmaktadır (Denburg, 1986). Bu, dolaylı olarak ekonomideki işsizlik sorununu çözer. Tüketim fonksiyonu kısa sürede az ya da çok sabit olduğundan, para politikası yatırım harcamalarını arttırmayı hedeflemelidir (Sağlam, 2006).

1960'ların başlarında, politika yapıcılar işsizlik oranı için makul bir hedefin %4 olduğunu belirtmişlerse de bu rakamın muhtemelen enflasyonun hızlanmasına yol açacağından çok düşük bir seviye olduğu görülmektedir. Günümüzde ise doğal işsizlik oranına dair mevcut tahminler farklılık göstermekle birlikte %4,5 ile %6 arasında yer almaktadır. ABD ve İngiltere gibi gelişmiş ülkeler normal olarak tam istihdam düzeyinde çalışmaktadır, çünkü asıl meselesi tam istihdamın nasıl korunacağı ve istihdam ve üretim seviyesindeki dalgalanmaların önlenmesidir. Tam tersine, az gelişmiş ülkelerde temel sorun tam istihdamın nasıl sağlanacağıyla ilgilidir. Bu nedenle, bu tür ekonomilerde, para politikası istihdam altında ve gizli işsizlik sorunu ile başa çıkmak ve ayrıca istihdam için yeni fırsatlar yaratmak suretiyle tasarlanabilir (Wray, 2009).

Tam istihdam politikasıyla ilgili özellikle iki ana sebep sayılabilir. İlkinde yüksek işsizliğin çok fazla insan mutsuzluğuna neden olacağı, alım gücünü düşüreceği ve suç oranlarının artmasına sebep olacağı sayılabilir. Diğer bir sebep ise işsizliğin yüksek olduğu durumlarda ekonomide ortaya çıkan boştaki işgücü ve kaynakların (kapalı fabrikalar ve kullanılmayan ekipmanlar gibi) üretim kaybına ve düşük GSYİH'ye sebep olmasıdır. Tam istihdam hedefine ulaştıktan sonra, para politikası, döviz ve fiyat istikrarını hedeflemelidir (Mishkin, 1999).

1.1.2. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, ekonomideki genel fiyat seviyesinin zaman içinde fazla değişmediği anlamına gelir. Başka bir deyişle, önemli bir enflasyon veya deflasyon derecesi yoktur. Para politikasının genel amacı, ekonominin parasal dengeye ulaşmasına veya sürdürmesine yardımcı olmaktır. Bir ekonomi, talep edilen paranın miktarı, sağlanan paranın miktarına eşit olduğunda parasal dengededir. Para arzının talebe eşit olduğu fiyat seviyesi, bazı dış etkenler talep veya arzda değişiklik yapmadıkça sabit olma eğiliminde olan denge fiyatıdır. Başka bir deyişle, insanlar yapmak istedikleri alımları yapmak için gerekenden daha fazla paraya veya daha az paraya sahip olmadıklarında fiyatlar sabit olacaktır. Para politikasının reel ekonomi ve enflasyon üzerindeki kısıtlı etkisinin farkına varılmasıyla birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğu fiyat istikrarını para politikasının nihai hedefi olarak tanımlamaktadır. Fiyat istikrarı, sıfıra yakın enflasyon olarak tanımlanır, aşağı yönlü nominal katılıklar, deflasyon riski, pozitif nominal faiz oranına olan ihtiyaç ve tüketici fiyat endeksindeki istatistiksel ölçüm hataları ile açıklanır (White, 2006). Bu düşüncelere dayanarak, fiyat istikrarı enflasyon hedeflemesi rejimi olan ülkelerin merkez bankalarının çoğunluğu tarafından %2-%3 olarak belirlenirken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) bunu “aşağıda ancak %2'ye yakın” olarak tanımlamaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerdeki büyüme, fiyatlar açısından gelişmiş ülkeleri yakalamakla bağlantılı olabileceğinden gelişmiş ülkelere göre ek enflasyona yol açabilmektedir (Başçı ve Kara, 2011).

Fiyat istikrarının hedefi, 20. Yüzyılın yirmili ve otuzlu yıllarında vurgulanmıştır. Aslında, Cassel (1923) ve Keynes (1937) gibi ekonomistler para politikasının temel hedefi olarak fiyat istikrarını önermişlerdir. Fiyat istikrarı para politikasının en gerçek hedefi olarak kabul edilir. Sabit fiyatlar halkın güvenini azaltmaktadır çünkü bu durumda döngüsel dalgalanmalar tamamen ortadan kalkmaktadır.

Fiyat istikrarı iş faaliyetlerini teşvik eder ve gelir ve servetin eşit dağılımını sağlar. Bunun sonucunda da toplumda genel refah ve refah dalgası oluşur. Fiyat istikrarı aynı zamanda, kalitatif malların üretimini artırmak için iş dünyası için bir teşvik kalmaması nedeniyle ekonomik ilerlemeyi de engellemektedir. Aynı zamanda da

ihracatı teşvik etmeden ithalat yoluna gidilmesini teşvik eder. Ancak, fiyat istikrarının fiyat katılığı veya fiyat durgunluğu anlamına gelmediği kabul edilmektedir. Fiyat seviyesindeki hafif artış, ekonomik büyümeye aracılık eder (Benigno ve Benigno, 2003; Mosler, 1997).

1.1.3. Ekonomik Büyüme

Son yıllarda, ekonomik büyüme dünyadaki ekonomistler ve devlet adamları arasında tartışılması gereken temel konudur. Meier ve Baldwin (1968), ekonomik büyümeyi, bir ülkenin kişi başına düşen reel gelirin uzun bir süre boyunca arttığı bir süreç olarak tanımlamışlardır. Bir ülkede üretilen mal ve hizmet miktarının artırılması o ülkede yaşayan insanların refah artmasını sağlar (Şahin, 2011). Toplam fiziki veya gerçek çıktının, insan isteklerinin karşılanması için mal üretiminin artması anlamına gelir. Dolayısıyla para politikası toplam para talebi ile toplam üretim kapasitesi arasındaki dengeyi koruyarak ve tasarruf ve yatırım için uygun koşullar yaratarak sürdürülebilir ve sürekli ekonomik büyümeyi teşvik eder. Arz ve talep arasında eşitlik sağlamak için en iyi yöntem esnek para politikasıdır. Başka bir deyişle, para otoritesi büyümenin gereksinimlerine uygun bir para politikası izlemelidir. Yine, büyüyen bir ekonomide para politikası, artan para talebini karşılamalıdır. Bu nedenle, uygun miktarda ve kalitede para dolaştırmak para otoritesinin sorumluluğundadır (Yılmaz, 2005).

Fiyat istikrarı bölümünde anlatıldığı üzere merkez bankası para arz seviyesini kontrol ederek fiyat istikrarını sağlamaya çalışır. Bu nedenle, para politikası, ekonomik büyümeyi çeşitli kanallardan etkilemede kararlı bir rol oynamaktadır. Bununla birlikte, böyle bir rolün kapsamı, para politikasının diğer birincil hedeflerinin eşzamanlı olarak takip edilmesi, para politikası aktarım mekanizmasının niteliği ve politika belirleyicilerinin karşılaştığı belirsizlik ve ekonomik politikaların duruşu gibi diğer faktörlerle sınırlı olabilir. Ek olarak, ara hedeflerin eşzamanlı hedefi, sürdürülebilir büyümenin sağlanması için nihai hedefin gerçekleştirilmesinde etki yaratabilir. Para politikasının sürdürülebilir büyümeye katkısı fiyat istikrarının korunmasıdır. Fiyat seviyelerinde sürekli bir artış parasal bir fenomen olmak üzere büyük ölçüde desteklendiğinden para politikası, araç arzını orta ve uzun vadede fiyat istikrarını

korumak amacıyla etkin bir şekilde kontrol etmek için kullanır. Literatürdeki kuram ve deneysel kanıtlar, sürdürülebilir uzun vadeli büyümenin düşük fiyat seviyeleri ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Başka bir deyişle, yüksek enflasyon uzun vadeli ekonomik performansa ve refaha zarar vermektedir. Para politikası, ekonomideki finansman koşulları üzerinde sadece maliyetlere değil, kredinin mevcudiyeti, bankaların belirli riskler almaya istekli olmaları vb. üzerinde de geniş bir etkiye sahiptir. Ekonomik aktivitenin ve enflasyonun gelecekteki yönü ile ilgili beklentileri de etkiler yani malların fiyatlarını, varlık fiyatlarını, döviz kurlarını ve tüketimi etkiler (Barro, 1991). Örneğin faiz oranını düşüren bir para politikası kararı, borçlanma maliyetini düşürerek daha yüksek yatırım faaliyeti ve dayanıklı tüketim malları alımına neden olmaktadır. Ekonomik faaliyetin güçleneceği beklentisi, bankaların borç verme politikasını hafifletmesine neden olabilir ve bu da iş ve hane halklarının harcamalarını arttırmalarını sağlar. Düşük faiz oranlı bir rejimde, stoklar hanelerin finansal varlıklarını yükselterek satın almayı daha cazip hale getirir. Bu aynı zamanda daha yüksek tüketici harcamalarına katkıda bulunabilir ve şirketlerin yatırım projelerini daha cazip hale getirir. Düşük faiz oranlarıyla ithal edilen mallar daha pahalı hale geldiğinde, yerli mallara olan talep arttığından dolayı, para biriminin değer kaybetmesine neden olma eğilimindedir. Bu faktörlerin kombinasyonu, yatırım ve tüketici harcamalarının yanı sıra daha önceki bölümlerde anlatılan çıktı ve istihdamı da artırır (Lewis, 2013).

1.1.4. Ödemeler Dengesi Bilançosu

Ödemeler dengesi ülkelerin belirli bir dönemde tüm uluslararası parasal işlemleri izlemek için kullandıkları yöntemdir. Ödemeler dengesi bilançosu genellikle her çeyrek yılda bir ve her takvim yılında hesaplanır. Burada ödeme girdileri ve diğer ülkelere yapılan ödemelere bakılmaktadır (Eroğlu, 2004). Hem özel hem de kamu sektörleri tarafından gerçekleştirilen tüm işlemler ödemeler dengesinde girdi ve çıktı olarak muhasebeleştirilir. Bir ülke para almışsa, bu kredi olarak bilinir ve bir ülke para ödemiş veya vermişse, işlem borç olarak sayılır. Teorik olarak, ödemeler dengesi sıfır olmalıdır, yani varlıklar (krediler) ve borçlar dengelenmelidir, ancak uygulamada bu nadiren söz konusudur. Bu nedenle, ödemeler dengesi gözlemciye bir ülkenin bir açığı veya fazlalığı olup olmadığını ve ekonominin hangi kısımlarından kaynaklandığını söyleyebilir. Aynı şekilde ödemeler dengesinde açık olması durumunda açığı

giderebilmek amacıyla para arzı azaltılabilir. Ancak bu durum da ekonomide daralmaya ve istihdam düzeyinde düşmeye sebep olur. Tersî şekilde ödemeler dengesinin fazla vermesi halinde para arzı genişletilebilir. Bu durum da enflasyona neden olabilmektedir (Şahin, 2011).

Detaylandırmak gerekirse, ödemeler dengesi, mal, hizmet ve gelirdeki işlemleri, mülkiyetteki değişiklikleri ve bir ekonominin elinde tutulan parasal altın değişikliklerini, Özel Çekme Haklarını (SDR'ler) ve dünyanın geri kalanına ilişkin talepleri ve yükümlülüklerini kaydeder. Aynı zamanda karşılıksız veya tek taraflı transferleri de kaydeder. Bu durum eşit değerde bir şeyin kabulü veya iptali olmadan ekonomik bir değer sağlanması veya alınması olarak da açıklanabilir. Genellikle, ikamet etmeyen bir ülkeye ödemeleri içeren işlemler kredi girişi olarak sınıflandırılır. Ülke tarafından yerleşik olmayanlara ödeme yapanlar borç girişidir. Temel olarak, ödemeler dengesi cari ve sermaye hesabına bölünmüştür. Sermaye hesabı, uzun veya kısa vadeli sermaye ve sermaye transferlerinden oluşan portföy ve doğrudan yatırımlardan oluşur (Fieleke, 1996). Cari hesap, mal ve hizmetlerin ihracatını veya ithalatını içeren işlemler gibi tüm cari işlemleri kaydeder. Ayrıca, diğer sektörlerdeki reel, parasal ve kamusal gelişmenin ödemeler dengesi üzerinde etkileri olduğu not edilmelidir. Sonuç olarak, yurtiçi yatırımını artırmak için ithalat yapan bir ülkede cari işlemler açığının sürdürülmesi uygun bir politika gibi görülmekte kısa vadede ithalat faturaları ödenmemiş olarak kalabilir veya dış rezervler düşebilir. Uzun vadeli ve daha uygulanabilir bir çözüm, ödemeler dengesinin uygunluğunun sağlanmasında yatmaktadır. Uygulanabilir bir ödemeler dengesi pozisyonu, makroekonomik istikrarın yanı sıra, makul gelişme, büyüme umutları ve borç verme kapasitesi ile uyumlu şartlarda net sermaye hareketleriyle sürdürülebilir bir şekilde finanse edilebilecek bir cari hesap pozisyonu olarak tanımlanabilir. Genel denge çerçevesinde ödemeler dengesinin diğer hesaplarla bağlantılı olduğu görülmektedir. Bu nedenle bir sektördeki dış sektörün diğer sektörlerle aktarılması veya tam tersi dengesizliğe sebep olmayan hem iç hem de dış dengeyi sağlamaya ihtiyaç duyan para politikası gerekmektedir.

Ödemeler dengesi problemleriyle başa çıkmak için iki tür politika önlemi kullanılmaktadır. Bunlar harcama değiştirme önlemleri ve harcama azaltma politikalarıdır. Harcamaları azaltma politikaları, maliye politikasına (devlet harcamaları

ve/veya vergileri değiştirerek yönetilir) ve para arzındaki değişimlere atıfta bulunan para politikasına ve faiz oranını etkilemektedir (Imoisi ve diğerleri, 2003). Harcama değişim politikaları, ülke para biriminin değer düşüklüğüne ve yeniden değerlemesine karşılık gelir. Harcama azaltma politikalarının amacı, yurtiçi harcamayı tüketime indirgemek ve yatırım harcamasını arttırmak, böylece toplam çıktının değişmeden kalması ve ihracat için mal ve hizmetlerin serbest bırakılmasıdır. Harcama değişim politikalarının amacı, i talebi ithal mallardan yerli mallara çevirmektir. Bununla birlikte, harcama değiştirme politikalarının ne ölçüde gerçekleştirildiği ticarete konu olan mallar için arz ve talebin esnekliğine bağlıdır. Eğer nominal kurdaki amortisman; ücretlerdeki, emilimdeki ve enflasyondaki artışla eşleşirse, reel kur değer kaybetmez ve böylece demeler dengesi iyileşmez. Bununla birlikte, harcama azaltma politikaları, üretim, yatırım ve istihdam kaybı açısından maliyete sahiptir. Kaynakların ticari mallar sektörüne kolayca taşınması durumunda zarar en aza indirilecektir. Alternatif olarak, dış kredilerin köprülenmesi yatırım ve çıktının sürdürülmesine katkıda bulunabilir (Capie ve diğerleri, 1994).

1.2. Para Politikası Araçları

Dolaylı veya doğrudan para politikası araçları olarak 2 başlık altında incelenebilir. İncelen bu başlıklar birbirinden tamamen farklılaştırılmadıklarından kesin ve net sınırlarla ayıramamışlardır (zyurt 2006). Fakat literatür incelendiğinde;

1- Doğrudan para politika araçları, MB'nin parasal tabanını ve para oğaltanını (k) etkilemek suretiyle para arzını (Ms), dolayısıyla finansal sistemde bulunan kurum veya kuruluşların bilançolarını etkilemeye çalışır. Dolaylı para politikası araçları dolaysız para politikası araçlarından farklı olarak, merkez bankası faizlerini ve bilançosunu etkilemeye çalışır (Cesur, 2010).

2- Doğrudan araçlar paranın ve kredilerin faiz oranlarını veya kredi – mevduat ya da hacmini belirler ya da sınırlandırırken, dolaylı para politikaları araçları ise piyasadaki arz – talep şartlarına bağlı olarak yürütülmektedir (Cesur, 2010).

Burada iki temel ayırımın olduğu görülmektedir.

Genel bir ifadeyle doğrudan araçlar müdahale içeriğine sahipken, dolaylı araçlar

şartlara (piyasa, bölge ve sektör gibi) bağlı araçlardır.

1.2.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları

Para politikası araçları, MB bağımsız olarak belirlediği hedeflerine gerçekleştirmek gayesiyle kullanılan ve MB'sının kontrolünde bulunan büyüklük ve değişkenleri ifade eder. Miktar kısıtlamasına; banka mevduatlarının artışına ve kredilerine tavanlar konulmasını örnek olabilir. Faiz kontrollerine; bankanın mevduat ve kredi oranlarına üst sınır getirilmesi örnek olarak gösterilebilir (Belge ve Kaya, 2017).

1.2.1.1. Selektif Kredi Kontrolü

Niteliksel veya seçici kredi kontrol politikası, mevcut kredinin istenen yöne yönlendirilmesi için merkez bankası tarafından uygulanan politikalar setini ifade eder. Örneğin, ülkemizde tarımsal ve küçük ölçekli sanayi sektörlerinin teşvik edileceğini varsayalım, sonra Merkez Bankası ticari bankaları bu sektörlerle borç verme konusunda daha liberal olmaya ve diğer sektörlerle borç verirken katı olmaya yönlendirebilir. Bu, ekonominin öncelikli sektörlerin büyümesi için yeterli fırsatlar sağlamasına yardımcı olacaktır. Bir başka deyişle, her ülkede hükümet öncelikleri önceden belirlemektedir ve bankaların borç verme politikalarındaki önceliklere uymasını sağlamak için seçici kredi kontrol politikaları uygulanmaktadır (Özker, 2008). Dolayısıyla, nicel kredi kontrol politikaları yaratılan kredi hacmini ve ekonomideki para arzını kontrol etmeyi amaçlarken, nitel kredi kontrol politikaları mevcut fonların sadece önemli amaçlar için kullanılmasına yardımcı olur ve ticari bankaların gereksiz borç vermesini engeller (Hodgman, 1992). Seçici kredi kontrol politikalarının amaçları incelendiğinde bu amaçları aşağıdaki gibi maddelendirebiliriz.

- 1- Mevcut fonları sadece acil ve arzulanan amaçlara yönlendirmek.
- 2- Bir ekonomiyi, bütün ekonomiyi etkilemeden kontrol etmek ve düzenlemek.
- 3- Temel olmayan kalemler için israfçı ve ekonomik olmayan tüketici harcamalarını caydırmak.
- 4- Bir ülkenin olumsuz ödemeler dengesini düzeltmek.

5- Bankacılık dışı finansal kurumları veya aracıları bile kontrol etmek ve dzenlemek.

Seçici kredi kontrol politikasının uygulanmasında çeşitli yöntemlere başvurulabilmektedir. Bu yöntemleri sırasıyla açıklamak gerekirse;

Marj Gereksinimleri: Ticari bankaların değerli eşyalara ve menkul kıymetlere borç verdikleri iyi bilinmektedir. Bu menkul kıymetler ödünç verilen tutarın teminatıdır. Borçlar için menkul kıymetlerin kabulü yapılırken, bankalar ilk olarak menkul kıymetlerin piyasa değerini değerlendirir ve daha sonra gereken kredi miktarını göz önüne alarak verdiği kredi miktarıyla teminat olarak gösterilen menkulün arasındaki fiyat farkının borçlu tarafından ödenmesi gerekir. Ancak, merkez bankası borçluların alacağı marj miktarını belirleme hakkına sahiptir. Bu teminat mektubu, teklif edilen menkul kıymetlerin değerinin yüzdesi veya gerekli kredi miktarı cinsinden belirlenir. Merkez bankası, belirli menkul kıymetler üzerindeki kredi akışını düzenlemek için zaman zaman bu marj gereksinim yüzdesini değiştirebilir. Başka bir deyişle, merkez bankası, kredinin verildiği farklı türlerdeki menkul kıymetlere farklı marj gereklilikleri yüzdelerini de belirleyebilir. Bu yöntem, bir ekonomideki deflasyonist koşullara karşı koymak için etkili bir şekilde kullanılır. Bu yöntem, mevcut fonların sadece üretken ve faydalı amaçlar için kullanılmasını sağlar, spekülative faaliyetlerden vazgeçirir, fiyat seviyesini düşürmeye yardımcı olacak malları üretmek için mevcut fonları yönlendirip enflasyonu kontrol etmeye yardımcı olur ve sağlam yatırım projelerini teşvik eder. Ancak çok yüksek bir marj yüzdesinin tespiti borçluları karaborsaya yönlendirebileceği gibi banka yetkilileri arasında bazı borçlulara gereksiz iyilikler göstermek için yolsuzluğa teşvik edebilir (Moodle.unob.cz, 2019).

Tüketici Kredisi Düzenlemesi: Bu seçici kredi kontrolü yöntemine göre, ticari bankalara belirli amaçlarla borçlanmayı teşvik etmeleri ve bazı diğer borçlanma türlerinden vazgeçmeleri talimatı verilmiştir. Genellikle tüketiciler, ticari bankalara, TV, buzdolabı, çamaşır makinesi vb. gibi eşyalar satın almak için kredi başvurusunda bulunurlar. Bankalar, tüketicileri, satın alınacak ürünün fiyatının bir kısmını ödemeye yönlendirir ve kalan miktar kredi olarak temin edilir. Merkez bankası tüketici kredisini farklı şekillerde düzenleyebilir. En popüler yöntemler incelendiğinde Merkez bankası, belirli bir dönemde belirli kalemleri almak için tüketici kredilerini genişletebilir veya

azaltabilir. Örneğin, enflasyonist dönemde, merkez bankası, ticari bankaları tüketicilerin buzdolabı, vb. satın almalarını sağlamak için borç vermekten alıkoyabilir. Daha sonra bu lüks ürünlere olan düşük talep, fiyatlarını düşürür ve dolaylı olarak genel fiyat seviyesini kontrol etmeye yardımcı olur.

Merkez bankası borç alan tarafından yatırılacak depozito miktarını değiştirebilir ve bu sayede borçlanmayı teşvik edebilir veya caydırabilir. Örneğin, enflasyonist durum sırasında, merkez bankası ticari bankalara, tüketici tarafından ödenecek ilk depozito olarak satın alınacak ögenin değerinin %40'ını alma talimatı verebilir. O zaman bu tüketicinin borçlanmasını engeller. Normal dönemde bu ilk depozito gereksinimi sadece %10'a düşürülebilir.

Kredinin vade süresinin değiştirilmesi, tüketici kredisi düzenlemesinin bir başka yöntemidir. Merkez bankasının tüketici kredisini teşvik etmek istediğini varsayalım, daha sonra 60 ay maksimum geri ödeme süresine izin verebilir. Öte yandan, tüketici kredisini caydırmak istiyorsa, maksimum geri ödeme süresini sadece 30 ay olarak belirleyebilir. Buna göre, borç verme işlemleri artacaktır veya azalacaktır.

Tüketici kredisine olan faiz oranını değiştirmek, düzenlemenin normal bir yöntemidir. Faiz oranındaki artış, borçlanmayı teşvik etmeyecek; faizin düşürülmesi ise borçlanmayı teşvik edecektir (McConnell ve diğerleri, 2009).

Direktiflerle Kontrol: Bu yöntem, kredi politikalarını takip etmesi için merkez bankası tarafından ticari bankalara verilen periyodik talimatlar, bilgiler, kılavuzlar ve uyarılar anlamına gelir. Bu yöntemin temel amaçları şunlardır: Ticari bankaların borç verme politikalarını kontrol etmek, mevcut krediyi daha az acil ve daha az üretken amaçlardan daha üretken ve acil kullanımlara yönlendirmek, belirli bir amaç için borç vermeyi tamamen yasaklamak ve belirli amaçlar için ödünç verilebilecek azami miktarı belirlemek.

Her merkez bankası, kendisine verilen yasal yetkiler sayesinde böyle bir yönerge düzenlemeye yetkilidir. Genellikle merkez bankası bu politikayı, direktifleri takip eden bankalara yeniden finansman imkânı gibi teşvikler sunarak takip etmeyen bankalara ise ihlale yönelik cezalar vererek uygulayabilir. Uygulamada ticari bankalar genellikle

merkez bankasının ilkelerini ve direktiflerini takip eder (McConnell ve diğeri, 2009).

Kredinin Gerekçesi: Her ticari bankanın ihtiyaç anında likiditesini arttırmak için merkez bankasına müracaatı gerekmektedir. Merkez bankası, ticari bankaların bu bağımlılığını etkin bir şekilde kullanarak kredi yaratmayı kontrol altına alabilir veya zamanın ihtiyacına göre çalıştırabilir. Örneğin, merkez bankası belirli bir bankanın aşırı kredi yarattığını hissedebilir. Bunu kontrol etmek için, uygun ticari bononun merkez bankası ile yeniden indirimi yoluyla merkez bankasından alabileceği azami finansal miktarı belirleyebilir. Bu kesinlikle ticari bankanın kredi yaratmasını kontrol etmesini sağlayacaktır. Ancak bu kredi kontrolü yönteminin bazı sınırlamaları vardır. Öncelikle, merkez bankasının ticari bankalar için son çare olarak borç veren rolünde olması gerekmektedir. Ancak krediyi ticari bankalara tahsis ettiğinde, son çare olarak borç veren rolüyle çelişiyor görünmektedir. Ayrıca, ticari bankaların ihtiyaç duydukları zaman merkez bankasına başvurmaları gerekmeyecek şekilde yeterli rezerv oluşturdukları bir durumda bu yöntem çok etkili değildir. Bu durumda, kredi tahsis etmenin bir amacı yoktur. Üçüncüsü, bu yöntem yalnızca kredi arzı üzerinden kredi talebinde fazla talep olduğunda etkili olabilir. Ancak, merkez bankası bu kredi politikasını, seçici kredi kontrol politikalarının etkinliğini artırmak amacıyla diğer politikalarla birlikte kullanır.

İkna Yöntemi: Merkez bankasının ticari bankalara karşı ikna edici yaklaşımını ifade eder. Aslında bu yöntem, ticari bankaları yasal güçlere başvurmak yerine ahlaki güç kullanımı yoluyla hizaya sokmayı amaçlamaktadır. Bu yöntemin yasal bir desteği ya da desteği olmadığı unutulmamalıdır. Sadece ticari bankalar ile merkez bankası arasındaki geleneksel ilişki kullanılarak uygulanır.

Doğrudan eylem: Merkez bankasının merkez bankası kararını ihlal eden bankalara karşı zorlayıcı önlemler kullandığı seçici kredi kontrolü yöntemlerinden bir tanesidir.

Reklam ve resmi olmayan öğütler: Reklamın seçici bir kredi kontrol yöntemi olarak kullanılması tartışmalı bir sorudur. Gelişmiş ülkelerde bu, etkili bir kredi kontrol yöntemi olarak kullanılırken, gelişmekte olan ülkelerde henüz bir önlem olarak kabul edilmemiştir. Ancak, merkez bankası, ülkede hüküm süren para piyasası, kamu

maliyesi, ticaret, sanayi, tarım vb. değişken ekonomik durumlarla ilgili düzenli olarak görüş, politika, kılavuz, yönlendirme ve gözlemlerini kamuoyuna açıklayabilir.

Araç olarak kredi tavanı kontrolleri kullanıldığında bunun avantajları geçiş mekanizması belirgin değilken, dolaylı araçlara geçiş süreci sırasında parasal kontrol kaybını minimize edebilmektedir. Dezavantajları ise kredi tavanlarının piyasa tarafından belirlenmemesi nedeniyle, banka kaynaklarının tahsisindeki etkinlik azalır. Bankacılık sistemi dışındaki faaliyetleri özendirirken, etkinlik kaybına yol açar. Sermaye akımlarının ve banka sayısının fazla olduğu durumda uygulamak ve kontrol etmek güçleőir. Yapısında ve uygulamasında kullanılmayan kredi kotalarının ikinci el ticareti piyasa tahsislerini yeniden düzenlerken, çarpıklıkları azaltır. Sonuç olarak parasal taban arzının, para talebi ile uyumlu olması gerekir, aksi takdirde araç, aşırı rezervleri yükselterek tavalardan kaçınmayı teşvik eder. Para arzı ekonomide kontrol altına alınmak istendiği zaman kredi tavanı yükseltilir. Bu şekilde bankaların vereceği kredi miktarlarının sınırlanması amaçlanır. Bu kredilerin sınırlandırılması ile birlikte para arzı da azaltılmış olur (Güneş, 1990).

1.2.1.2. Disponibilite Oranı

Disponibilite Oranı (SLR), ticari bankanın nakit rezerv oranına ek olarak likit varlıklar biçiminde tutması gereken mevduat oranını ifade eder. Tanımda, likit varlıklar kolayca paraya çevrilebilen varlıklardır, devlet tahvili veya devlet onaylı menkul kıymetler, altın ve nakit rezervi içerir. Disponibilite oranının amacı, ticari bankaların zorunlu karşılık oranlarının (CRR) yükseltildiği dönemde likit varlıklarını tasfiye etmelerini önlemektir. Disponibilite oranı, merkez bankası tarafından toplam talep ve zaman yükümlülüklerinin yüzdesi olarak belirlenir. Zaman yükümlülükleri, talep geldiğinde müşteriye ödenmesi gereken bir bankanın yükümlülüklerini ifade eder ve talep üzerine ödenecek olan müşterilerin depozitolarıdır. Disponibilite oranı, banka kredisini kontrol etmek, ticari bankaların borç ödeme kabiliyetini sağlamak ve bankaları devlet tahvillerine yatırım yapmaya zorlamak için merkez bankası tarafından belirlenir ve korunur. Disponibilite oranı değiştirilerek, ekonomideki banka kredisini akışı artırılabilir veya azaltılabilir. Örneğin, merkez bankası enflasyonu kontrol etmek için banka kredisini düşürmeye karar verdiğinde disponibilite oranını yükseltecektir. Aksine,

ekonomi durgunlukla karşı karşıya kaldığında ve merkez bankası banka kredilerini artırmaya karar verdiğinde azaltacaktır (Rao, 2006).

Herhangi bir ticari bankanın yasal likidite oranını koruyamaması durumunda, banka faizinin yıllık belli bir miktarı oranında bir ceza uygulanır. Ayrıca, bir sonraki iş gününde temerrüde düşmeye devam ederse, banka faizinin yıllık bazında ayrıca bir ceza temerrüde bir bankaya uygulanır. Merkez bankası, ticari bankalara böylesi bir kısıtlama getirmekte, böylece fonlar müşterilerin talepleri üzerine kolaylıkla temin edilebilmektedir (Eroğlu, 2001).

Araç olarak disponibilite uygulamasının avantajı değerli varlıklara (özellikle kamu kağıtları) önemli talep oluşturarak, bu araçlarla borçlanmanın maliyetini düşürür. Dezavantajları ise bankaların varlıklarını yönetmelerini sınırlandırarak rekabetin aksamasına ve para arzının kontrolünde etkinlik kaybına yol açar. İhtiyat güdüsü ile talep edilmekte olup, ülkemizde 16 Kasım 2005’de uygulamadan çekilmiştir. Bu menkul kıymetlerin satışlarının kontrolü merkez bankasında olduğundan, para politikası aracı olarak kullanılır (Güneş, 1990).

1.2.1.3. Faiz Oranı Kontrolleri

Araç olarak faiz oranı kontrolleri kullanıldığında bunların avantajları bankacılık sistemine girişin sınırlı olduğu durumda, rekabetin olmadığı fiyatlamaları içerir. Bankacılık sisteminin de denetimin yeterli olmadığı durumlarda ve kredi alanlar ile ilgili gerekli bilgilere erişilemediğinde kredilerde hatalı veya yanlış seçimler olur. Uzun vadeli oranların politika amacı seçildiği ya da otoritelerin piyasa koşullarında bir faiz oranı belirleyemediği durumlarda uygulanmaktadır (Balduzzi ve diğerleri, 1997). Bunun dezavantajları ise piyasa mekanizması çerçevesinde belirlenmemiş finansal kaynak tahsisi sonucunda, tavanların etrafından, mevduatların yıllık getirisi piyasa oranlarına yaklaşan varlıklara ya dallara yönelmesi yoluyla dolaşmasıdır. Taban veya tavan uygulaması bankacılık sistemi dışındaki faaliyetleri özendirir. Tavanlar, borçlanma maliyetini düşürürken aşırı sermaye kullanımına yol açar. Yapısında ve uygulamasında sabit faiz oranları veya faiz farklarını içeren bir yapı söz konusu olup, faiz oranlarının aşılması durumunda caydırıcı önlemler uygulanır. Sonuç olarak 1980’lerin sonlarına kadar bazı sanayileşmiş ülkelerde de kullanılmıştır. Finansal

piyasalar ve araçlar geliştikçe etkinliği azalmıştır. Etkin olabilmesi için zorlayıcı bir sisteme gerek duymaktadır (Güneş,1990).

Kredi piyasalarına kamusal müdahalelerin azalması, kredi tayinlaması kanalının önemini azaltmıştır. Faiz oranlarına bir kısıtlama getirilmeksizin sadece piyasa koşullarının hâkim olduğu durumlarda, kredi arzının denetiminden söz etmek mümkün değildir. ABD’de mevduat faiz oranı tavanı uygulamasının terk edilmesi ile birlikte kredi piyasalarına kamusal müdahaleden kaynaklanan aracılıksızlık kanalı bir parasal aktarım kanalı olarak önemini tamamen yitirmiştir (Boivin ve diğerleri, 2010).

Doğrudan para politikası araçlarını sırayla ele almadan dolaysız para politikalarının avantajlarının ve dezavantajlarının irdelenmesi uygun görülmüştür.

1.2.1.4. Doğrudan Para Politikasının Avantajları

1- Teknik olarak merkez bankasının dolaylı para politikası araçlarını kullanma imkânı yoksa veya finansal piyasalar yeterli seviyede gelişmediyse bu ülkelerde faydalı ve etkin bir şekilde doğrudan para politikası araçları kullanılabilir.

2- Merkez bankasının kredi ve mevduat miktarının büyüklüğünü veya fiyatlarını, olması muhtemel krizlere karşı kontrol altında tutabilmesinin en etkin yolu doğrudan para politikalarıdır (Çetin, 2016).

1.2.1.5. Doğrudan Para Politikasının Dezavantajları

1- Bazı bankaların bölgesel ve sektörel kredi kontrolleri piyasa yapısını bozmakta ve bunun sonucunda meydana gelen olumsuz durumun maliyeti belirlenememektedir.

2- Doğrudan para politikalarının uygulama yapıldığı ülkelerde, denetimsiz ve yasadışı piyasalar oluşmakta ve oluşuma engel olunamamaktadır.

3- Etkin bir bankacılık ve Rekabet için, düşük kredi ve yüksek mevduat faiz oluşmasına sebep olur. Doğrudan para politikasının banka kontrollerini bire bir

yapılması finansal sistemin içindeki rekabetçi yapının ortadan kalkmasına neden olur.

1.2.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları

Dolaylı para politikası araçları; piyasadaki mekanizmalar aracılığıyla ara parasal hedefi etki etmektedir. Başka bir deyişle, merkez bankasının piyasalara aracı gibi girerek işlem yapmasını sağlayan ve inisiyatifi piyasalara bırakan yöntemlere dolaylı para politikası araçları denir.

Piyasa bazlı araçlar olarak ta bilinen dolaylı araçlar ve piyasadaki katılımcıların gönüllü piyasa fiyatlarıyla yapılan işlemler sayesinde bankalara sağlanan likiditeyi değiştirebilmektedir. Sonuç olarak gelişmekte olan ülkeler piyasa bazlı araçları aktif hale getirerek, ülkedeki makroekonomik hedeflere ulaşabilmeyi amaçlamakta ve bu yüzden, kullandıkları parasal kontrol sistemlerini yeniden inşa etmektedirler (Önder, 2005).

Dolaylı para politikası araçlarını kullanan merkez bankası piyasadaki rezervleri ve bunların elde edilebilirliğini; bankaların arasındaki para piyasası faiz seviyesini ve kısa vadeli faiz seviyelerini etkileyerek para politikasını yürütebilmektedir. Küresel sermayenin hareketleri üstündeki azaltıcı veya kısıtlayıcı unsurların azaltılmasıyla; doğrudan para politikası araçlarının etkinliğinin azalmasıyla beraber, para politikalarının yürütülmesinde dolaylı para politikası araçları finansal odak veya otoritelere büyük esneklik imkanları sunacaktır. Kayıt dışı finans sektörünün büyümesini engellediği ve mali aracılık hizmetlerinin daha etkin kullanılmasına olanak sağladığından, dolaylı araçların etkisi doğrudan araçlara göre daha fazladır (Çevik, 2016).

Dolaylı araçlar kredi dağılımında ve para politikasının oluşturulmasında piyasa egemenliğine dayandığı için, temel ekonomik göstergelerden kabul edilen finansal piyasaların gelişimine ve siyasi baskıların azalmasına katkı sağlayacaktır. Merkez bankası uygun kapasiteye ve uygun analizlere sahip dolaylı para politikası araçları kullanıyorsa, merkez bankası dolaylı para politikası araçlarından maksimum düzeyde faydalanacaktır. Piyasaların serbestleştirilmesiyle dolaylı araçların kullanılmasının ana

avantajı, tasarrufların artmasıyla birlikte yatırımların verimliliğindeki artış olmuştur (Balino, 1995).

1.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (API), merkez bankalarının kısa dönemli faiz oranlarının belirlenen seviyede olmasını sağlamak ve finansal piyasalardaki likiditeyi aktif olarak kullanmak-düzenlemek maksadıyla para politikası uygulaması çerçevesinde, alım ya da satım yoluyla menkul kıymet aracılığıyla para piyasası işlemlerini yapmasıdır. Kantitatif kredi kontrol yöntemi olarak açık piyasa işlemleri iki şekilde yorumlanmaktadır. Geniş anlamda, devlet menkul kıymetlerinin yanı sıra, merkez bankası tarafından menkul kıymetleri gibi uygun belgeleri satın alma ve satma anlamına gelir. Dar anlamda, para piyasasında merkez bankası tarafından yalnızca devlet menkul kıymetlerinin alım satımı anlamına gelir. Açık piyasa işlemleri süreci, kredi hacmini, ticari faaliyet seviyesini ve iç fiyat seviyesini etkiler. Bir ekonomide enflasyon eğilimi olduğunu ve kredi genişlemesinin çok yüksek olduğunu ve merkez bankasının bunu kontrol etmek istediğini varsayalım. Daha sonra merkez bankası açık piyasadaki menkul kıymetleri hem bankalara hem de özel kişilere satmaya başlayacaktır. Bu menkul kıymetler satın alındığında, ödeme nakit olarak yapılır. Bu, ancak daha az kredi kullanabilecekleri ticari bankanın nakit rezervini düşürecektir. Sonuç olarak, kredi genişlemesi azalacaktır. Benzer şekilde, merkez bankasının deflasyon durumunda bir ekonomiyi canlandırmak için krediyi genişletmek istediğini varsayalım. Ardından açık piyasada menkul kıymetleri ticari bankalardan ve diğerlerinden satın almaya başlayacaktır. Bu, merkez bankasının onlara nakit rezervlerine ilave olarak nakit ödeyeceği anlamına gelir. Bu, ticari bankaların daha fazla kredi yaratmasını sağlayacaktır. Genişleyen veya sözleşmeli kredi yaratmanın yanı sıra, açık piyasa işlemleri de faiz oranını etkileyebilir. Örneğin, merkez bankası nakit veren menkul kıymetler satın alırken, faiz oranı düşecek ve menkul kıymetler satıldığı zaman faiz artacaktır (Şahin, 2011).

Açık piyasa işlemleri (API), Birinci Dünya savaşından bu yana kullanılan para politikası aracıdır ve hükümetlerin ve diğer menkul kıymetlerin mevcudiyeti arttıkça, daha kullanışlı hale gelmiştir. API para piyasasında para sıkıntısının giderilmesine

yardım etmenin yanı sıra, banka kur politikasını başarılı kılmaya yardımcı olur. Açık piyasa politikasının en büyük katkısı, “bankacılık işleminin” kontrol edilmesinde çok yardımcı olmasıdır. Ancak, açık piyasa operasyonunun başarısı aşağıdaki koşullara bağlıdır:

İyi gelişmiş bir menkul kıymetler piyasasının varlığı politikayı etkin kılmak için bir zorunluluktur. Bu koşulun yerine getirilmemesi, gelişmiş ülkelerde bu politikayı daha az etkili hale getirmiştir. Ayrıca merkez bankasının, etkin bir şekilde açık piyasa işlemlerine katılmak için yeterli menkul kıymet stokuna sahip olması gerekir (Rao, 2006).

Ticari bankalarca fazla nakit rezervinin korunması bu politikanın amacını kolayca yitirmesine sebep olur.

Ülkeye nakit sızması veya nakit enjeksiyonu gibi yabancı faktörlerin uygulanması bu politikanın etkinliğini etkileyebilir. Merkez bankasının menkul kıymet satın alması durumunda, ödemeler dengesi bilançosundaki açığı düzeltmek için ilave nakit enjeksiyonu kullanıldığında veya insanların daha fazla nakit tutabileceği veya paranın hızının düşebileceği durumlarda bu politika etkisiz hale gelir.

Ticari bankalar, merkez bankasından finansal konaklama elde etmenin başka bir yoluna sahip olmamalıdır; aksi takdirde, açık piyasa işlemleri daha az etkili olacaktır.

Uygulamada, bu politikanın, kredi vermenin ucuzluğundan başka faktörler tarafından etkilendiğinden, kredi genişlemesini teşvik etmek yerine kredi yaratma veya genişlemesini kontrol etmede daha etkili olduğu tespit edilmiştir (Özbilen, 2014).

1.2.2.1.1. Repo ve Ters Repo

Repo: Geçici bir süre Likidite sıkışıklığı olduğu dönemde piyasanın fonlanmasıdır. Merkez Bankası, devlet iç borçlanma senetlerini (DİBS) belirli bir vadede tekrar geri satmak üzere belirli bir vade için satın alarak piyasaya likidite sağlar.

Ters Repo: Piyasadaki bulunan likiditenin fazla olan kısmının geçici bir süre için piyasadan çekilmesidir. Merkez Bankası, portföyündeki menkul kıymetleri (DİBS’leri)

işlemin vadesinde geri almak üzere, belirli bir süre için satarak piyasadaki likidite fazlalığını çeker.

Gerek bankalar ve aracı kurumlar gerekse de ticari işletmeler ellerindeki atıl fonları değerlendirmek amacıyla menkul kıymet alırlar. Bu menkul kıymetler sayesinde ilgili kuruluşlar atıl olarak kalan fonlardan getiri elde etmeyi amaçlarlar. Ancak kuruluşlar fon gereksinimi duymaları halinde ya bu menkul kıymetleri nakde çeviremezler ya da nakde çevirseler dahi beklenen getiri sağlanamadan nakde çevirmek zorunda kalabilirler. Bu durum ise kuruluşların nakit akımlarını olumsuz yönde etkiler. Bu olumsuz durumu ortadan kaldırmaya yönelik olarak para piyasası aracı niteliğinde olan repo ve ters repo işlemleri geliştirilmiştir. Repo işlemleri; menkul kıymete sahip olan tarafın belli bir vadede, belirlenen bir fiyattan menkul kıymetlerini geri alma taahhüdü ile satımı işlemidir. Ters repo ise, elinde atıl fonu bulunan kuruluşların bu fonları ile menkul kıymetlerin geri satımı taahhüdü ile alımıdır (Akın, 2005).

Repo işleminde teorik olarak, sadece satıcı taahhüt altına girmektedir. Alıcı, süre sonunda menkul kıymetleri satıcıya geri getirip, satmak zorunda değildir. Eğer bu süre içinde menkul kıymetin fiyatı, anlaşmaya varılan fiyatın üzerine çıkmışsa alıcı menkul kıymetleri satma hakkını kullanmayabilir. Ters repoda ise; sadece alıcının menkul kıymetleri satıcıya geri satma taahhüdü vardır. Vade sonunda satıcı yetkili kuruluş tarafından belirlenen fiyatla satmak zorunda olduğu menkul kıymetleri almak zorunda değildir. Ancak yapılan bu düzenleme ile bu durum mümkün değildir. Çünkü tebliğde işlemin vadesinde taahhütlerin yerine getirilerek kararlaştırılan bedelin ilgili tarafa iletilmesi ve menkul kıymetin karşı tarafa iade edilmesi gerektiğini belirtilmiştir (Gücenme, 1994).

Banka, piyasadaki likidite açığı veya fazlasının geçici olduğu koşullarda repo ve ters repo işlemlerine başvurmakta, ayrıca likidite senetleri ihraç edebilmektedir. Merkez Bankası açısından repo işlemi, menkul kıymetlerin belirli bir süre sonunda geri satım vaadiyle alınarak piyasaya geçici olarak para verilmesini; ters repo işlemi ise menkul kıymetlerin belirli bir süre sonunda geri alım vaadiyle satılarak piyasadan geçici olarak para çekilmesini ifade eder (Akın, 2005).

Doğrudan Satım: Piyasada kalıcı olarak likidite fazlası varsa, Merkez Bankası fazla olan likidite tutarınca DİBS satarak piyasadaki likidite fazlasını çeker.

Doğrudan Alım: Piyasada kalıcı bir likidite sıkışıklığı varsa, Merkez Bankası eksik olan likidite tutarınca DİBS satın alarak, piyasaya likidite sağlar

1.2.2.2. Merkez Bankası Likidite Senedi İhracı, Mevduat

Merkez Bankası, piyasadaki likidite açığı veya fazlasının geçici olduğu koşullarda repo ve ters repo işlemlerine başvurmakta, ayrıca likidite senetleri ihraç edebilmektedir.

Likidite senetleri, piyasadaki likiditenin düzenlenmesi ve açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin artırılması amacıyla, Merkez Bankası tarafından kendi nam ve hesabına, 91 günü aşmayan vadelerde, iskontolu olarak ihraç edilen, kıymetli evrak niteliğini haiz senetlerdir.

Dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kuru ne bir hedef ne de bir politika aracıdır (Döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları doğrultusunda belirlenmektedir). Merkez Bankası'nın hedef olarak aldığı tek değişken enflasyon, hedeflerine ulaşmak için kullandığı temel politika aracı ise kısa vadeli faizlerdir.

1.2.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri

Reeskont, ikinci kez kısa vadeli pazarlığa tabi bir borçlanma aracını iskonto etme eylemidir. Bankalar, kredi talebi yüksek olan bir piyasanın hareketine yardımcı olmak için bu kısa vadeli borçlanma araçlarını yeniden değerlendirebilirler. Piyasada düşük likidite olduğunda, bankalar kısa vadeli menkul kıymetleri yeniden hesaplayarak nakit üretebilirler. Reeskont oranının yükseltilmesi bankaların Merkez Bankası'ndan ödünç alma eğilimini ve de kredi hacmini azaltır (Thornton, 1985). Örneğin, bankadan 10.000 TL borç alan bir müşteri, bankaya bir yıl sonra 11.500 TL ödeyeceğini belirten bir senet imzalayacaktır. Bu senet, 11.500 TL değerinden düşük kredi borcu olan banka tarafından iskonto edilmiştir. Banka merkez bankasından ek rezerv almak isterse, bu uygun notu merkez bankasının indirim penceresinde 10.800 TL olarak yeniden değerlendirebilir. Bunu yaparken, merkez bankası kredi notunun mülkiyetini alacak ve üye bankaya, vade sonunda ödemeyi taahhüt ettiği tutarın karşısına fon sağlayacaktır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), bankacılık sektörünün geçici likidite ihtiyacını karşılamak için bankalar tarafından indirim için sağlanan ticari belgeleri ve sertifikaları kabul eder. Türkiye'de reeskont işlemlerine ilişkin tüm şartlar ve kurallar TCMB tarafından belirlenir. Ayrıca, TCMB, para politikası ilkeleri bağlamında reeskont kredisi için maksimum limit ve kredi türlerine göre limit belirlemiştir. TCMB'nin bu işlemlere uyguladığı faiz oranına iskonto oranı denir. TCMB, reeskont için kabul edebileceği faturalara karşı avans da verebilir. Peşin ödemeler için teminat olarak kabul edilebilecek senetler ticari senetler ve belgeler, devlet tahvili ve borsada stoklanan hisse senetleridir (Şahin, 2011). TCMB, 1990'lı yılların başına kadar, ekonominin üretim kapasitesinin artırılabilmesi için birçok sektöre yatırım, tevsii (var olan fabrikaları genişletme, geliştirme) ve işletme kredileri ile ihracatı teşvik kredileri vermiştir. Ekonomideki parasal arz ve kredi genişlemesi açısından belirlenen iskonto oranı, mevcut para politikası çerçevesinde, bir para politikası aracı olarak önemini yitirmiştir (Çetin, 2016). Bunda, son yıllarda modern Merkez Bankacılığı anlayışı çerçevesinde, uzun bir süredir bankacılık sisteminin açık piyasa işlemleri ile fonlanması da rol almaktadır.

1.2.2.4. Zorunlu Karşılık İşlemleri

Ticari bankalar merkez bankasının belirlediği bir oranda topladıkları mevduatın bir kısmını rezerv olarak ayırmaktadırlar. Zorunlu karşılıklar bankalara likidite ve borç ödeme yeteneği sağlama amacıyla getirilmiştir. Nakit rezervini korumanın amacı, mevduat sahibinin talebi karşılamada fon sıkıntısını önlemektir. Korunacak rezerv miktarı, bankanın mevduat sahiplerinin nakit talebiyle ilgili deneyimlerine bağlıdır. Bu konuda uygulanabilecek para politikası ve kurallar sayesinde, ticari bankaların mevduatlarının çok düşük bir kısmını rezerv şeklinde tutmalarının önüne geçilebilir çünkü bankalar fon transferlerinde mümkün mertebede fazla kâr amacı gütmektedir. Zorunlu Karşılık Oranı, bankanın mevduatının bir kısmının Merkez Bankası ile birlikte olmasını ve dolayısıyla güvenli olmasını sağlar. Buradaki diğer bir amaç ise enflasyonu kontrol altında tutmaktır (Rao, 2006). Ekonomideki yüksek enflasyon sırasında, merkez bankası borç verilebilir fonlarını düşürmek için bu oranı arttırabilir. Bu durum yatırımları yavaşlatır ve ekonomideki para arzını azaltır ve aynı zamanda bankaların ellerindeki menkulleri satmak zorunda bırakılabilir. Sonuç olarak, bu durum

ekonomünün büyümesi olumsuz yönde etkilense de aynı zamanda enflasyonun düşürülmesine de yardımcı olur. Öte yandan, merkez bankasının sisteme fon pompalaması gerektiğinde, bankalarla borç verilebilir fonları artıran zorunlu karşılık oranını düşürebilir. Böylece bankalar, farklı yatırım amaçları için işletmelere ve sektöre çok sayıda kredi verir. Aynı zamanda ekonomideki genel para arzı da artar ve sonuçta ekonomideki büyüme oranında artış sağlanır.

Doğrudan para politikası araçlarında açıklanan disponibilite oranı ile dolaylı para politikası aracı olan zorunlu karşılık oranı arasındaki farklar Tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 1. Disponibilite Oranı ve Zorunlu Karşılık Oranı Arasındaki Farklar

Disponibilite Oranı	Zorunlu Karşılık Oranı
Disponibilite oranında bankalardan hem nakit hem de altın içeren likit varlık rezervine sahip olmaları istenmektedir.	Zorunlu karşılık oranında bankaların yalnızca nakit rezervi almaları gerekmektedir.
Bankalar, disponibilite oranı olarak ayrılmış miktarın dönüşünde kazanç sağlayabilir.	Bankalar zorunlu karşılık oranı olarak tutulan miktardan kazanç sağlamaz.
Disponibilite oranı bankanın kredi genişlemesi için kaldıraç oranını kontrol etmek için kullanılır.	Merkez Bankası, Bankacılık sistemindeki likiditeyi zorunlu karşılık oranı ile kontrol etmektedir.
Disponibilite oranı durumunda, menkul kıymetler, likit varlıklar biçiminde bankaların kendileri tarafından tutulur.	Zorunlu karşılık oranında nakit rezervi, Merkez Bankası ile bankalar tarafından yapılmaktadır.

Kaynak: Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson education.

Yukarıdaki dolaylı para politikası araçlarından zorunlu karşılık oranları parasal çarpanı, diğer maddeler ise para tabanını etkileyebilmek için kullanılır (Akçay, 1997).

Genişletici para politikasının varlık fiyatlarını arttırarak banka sermayesini pozitif yönde etkileyebileceğinden söz ederken, banka bilançolarının bileşimi önem taşımaktadır. Bazı ülkelerin bankacılık sisteminde banka bilançoları büyük ölçüde özel sektör firmalarına ait hisse senetlerinden oluşmaktadır. Dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatlarında değişikliğe yol açacak gelişmeler doğrudan bankaların karlılığını ve sermayesini etkileyerek banka kredi arzını etkileyecektir (Markovic, 2006).

1.2.2.5. Swap Analizi

Bir döviz takas işlemi yani iki tarafın başlangıçta belirli miktarlarda iki farklı para birimini takas ettiği ve gelecekteki bir tarihte hem anapara ödemelerini hem de itfa payını yansıtan önceden belirlenmiş bir kurala göre geri ödemelerini yaptığı bir finansal işlemdir. 1980'lerde, farklı döviz takası türleri (ve faiz takasları ve borç-özkaynak takasları gibi diğer takas türleri) oldukça kullanılır hale gelmiştir. Buradaki araştırmaların çoğu, hızlı büyümeye yönelik bankalararası takas piyasasına odaklanmıştır. Merkez bankalarının döviz takaslarını kullanmadaki baskın hedefleri, iç likiditeyi etkilemek, döviz rezervlerini yönetmek ve yurt içi finansal piyasaları teşvik etmektir. Merkez bankalarının swap kullanımına ilişkin bilgiler azdır, çünkü genellikle bilançoda görünmez ve merkez bankaları olumsuz sinyalleşme etkilerinden kaçınmak için takas işlemlerini sıklıkla gizli tutar. Döviz takasları (ayrıca faiz oranı takasları ve çapraz kur faiz oranı takasları) bankalar, şirketler, tasarruf kuruluşları, sigorta şirketleri, uluslararası kuruluşlar (Dünya Bankası pazarın gelişmesinde önemli bir itici güçtür) ve yabancı devletler gibi çeşitli katılımcılar tarafından kullanılmaktadır. Swap kullanmanın dört ana amacı vardır: (1) kredi derecelendirme ve piyasalara farklı erişimdeki farklılıklardan yararlanmak, böylece düşük maliyetli finansman veya yüksek getirili varlıklar elde etmek; (2) faiz oranından veya kur riskinden korunma; (3) kısa vadeli varlık ve borçları yönetmek ve (4) spekülasyon yapmak. Ayrıca merkez bankalarının çok nadiren de olsa riskten korunma ve varlık yönetimi için döviz takası kullandıkları bilinmektedir (Balino, 1997).

1.3. Para Politikası Stratejileri

İstikrarı sağlamak amacıyla, ülke ekonomisinin bünyesine uygun olarak geliştirilmiş para politikaları gereklidir. Rastgele ve keyfi olarak tatbik edilen uygulanan para politikaları onarılması güç hasarlara sebep olabilir (Arıcan ve Okay, 2014).

Para politikası stratejisi (yani bir merkez bankasının nihai hedeflerine / hedeflerine ulaşmayı hedefleme şekli), işletme prosedürleri ve araçları arasında ayırım yapmak yaygın bir uygulamadır. Uygulamada dört para politikası stratejisinden bahsedilebilir. Birincisi, para politikasının kamuya ilan edilmiş bir ara parasal hedefe yönelik olduğu parasal hedeflemedir. Bu strateji, yetmişli yılların ikinci yarısında birçok ülke tarafından kabul edilmiştir (Goodhart, 1989). Son yıllarda, bu ülkelerin bazıları, açık enflasyon hedeflerinin kamuya açıklandığı (Yeni Zelanda, Kanada, Avustralya, Birleşik Krallık, İsveç, Finlandiya ve İspanya) doğrudan enflasyon hedefleme stratejisine geçmiştir. Diğer ülkeler çok çeşitli parasal göstergelere (Amerika Birleşik Devletleri ve Japonya) dayanan bir strateji benimsemiştir. Parasal hedefleme stratejisi hala Almanya, Yunanistan, İtalya ve İsviçre'de kullanılmaktadır. Daha küçük Avrupa ülkelerinin çoğunda, merkez bankaları orta hedefler olarak döviz kurlarına odaklanmaktadır.

1.3.1. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi

Para politikasının sürdürülmesi ve fiyat istikrarını sağlamaya amacıyla kurumsallaştırılmış modern bir stratejidir. Farklı bir ifadeyle; merkez bankasının kamuoyuna açıkladığı belirli bir dönem için hedeflediği enflasyon oranıdır. Merkez bankasının düşük enflasyon taahhütü olarak da tanımı yapılabilir (Khan, 2013). Merkez bankaları genel olarak hedef aldığı enflasyon rakamını hükümetlerle birlikte alır ve bu hedefi para politikası amacı olarak kullanır. Hedeflenen enflasyonun kamuoyuna açık bir şekilde söylenmesi ve ilanı halinde tam enflasyon hedeflemesi anlamındadır (Khan, 2013).

Daha önce de değinildiği üzere orta vadeli fiyat istikrarı, para politikası için uygun nihai amaç olarak geniş kabul görmektedir. Bu durum iki fikri öne çıkarmaktadır. Birincisi, yüksek enflasyon oranlarının karar vermeyi bozması ve sonuçta daha yavaş

ekonomik büyümeye yol açmasıdır. İkincisi, para politikasının orta vadeli enflasyon sonuçlarını etkilemede en etkili araç olduğudur (Gürkaynak ve diğerleri, 2006). Gerçekçi bir para politikası enflasyonun yatırım, üretim ve tasarruflarla ilgili kararları çarpıtmamasını sağlayan bir strateji izleyerek en iyi yaşam standartlarında sürdürülebilir gelişmelere katkıda bulunabilir. Son yıllarda enflasyon hedeflemesi biçimlerinde bir kayma olmasına rağmen, çeşitli para politikası çerçeveleri bu amaca ulaşmakla tutarlıdır. Açık bir enflasyon hedefi olmayan ülkelerde bile, örtük bir orta vadeli enflasyon hedefine yönelik güçlü bir taahhüt vardır (Balduzzi ve diğerleri, 1997). Ayrıca, döviz kurunu sabitlemeyi seçmiş olan ülkeler, tipik olarak, bir tür örtülü veya açık enflasyon hedefi olan bir ülkeye karşı bunu yapmışlardır. Enflasyon hedeflerine geçiş, para politikasının nihai hedefini daha şeffaf hale getirmiş olsa da merkez bankalarının çıktı ve istihdamdaki konjonktürel dalgalanmaları azaltmak için tüm girişimlerden kaçındığı anlamına gelmemektedir. Nitekim, çoğu merkez bankası iş döngüsünün büyüklüğünü azaltmayı hedeflemektedir, bunun nedeni sadece enflasyon kontrolünün görevine sık sık yardım etmek değil, aynı zamanda istikrarlı ve sürekli büyümenin dur-kalk tarzı büyümeden daha iyi orta vadeli sonuçlara yol açmasıdır (Martinez, 2008). Para politikasının fiyat istikrarına odaklanması, enflasyon oranlarının kayda değer bir şekilde yakınsamasına katkıda bulunmuştur; OECD ülkelerinin çoğu, 1960'ların başından bu yana %3 veya daha az enflasyon oranlarına sahiptir. Sonuçların bu yakınsamasına, son yıllarda genel olarak iyi huylu uluslararası ekonomik ortam ve uluslararası entegrasyon ve ürün ve işgücü piyasası reformu süreçleri de yardımcı olmuştur. Bununla birlikte, bu gelişmeler yakın zamanda yaşanan düşük enflasyon sonuçlarına katkıda bulunurken, kendi başlarına düşük enflasyonun devam etmesini sağlamazlar. Bunun sağlanması tamamıyla para politikasının sorumluluğundadır.

Doğrudan enflasyon hedeflemesiyle ilgili temel özellikleri kısaca şu şekilde özetlenebilir (Uçak, 2004).

- Merkez bankası, enflasyon hedefine ulaşmada önemli sorumluluk almaktadır.
- İstikrarlı fiyat hedefine sağlam bir şekilde bağlılık esastır.
- Kamuoyunun para politikasının planları, amaçları ve hedefleri hakkında sürekli bilgilendirilmesi merkez bankasının şeffaflığının ileri düzeyde olduğunu gösterir.

- Enflasyon hedeflemesinde enflasyonla ilgili tüm değişkenler göz önünde bulundurulmalıdır.

- Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankasının uzun vadede birincil ve en önemli amacı enflasyon hedefine ulaşmak olmalıdır. Diğer amaçlar ancak fiyat istikrarı hedefi ile çelişmediği takdirde merkez bankası tarafından gözetilmektedir.

- Ön koşulların ve şartların ekonomide sağlanması enflasyon hedefini tutturmak ve gerekli sistemin uygulanması ve başarılı olunması için şarttır.

- Merkez Bankası özellikleri olarak bağımsızlık, hesap verebilirlik ve güvenilirlik ön plandadır.

Enflasyon hedeflerinin benimsenmesi enflasyon beklentilerini artırmada önemli bir rol oynamıştır. Ayrıca, enflasyon hedefleri, merkez bankalarına ve hükümetlere para politikası kararlarını açıkça iletmek ve doğrulamak için bir araç sağlamıştır. Bu, bazen para politikası ile ilişkilendirilen bazı politik-ekonomi problemlerini azaltabilir ve politikaları daha şeffaf ve merkez bankalarını daha hesap verebilir kılabilir. Enflasyon hedeflerinin benimsenmesi, aynı zamanda, para politikası kararlarının belirli bireylerin hedefleri tarafından yönlendirilmesinin daha az muhtemel olmasını sağlayarak, düşük enflasyona olan bağlılığın kurumsallaştırılmasına da yardımcı olmuştur (Mishkin ve Posen, 1998).

1.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi bir ülkenin parasının değerini ekonomik yönden güçlü bir ülkeye bağlayarak enflasyonu düşürmeyi ve enflasyon beklentilerini kontrol altına almayı amaçladığı bir stratejidir. Döviz kuru hedeflemesi şimdilerde para politikasının yürütülmesinde daha büyük bir rol oynamaktadır. Eğer bir merkez bankası para biriminin değerinin düşmesini istemiyorsa, iç faiz oranını yükseltmek için daha daraltıcı bir para politikası izleyerek para birimini güçlendirebilir. Benzer şekilde, eğer bir ülke para biriminde bir değer kazanırsa, yerel sanayisi artan dış rekabetten muzdarip olabilir ve merkez bankasını döviz kurunu düşürmek ve para politikasını hafifletmek için zorlayabilir. Fiyat istikrarını sağlamak için güçlü bir nominal çıpa kullanan başka bir stratejiye döviz kuru hedeflemesi denir. Döviz kurunu hedeflemek, uzun bir geçmiş

olan para politikası stratejisidir. Yerel para biriminin değerinin, altın gibi bir metaya sabitlenmesi şeklinde de bu durum gerçekleşebilir. Daha yakın bir zamanda, sabit döviz kuru rejimleri, yerel para biriminin değerinin Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gibi büyük, düşük enflasyonlu bir ülkenin değerine sabitlenmesini içermiştir. Diğer bir alternatif, sabitlenen ülkenin enflasyonunun çapa ülkesinden daha yüksek olabilmesi için bir para biriminin sabit bir oranda değer kaybetmesine izin verilen bir tarama hedefi veya mandal kullanmaktır (Petursson, 2000).

Döviz kuru hedeflemenin birkaç avantajı vardır. Birincisi, bir döviz kuru hedefinin nominal çapası, uluslararası olarak ticareti yapılan malların enflasyon oranını çapa ülkesindeki orana bağlayarak enflasyonu kontrol altında tutma hedefine doğrudan katkıda bulunur. Döviz kuru hedefi bunu yapabilir; çünkü uluslararası ticarete konu olan malların dış fiyatı dünya piyasası tarafından belirlenirken, bu malların yurt içi fiyatı döviz kuru hedefi tarafından belirlenir. İkincisi, kur hedefi, tutarsızlık sorununun azaltılmasına yardımcı olan para politikasının yürütülmesinde otomatik bir kural sağlar. Döviz kuru hedefi, yerel para biriminin değer kaybetme eğilimi göstermesi durumunda para politikasının sıkılaştırılmasını ve yerel para biriminin değer kazanması eğilimi olduğunda politikanın gevşetilmesini zorunlu kılar, böylece isteğe bağlı para politikası bir seçeneğin altında kalmaz. Dolayısıyla merkez bankası, aşırı genişlemeci para politikası izleyerek kısa vadede çıktı ve istihdamı genişletmeye çalışmanın zaman tutarsızlığı tuzağına düşmesiyle kısıtlanacaktır. Üçüncüsü, döviz kuru hedefi, halk tarafından kolayca anlaşılmasını sağlayan basitlik ve açıklık avantajına sahiptir. Döviz kuru hedeflemesi, gelişmekte olan piyasa ülkelerinde enflasyonu hızla düşürmenin etkili bir aracı olmuştur. Örneğin, Meksika'daki 1994'teki devalüasyondan önce döviz kuru hedefi, enflasyonu 1988'de %100'ün üzerindeki seviyelerden 1994'de %10'un altına indirmesini sağlamıştır.

Döviz kuru hedeflemenin avantajlarına rağmen, bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Sermaye hareketliliği sebebiyle hedef ülke artık kendi bağımsız para politikasını izleyemez ve politikasını çapa ülkesine isabet edenlerden bağımsız olan iç şoklara cevap vermek için kullanabilir. Ayrıca, bir döviz kuru hedefi, çapa ülkesine yapılan şokların doğrudan hedef ülkeyi de etkileyebileceği anlamına gelir; çünkü çapa ülkesindeki faiz oranlarındaki değişiklikler, hedef ülkedeki faiz oranlarında ilgili

değişikliklere yol açar. Döviz kuru hedefleriyle ilgili ikinci sorun, ülkeleri para birimleri üzerindeki spekülâtif saldırılara açık bırakmalarınıdır. Döviz kuru hedefinin diğer dezavantajı ise, özellikle gelişmekte olan piyasa ülkelerindeki politika yapıcıların hesap verebilirliğini zayıflatabilmesidir. Döviz kuru hedeflemesi döviz kurunu düzelttiği için para politikasının aşırı genişlemeci olmasını engellemeye yardımcı olacak ve böylece zaman-uyumsuzluk problemini sınırlandırabilecek önemli bir sinyali ortadan kaldırmaktadır. Sanayileşmiş ülkelerde, özellikle ABD'de, bono piyasası para politikasının durumu hakkında önemli bir sinyal vermektedir. Aşırı genişlemeci para politikası ya da aşırı genişlemeci para politikasına dahil olmak için güçlü politik baskı, enflasyon beklentilerinin arttığı, faiz oranlarının yükseldiği ve uzun vadeli tahvil fiyatlarının keskin biçimde azaldığı bir enflasyon korkusu yaratabilir. Hem merkez bankaları hem de politikacılar bu tür senaryolardan kaçınmak istediğinden, aşırı genişleyici para politikasının olasılığı daha düşüktür (Mishkin, 2004).

1.3.3. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme ile merkez bankası, genellikle nakit ve banka mevduatları gibi parasal büyüklüklerin arzını hedeflemektedir. Parasal hedefleme durumunda, enflasyon hedefi ilan edilmez ve merkez bankası müdahalesi sadece para piyasasında yoğunlaşır. Tipik olarak, merkez bankası uzun vadede enflasyonun ana belirleyicileri olarak kabul edilen parasal büyüklükleri kontrol etmek için faiz oranlarını belirler (Van Hogen, 1995). Dolayısıyla, parasal büyüklüklerin kontrol edilmesi enflasyon oranının hedef değer etrafında dengelenmesine eşdeğer olacaktır. Parasal hedeflemenin bir avantajı, merkez bankasının hedefine ulaşp ulaşmadığı hakkındaki bilgilerin hemen hemen mevcut olmasıdır. Bu nedenle parasal hedefler, halka ve piyasalara para politikasının durumu ve politika yapıcıların enflasyonu kontrol altında tutma niyetleri hakkında neredeyse anında sinyaller gönderebilir. Buna karşılık, bu sinyaller enflasyon beklentilerini düzeltmeye yardımcı olur ve daha az enflasyon üretir. Parasal hedefleme, para politikasını enflasyonun düşük tutulmasından neredeyse anında sorumlu hale getirmekte ve böylece para politikası yapıcılarının zaman tutarsızlığı tuzağına düşmelerini engellemeye yardımcı olmaktadır. Parasal hedeflemenin başarılı olması için hedef değişkeni ve hedeflenen parasal toplam arasında güçlü ve güvenilir bir ilişki olmalıdır. Parasal toplam ile hedef değişken arasındaki ilişki zayıfsa, parasal toplam

hedefleme çalışmaz. Zayıf ilişki, hedefe ulaşmanın hedef değışkende istenen sonucu üretmeyeceği ve bu nedenle para toplamının para politikasının durumu hakkında yeterli bir sinyal vermeyeceği anlamına gelir. Sonuç olarak, parasal hedefleme enflasyon beklentilerinin düzeltilmesine yardımcı olamayacak ve merkez bankasının hesap verebilirliğini değerlendirmek için iyi bir rehber görevi üstlenemeyecektir. Ayrıca, parasal büyüklükler ve hedef değışkenler arasındaki güvenilmez bir ilişki, parasal hedeflemenin para politikasının şeffaflığını artıran ve merkez bankasını halka karşı sorumlu kılan bir iletişim aracı olarak hizmet etmesini zorlaştırmaktadır (Kalaycı, 2002).

1.3.4. Nominal GSYİH Hedeflemesi

Nominal gelir hedefi, nominal faiz oranlarının etkin bir şekilde sıfır alt sınırda etkili olduğu iç ekonomilerde beklenen değer yükselmesi durumunda hedef çıktı seviyesine ulaşana kadar, reel faiz oranlarını istisnai olarak düşük tutma taahhüdüne güvenilirlik sağlayabilir. Para politikası stratejisi olarak nominal gelir hedeflemesini benimseme konusunda pratik zorluklar vardır. Bunlar, bir hedef seviye seçimi, sabit olmayan enflasyon beklentileri riski ve veri belirsizliği ve revizyonları nedeniyle artan hata olasılığı ile ilgili konuları içerir. Çıktı artışına ve arz şoklarına karşı duyarlılık, esnek enflasyon hedeflemesi kapsamında büyük ölçüde karşılanabilir. Her iki rejim de para politikasının geçici sermaye akışları ve döviz kurları ile varlık fiyat balonları tarafından yarattığı zorlukları otomatik olarak çözmeyecektir. Esnek enflasyon hedeflemesinden vazgeçme, nominal gelir hedeflemesini benimseme durumu, gelişmekte olan ülkelerde zorlayıcı değerdir (Mangır ve Ertem, 2016).

Para politikası kurallarının savunucuları, çeşitli nominal göstergelerin-parasal büyüklüklerin, emtia fiyat endekslerinin, tüketici fiyat endeksinin, döviz kurlarının ve altın fiyatlarının yakın bir şekilde sabitlenmesini istemekteydiler. Ancak para politikasının en uygun amaçlarından biri olarak nominal geliri desteklediğini söylemek doğru görünebilir. Nominal geliri yumuşak bir yolda tutmak, modern makroekonominin tüm dallarından destek alan bir para politikasıdır. Denge makroekonomisinde, tam parasal tarafsızlığa sahip, nominal gelirin düzgün bir şekilde artması, sadece nominal gelir hedefinin gerçek gelirin denge düzeyine oranı olan fiyat seviyesi için bir yol

anlamına gelir. Denge çıktısının düzensiz davranışının olmaması, fiyat istikrarı politikanın sonucu olacaktır. Makroekonominin parasal tarafsızlığı kabul etmediğine bakıldığında, nominal gelir standardı, para politikasının fiyat düzeyindeki bir şoka nasıl cevap vermesi gerektiği konusundaki zorlu soruya ilişkin orta düzeyde bir pozisyonda bulunmaktadır. Nominal bir gelir hedefinde, fiyat seviyesi çok yüksek olan her bir yüzde puan için reel çıktı %1'e düşer. Buna karşılık, bir fiyat standardı altında, tüm fiyat şoklarını ortadan kaldırına kadar sınırsız daralma sağlamak için para politikası talep edilecektir. Ancak bu politikanın arzusu, genel olarak ekonominin özelliklerine ve özel olarak parasal tarafsızlık olmayan kaynaklara olan sağlamlığından kaynaklanmaktadır. Nominal gelir hedeflemesi, Hall'in (1985) "esnek fiyat hedefleri" olarak adlandırdığı daha geniş bir politikadır. Bu sınıftaki politikalar temel bir fiyat hedefi belirlemiştir, ancak hedeften sapmalara, işsizlik oranının denge düzeyinden sapmasına kadar izin vermektedir. Daha esnek bir politika, işsizlik sapma noktası başına daha büyük bir fiyat sapmasına izin verir. Ekonomistler arasında nominal geliri hedefleme politikası uzun zamandır tartışılmaktadır. Literatüre bakıldığında Meade (1978), von Weizsacker (1978) ve Tobin (1980) tarafından bu tartışmalara katkı sağlandığı görülmektedir. Bean (1983), genel bir denge makro modelinde, nominal gelir dengelemesinin etkilerinin resmi bir analizini geliştirmiştir. Modelinde, etkileri para stokunun rastgele bir bileşeni ile aynı olan "toplam talep" şoku bulunmaktadır. Tüm makul politikalar, para politikası belirlendiğinde bilinen bu şokun bir kısmını telafi etmektedir. Esnek olmayan işgücü arzı ile nominal gelir hedeflemesi, reel çıktının denge değerinden sapmasını farklılaştırır. Aksi halde, minimum varyans politikası, gerçek değişken ile fiyat seviyesinin iki değişken üzerindeki farklı ağırlıklara sahip bir kombinasyonunu hedefler. West (1986), Bean'in sonuçlarının, kendi parasal tarafsızlık modeline özgü olduğunu belirtmiştir. Ayrıca, Bean, tarafından fiyat seviyesinin istikrarına ağırlık vermeyen politikanın performansını değerlendirmek için bir kriter kullanılmıştır. Taylor (1985), nominal gelir hedeflemenin dinamik yönlerine odaklanmıştır. Nominal gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) ve gerçek GSYİH fiyat seviyesinin ürünüdür. Ekonomi resesyona girdiğinde, her iki miktarın da resesyona öncesi seviyelerinin altına düşmesi muhtemeldir. Dolayısıyla, nominal GSYİH'yi durgunluk öncesi seviyesine geri döndürmek için faiz oranlarının uzun süre daha düşük tutulması ve dolayısıyla enflasyonun artması gerekir. Birleşik Devletler'de, örneğin, nominal GSYİH, 2007 iş

döngüsü zirvesinden sonraki dört yıldaki durgunluk öncesi seviyesinin neredeyse %10'unun altına düşmüştür. Niteliksel olarak, nominal bir GSYİH yolunu hedeflemek, fiyat seviyeli bir yolu hedeflemeye benzer. Bu, merkez bankasının uzun vadeli hedeflerini değiştirmeden bir likidite tuzağında geleceğe yönelik politikasına ait beklentilerini yaratabileceği bir çerçeve sağlar (Mishkin, 2004).

1.3.5. Just Do It Stratejisi

Son yıllarda ABD başta olmak üzere birçok ülke, döviz kuru hedefi, parasal toplam hedef veya enflasyon gibi net bir nominal çapa kullanmadan, mükemmel makroekonomik performansa (düşük ve istikrarlı enflasyon dahil) ulaşmıştır. ABD örneğinde açık bir strateji belirtilmese de para politikasının yürütülmesine yönelik tutarlı bir strateji yine de mevcuttur. Mishkin (1999) tarafından "Sadece yap" stratejisi olarak adlandırılan bu strateji, uzun vadede enflasyonu kontrol etme konusunda Federal Rezerv tarafından geçersiz kılma endişesi biçiminde örtük ama açık bir nominal çapa içermemektedir. Ayrıca, enflasyon tehdidine karşı para politikası ile periyodik "önleyici grev" ile gelecekteki enflasyon belirtileri için dikkatle izlemenin yapıldığı ileriye dönük davranışları içerir.

Örneğin, gelişmiş bir ekonomide para politikasının enflasyon üzerinde önemli bir etkisi olmasının kabaca iki yıl aldığını varsayalım. Bu durumda, enflasyon şu anda düşük olsa da para politikacıları gelecek iki yıl boyunca enflasyonun yükseleceğini öngörerek enflasyondaki dalgalanmayı önlemek için para politikasını şimdiden sıkılaştırmaları gerekmektedir. Mishkin'in (1999) çalışmalarına göre Federal Rezerv Bankası (FED), enflasyondaki artışın üstesinden gelmeden önce, 1994'ten 1995'e kadar faiz oranlarını yükseltmiş. Sonuç olarak, enflasyon sadece sabit kalmamakla birlikte; hafif bir düşüş sergilemiştir.

FED ayrıca ekonomik gerilemelere karşı önleyici grevler gerçekleştirmiştir. Örneğin, küresel ekonomik krizin başlangıcında, Eylül 2007'de, ekonomideki güçlü büyümeye ve artan enflasyona rağmen, FED para politikasını gevşetmeye başlamıştır. (Ancak, bu strateji ekonomideki büyük olumsuz şokun ve finansal piyasalardaki bozulmanın üstesinden gelmek için yeterli olmamıştır.) Bu önleyici, ileriye dönük para politikası stratejisi, enflasyonu hedefleyen rejimlerin bir özelliğidir. "Sadece yap"

stratejisinin temel argümanı kanıtlanmış başarısı ve bu nedenle: “eğer kırılmadıysa, neden düzeltelim?” anlayışıdır. Bununla birlikte, “sadece yap” stratejisi, merkez bankasının şeffaflık ve hesap verebilirlik eksikliğinden muzdariptir; bu durum yalnızca enflasyonla mücadele stratejisine verilen desteği zayıflatmakla kalmayıp aynı zamanda demokratik ilkelerle tam olarak tutarlı değildir. Ayrıca, “sadece yap” işleminin enflasyon hedeflemesi yaklaşımıyla değiştirilmesi, merkez bankasının uzun vadeli fiyat istikrarı hedefine olan bağlılığını güçlendirecek ve düşük enflasyona ulaşmayı sağlayacak olan ABD para politikasını kişiselleştirmeye yardımcı olacaktır.

1.4. Aktarım Mekanizmaları

Para politikalarıyla ilgili kararların reel ekonomi ve bu ekonomideki fiyatları hangi kanallar üzerinden ne şekilde ve ne kadar süre gecikmeyle etkilediğini ifade etmek için “aktarım mekanizmaları” ifadesi kullanılır. Aktarım mekanizmaları, iki nedenden dolayı para ekonomisinin en çok çalışılan alanlarından biridir. İlk olarak, para politikasının ekonomiyi nasıl etkilediğinin anlaşılması, para politikasının duruşunun belirli bir noktada ne olduğunun değerlendirilmesinde esastır. Bir merkez bankasının politika aracı, örneğin ABD’deki federal fon oranı düşük olsa bile, para politikasının diğer varlık fiyatları ve miktarları üzerindeki etkileri nedeniyle para politikası kısıtlayıcı olabilir. İkincisi, politika araçlarının nasıl belirleneceğine karar vermek için, para politikası belirleyicilerinin politikalarının ekonomi üzerindeki zamanlaması ve etkilerinin doğru bir şekilde değerlendirilmesi gerekir. Bu değerlendirmenin yapılabilmesi için para politikasının gerçek ekonomik faaliyet ve enflasyonu etkilediği mekanizmaların anlaşılması gerekmektedir. Para aktarım kanalları Şekil 1’de kısaca gösterilmiştir.

En yaygın olarak kullanılan mekanizma, Keynesyen standart parasal aktarım kanalı olarak da bilinen parasal aktarım kanalıdır. Bu mekanizma faiz yoluyla alakalı olarak faizlerdeki düşme, sermaye için gerekli maliyetini azaltarak yatırımda kullanılan harcama miktarını arttırmakta, bununla doğru orantılı olarak talep ve üretimde artış meydana gelmektedir. (Telatar, 2002; Kasapoğlu, 2007; Karpuz, 2012; TCMB, 2013).

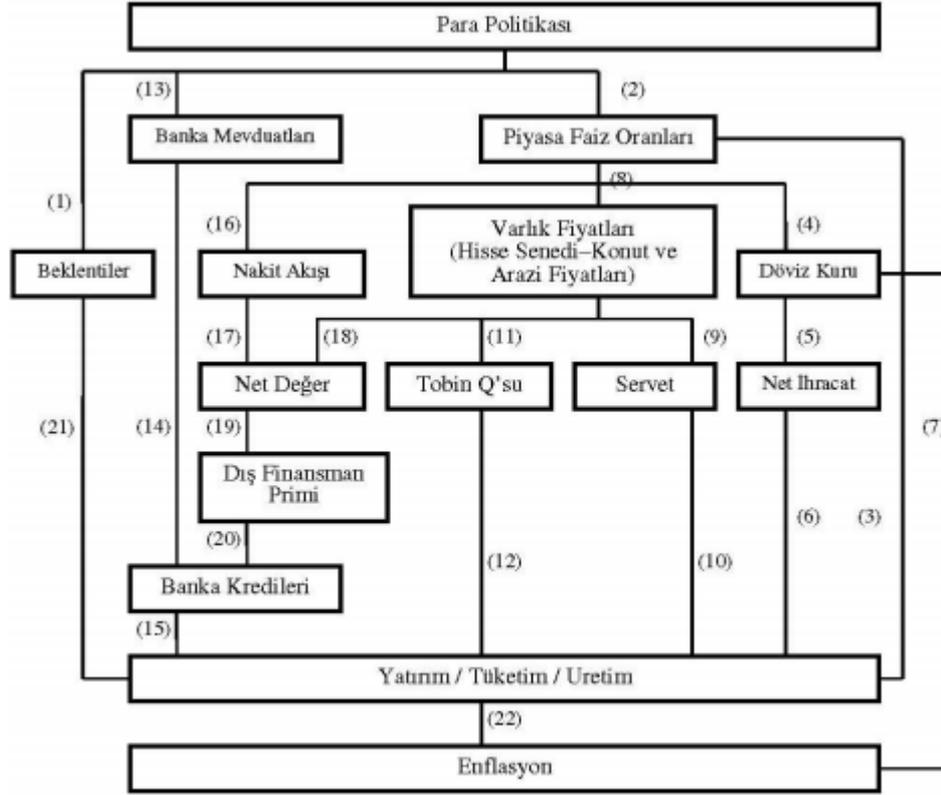
Para politikasındaki değişiklikler, faiz oranındaki değişimlerden yüksek olması durumunda kredi piyasası para politikası etkisini yükseltmektedir. Bu nedenle icra

edilen daraltıcı para politikaları neticesinde, banka kredilerinde düşüşe neden olmaktadır. Kredi miktarının düşürülmesi, şirket ve hanehalkının az miktarda kredi için rekabet etmesine neden olurken, kredi piyasasında rekabetçi bir ortam yaratır. Buna bankanın kredi oranlarının faiz oranlarına göre daha fazla değişmesine sebebiyet veren “finansal hızlandırıcı” adı da verilir (Kasapoğlu, 2007).

Parasal aktarım mekanizması kanalları, doğal olarak farklı değişkenleri farklı hızlarda etkilediği gibi farklı yoğunluklarda da etkilerler. Bundan dolayı, para politikalarının mevcut reel sektörlere etkileri incelenirken, aktarım kanallarının etkilerinin her ekonomide benzer olup olmadığı bir yana; bu ekonomilerin hangi niteliklerinin aktarım mekanizması kanallarının çalışmasına paralel olarak önemini belirlediği sorularının çözülmesi önem kazanır (Loayza ve Hebbel, 2002). Para politikası hakkındaki karar vericiler, hanehalkı veya işletmelerin fiyatlama davranışlarından dolayı enflasyonu doğrudan kontrol etme gücünü yaşarlar (Önder, 2005). Aktarım mekanizmalarının etkisi zamana bağlı olarak ekonominin açıklık düzeyine, ekonominin büyüklüğü ve yapısına göre değişiklik gösterebilmektedir.

Dünyadaki ülkelerin takip ettikleri para politikalarının zamanlamaları veya etkilerinin tam olarak doğru tahminlenememesi nedeniyle sağlam para politikaları için parasal aktarım mekanizması konusunda doğru bir değerlendirme yapabilmenin gerekliliği ortadadır (Önder, 2005).

Şekil 1. Para Aktarım Kanalları



Kaynak: Gert Peersman, *The Transmission of Monetary Policy in the Euro Area: Implications for the European Central Bank*, Ph. D. of Economics in Universiteit Gent, 2001, s. 6.

1.4.1. Faiz Oranı Kanalıyla Aktarım Mekanizması

Faiz oranı kanalıyla aktarım mekanizması, reel faiz oranının düşürülmesiyle gerçekleştirilen para politikasının gevşemesinin etkisini gösteren Formül (1) ile ifade edilebilir:

$$r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow \quad (1.1)$$

Bu formülde para politikasının gevşemesinin reel faiz oranlarında (r) düşüşe yol açtığını ve bunun sonucunda reel borçlanma maliyetini düşürdüğünü, dolayısıyla yatırım harcamalarında (I) bir artışa yol açtığını ve sonuç olarak toplam talebin (Y^{ad}) artmasına yol açtığı görülebilmektedir. Keynes, bu kanalın işletmelerin yatırım harcaması konusundaki kararları doğrultusunda faaliyet gösterdiğini vurgulasa da yeni parasal aktarım mekanizmalarının araştırılması, ekonomistlerin tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim harcamaları (araba ve buzdolabı gibi) konusundaki kararlarının da

yatırım kararları olduğunu kabul etmelerini sağlamıştır. Bu nedenle, yukarıdaki formülde belirtilen parasal aktarımın faiz oranı kanalı, tüketici harcamalarına eşit olarak uygulanır ve bu durumda "I", konutlarda ve dayanıklı tüketim harcamalarında yatırımları temsil eder.

Faiz oranı aktarım mekanizmasının önemli bir özelliği, tüketici ve işletme kararlarını etkileyen oran olarak reel (nominal faiz oranından farklı olarak) faiz oranına vurgu yapmasıdır. Ek olarak, harcamalar üzerinde en büyük etkiye sahip olduğu düşünülen gerçek uzun vadeli faiz oranıdır. Örneğin toplam fiyat seviyesinin zaman içerisinde yavaş ayarlanması merkez bankası tarafından yapılan kısa vadeli nominal faiz oranını düşüren genişleyici para politikasına sebep olmakta ve kısa vadeli reel faiz oranının da düşmesine sebep olmaktadır.

Uzun vadeli faiz oranı, gelecekteki beklenen kısa vadeli faiz oranlarının bir ortalamasıdır hipotezine göre düşük bir reel kısa vadeli faiz oranının, devam etmesi beklendiği sürece, gerçek uzun vadeli faiz oranının düşmesine yol açtığı görülmektedir. Bu düşük reel faiz oranları, daha sonra, toplam talebin artmasına neden olan sabit işletme yatırımlarında, konut yatırımlarında, stok yatırımlarında ve dayanıklı tüketim harcamalarında artışa yol açmaktadır.

Nominal faiz oranından ziyade reel faiz oranının harcamaları etkilemesi gerçeği, nominal faiz oranları bir deflasyon dönemi sırasında çakılsa bile para politikasının ekonomiyi canlandırdığı önemli bir mekanizma olduğunu göstermektedir. Çakılmış bir nominal faiz oranlarıyla, gelecekteki genişletici para politikasına yönelik bir taahhüt beklenen enflasyonu (π^e) artırabilir, böylece nominal faiz oranı sıfır olarak sabitlendiğinde ve faiz oranı kanalıyla yapılan harcama teşvik edildiğinde bile gerçek faiz oranını ($r = i - \pi^e$) azaltabilir. Bu mekanizma, para politikasının, nominal faiz oranları para otoriteleri tarafından halihazırda sıfıra indirildiği zaman bile etkili olabileceğini göstermektedir (Mishkin, 2007).

$$\pi^e \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow \quad (1.2)$$

1.4.2. Varlık Fiyatları Kanalıyla Aktarım Mekanizması

Varlık fiyatları kanalı reel varlık fiyatları yanı sıra hisse senedi fiyatlarındaki değişim ile etkileşen servet etkisiyle beraber işlev görür (Eroğlu ve Eroğlu, 2012). Para politikalarının artması sonucunda para rezervleri dolayısıyla da mevduatlar artacağından piyasaya verilebilecek kredi tutarı da fazlalaşmaktadır. Süreç, işletmelerin yatırım maliyetlerinin artmasına sebebiyet vererek toplam talebin de yükselmesini sağlayacak bir etkiye neden olacaktır (TCMB, 2013). Parasalcı iktisatçılar, varlık fiyatı kanalında Keynesyen IS-LM modelinin salt olarak faiz oranına yaklaşımını yanlış bulmaktadırlar. İtirazlarına temel gerekçe olarak parasal aktarım sürecindeki nispi fiyatla ilgili unsurlardan sadece birinin faiz oranı olmasını göstermektedirler. Reel servet ve diğer varlıkların fiyatlarının ülkenin ekonomisindeki etkisinin göz ardı edildiğini vurgularlar (Mishkin, 1996).

1.4.2.1. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı, ülkelerin veya merkez bankalarının yürüttüğü para politikalarının döviz kurlarında meydana getirdiği net etkinin ülkelerin ihracatına yansması dolayısıyla oluşan üretimdeki değişim olarak tanımlanmaktadır (Örnek, 2009). Dışa açık olan ülke ekonomileri ve bu ülkelerin ticaretinde dış ticaretin üretim içindeki payı çok fazla olduğundan ((İhracat+ Toplam ithalat) / GSMH oranı büyüktür), kurdaki hareketlilik ve değişimler, üretimde ve fiyat belirlenmesinde etkili olabilmektedir.

Toplam arz ve talebi etkileyerek varlığını gösteren döviz kuru kanalı, parasal genişlemeyle birlikte yerli faiz oranlarında düşüşlerle karşılaştığında avantajını yitirerek sermaye çıkışlarının başlamasına neden olur. Ulusal paranın değeri düşmeye başlamasıyla birlikte yerli üretim malların değeri ithal mallara göre daha avantajlı hale gelir. Dolayısıyla toplam talebin artmasıyla beraber net ihracatta artar. Sürecin bu şekilde devam etmesi ithal malların değerinin ulusal para cinsinden artmasına dolayısıyla da enflasyonun yükselmesine sebebiyet verir. Buna ilaveten, ithal ara mallarının fiyatlarının artması, toplam arzın düşmesi ile fiyatlarda artışa sebep olur (Loayza ve Hebbel, 2002).

1.4.2.2. Tobin'in q Teorisi

Bilim adamı James Tobin, Tobin'in q teorisi olarak adlandırılan ve para politikasının hisse senetlerinin değerlemesi üzerindeki etkileriyle ekonomiyi nasıl etkileyebileceğini açıklayan bir teori geliştirmiştir. Burada, q sayısı, sermayenin ikame masrafına bölünmesiyle firmaların piyasa değeri olarak tanımlanmaktadır. Eğer q değeri yüksekse, firmaların piyasa fiyatı sermayenin ikame masrafına göre yüksektir ve yeni fabrika ve ekipman sermayesi firmaların piyasa değerine göre ucuzdur. Böylece şirketler, satın aldıkları tesis ve ekipmanların maliyetine göre hisse senedi çıkarabilir ve bunun için yüksek bir fiyat alabilir. Bu durumda yatırım harcamaları artacaktır, çünkü firmalar çok az miktarda hisse senedi ile çok sayıda yeni yatırım malları alabilirler. Tersine, q değeri düşük olduğunda, şirketler yeni yatırım malları satın almayacaklardır, çünkü firmaların piyasa değeri sermaye maliyetine göre düşüktür. Eğer şirketler q düşük olduğunda sermaye elde etmek isterlerse, ucuza başka bir şirket satın alabilir ve eski sermaye elde edebilirler. Bu durumda da yatırım harcaması ve yeni yatırım malları alımı çok düşük olacaktır. Mishkin (2007)'e göre Tobin'in q teorisi, Büyük Buhran sırasında görülen son derece düşük yatırım harcaması oranı için iyi bir açıklama sunmaktadır. Bu dönemde, hisse senedi fiyatları çökmüş ve 1933 yılında, hisse senetleri 1929'un sonundaki değerinin sadece onda birine kadar düşüş göstermiştir. Bu durum göstermiştir ki q değeri ve yatırım harcaması arasında bir bağlantı bulunmaktadır. Uygulanan para politikası sonucunda tahvillerin reel faiz oranlarının düşmesi, bu alternatifin hisse senetlerine beklenen getirisinin düşmesi anlamına gelmektedir. Bu, hisse senetlerini tahvillere oranla daha cazip hale getirerek talepleri artırır ve sonuç olarak hisse senedi fiyatları artar. Sonuç olarak, daha yüksek hisse senedi fiyatlarının (Ps) daha yüksek q ve dolayısıyla daha yüksek yatırım harcamasına yol açacağı sonucu ortaya çıkar. Aşağıdaki para politikası aktarım mekanizmasını yazabilir:

$$r \downarrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow \quad (1.3)$$

1.4.2.3. Refah Etkisi

Refah etkisi, hisse senedi fiyatlarının hızlanması nedeniyle hisse senedi portföylerinin değeri arttığında, bireylerin servetlerinde kendilerini daha rahat ve

güvende hissedeceklerini ve dolayısıyla daha fazla harcama yapmalarını sağlayan bir teoridir. Yatırım portföylerindeki önemli artışlar, insanların servetleri ve harcama seviyeleri konusunda kendilerini daha güvende hissetmelerini sağlar (Darby, 1987).

Kişisel harcama ile olan ilişkisine ek olarak, bu teori işletmelere uygulanabilir, çünkü şirketler istihdam seviyelerini ve artan varlık değerleri arasındaki sermaye harcamalarını, tüketici tarafında gözlenen benzer şekilde yükseltirler. Bir yatırımcının portföyünün değerindeki bir kazanç aslında daha yüksek harcanabilir gelire eşit değildir. Başlangıçta, borsa kazançlarının gerçekleşmemiş olarak kabul edilmesi gerekir, çünkü bunlar düzenli gelirdeki artışlarla aynı değildir. Gerçekleşmemiş bir kazanç, kâğıtta var olan ancak henüz para karşılığı satılmayan bir kârdır (Baker, 2011).

Artan harcamaların daha yüksek konut piyasası değerleriyle ilişkilendirilmesi konusunda güçlü kanıtlar bulunmaktadır. Bu teorinin savunucuları, artan tüketici harcamalarının, özellikle konut piyasası gibi ekonominin bazı kesimlerinde, düşük faiz oranları ve krediye daha kolay erişimle teşvik edilebileceğini belirtmektedirler. Örnek olarak düşük faiz oranları genellikle daha fazla sayıda konut satışına yol açar, bu da talebin arzı ağırlaştıkça daha yüksek konut değerlerine neden olur (Mishkin, 2007).

$$r \downarrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow \text{refah} \uparrow \Rightarrow \text{tüketim} \uparrow \Rightarrow Y^{\text{ad}} \uparrow \quad (1.4)$$

1.4.3. Kredi Kanalıyla Aktarım Mekanizması

Faiz oranı etkilerinin para politikasının dayanıklı varlıklara harcama üzerindeki etkisini açıkladığı durumla ilgili memnuniyetsizlik, finansal piyasalarda finansal sürtüşmelere yol açan bir sorun olan asimetrik bilgi kavramına dayanan yeni bir tanım meydana getirmiştir. Kredi görünümü olarak adlandırılan bu tanım, iki tür parasal aktarım kanalının, kredi piyasalarındaki finansal sürtüşmeler sonucu ortaya çıktığını göstermektedir: banka kredileri üzerindeki etkiler yoluyla faaliyet gösterenler ve şirketler ve hanehalkı'nın bilançoları üzerindeki etkiler ile çalışanlar (Bernanke ve Gertler, 1995; Mishkin, 2007).

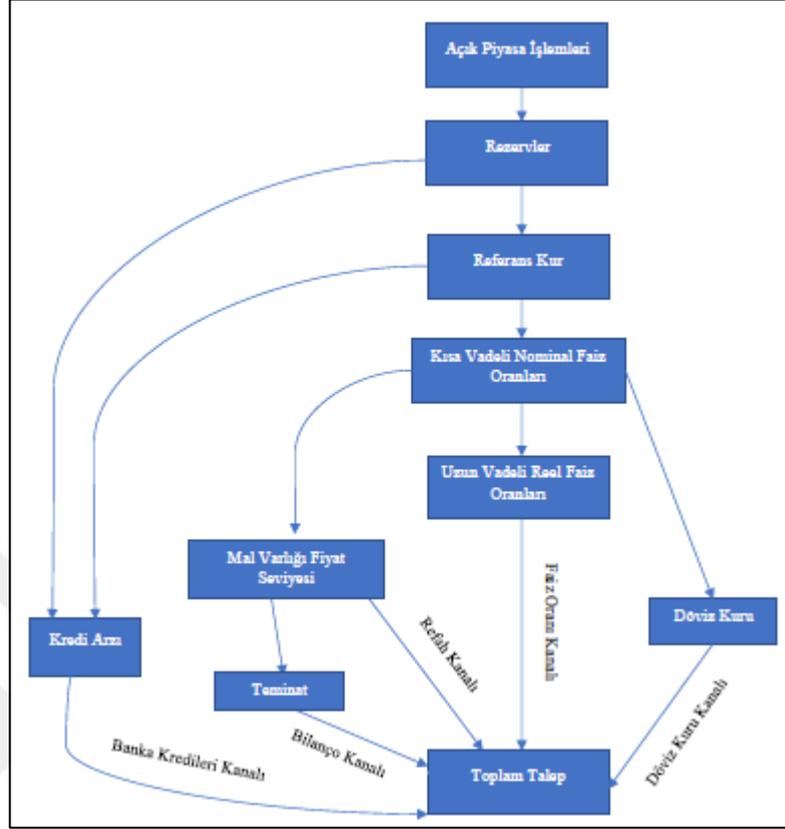
1.4.3.1. Banka Kredileri Kanalı

Banka kredisi kanalı kavramı, bankaların finansal sistemde özel bir rol oynadığını gösteren analizlere dayanmaktadır, çünkü kredi piyasalarında asimetrik bilgi problemlerini çözmede özellikle uygundur. Bankaların özel rolü nedeniyle, bazı borçlular bankalardan borçlanmadıkça kredi piyasalarına erişemez. Bireysel banka mevduatlarının diğer fon kaynakları ile mükemmel bir şekilde ikame edilememesi durumunda, parasal aktarımın banka kredi verme kanalı aşağıdaki şekilde işlemektedir: Banka rezervlerini ve banka mevduatlarını artıran genişleyen para politikası, mevcut banka kredisi miktarını artırmaktadır. Birçok borçlu, faaliyetlerini finanse etmek için banka kredilerine bağımlı olduğu için, kredilerdeki bu artış yatırım (ve muhtemelen tüketici) harcamalarının artmasına neden olmaktadır (Meltzer, 1995).

1.4.3.2. Bilanço Kanalı

Para politikası aktarımının bu kanalı, özel firmaların finansal durumunun para politikasının aktarım mekanizmasındaki rolünü ifade eder. Politikadaki değişimlerin sadece piyasa faiz oranlarını değil aynı zamanda özel firmaların finansal durumunu da etkilemesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır, çünkü faiz oranlarındaki değişiklikler banka bilançolarını, nakit akışını ve şirketlerin net değerini etkilemektedir. Yüksek faiz oranları, nakit akışında azalma, net değerde azalma, kredilerde düşüş ve toplam talebin azalmasına neden olmaktadır. Olumsuz seçim sorununu ortaya çıkaran firmaların net değerindeki düşüş, yatırım harcamalarını finanse etmek için borç vermenin azalmasına yol açmaktadır. Düşük net işletme değeri ahlaki tehlike sorununu da artırır, çünkü sahiplerinin firmalarında daha düşük özsermaye payına sahip oldukları ve riskli yatırım projelerine katılmaları için daha teşvik edici oldukları anlamına gelir. Borçlular daha riskli yatırım projeleri üstlendiklerinde, borç vericilerin geri ödememesi olasıdır ve bu nedenle işletmelerin net değerindeki düşüşün, borç vermede azalmaya ve dolayısıyla yatırım harcamalarında azalmaya yol açması olasıdır. Buradaki argüman, resmi faiz oranlarının piyasa değerini ve belirli finansal araç kategorilerinin gelir akışını etkilediği ve servet ve faiz gelirindeki bu değişikliklerin mikro ve toplam harcama, çıktı, fiyatlar ve firmaların karlılığı üzerinde etkili olduğu yönündedir. Çünkü bu durum şirket hesaplarının bilanço kalemlerini doğrudan etkiler (Peter, 2005; Mishkin, 2007).

Şekil 2. Para Politikası Aktarım Mekanizması



1.4.3.3. Nakit Akışı Kanalı

Bir diğer bilanço kanalı ise nakit akışını, firmaların nakit gelirlerini ve nakit harcamaları arasındaki farkı etkileyerek işler. Para politikasının gevşetilerek nominal faiz oranlarının düşürülmesi, firmaların bilançolarında da iyileşmeye neden olduğu için nakit akışını arttırmaktadır. Nakit akışındaki artış, firmanın (veya hanehalkının) likiditesini artırır ve böylece borç verenlerin (şirketlerin veya hanehalkının) faturalarını ödeyip ödeyemeyeceklerini bilmelerini kolaylaştırır. Sonuç olarak, olumsuz seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının daha az ciddi hale gelmesi borç verme ve ekonomik faaliyetlerde artışa yol açmaktadır. Bu aktarma mekanizmasının önemli bir özelliği, nominal faiz oranlarının firmaların nakit akışını etkilemesidir. Dolayısıyla, bu faiz oranı mekanizması, reel faiz oranının yatırıma etkilediği geleneksel faiz oranı kanalından farklıdır. Ayrıca, kısa vadeli faiz oranı bu aktarım mekanizmasında özel bir rol oynamaktadır, çünkü kısa vadeli borç üzerindeki faiz ödemeleri genellikle hane halklarının ve firmaların nakit akışı üzerinde en büyük etkiye sahiptir (Mishkin, 2007).

1.4.3.4. Beklenmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı

Bu aktarım mekanizması, para politikasının genel fiyat düzeyindeki etkileriyle çalışır. Sanayileşmiş ülkelerde borç ödemeleri sözleşmeye bağlı olarak sabit olduğundan, fiyat seviyesindeki beklenmedik bir artış firmaların borçlarının değerini reel olarak düşürür (borcun yükünü azaltır) ancak firmaların varlıklarının gerçek değerini düşürmez. Para politikasındaki gevşeme enflasyonda ve fiyat düzeyindeki beklenmedik yükselişe sebep olmaktadır. Bu durum da net değeri artırarak olumsuz seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını azalmasına, dolayısıyla yatırım harcamalarında ve toplam talepte bir artışa yol açar.

1.4.3.5. Hanehalkı Likidite Etkisi

Mishkin (2007)'e göre kredi kanalındaki çoğu literatür işletmeler tarafından yapılan harcamalara odaklanmasına rağmen, kredi görünümü tüketici harcamalarına, özellikle dayanıklı tüketim mallarına ve konutlara yapılan harcamalara eşit derecede uygulanmalıdır. Parasal daralmanın neden olduğu banka kredisi indirimlerindeki düşüş, diğer kredi kaynaklarına erişimi olmayan tüketiciler tarafından dayanıklı eşya ve konut alımlarında düşüslere neden olmalıdır. Benzer şekilde, faiz oranlarındaki artışlar hanehalkı bilançolarında bozulmalara neden olmalıdır, çünkü tüketicilerin nakit akışı olumsuz yönde etkilenir.

Bilanço kanalı ayrıca dayanıklı tüketim ve konut harcamaları üzerindeki likidite etkisi ile de çalışmaktadır. Likidite etkileri olarak bakıldığında, bilanço etkileri, tüketicilerin borç verenin borç verme arzusundan ziyade harcama arzusu üzerindeki etkileriyle çalışır. Dayanıklı tüketim malları ve konutlar çok likit olmayan varlıklar olarak kabul edilmektedirler (Koçyiğit, 2009). Şiddetli bir gelir şokunun bir sonucu olarak, tüketicilerin para biriktirmek için tüketim mallarını ya da konutlarını hemen satmaları gerekiyorsa, bu varlıkların tam değerini alamayacakları için büyük bir finansal zarar görmeleri beklenir. Buna karşın, eğer tüketiciler bankadaki para, hisse senetleri veya tahviller gibi finansal varlıkları ellerinde tutuyorlarsa, bunları piyasa değerinde hızla ve kolayca satabilirler ve ellerindeki parayı arttırabilirler. Bu nedenle, tüketicilerin kendilerini finansal sıkıntı içerisinde bulma ihtimali belirlediğinde, dayanıklı tüketici

malları ve konut varlıkları yerine daha büyük miktarda likit finansal varlıkları tutmayı tercih etmeleri beklenmektedir. Tüketiciler borçlarına göre büyük miktarda finansal varlığa sahip olduğunda, finansal sıkıntı olasılığına dair tahminleri düşüktür ve dayanıklı tüketim ürünleri veya konut satın almak için daha isteklidirler. Borsa fiyatları yükseldiğinde ise finansal varlıkların değeri de artar bu durum da dayanıklı tüketim ürünleri harcamalarını arttıracaktır, çünkü tüketiciler daha güvenli bir finansal konuma ve gelecek beklentisine sahip olacaklardır. Daha az getirili dayanıklı tüketim malları ve konut varlıklarının likidite darlığı, parasal gevşemenin ortaya çıkmasına ve bu sebeple faiz oranlarının düşerek tüketicilere nakit akışının sağlanmasına ve sonuç olarak dayanıklı tüketim malları ve konut harcamalarında artışa neden olmaktadır. Tüketici nakit akışındaki artış, müşterilerin dayanıklı mal ve konut tutma isteklerini arttıran finansal sıkıntı olasılığını azaltır, böylece bu ürünlere olan harcamaları artırır ve dolayısıyla toplam talebi artırır. Bu etkinin nakit akış kanalı ile arasındaki tek fark, borç verenin, tüketicilere borç verme isteğinin değil de tüketicilerin harcama istekliliği olduğu yönündedir (Christiano ve Eichenbaum, 1992; Mishkin, 2007).

1.4.4. Beklenti Kanalı

Ekonomideki gelecekteki değişimlerde oluşması beklenen değişimler aracılığıyla işleyen bir mekanizma olan beklentiler kanalı, öncelikli olarak enflasyon ile ilgilenir (TCMB, 2013). Ekonominin gelecekteki durumu hakkındaki belirsizlikler farklı beklentilerin oluşmasına da neden olmaktadır. Beklentiler, önceki yıllardaki makroekonomik büyüklüklere ve geçmişteki ekonominin yapısına dayanmaktadır. Ekonominin geleceği için beklentiler para politikası uygulamalarında önemlidir (Cengiz, 2009). Merkez bankasının güvenilirliği açısından beklentiler ve beklentilerin durumu önem arz etmektedir. İlgili iktisadi çevreler merkez bankasının enflasyonla mücadelesindeki tutarlılığına, kararlılığına ve güvenilirliğine ikna olurlarsa, ülkede faiz oranları yükselse bile enflasyon beklenti düzeyi azalmaktadır (Yılmaz, 2012). Para politikası hakkındaki beklentiler zamanla fiili beklentileri dahi değiştirebilmektedir. Ekonomik yapının durumuyla ilgili beklentiler istihdam düzeyi, marjlar ve ücretler üzerindeki beklentileri doğrudan etkiler. Enflasyon hedefini tutturmak için büyümenin yavaşlaması söz konusu olabilir (Kasapoğlu, 2007).

1.5. Para Politikası Teorileri

Makroekonomi alanı incelendiğinde, piyasaların ve katılımcıların nasıl işlediğine dair farklı görüşler içeren birçok farklı düşünce okulu şeklinde düzenlendiği görülmektedir. Bu kısımda farklı düşünce okullarından bazıları incelenecektir.

1.5.1. Klasik Para Politikası Yaklaşımı

18. yüzyılın ortasından 19. yüzyılın ortasına kadarki dönemin ekonomik düşüncesi olan klasik iktisat teorisinin büyük bir kısmı İngiltere'den ortaya çıkmıştır. Ana düşünürleri Adam Smith, Jean-Baptiste Say, David Ricardo, Thomas Robert Malthus ve John Stuart Mill olarak geçmektedir (Smith, 1776; Ricardo, 1817; Malthus, 1817; Say, 1836; Mill 1869).

Klasik iktisatçılar para talebinin faize duyarlı olmadığını savunmaktadırlar. Klasiklere göre para talebinde faiz esnekliğinin sıfır alınması para dolanım hızının sabitliğiyle alakalıdır. Buna göre para sadece işlem amacıyla talep edilir. Ayrıca, para arzında değişiklikler yaratarak çıktı düzeyi, istihdam ve faiz oranlarını etkilemek mümkün olmamaktadır. Para arzındaki artış fiyatlar genel düzeyini de arttırır. Buna göre para talebinin faiz esnekliği sıfırsa para politikasının etkili olduğu düşünülür (Zekai ve Erdoğan, 2002). Klasik iktisatçılar işsizliğin gayri iradi yani insanların iradesi dışında olmadığını savunmaktadır. Burada çalışmayanların ücret düzeyine razı olmadıkları için işsiz oldukları savunulmaktadır. Klasiklere göre her arzın kendi talebini yarattığı görüşü benimsenmiş olup ekonominin daima tam istihdamda olduğu savunulmaktadır. Yine klasik iktisatçılara göre değer kaynağı emek, büyümenin temel dinamiği tasarruflardır. Devlet ekonomiye müdahale etmemeli, dış ticaret serbest olmalıdır.

Klasik iktisat teorisi incelendiğinde esas olarak büyüme ve gelişme ile ilgili olduğu görülmektedir. Ulusların zenginliğinin doğasını ve nedenlerini ve ulusal ürünün, artan nüfus ve sınırlı kaynaklar ve özel işletme ekonomisindeki serbest rekabet çerçevesinde üretim faktörleri arasındaki dağılımını araştırmak için yola çıkmıştır. Bu teorideki amaç, sermaye birikimi, piyasaların genişlemesi ve iş bölümüne dayanmaktadır. Klasik ekonomi de politika önerilerine yönelik olarak güçlü bir şekilde

yönlendirilmiş, ancak genellikle piyasa başarısız olduğunda pragmatik gerekçelerle müdahalede bulunulmuştur. Klasik ekonomi aynı zamanda mikroekonomik sorunları da incelemiştir. Klasik değer teorisi, üretim maliyetlerini ve emek-değer teorisini vurgulamaktadır.

Adam Smith'in 1776'daki *Ulusların Zenginliği* kitabının genellikle klasik ekonominin başlangıcını işaret ettiği düşünülmektedir. Smith'in kitabındaki temel mesaj, herhangi bir ulusun servetinin hükümdarın kasasındaki altın tarafından değil, milli gelir tarafından belirlenmesi gerektiğidir. Bu gelir, sırayla, ekonominin merkezi kavramlarından biri haline gelen, işbölümü ve etkin sermaye kullanımıyla etkin bir şekilde organize edilen, yerleşiklerin emeğine dayanmaktadır (Pearce, 1986). İktisat politikası açısından, klasik iktisatçılar pragmatik liberallerdir ve serbest piyasa ekonomisini savunmaktaydılar ve devletin ortak yararı sağlamada rol oynadığını görmüşlerdir. Smith ise, piyasanın ortak çıkarlara hizmet etmenin en iyi yolu olmadığını kabul etmiştir. Ortak yararı destekleyen maliyetlerin daha büyük bir kısmının bu masrafları karşılayabilecek kişilerce karşılanması gerektiğini savunmaktadır. Smith, tekelin tehlikeleri hakkında uyarıda bulunmuş ve rekabetin önemini vurgulamıştır. Vizyonunda, üretken emek gerçek bir gelir kaynağıyken, sermaye ise işçinin verimliliğini arttıran ve büyümeyi teşvik eden ana örgütlenme kuvvetidir. Uluslararası ticaret açısından klasik iktisatçılar serbest ticaretin savunucularıydı (Hollander, 2013).

Ulusların zenginliğindeki büyümeyi analiz etmek ve bu büyümeyi teşvik etmek için politikaları savunmak çoğu klasik ekonomistin ana odağını oluşturuyordu. Bununla birlikte, John Stuart Mill, sabit bir nüfus büyüklüğüne ve sabit bir sermaye stokuna sahip gelecekteki bir durağan durumun, insanlık için kaçınılmaz, gerekli ve de arzu edildiğine inanıyordu. Bu durum sabit durumlu bir ekonomi olarak tanımlanmaktadır (Mill, 1869; Niehans, 1987).

Klasik iktisatçılar, ekonomik dinamikleri araştırmak için emek-değer teorisi geliştirmişlerdir. Politik iktisatta, değer genellikle fiyattan ayrı olan borsa değerini ifade eder. William Petty, fiyatlardaki düzensizlikleri kolaylaştırmak için piyasa fiyatı ile doğal fiyat arasında temel bir ayrım yapmıştır. Piyasa fiyatları, herhangi bir soyut düzeyde teorileştirilmesi zor olan geçici etkilerin çoğuyla azaltılabilir. Örneğin Petty, Smith ve Ricardo'ya göre doğal fiyatlar, belirli bir zamanda çalışan sistematik ve kalıcı

güçleri yakalar. Piyasa fiyatları ise her zaman Smith'in teorisine benzer şekilde bir süreçte doğal fiyatlara yönelir (Petty, 1751, Pierce ve Tysome, 2014).

Diğer düşünce okullarının aksine, Marx dışında, Malthus yaklaşımı çoğu üye tarafından kabul edildiğinden, klasik ekonomi bir nüfus teorisi olduğu gerçeğiyle ayırt edilir. Ayrıca, John Hicks ve Samuel Hollander, Nicholas Kaldor, Luigi L. Pasinetti ve Paul A. Samuelson, klasik iktisat teorisi hakkında çeşitli modeller ortaya koymuşlardır. Klasik iktisat teorisinin zayıflıkları ise toplam talebin yetersiz bir şekilde ele alınması (bkz. Say Yasası) ve ücret fonunu ve fiziksel yatırımı karşılamak için sermaye arzını neyin belirlediğine dair netliğe sahip olmaması olarak açıklanabilir (Samuelson, 1948; Kaldor, 1957; Pasinetti, 1962; Hicks, 1963; Hollander, 1973; Hollander, 1985; Pearce, 1986; T-Rutherford, 2013; Skousen, 2015).

1.5.2. Neo-Klasik Para Politikası Yaklaşımı

Neoklasik ekonomi, arz ve talebi bireyin rasyonelliğiyle ve fayda ya da karı maksimize etme kabiliyetiyle ilişkilendiren bir ekonomi yaklaşımıdır. Neoklasik ekonomi ayrıca ekonominin çeşitli yönlerini incelemek için matematiksel denklemleri kullanır. Bu yaklaşım, 19. yüzyılda, A. Marshall, V. Pareto, I. Fisher, A.C. Figo'nun görüşlerine ve William Stanley Jevons, Carl Menger ve Léon Walras'ın kitaplarına dayanarak geliştirilmiştir ve 20. yüzyılın başlarında popüler olmuştur (Menger, 1871; Jevons, 1886; Walras, 1896). Neoklasik ekonomi terimi, 1900'de resmen tanımlanmıştır (Mason ve Butos, 2012).

Bu görüşü savunan iktisatçılar klasik okulun tam rekabet, tam istihdam, Say yasası ve görünmez el görüşlerini kabul etmekle birlikte tam rekabetten sapmaların olduğunu ve bir malın değerinin emekten ziyade üretici açısından karına ya da tüketici açısından faydasına bağlı olduğunu savunmaktadırlar. Ayrıca, parayı kısmen önemli saymakla birlikte maliye politikasına şiddetle karşı çıkarlar. Neoklasik ekonomistler, tüketicinin bir numaralı endişesinin kişisel memnuniyeti en üst düzeye çıkarmak olduğuna ve herkesin faydaya ilişkin tam olarak bilgilendirilmiş değerlendirmelere dayalı kararlar verdiğine inanmaktadır. Bu teori, insanların ekonomik kararlar alırken rasyonel davrandıklarını belirten rasyonel davranış teorisi fikri ile çakışmaktadır. Dahası, neoklasik ekonomi bir malın veya hizmetin genellikle girdi maliyetlerinin

üstünde ve ötesinde bir değere sahip olduğunu şart koşar. Örneğin, klasik ekonomi bir ürünün değerinin malzeme maliyeti artı işçilik maliyeti olarak türetildiğine inanırken, neoklasik uygulayıcılar tüketicilerin fiyatı ve talebini etkileyen bir ürünün algılanan değerine sahip olduğu tezini savunmaktadırlar. Son olarak, bu ekonomik teori, rekabetin bir ekonomi içinde kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesine yol açtığını belirtir. Bu kaynak tahsisi, arz ile talep arasındaki pazar dengesini oluşturur (Wolff ve Resnick, 2012).

Bir sonraki başlıkta anlatılacak olan Keynesyen iktisatın aksine, bu ekonomi okulu tasarrufların yatırımı belirlediğini ve kaynakların işsizliğinden ziyade tam istihdamda büyüme ve piyasadaki denge ile ilgilendiğini belirtir. Neoklasik iktisatçıların takipçileri, bir ürünün değerinin tüketici algısı tarafından yönlendirildiğinden, akıllı kapitalistler tarafından yapılabilecek gelir ya da kârlara bağlı olmadığına inanmaktadırlar. Ürünün fiili maliyetleri ile satıldığı fiyat arasındaki bu farka "ekonomik fazla" denir.

Kurulduğu günden bu yana, neoklasik ekonomi günümüz ekonomisinin birincil hedefi haline gelmiştir. Şu anda en çok öğretilen ekonomi şekli olmasına rağmen, bu düşünce okulunun ciddi eleştiricileri de bulunmaktadır. Çoğu eleştiri, neoklasik ekonominin, gerçek durumları temsil etmeyen birçok temelsiz ve gerçekçi olmayan varsayımlar yaptığını göstermektedir. Örneğin, tüm tarafların rasyonel davranacağını varsaymak, insan doğasının diğer güçlere karşı savunmasız olduğu gerçeğini görmezden gelmekte, bu da insanların akılcı seçimler yapmamasına neden olabilmektedir. Bu nedenle birçok eleştirmen bu yaklaşımın gerçek ekonomileri tanımlamak için kullanılamayacağına inanmaktadır. Neoklasik ekonomi, bazen küresel borç ve ticaret ilişkilerinde eşitsizliklerden de sorumlu tutulur, çünkü teori, işçi hakları gibi meselelerin, ekonomik koşullar sonucunda doğal olarak iyileşeceğini iddia eder (Pearce 1986, Rutherford, 2013).

1.5.3. Keynesyen Para Politikası Yaklaşımı

Keynesyen ekonomi, ekonomideki toplam harcamaların ekonomik bir teorisi ve bunun çıktısı ve enflasyon üzerindeki etkileridir. Keynesyen ekonomi, 1930'larda Büyük Buhran'ı anlamak için İngiliz ekonomisti John Maynard Keynes tarafından

geliştirilmiştir. Keynes, talebi arttırmak ve küresel ekonomiyi depresyondan çıkarmak için artan devlet harcamalarını ve düşük vergileri savunmuştur. Daha sonralarda ise, Keynesyen iktisat, aktivist istikrar ve hükümetin ekonomik müdahale politikaları yoluyla toplam talebi etkileyerek optimal ekonomik performansın elde edilebileceği kavramına değinmek için kullanılmıştır. Keynesyen ekonomi kısa vadede ekonomideki değişimlere odaklanan "talep tarafı" teorisi olarak kabul edilir. Keynesyen iktisat, ekonomik durgunluğu önlemek ve toplam talebi yönetmek için aktif hükümet politikasını kullanmaya odaklanmaktadır. Ayrıca aktivist maliye ve para politikası, Keynesyen ekonomistlerin ekonomiyi yönetmek ve işsizlikle savaşmak için tavsiye ettiği başlıca araçlardır (Rutherford, 2013).

Keynesyen ekonomi, harcama, çıktı ve enflasyona yeni bir bakış açısı getirmiştir. Daha önce de değinildiği üzere klasik ekonomik düşünce, istihdam ve ekonomik üretimdeki döngüsel dalgalanmaların mütevazı ve kendi kendine ayarlanabileceğini savunmaktaydı. Klasik teoriye göre, eğer ekonomideki toplam talep düşerse, üretim ve işlerde ortaya çıkan zayıflık fiyat ve ücretlerde düşüşe neden olacaktır. Daha düşük bir enflasyon ve ücret seviyesi, işverenleri sermaye yatırımları yapmaya ve daha fazla insan istihdam etmeye, istihdamı teşvik etmeye ve ekonomik büyümeyi yeniden sağlamaya teşvik edecektir. Bununla birlikte, Büyük Buhran'ın derinliği ve ciddiyeti, bu hipotezi ciddi bir şekilde sınamıştır. Keynes, Say yasasını reddetmekle birlikte toplam arzın toplam talebi değil toplam talebin toplam arzı belirlediğini savunur. Genel İstihdam Teorisi, Faiz ve Para kitabında Keynes, durgunluklar sırasında yapısal katılıkların ve piyasa ekonomilerinin bazı özelliklerinin ekonomik zayıflığı daha da artıracığı ve toplam talebin daha da düşmesine neden olacağını savunmuştur (Keynes, 1936). Keynesyen iktisat, bazı ekonomistlerin düşük ücretlerin tam istihdamı geri getirebileceği fikrini, işverenlerin talep zayıf olduğu için satılmayan mallar üretmek için çalışanlar ekleyemeyeceğini savunarak tartışmaktadır. Benzer şekilde, Keynesyen düşüncede kötü işletme koşulları, şirketlerin yeni fabrikalara ve ekipmanlara yatırım yapmak için düşük fiyatlardan yararlanmak yerine sermaye yatırımını azaltmasına neden olabilir. Bu aynı zamanda toplam harcamaları ve istihdamı azaltma etkisine de sahip olacaktır (Wolff ve Resnick, 2012, Skousen, 2015).

Keynes, bir ekonomik krizin, ne sebeple olursa olsun, işletmelerin ve

yatırımcıların arasına kattığı korku ve kasırganın ortaya çıkmasının, kendini tatmin edici hale getireceğini ve sürekli bir depresif ekonomik faaliyet ve işsizlik dönemine yol açabileceğini savunmuştur. Çözüm olarak da ekonomik sıkıntı dönemlerinde hükümetin, yatırımdaki düşüşü telafi etmek ve toplam talebi dengelemek için tüketim harcamalarını artıracak harcamalarda bulunması gerektiği bir maliye politikasını savunmuştur (Pierce ve Tysome, 2014). Para politikasının etkinliği konusunda çağdaş Keynesyenler ve ilk Keynesyenler arasında görüş farklılığı bulunmakta ve ilk Keynesyenlerce para politikasının etkisiz olduğu, çağdaş Keynesyenlerce de para politikasının etkili olduğu ancak maliye politikası kadar etkili olmadığı görüşünü savunmaktadırlar (Ataç, 2007).

Keynesyen ekonomi durgunluk dönemlerinde taleysel çözümlere odaklanmaktadır. Hükümetin ekonomik süreçlere müdahalesi, işsizlikle mücadele ve düşük ekonomik talep için Keynesyen görüşün savunduğu önemli bir düşüncedir. Keynesyen düşünce tarafından ekonomiye doğrudan devlet müdahalesine yapılan vurgu piyasalara sınırlı devlet müdahalesini savunanlar ile çelişmektedir. Faiz oranlarının düşürülmesi, hükümetlerin ekonomik sistemlere anlamlı bir şekilde müdahale etmelerinin ve böylece aktif ekonomik talep üretmelerinin bir yoludur. Keynesyen teorisyenler, ekonomilerin kendilerini çok hızlı bir şekilde istikrara kavuşturmadığını ve ekonomideki kısa vadeli talebi artıracak aktif müdahale gerektiğini savunmaktadırlar. Ayrıca, ücretlerin ve istihdamın, pazarın ihtiyaçlarına cevap vermede daha yavaş olduğunu ve takipte kalmak için devlet müdahalesi gerektirdiğini savunmaktadırlar (Bortis, 2003; Mason ve Butos, 2012, Özbilen, 2014).

1.5.4. Monetarist Para Politikası Yaklaşımı

Parasalcılık, bir ekonomideki toplam para miktarının ekonomik büyümenin birincil belirleyicisi olduğu inancına dayanan bir dizi görüştür. Bu düşünce, para miktar teorisine dayanarak, hükümetin para arzını oldukça istikrarlı tutması gerektiğini, bunun temel olarak ekonominin doğal olarak büyümesine olanak sağlamak için her yıl hafifçe genişlemesi gerektiğini savunan ekonomist Milton Friedman ile yakından ilişkilidir (Friedman, 1956).

Parasalcılık, bir ekonomide para arzının ekonomik büyümenin temel itici gücü

olduğunu belirten ekonomik bir düşünce okuludur. Sistemde paranın kullanılabilirliği arttıkça, mal ve hizmetlere yönelik toplam talep artar. Toplam talebin artması, işsizlik oranını azaltan ve ekonomik büyümeyi teşvik eden iş yaratılmasını teşvik eder. Bununla birlikte, uzun vadede, artan talep sonunda arzdan daha büyük olacak ve piyasalarda bir dengesizliğe neden olacaktır. Arzın daha fazla talep görmesinden kaynaklanan kıtlık, fiyatların yükselmesine neden olacak ve enflasyona yol açacaktır. Parasalcı yaklaşımda para politikası, para arzını kontrol etmek amaçlı faiz oranlarını ayarlamak için kullanılır. Faiz oranları arttığında, insanlar harcamaktan daha fazla tasarruf etmeye ve dolayısıyla para arzını azaltmaya veya daralmaya teşvik edilirler. Öte yandan, genişleyen bir parasal planın ardından faiz oranları düşürüldüğünde, borçlanma maliyeti azalmakta, bu da insanların daha fazla borç alabileceği ve daha fazla harcama yapabileceği, dolayısıyla ekonomiyi teşvik ettiği anlamına gelmektedir. Milton Friedman, para arzının aşırı genişlemesinin yol açtığı enflasyonist etkiler nedeniyle, para politikasının ekonomik istikrar ve fiyat istikrarını sağlamak için para arzındaki büyüme oranını hedef alarak yapılması gerektiğini savunmuştur (Friedman ve Schwartz, 2008). Friedman, Friedman'ın yüzde k kuralı adı verilen sabit bir büyüme oranı önermiştir. Burada, para arzının nominal yıllık GSYİH büyümesine bağlı sabit bir oranda artması ve yıllık sabit bir yüzde olarak ifade edilmesi gerektiği önerisinde bulunmuştur. Bu şekilde, para arzının ılımlı bir şekilde artması beklenir. İşletmeler her yıl para arzındaki değişiklikleri tahmin edebilecek ve buna göre plan yapabilecek, ekonomi istikrarlı bir oranda büyüyecek ve enflasyon düşük seviyelerde tutulacaktır. Parasalcı görüşün merkezinde yıllık harcanan paranın oranıyla çarpılan para arzı, ekonomideki nominal harcamalara eşittir anlayışına sahip parasal miktar teorisi bulunmaktadır. Formülle açıklanacak olursa;

$$MV = PQ$$

$$M = \text{Para arzı}$$

$$V = \text{Hız - paranın el değiştirdiği oran}$$

$$P = \text{Bir mal veya hizmetin ortalama fiyatı}$$

$$Q = \text{Satılan mal ve hizmetlerin miktarı}$$

Parasalıcı teorisyenler hızı sabit olarak görmektedirler ve para arzının GSYİH büyümesinin veya ekonomik büyümenin ana faktörü olduğunu ima etmektedirler. Ekonomik büyüme ise ekonomik aktivitenin (Q) ve enflasyonun (P) bir fonksiyonudur. Eğer V sabit ve öngörülebilir ise, M'deki bir artış (veya azalış), P veya Q'nun artmasına (veya azalmasına) neden olur. Fiyat seviyelerindeki bir artış, üretilen mal ve hizmetlerin miktarının sabit kalacağını gösterir. Üretilen malların miktarındaki artış, ortalama fiyat seviyesinin nispeten sabit olacağı anlamına gelir. Parasal düşünceye göre, para arzındaki değişiklikler, uzun vadede fiyat seviyelerini ve kısa vadede ekonomik verimi etkileyecektir. Dolayısıyla, para arzındaki bir değişiklik, fiyatları, üretimi ve istihdamı doğrudan belirleyecektir. Hızın sabit olduğu görüşü, ekonomi değişken olduğu ve periyodik istikrarsızlığa maruz kaldığı için hızın sabit olmaması gerektiğine inanan Keynesyenler'e karşı bir çelişki oluşturmaktadır. Bir önceki kısımda anlatıldığı üzere, Keynesyen iktisat, toplam talebin ekonomik büyümenin anahtarı olduğunu belirtir ve talebi artırmak için merkez bankalarının ekonomiye daha fazla para enjekte etme eylemlerini destekler. Bu durum, bu tarz yaklaşımın enflasyonla sonuçlanacağını iddia eden parasalıcı teoriye aykırıdır (Branson, 1975; Pearce, 1986, Rutherford, 2013).

1.5.5. Post Keynesyen Para Politikası Yaklaşımı

Kısaca açıklamak gerekirse Post Keynesyen terimi ilk olarak Eichner ve Kregel (1975) tarafından ve 1978 yılında ortaya atılmıştır. Post Keynesyen ekonomi, Keynes'in fikirleri ve öngörülleri ışığında iktisat teorisini yeniden kurma girişimi olarak görülebilir. Bununla birlikte, daha ilk yıllarda bile, Joan Robinson gibi Post Keynes'cilerin düşünce olarak kendilerini Keynes'den uzaklaştırmaya çalıştıkları görülmektedir. Post-Keynesyenler, işçi dostu politikalara ve yeniden dağıtıma daha fazla vurgu yaparak, Keynes'in kendisinden daha ilerici bir görüşe sahiptiler. Robinson, Paul Davidson ve Hyman Minsky, Keynes'in daha soyut fikirlerinin aksine, farklı yatırım türleri arasındaki pratik farkların ekonomi üzerindeki etkilerini vurgulamışlardır (Robinson, 1978; Minsky, 1996; Davidson, 2011). Post Keynesyen ekonominin teorik temeli, kısa vadede olduğu kadar uzun vadede de talep gerektiren etkili talep ilkesidir, böylece rekabetçi bir piyasa ekonomisinin tam istihdama yönelik doğal veya otomatik bir eğilimi yoktur. Neo-Klasik gelenek içinde çalışan Yeni Keynesyen ekonomistlerin görüşlerine aykırı olarak, Post Keynesyenler, piyasanın tam istihdam sağlamadaki

başarısızlığının teorik temelini katı veya yapışkan fiyatlar veya ücretler olduğunu kabul etmemektedirler. Post-Keynesyenler, tipik olarak Yeni Keynesyen iktisatta çok etkili olan John Hicks'in IS-LM modelini reddeder (Pearce, 1986; Pierce ve Tysome, 2014).



İKİNCİ BÖLÜM

2. KIRILGAN BEŞLİ EKONOMİ

Çalışmanın bu bölümünde Kırılğan Beşli ekonomilerin tanımı yapılarak bu ekonomilerdeki merkez bankacılığına değinilecektir. Kırılğan beşli ekonomilerdeki merkez bankacılığı tarihçesi kısaca anlatılacak ve bankaların kurumsal yapıları hakkında bilgiler sunulacaktır. Ek olarak merkez bankalarının görev ve fonksiyonları anlatılacak daha sonra ise Kırılğan Beşli olarak tanımlanan ülkelerin ekonomik açıdan genel durumları incelenecektir. Son olarak da kırılğan beşli ile ilgili literatürde yapılan çalışmalara değinilecektir. Genel olarak incelendiğinde, merkez bankası politikalarının yaşanan ekonomik gelişmelere ve global trende göre belirlendiği bilindiğinden merkez bankası para politikalarının detaylı incelemesine ekonomik krizler ve kriz sonrası para politikalarının karşılaştırılacağı tezin son bölümünde detaylıca değinilmesi planlanmaktadır.

2.1. Kırılğan Beşlinin Tanımı

Kırılğan Beşli, ilk olarak 2013 yılında Morgan Stanley finansal analisti James Lord tarafından, büyüme hedeflerini finanse etmek için güvenilir dış yatırımlara fazla bağımlı olan gelişmekte olan pazarları temsil etmek için oluşturulmuş bir terimdir. 2013 yılında yayınlanmış bu rapora göre Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye kırılğan beşli olarak tanımlanmıştır. Morgan Stanley, yükselen piyasa ekonomilerini cari işlemler dengesi, döviz rezervlerinin dış borç oranına, devlet tahvili yabancı varlıkları, ABD doları borçları, enflasyon ve reel kur farkı gibi altı kriterde incelemektedir. Daha sonralarda bazı kredi derecelendirme kuruluşları tarafından farklı kriterler göz önünde bulundurularak kırılğan beşli ülkelerde değişiklikler yapılmıştır. Bu çalışmada 2013 Morgan Stanley raporuna göre kırılğan beşli olarak ilk defa tanımlanmış olan ülkeler incelenecektir.

Kırılğan beşli ülkeleri tanımlamadan önce gelişmekte olan pazarların da tanımlanması gerekmektedir. Gelişmekte olan pazarlar birçok sosyo-ekonomik faktöre göre bir ülkenin gelişmiş bir ülke haline geldiği ekonomidir. Gelişmekte olan pazarlar,

yerel borç ve hisse senedi piyasalarında likidite ve piyasa değişimi ve düzenleyici kurum formunun varlığı gibi konularda gelişme gösteren ekonomileri tanımlamaktadır. Bu ekonomiler genellikle gelişmiş ekonomilerle (ABD ve Japonya gibi) aynı olacak piyasa etkinliği seviyesine sahip olmamakla birlikte muhasebe ve menkul kıymetler düzenlemesinde katı standartlara da sahip değildir, ancak gelişmekte olan pazar ekonomilerinin tipik olarak bankalar, borsa ve birleşik para birimi konusunda fiziki bir finansal altyapıya sahip oldukları söylenebilir. Yatırımcılar, GSYİH verilerine göre daha hızlı bir ekonomik büyüme yaşadıkları için yüksek getiri potansiyeli olan gelişmekte olan pazar ekonomilerine ilgi duymaktadırlar. Gelişmekte olan pazarlara yapılan yatırımlar, siyasi istikrarsızlık, iç altyapı sorunları, döviz kuru oynaklığı ve sınırlı sermaye fırsatlarından dolayı büyük risk taşımaktadır; çünkü birçok büyük şirket devlet tarafından işletilmektedir. Ayrıca, yerel borsalar dış yatırımcılara likit piyasalar sunmayabilir. Günümüzde ülkelerin gelişmekte olan pazar olarak tanımlanmasında çeşitli farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin, Uluslararası Para Fonu (IMF) 23 ülkeyi gelişmekte olan pazar olarak sınıflandırırken, Morgan Stanley Capital International bazı farklılıkların da bulunduğu 24 ülkeyi sınıflandırmıştır. Aynı zamanda Standard and Poor's (S&P) 23, Russell 19 ve Dow Jones ise 22 ülkeyi gelişmekte olan pazar olarak sınıflandırmaktadır. Burada göze çarpan husus ise beş kurumun da gelişmekte olan pazar olarak sınıflandırdığı Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Macaristan, Endonezya, Hindistan, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Rusya, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye gibi ülkelerdir (Ünver ve Doğru, 2015).

Kırılğan beşli terimi, 2011-2014 yılları arasındaki küresel ekonomik toparlanmaya karşılık olarak adlandırılmıştır. 2008 yılından sonra FED konut fiyatına, istihdam ve ekonomiye fayda amacıyla uzun vadeli faizleri düşürebilmek için tahvil alımı yapmaya başladı. Parasal genişleme (QE) olarak bilinen bu program sebebiyle özellikle 2010 sonrası varlık alımlarıyla piyasaya verilen para daha iyi getiri sağladığı için gelişen ekonomilere gitti. Kriz öncesi dönemde gelişmekte olan piyasalara doğrudan yabancı yatırım (DYY) şeklinde gerçekleşen sermaye akışı kriz sonrası sıcak para olarak tabir edilen portföy yatırımlarını arttırdı. Kriz sonrası dönemde sermaye akışının %90'ı Çin, Türkiye, Brezilya, Endonezya, Hindistan, Meksika, Peru ve Polonya'ya gerçekleşti. Sermaye akışının tamamına yakınının gerçekleştiği belirtilen ülkeler aynı durumun devam edeceğini düşünerek oluşan sermayenin kur üzerindeki etkisine karşı tedbirsiz

kaldılar. Sonuç olarak iç talep arttı ve bu da cari işlemler açığına sebep oldu. Kısa vadeli borçlanmalar bu ülkelerin müdahale alanını kısıtladı ve ekonomilerini kırılgan hale getirdi. 2013 yılında “taper tantrum” olarak bilinen (azaltın-a öfke yani varlık alımlarının azaltılması önerisine öfke olarak adlandırılmaktadır) süreç başladı. Gelişmiş piyasalarda yavaşlama meydana gelmesiyle 2013 yılında dönemin FED başkanı tarafından yapılan konuşma ile varlık alımlarının azaltılacağı hatta faiz artırımına gidilebileceğinin sinyali verildi. Aynı açıklamanın daha sonralarda tekrar edilmesiyle ABD tahvil faizleri hızlı şekilde yükseldi ve dolar tekrar değer kazanmaya başladı. Sadece bu açıklamanın bile piyasaları o dönemde kısa süreli de olsa şoka soktuğu görülmektedir. Sonuç olarak, ABD Federal Rezervi para teşvikini geri çekmeye başladığında ABD gibi gelişmiş piyasalar toparlandı ve yatırımcılar yatırımlarını ABD dolarına geri götürdüler. Bu durum gelişmekte olan pazarlardaki yatırımların satılmasına neden oldu. Bu keskin çıkışlar çoğunlukla Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye'den geldi. Bu ülkelerin para birimleri (Brezilya Reali, Hint Rupisi, Endonezya Rupisi, Güney Afrika Randı ve Türk Lirası) önemli bir zayıflık yaşadı ve ülkelerin hesap açıklarının finanse edilmesini zorlaştırdı. Yatırım eksikliği de bu zayıflıkla birleşerek yavaşlama ve kırılganlığa katkıda bulunan birçok projenin finanse edilmesini imkânsız hale getirdi. Diğer bölümde daha detaylı değinileceği gibi 2008 yılında birçok gelişmiş ekonominin daralmasından sonra, gelişmekte olan piyasa ekonomileri göreceli olarak güçlü büyüme oranları nedeniyle büyük miktarda yatırım sermayesi çekmiştir. Bu sermaye, büyüme oranlarını arttırmak için ekonominin çeşitli kısımlarında kullanılmıştır. Örneğin, bölgede çok sayıda vatandaş ve şirket istihdam eden yeni altyapı projeleri yapılmıştır. Ancak, 2013 yılında yaşanan gelişmeler sebebiyle gelişmekte olan pazarlar zarar görmüş ve burada kırılgan beşli tanımı ortaya atılmıştır (Lord, 2013).

2.2. Kırılgan Beşlide Merkez Bankacılığı

Bu başlık altında kırılgan beşli olarak tanımlanan ülkelerin merkez bankacılıklarının tarihsel süreçteki gelişimleri, görev ve yetkileri, yapılarının ve temel fonksiyonlarının tanımlarının yapılması planlanmaktadır.

2.2.1. Türkiye’de Merkez Bankacılığı

Türkiye’de merkez bankacılığı 1930 yılında kurulan Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)’nin 1931 yılında faaliyete geçmesiyle başlasa da tarihsel süreçte merkez bankacılığı oluşumuna giden süreç incelendiğinde Osmanlı İmparatorluğu dönemindeki bankacılık faaliyetlerinin incelenmesi de yerinde olacaktır. Osmanlı Devleti’nde, Hazine, darphane, kuyumcular, vakıflar, çarşılar ve loncalar gibi çeşitli kuruluşlar tarafından ekonomik faaliyetler gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde para miktarının düzenlenmesi, kredi hacminin düzenlenmesi, altın ve döviz rezervlerinin yönetimi ve iç ve dış ödemelerin yapılması gibi ana ekonomik faaliyetler gerçekleştirilmekteydi. 19. yüzyılın ikinci yarısına kadar süren bu sistemde, Osmanlı İmparatorluğu Sultan adına altın para basmıştır. Daha sonra yaşanan iç borçlanma ve savaşların yol açtığı finansal problemler karşısında Osmanlı İmparatorluğu banknot basmış (Kaime-i Nakdiye-i Mutebere) ve 1840 yılında dolaşıma sokmuştur. 1854'teki Kırım Savaşı sırasında, Osmanlı Devleti, tarihinde ilk defa diğer uluslardan borç almıştır. Alınan dış borçların geri ödenmesinde aracı işlevi üstlenmesi amacıyla bir devlet bankasına ihtiyaç duyulmuş ve 1856'da İngiliz sermayesiyle merkezi Londra'da bulunan Osmanlı Bankası (Bank-ı Osmanî) kurulmuştur. Bankanın temel yetkileri, küçük miktarlarda borç verme, devlete avans ödemeleri yapma ve belirli hazine bonolarını indirgeme ile sınırlıydı. 1863 yılında Osmanlı Bankası, devlet bankası haline gelen Bank-ı Osmanî-i Şahane (Osmanlı İmparatorluk Bankası) adı altında İngiliz-Fransız ortaklığı olarak yeniden yapılandırıldı. Osmanlı İmparatorluk Bankası'na otuz yıl boyunca banknot basma ayrıcalığı verildi. Devletin hazinesi olarak görev yapan banka, devlet gelirlerini tahsil etmesi, hazine adına ödemeleri yapması ve hazine bonolarını iskonto etmesinin yanı sıra, iç ve dış borçlarla ilgili faiz ve anapara ödemeleri yapmak için görevlendirildi. Zaman içinde, Osmanlı İmparatorluk Bankası'nın merkezinin başka ülkede bulunması ve yabancı sermayeli olması sebebiyle ulusal merkez bankası fikrinin temeli atılmıştır. Merkez bankası işlevini üstlenecek bir ulusal banka amacıyla 11 Mart 1917'de yurtiçi sermayeli Osmanlı Ulusal Kredi Bankası (Osmanlı İtibar-ı Millî Bankası) kurulmuşsa da Birinci Dünya Savaşı'nda Osmanlı Devleti'nin yenilgisi, bankanın merkez bankası işlevlerini üstlenecek bir ulusal banka olmasını engellemiştir.

Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra, Türkiye'de bir merkez bankası kurulması konusundaki müzakereler dünya çapında oluşan merkez bankası yoluyla ulusların para politikalarını bağımsız olarak formüle etme trendiyle birlikte hız kazanmıştır. Burada Kurtuluş Savaşı'nda kazanılan siyasal bağımsızlık ve bunun bir getirisi olan iktisadi bağımsızlığın da etkisi önem arz etmektedir. İlk olarak 1923'te İzmir Ekonomik Kongresi'nde "ulusal devlet bankası" kurulması fikri özel olarak vurgulanmıştır. 1927 yılında Maliye Bakanı Abdülhalik Renda tarafından sunulan bir merkez bankası kurulmasına ilişkin taslak kabul edilmiştir. TCMB'nin kuruluş aşamasında Türkiye, diğer ülkelerin merkez bankalarıyla görüş alışverişinde bulunmuştur. Bu bağlamda, 1928'de De Nederlandsche Bank (Hollanda Merkez Bankası) başkanlar kurulu üyesi olan Dr. G. Vissering Türkiye'ye davet edilmiştir ve hükümete bağlı olmayan bağımsız bir merkez bankasının gerekliliğinin önemine değinmiştir. 1929'da da İtalyan uzman Kont Volpi, Türk para biriminin istikrarını sağlamak için bir merkez bankası kurulmasının gerekli olduğunu belirtmiştir. Bu gelişmelerin ardından hükümet, bir merkez bankasının kurulması için gerekli yasal çerçevenin taslağını oluşturma girişiminde bulunmuş ve Lozan Üniversitesi'nden Prof. Leon Morf'un katkılarıyla bir yasa tasarısı hazırlanmıştır. 11 Haziran 1930 tarihinde TCMB kurulması hususundaki kanun Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından kabul edilmiş ve 1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu olarak 30 Haziran 1930 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Farklı kurum ve kuruluşlar tarafından yürütülen görevlerin merkezileştirilmesinin ardından, TCMB 3 Ekim 1931 tarihinde faaliyete geçmiştir. Banka, halka açık olmayan bağımsız anonim şirket olarak yasal statü kazanmıştır. Bankanın hisseleri A, B, C ve D olmak üzere 4 sınıfa ayrılmıştır. A sınıfı paylar yalnızca hazineye aittir (Banka'nın bağımsızlığını güçlendirmek amacıyla 1715 sayılı Kanunda bu payların sermayenin yüzde on beşten fazlasını teşkil etmeyeceği öngörülmektedir). B grubu paylar ulusal bankalara tahsis edilmiştir. C sınıfı paylar, ulusal bankalar dışındaki bankalara ve imtiyazlı şirketlere tahsis edilmiştir. Son olarak, D sınıfı paylar ise Türk işletmelerine ve Türk milletinin tüzel ve gerçek kişilerine tahsis edilmiştir (Delice, 2015).

1715 sayılı Kanun uyarınca, Merkez Bankası'nın temel amacı ülkenin ekonomik kalkınmasını desteklemektir. Bu amaçla TCMB'nin reeskont oranlarını belirlemek, onları ana politika aracı olarak kullanmak, para piyasasını ve paranın dolaşımını

düzenlemek, hazine işlemlerini yürütmek, Türk para biriminin istikrarı konusunda önlemler almak, sadece banknot basmak ve hükümetin saymanı olarak hareket etmek gibi görevleri bulunmaktaydı. Bu dönemde, döviz kurunu sabit döviz kuru rejimi altında belirleme yetkisi hükümete aittir. Hükümetin, Banka'nın yetki ve karar alanlarına müdahale edemediği 1930'lar, Merkez Bankası bağımsızlığı ve düşük enflasyon düzeyleri ile ön plana çıkmıştır.

İkinci Dünya Savaşı'nın olumsuz etkilerinin egemen olduğu 1940'larda Banka, tüm dünyadaki emsalleri gibi, bağımsız bir para politikası uygulamak yerine kamu maliyesi açığını dengelemek için politikalar uygulamıştır. 1950'ler boyunca, büyüme ve hızlı gelişme, Merkez Bankası'nın kaynakları tarafından finanse edilmiştir. Bu kaynaklar, hazineye kısa vadeli avans verme imkânı tanınmasıyla kamunun kullanımına açılmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası için önemli bir gelişme, 1955 yılında Banknot Baskı Tesisinin kurulmasıdır ve buna göre Türkiye, 1957'den itibaren banknot basmaya başlamıştır. Banka, 1960'lı yıllarda planlı bir ekonomiye geçişle birlikte, genişleyici para politikaları izlemiş ve zamanın ekonomik koşullarına ve sanayileşerek kalkınmanın gereklerine paralel olarak kamu sektörüne kaynak sağlamaya devam etmiştir. Bu süre zarfında döviz kontrolüne ilişkin yetkilerin büyük kısmı TCMB'ye devredilmiştir. 1980'lerde ise hem Türkiye ekonomisi hem de Merkez Bankası için bir dönüm noktası olarak nitelendirilebilecek önemli gelişmeler yaşanmıştır. 24 Ocak 1980 kararları ile sabit döviz kuru rejimi terk edilmiş 1983 yılında altın ve döviz rezervlerini yönetme yetkisi TCMB'ye verilmiştir. Banka'nın temel görevlerini ekonominin temel şartlarını ve fiyat istikrarını sağlamak amacıyla yerine getireceği kanuna dahil edilmiştir. Banka 1987 yılında açık piyasa faaliyetlerine başlamış ve modern anlamda para ve döviz piyasalarının kurulmasında öncü olmuştur. 1989'da Türk Para Biriminin Değerinin Korunması Hakkında Kararname ile ekonomik birimlerin döviz işlemleri yapmalarına izin verilmiş ve Türk para biriminin “dönüştürülebilir” olduğu ilan ederek nispeten daha esnek bir döviz kuru rejimi kabul edilmiştir. Körfez Savaşının yaşandığı yıllardaki ekonomik sıkıntılarla birlikte 21 Nisan 1994 tarihinde, Hazine'nin TCMB fonlarını kullanma konusunda sınırlamalar getirildi. Ayrıca, 1997 yılında Banka ile Hazine arasında imzalanan bir protokolle, Hazine'nin 1998'den itibaren TCMB'den kısa vadeli avans almasının önüne geçilmiştir. 2001 kriziyle birlikte serbest dalgalı kur rejimi 22 Şubat 2001 tarihinde kabul edilmiştir. Krizden sonra Türkiye ekonomisindeki yapısal

dönüşüm paralelinde 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanununda önemli değişiklikler yapılmıştır. Buna göre Merkez Bankasının temel hedefinin fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak açıkça tanımlanmıştır. Yapılan değişiklikle TCMB'nin kendi takdirine bağlı olarak uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını belirlemesi öngörülmüştür. Böylece banka araç bağımsızlığı kazanmıştır. Ayrıca TCMB'nin hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını desteklemesi istenmiştir. Kanun, Bankanın Hazine'ye ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans ve kredi vermesini, ayrıca birincil piyasada bu kurumlar tarafından verilen borçlanma araçlarını satın almasını yasaklamıştır. Böylece, TCMB fonlarının kamu maliyesi için kaynak olması engellenmiştir. Para politikası stratejilerini ve karar alma mekanizmalarını kurumsallaştırmak için Para Politikası Kurulu kurulmuştur (Boratav, 2008).

TCMB'nin yapısına bakıldığında, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra meydana gelen küresel değişimlere ayak uydurmak ve Merkez Bankası'nın etkinliğini arttırmak için, 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununun 14 Ocak 1970 tarihinde kabul edilmesiyle büyük bir yapısal reforma gidildiği görülmektedir. Bu kanun, TCMB'nin yasal statüsünde, organizasyon yapısında, görev ve yetkilerinde önemli değişiklikler getirmiştir. Buna göre Anonim şirket olarak yasal statüsünü koruyan Merkez Bankası'nın sermayesi 15 milyon Türk Lirası'ndan 25 milyon Türk Lirası'na yükseltilmiştir. Ayrıca, yasa Hazine'nin sermaye içindeki payının %51'den az olmaması gerektiğini öngörmüştür. Ek olarak, Hazine'ye kısa vadeli avans için üst sınır, ilgili yıla ait bütçe tahsisatlarının %15'i oranında artırılmıştır. 1211 sayılı Kanun ile uluslararası temsil, dış ilişkiler ve protokol bakımından eşitliği sağlamak amacıyla Başkanlık Makamı kurulmuştur. Yine bu kanunla İcra Kurulu adı verilen, başkan ve başkan yardımcılardan oluşan yeni bir karar alma organı kurulmuş ve bankanın sekiz üyeli üst düzey karar organı olan Yönetim Kurulu, altı üyeden oluşan Banka Yönetim Kurulu olarak değiştirilmiştir (Gökbudak, 1996).

2.2.1.1. TCMB Görev ve Fonksiyonları

Ülkenin para otoritesi olan TCMB, fiyat istikrarı sağlama hedefiyle Türkiye'de para ve döviz kuru politikalarının yürütülmesinden sorumludur. TCMB aynı zamanda finansal sistemin istikrarını sağlayacak önlemleri almaktan da sorumludur ve TCMB

banknot basmak, para dağıtmak, ödeme sistemlerini kurmak ve denetlemek ve Türkiye'nin uluslararası rezervlerini yönetmekle sorumludur. 1211 sayılı kanunla bankanın görev ve yetkilerini arttırmak için de önemli değişiklikler yapıldığı görülmektedir. Doğrudan ve dolaylı para politikası araçları üzerinde genişletilmiş kontrol; para arzı ve likiditesini düzenlemek için açık piyasa işlemleri yapma yetkisi; para ve kredilerle ilgili tedbirler hakkında hükümete danışmak; reeskont işlemleri ile yatırımları ve ekonomik kalkınmayı desteklemek için orta vadeli kredilerin yaygınlaştırılması bankanın önemli görev ve yetkileri olarak sıralanmaktadır (Berument ve Malatyalı, 2000). Ayrıca, TCMB'nin 7 temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bu fonksiyonlar aşağıda incelenmiştir.

Para Politikası Yönetimi Fonksiyonu: Ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşmak için paranın kullanılabilirliğini ve maliyetini etkilemek için alınan kararların ve bu kararların uygulanmasından Merkez bankaları sorumludur. TCMB Kanunu, Türkiye'de fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek için Merkez Bankası'nın temel amacını belirlemektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflerine ulaşmak için Merkez Bankası, toplam talep ve enflasyon beklentilerini politika faiz oranlarını ve diğer para politikası araçlarını kullanarak yönetmektedir. Banka'nın enflasyon tahminleri, enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyon beklentilerini yönlendirmede önemli bir araçtır. TCMB enflasyon tahminleri ocak, nisan, temmuz ve ekim aylarında yayınlanan Enflasyon Raporları ile ilan edilmektedir. Türkiye'de para politikası kararları Para Politikası Kurulu tarafından önceden planlanmış toplantılarda alınmaktadır. Para Politikası Kurulu kararları toplantı günü saat 14:00'da ilan edilir ve Komite'nin değerlendirmelerini içeren toplantı özeti 5 iş günü içerisinde yayınlanır ("TCMB - Core Functions", 2019).

TCMB para politikası yönetimi fonksiyonu incelendiğinde öne çıkan bir diğer konu Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesidir. Türkiye'de gıda ve tarımsal ürün piyasalarını yakından izlemek amacıyla 9 Aralık 2014 tarihinde kurulmuş olan bu komite 27 Aralık 2016 tarihinde TCMB tarafından devralınmıştır. TCMB, gıda fiyatlarındaki gelişmelerin izlenmesinde ve önceliklerin belirlenmesinde komitede öncü bir rol oynamaktadır. TCMB, sekreterlik görevleri kapsamında, Gıda Komitesi'nde alınan kararları, TCMB internet sitesinde yayınlanan

basın açıklamaları ile kamuya açıklamaktadır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki dalgalanmaların enflasyon görünümünü kötüleştirmesini ve enflasyon tahminlerinde belirsizliğe yol açmasını önlemek için, Gıda Komitesi bir dizi önlem getirmiştir. Bunlar konjonktürel önlemler ve yapısal önlemler olarak sınıflandırılabilir. Türkiye'de genel olarak hasat dönemleri dışında ortaya çıkan ve üretici maliyetlerinden bağımsız yüksek fiyat artışları, üretici ve üretime sınırlı bir fayda sağlamaktadır. Eşzamanlı önlemler, belirli gıda ürünlerinin ve spekülasyon hareketlerinin bu şekilde periyodik olarak fiyatlandırılmasını önlemek için yapılan dış ticaret düzenlemelerine atıfta bulunur. Bu düzenlemeler, ilgili ürünler için fiyat eğilimleri ve beklentileri, piyasadaki arz ve talep koşulları ve üretici maliyetleri dikkate alınarak yapılmıştır. Burada aracılardan stoklama ve beklenmeyen fiyat artışları yapma eğiliminin engellenerek sağlam fiyat oluşumunun desteklenmesi amaçlanmaktadır (Barışık, 2004).

TCMB para politikası yönetimi fonksiyonuyla ilgili bir diğer husus ise finansal istikrarın sağlanmasıdır. TCMB Kanununa göre, TCMB'nin temel görevlerinden biri finansal sistemde istikrarın artırılması için para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici önlemleri almaktır. TCMB'nin finansal istikrara ilişkin temel görevleri finansal piyasaları izlemek, hükümete finansal sistemle ilgili konularda tavsiyede bulunmak, bankaların ve diğer finansal kuruluşların yükümlülüklerini dikkate alarak rezerv gereklilikleri ve likidite gereklilikleri usul ve esaslarını belirlemek, özel finans kurumlarında bankalar tarafından kabul edilen mevduatların türlerini ve vadelerini ve katılım hesaplarının vadelerini belirlemek ve ödeme ve uzlaştırma sistemlerini kurmak, işletmek ve denetlemektir (Delice, 2015).

Son çare olarak borç veren olarak TCMB piyasalardan borç alabilir veya borç verebilir. TCMB piyasaları etkilemek için faiz oranlarını belirler. Faiz kararları önceden ilan edilmiş bir programa dayanarak Para Politikası Kurulu toplantılarında alınmaktadır. Bu kararlar gerekçeleriyle birlikte aynı gün TCMB internet sitesinde yayınlanmaktadır. TCMB, para politikasının operasyonel çerçevesine ilişkin sadeleştirme sürecinin 1 Haziran 2018 tarihinden itibaren tamamlanacağını açıklamıştır. Dolayısıyla, bir haftalık repo oranı Merkez Bankası'nın politika oranı olarak belirlenmiştir. Banka ayrıca Merkez Bankası gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranlarının bir haftalık repo faiz oranının altında/üstünde 150 baz puan olarak belirlenmesine ve ayrıca TCMB'nin

gecelik borç verme faiz oranına 150 baz puan eklenerek, Merkez Bankası Geç Likidite Penceresi işlemleri için borçlanma oranının yüzde 0, bu işlemler için borçlanma oranının ise 150 baz puan eklenerek belirlenmesine karar vermiştir (“TCMB - Core Functions”, 2019).

Piyasa İşlemleri Fonksiyonu: TCMB'nin uyguladığı para politikası, Türkiye'deki piyasaları doğrudan etkilemektedir. TCMB, ekonomideki para arzını ve likiditesini düzenlemek için açık piyasa operasyonları gerçekleştirmekte ve aynı zamanda Türk lirası likiditesinin bankacılık sisteminde etkin bir şekilde dağıtımını sağlamaktan sorumludur. TCMB kısa vadeli faiz oranlarının politika faiz oranlarında gerçekleşmesini sağlamak ve finansal piyasalardaki likiditeyi düzenlemek için açık piyasa işlemlerini kullanmaktadır. Açık piyasa işlemlerinin genel çerçevesi, Merkez Bankası Kanununun 52 ve 56. maddelerinde belirlenmiştir. Açık piyasa işlemleri sadece para politikası amacıyla yapılmaktadır ve hazineye, kamu kurum ve kuruluşlarına veya diğer kurum ve kuruluşlara kredi sağlamak için kullanılmamaktadır. Ayrıca, TCMB Hazine veya kamu kurum ve kuruluşları tarafından birincil piyasadan ihraç edilen borçlanma araçlarını satın alamaz (Danışman, 2012).

Hazine İşlemleri: Hazine Operasyonlarının genel çerçevesi TCMB Kanunu tarafından yönetilmektedir. Buna göre TCMB hükümetin mali ve ekonomik danışmanıdır. Hükümetin mali ve ekonomik danışma organı olarak TCMB hükümetin analiz etmesi gereken para ve kredi ile ilgili konularda ayrıntılı bilgi vermektedir. TCMB, ülkenin uluslararası finansal ve ekonomik ilişkilerinde Hükümetin mali aracısı olarak atanabilir. Hükümetin mali temsilcisi olarak TCMB Her türlü iç borçlanma enstrümanının finansal servisi, özel yasalara veya bu yasalara dayanan kararlara uygun döviz kontrolü, dış ticaret rejiminin uygulanması gibi görevleri yapabilir ancak bu görevler nedeniyle üçüncü şahıslardan sorumluluk alamaz. Merkez Bankası, yurtiçinde ve yurtdışında hükümetin tüm tahsilat ve ödemelerinin yanı sıra tüm hazine işlemlerini ve her türlü para transferini gerçekleştirmektedir. TCMB, TCMB Kanunu ve 4749 sayılı Kamu Maliyesi ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesine İlişkin Kanun uyarınca Hazine adına Devlet İç Borçlanma Menkul Kıymetleri için açık artırma yapmaktan sorumludur. Hazine ihaleleri genellikle pazartesi ve/veya salı günleri yapılır. Açık artırmalara ilişkin program her ayın sonunda yayınlanan “İç Borçlanma Stratejisi” belgesinde açıklanır.

Açık artırmalara ilişkin ayrıntılı bilgi, müzayede tarihinden en az bir gün önce Hazine tarafından ilan edilir ve Hazine Müsteşarlığı'nın web sayfasında yayınlanır ("TCMB - Core Functions", 2019).

Döviz Kuru Politikası: TCMB'nin temel görevlerinden biri, Türkiye'deki döviz kuru rejimini hükümet ile ortaklaşa belirlemek ve uygulamaktır. Bu kur rejimi doğrultusunda kur politikasını çerçevelemek ve uygulamak TCMB makamına verilmiştir. TCMB, para politikası hedeflerine uygun olarak döviz kuru politikasına karar verir. Para politikasında bir değişiklik olması durumunda, döviz kuru politikası da revize edilebilir. Daha önce belirtildiği üzere 2001'deki ekonomik krizden sonra Türkiye, döviz kurlarının piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlendiği dalgalı kur rejimini kabul etmiştir. Döviz arz ve talebini etkileyen kilit faktörler para ve maliye politikaları, ekonomik altyapı, uluslararası gelişmeler ve beklentilerdir. Döviz kuru dalgalı kur rejiminde bir politika aracı olarak kullanılmamaktadır ve dolayısıyla TCMB nominal ve reel döviz kuru hedefi belirlememektedir. Ancak, TCMB finansal istikrar risklerini azaltmak için Türk lirasının aşırı değerlenmesine veya değer kaybetmesine karşı önlem almaktadır. Ek olarak, TCMB Türkiye'nin altın ve döviz rezervlerinin tutulmasından ve yönetiminden sorumludur. Uluslararası rezervler, genellikle ülkelerin para otoriteleri tarafından kontrol edilen ve diğer para birimlerine dönüştürülebilen uluslararası bir ödeme aracı olarak kabul edilen kullanıma hazır varlıkları ifade eder (Danışman, 2012).

Rezerv Yönetimi: İlk bölümde değinildiği üzere uluslararası rezervler, ülkelerin para otoriteleri tarafından kontrol edilen ve diğer para birimlerine çevrilebilen uluslararası bir ödeme aracı olarak kabul edilen kullanıma hazır varlıkları ifade eder. Döviz rezervlerinin seviyesi, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, muhtemel iç ve dış şokların olumsuz etkilerini dengelemek, dış borç servis yükümlülüklerini düzenli olarak yerine getirmek ve ülkenin uluslararası finansal ortamlarda ve pazarlarda güvenilirliğini artırmak amacıyla önem arz etmektedir ("TCMB - Core Functions", 2019).

Türkiye'de TCMB, altın ve döviz rezervlerinin tutulmasından ve yönetiminden sorumludur. TCMB Türkiye'nin rezervlerini para ve döviz kuru politikalarında güven oluşturmak ve bu politikaları desteklemek, hazinenin iç ve dış döviz borcu ödemeleri

için gerekli olan döviz kurunu sağlamak, Türkiye ekonomisinin beklenmedik iç ve dış finansal değişikliklere karşı dayanıklı olmasını sağlamak ve Türkiye ekonomisinin uluslararası pazarlarda güvenilirliğini arttırmak hedefiyle yönetmektedir. TCMB, rezerv yönetiminde ülkenin çıkarlarına öncelik vermektedir. Buna göre, uluslararası rezervleri anaparayı korumak ve ihtiyaç duyulan likiditeyi sağlamak için en düşük riskle yatırım araçlarına yatırmaktadır. TCMB, rezerv yönetimi sırasında karşılaşılabilecek riskleri tanımlamak, değerlendirmek ve içermek için etkili bir risk yönetimi stratejisi uygular. Ayrıca, TCMB düzenli aralıklarla internet sitesinde tuttuğu rezerv miktarını açıklar (Delice, 2015).

Ödeme Sistemleri: Ödeme sistemleri, fonları veya menkul kıymetleri katılımcıları arasında transferini kolaylaştıran bir dizi araç, prosedür ve kuraldan oluşur. Bir yapının ödeme sistemi / menkul kıymet uzlaştırma sistemi olabilmesi için aşağıdaki kriterleri yerine getirmesi gerekmektedir:

- En az 3 katılımcı içermeli,
- Elektronik ortamda fonların/menkul kıymetlerin dolaşabileceği bir altyapı sağlanması,
- Ortak kurallara sahip olması.

Ödeme sisteminin düzgün işleyişi, finansal sistemin istikrarı, merkez bankalarının para politikası uygulamaları ve ekonomik büyüme açısından kritik öneme sahiptir. Bu nedenle, bu sistemlerden kaynaklanan herhangi bir sorunun finansal sistemin çeşitli bölümlerine bulaşma riski ödeme sistemlerinin önemini arttırmaktadır (“TCMB - Core Functions”, 2019).

TCMB tarafından işletilen ödeme ve menkul kıymet takas sistemleri incelendiğinde bunların Elektronik Fon Transfer Sistemi (EFT), Türk Lirası Bankalararası Ödeme Sistemi, Türk Lirası Müşteriler Ödeme Sistemi, Elektronik Menkul Kıymet Transfer Sistemi (ESTS) olduğu görülmektedir. Ayrıca, TCMB tarafından lisanslanan ödeme ve menkul kıymet takas sistemleri incelendiğinde ise bunların Bankalararası Kart Merkezi (BKM) - Yurtiçi Takas ve Hesaplaşma Sistemi, İstanbul Takas, Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (TAKASBANK), Pay Piyasası Takas

Sistemi, Borçlanma Senetleri Piyasa Takas Sistemi, Takasbank Çek Takas Sistemi, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) - Merkezi Kayıt Sistemi, Garanti Ödeme Sistemleri A.Ş. (GÖSAŞ) - Takasnet Sistemi, Mastercard Ödeme İşlem Hizmetleri Türkiye Bilgileri ve Services Corp. (MPTS) - MPTS Takas Sistemi oldukları görülmektedir (“TCMB - Core Functions”, 2019).

Banknot Basma Yetkisi: Türkiye'de banknot basma ve dolaşım hakkına sahip olan Türkiye Büyük Millet Meclisi, bu münhasır gücü TCMB'ye süresiz olarak devretmiştir. Türkiye'de, TCMB'nin bir iştiraki olan Banknot Baskı Tesisinde banknotlar tasarlanmış ve basılmıştır. TCMB, kendi banknot basım fabrikasına sahip çok az sayıda merkez bankasından biridir. TCMB sadece banknot basmakla kalmayarak, dolaşımda kalacak Türk Lirası banknotlarının miktarını da belirleyebilmektedir (“TCMB - Core Functions”, 2019).

2.2.2. Brezilya’da Merkez Bankacılığı

Brezilya, toplumu ve ekonomisi uzun bir süre dünyanın geri kalanından bir şekilde izole edilmiş olan çok büyük, çeşitli ve karmaşık bir ülke olarak tanımlanmaktadır. Bu nedenle, mali ve parasal kurumlarındaki önemli gelişmeler iç nedenlerle ortaya çıkma eğiliminde olmuştur ve ülkenin tarihine kadar uzun bir yoldan izlenebilirler. Brezilya Merkez Bankası 4595 sayılı kanunla 31 Aralık 1964’te Ulusal Finansal Sistem’in bir parçası olarak kurulan özerk bir federal kurumdur. Brezilya’da merkez bankacılığının, merkez bankasının kurulduğu 1964 yılı öncesi ve sonrası iki dönemde incelenmesi gerekmektedir. Merkez Bankası oluşturulmadan önce Brezilya para otoriteleri Döviz ve Kredi Denetleme Kurumu (SUMOC), Brezilya Bankası (BB) ve Ulusal Hazine'dir.

Brezilya’daki bankacılık faaliyetleri ilk olarak Brezilya Bankası’nın kurulmasıyla başlamaktadır. Brezilya Bankası, Prens VI. John’un (daha sonra Portekiz Kralı VI. John olarak anılmaktadır) 1808 yılında Avrupa’dan Brezilya’ya taşındığında krallığın kamu borcunu finanse etmesi amacıyla kurulmuştur. Devlet kontrolü altındaki karma bir kurum olan Brezilya Bankası ticari bir banka, hükümetin mali temsilcisi ve Brezilya’nın ilk ihraç bankası olarak görev yapmıştır. Banka, 1821 yılında Brezilya’nın bağımsızlığını ilan etmesi üzerine Prens VI. John’un bankanın bazı varlıklarını yanına

olarak Portekiz'e dönmesi sebebiyle iflas etmiştir. Bankanın tarihindeki bir diğer iflas ise 1898 yılında görülmüştür. 1821'den 1964'e kadar Brezilya Bankası, geleneksel bir ticari banka olarak rolünü aşan para basmak, döviz işlemlerinin tekeline sahip olmak ve devlet için Ulusal Hazine birimi olarak hizmet etmek gibi görevleri yerine getirmiştir. Bu görevler, özellikle 1964'te Brezilya Merkez Bankası'nın kurulması ve 1987'de Ulusal Hazine'den ayrılmasıyla diğer devlet kurumlarına kademeli olarak verilmiştir ("Banco Central do Brasil", 2019).

1945 yılına kadar ülkede para arzını kontrol edecek bir kurum bulunmamakta ve parasal otoritenin tüm görevleri daha önce anlatıldığı üzere Brezilya Bankası tarafından gerçekleştirilmekteydi. Bu dönemlerde, ülkenin dünyadaki ekonomik ve finansal gelişmeye ayak uydurmasını sağlayacak bir sistem geliştirmenin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Para kontrolünü uygulamak ve bir merkez bankası için temel hazırlamak amacıyla 1945'te SUMOC kurumuştur. Bu kurumun temel sorumluluğu ticari bankalar için zorunlu karşılık oranını, indirim oranlarını (kalkınma fonlarına bağlı), likidite (para politikasının klasik bir aracı olarak iskonto anlamına gelir) ve banka talep mevduatı faiz oranını belirlemektir. SUMOC aynı zamanda ticari bankaların çalışmasını denetlemiş, borsa politikasını yönetmiş ve ülkeyi uluslararası örgütlerde temsil etmiştir (de Oliveira, 2019).

Daha sonraki dönemlerde Brezilya Bankası, dış ticaret işlemlerini kontrol etmek, kamu sektörü işletmeleri ve Ulusal Hazine adına döviz işlemleri yapmak gibi devlet bankası işlevini yerine getirmeye devam etmiştir. Aynı zamanda, rezerv gereklilikleri ve ticari bankaların gönüllü mevduatlarını alma gibi görevleri yerine getirmiş ve SUMOC ve Ziraat, Sanayi ve Ticaret Kredileri Bankası'nın öngördüğü kuralların uygulanmasından sorumlu olmuştur. Bu dönemde, Ulusal Hazine ise para basan makam olarak görev almış ancak ihraç süreci birkaç kamu kurumunu içeren karmaşık bir süreçtir. Bazı gelişmelere rağmen, kurumsal süreç tamamlanamamıştır. Merkez Bankası para veren banka olmuş, ancak Brezilya Bankası'nın ihtiyaçlarına göre hareket etmiştir. Merkez Bankası aynı zamanda bankaların bankasıydı ancak kurumların rezervlerini Brezilya Bankası'na yerleştirmeleri sebebiyle finansal rezervlerin tek sahibi değildi. Ayrıca, Merkez Bankası federal kamu borcunu idare etmekten sorumlu hükümetin mali ajanıydı, ancak Brezilya Bankası'nın bir işlevi olduğu için Ulusal Hazine'nin kasiyeri

değildi ("Banco Central do Brasil", 2019).

1985 yılında, Merkez Bankası, Brezilya Bankası ve Ulusal Hazine'nin hesap ve işlevlerinin birbirinden ayrılarak tanımlanmasıyla hükümetin finansal olarak yeniden düzenlenmesi yönünde karar verildi. 1986 mali bütçesine yalnızca Ulusal Hazine biriminin tüm gelir ve giderleri değil aynı zamanda Para Bütçesi kapsamındaki tüm mali nitelikteki hesaplar da dahil edilmiştir. 1986 yılında Özel Hesap kaldırılmış ve Merkez Bankası'ndan Brezilya Bankası'na yapılan para ödemesi, her iki kurumun bütçelerinde açık bir şekilde tanımlanmaya başlanmış, böylece Merkez Bankası'nın yönetimine engel olan otomatik transferler ortadan kaldırılmıştır. 1988 yılına kadar devam eden bir süreçte, para otoritesinin işlevleri aşamalı olarak Brezilya Bankası'ndan Merkez Bankası'na taşınmıştır. Aynı zamanda ekonomik teşviklerle ilgili faaliyetler ve federal kamu borcunun yönetimi gibi faaliyetler de Ulusal Hazine'ye devredilmiştir. 1988 yılında çıkartılan anayasaya göre Merkez Bankası Birliğin para basmaya yetkili tek kurum olarak tanımlanmıştır. Bu anayasaya göre Cumhurbaşkanı tarafından atanan Merkez Bankası başkanı ve Merkez Bankası yöneticilerinin Senato onayına sunulması gerekliliği belirtilmiş ve Ulusal Hazine'ye doğrudan veya dolaylı olarak kredi verilmesine yasak konulmuştur. 1988 Anayasası ayrıca, Brezilya Merkez Bankası'nın yapısını ve faaliyetlerini detaylı olarak tanımlamaktadır. Brezilya Bankası 1992 yılından itibaren ticari bir banka olarak yeniden yapılandırılmış ve tamamen ticari bir banka haline gelmiştir (Avres ve diğerleri, 2019).

2.2.2.1. Brezilya Merkez Bankasının (BCB) Görev ve Fonksiyonları

BCB'nin misyonu, para biriminin alım gücünün ve sağlam ve verimli bir finansal sistemin istikrarını sağlamaktır. Çeşitli işlevlerinin yerine getirilmesinde BCB, özerk çalışması, ürün ve hizmetlerinin kalitesi ve çalışanlarının becerileri için, ekonomik ve finansal istikrar, sürdürülebilir kalkınma ve Brezilya'da daha iyi gelir dağılımı için gerekli bir kurumdur.

Banknot ihracının tekeli, para arzı ile ilgili döviz yönetimi faaliyetlerini kapsar ve ülkenin ekonomik ve finansal faaliyeti için gerekli olan para talebini karşılamayı amaçlamaktadır. Operasyonel açıdan bakıldığında, BCB bankacılık sistemi tarafından ve dolayısıyla kamu tarafından para ihracı ve tahsilat mekanizmaları yoluyla

ihtiyaçlarını karşılamaktadır (Beck ve diğerleri, 2019).

Bankaların Bankası Rolü: BCB bankaların mevduatlarını(rezervlerini) alır. Aynı zamanda son çare borç veren olarak hareket eder ve fon transferi ve borçların ödenmesi için sistemleri yönetir, izler ve sunar. Finansal kurumlarla olan ilişkisinde BCB aşağıdaki hizmetleri sağlar ve aşağıdaki işlemleri yapar:

1-Finansal sistemin gönüllü ve zorunlu rezervlerinin biriktirilmesi için hesaplar tutmak (Bankacılık Rezervi hesabı ve Tasfiye Hesabı);

2-Geçici likidite ihtiyaı olan kurumlara kredi sağlamak;

3-Büyük sorunlar durumunda, son çare olarak borç veren olarak müdahale etmek;

4-Brezilya demeler Sistemi ve Rezerv Transfer Sisteminin (STR) işletmecisi olarak görev yapmak (Beck ve diğerleri, 2019).

Zorunlu Karşılık Oranları: BCB, 4595/1964 sayılı kanun 7730/1989 sayılı ek maddeyle talep edilen mevduatlarda %100'e ve diğer finansal kurumların muhasebe kayıtlarında %60'a kadar rezerv şartları belirlemeye yetkilidir. Belirlenen azami limitleri göz önünde bulundurarak, BCB Kurulu zorunlu karşılık oranlarını istediği zaman değiştirebilir. Brezilya'da, farklı türdeki finansal kurumların yükümlülükleri için geçerli olan zorunlu karşılık türleri vardır. Bunlar; talep mevduatı rezerv şartları, mevduat ve teminat kaynaklarındaki zorunlu karşılıklar, tasarruf mevduatı rezerv şartları, vadeli mevduatlarda zorunlu karşılık ve mevduat için ek gerekliliklerdir ("Banco Central do Brasil", 2019).

Reeskont: 4595/1964 sayılı kanunla kabul edilen reeskontta, finansal kuruluşlar müşterilerinin kendilerine teminat olarak sundukları menkul kıymetleri BCB'ye sunarak likidite ihtiyaçlarını karşılayabilirler. Aşağıdaki varlıklar BCB Reeskont işlemlerinde teminat olarak kullanılabilir: federal devlet tahvili, diğer menkul kıymetler, krediler ve alacaklar ve diğer varlıklar. BCB, iki temel mekanizma yoluyla son çare borç veren olarak hareket etmektedir: birincisi, Finansal Piyasada Daimi Tesis olarak da bilinen, kısa vadeli likidite yardım operasyonlarını kapsar: gün içi ve bir iş günü. Bu işlemler, geleneksel likidite kredilerinden farklıdır. Bunun yerine, 2002 reformuyla ödemelerin

düzenli akışını sağlamak amacıyla Brezilya Ödeme Sistemi geliştirilerek finansal kuruluşların Banka Rezervlerinde negatif bakiye tutmalarının önüne geçilmiştir. İkinci mekanizma ise belirli bir kurumun belirli durumları için tasarlanmış ve 15 iş günü ve 90 günlük işlemleri kapsar. Bu işlemler BCB'nin önceden onayına bağlı olmaları bakımından isteğe bağlıdır ve ayrıca talep eden kurum tarafından günlük nakit akışının ayrıntılı bir projeksiyonunun sunulması ve işletme dönemi için amaçlanan fonların gereksinimlerinin gösterilmesi şartına bağlıdır. Ayrıca 2008 kriziyle birlikte likidite sağlamada üçüncü bir mekanizma benimsendiğini söylemek önemlidir: Ulusal Finansal Sistemin genel likiditesini korumayı amaçlayan Özel Durumlar için reeskont. Sistemik önyargısı nedeniyle, bu çerçevede BCB'nin varlıkları değerlendirmek ve kabul etmek için özel kriterler ve koşullar kullanmasına izin verdi. Bunun yanı sıra geçici olarak kamu sektörü ile çalışmak için gereken bazı mali düzenlilik kısıtlarını belirledi. Bu yeni reeskont işlemindeki işlemler için azami 359 iş günü görev süresi belirlenmiştir (Ferriera de Mendonca, 2008; "Banco Central do Brasil", 2019).

Devletin Bankacısı: Daha önce değinildiği üzere 1986 yılında Ulusal Hazine Sekreteriyasının kurulması ve Brezilya Bankası'ndaki yetkilerin tamamının BCB'ye geçmesiyle BCB ve Ulusal Hazine'nin muhasebe ayrımı yapılmıştır. Buradaki amaç para ve döviz kuru politikalarının yürütülmesi ile maliye politikasının uygulanması arasındaki kurumsal farklılıkları açıkça vurgulamaktır. Bu nedenle, BCB artık bütçe açıklarının enflasyonist finansmanı için veya spesifik ekonomik faaliyetlerin (dolaylı krediler) geliştirilmesi bağlamında kalkınma bankalarına özgü krediler sağlamak için kullanılamaz. Ancak, para politikası amacıyla portföyünde halka açık menkul değerler tutabilir. Ayrıca, BCB, Birliğin nakit kaynakları ile ilgili mevduat almak için anayasal işleve sahiptir. 2000 yılında kabul edilen Mali Yükümlülükler Yasasından bu yana BCB, artık menkul kıymet ihraç edemez, böylece piyasada dolaşan Ulusal Hazine menkul kıymetleri, açık piyasa işlemleri yoluyla para politikası amacıyla kullanılabilir. BCB ile Ulusal Hazine arasındaki ilişkinin önemi ve hükümet faaliyetlerinin para politikası üzerindeki etkisine bakıldığında, BCB, Federal Hükümetin bütçe uygulamasını, devletlerin ve belediyelerin finansmanını, kamu sektörü tarafından finansal sistemdeki tüm borçlanmaları, kamu sektörünün finansman ihtiyacını detaylı olarak izlemektedir. Ayrıca, devletin bankacısı olarak BCB, federal devlet menkul kıymetleri ihalelerinde Ulusal Hazine adına hareket etmek, uluslararası rezervleri

yönetmek, ülkeyi uluslararası örgütlerde temsil etmek ve Birlik nakit kaynaklarını almaktan sorumludur (Takeda ve diğerleri, 2005).

Finansal Sistem Sorumlusu: BCB'nin misyonunun bir kısmı da Ulusal Finansal Sistem'in sağlamlığını sağlamak ve Brezilya'daki bankacılık ve bankacılık dışı varlıkların işleyişini düzenlemektir. Bu görevi yerine getirmek için işletme için yetki verir, bu varlıkların işleyişini düzenler ve aynı kuruluşların izleme ve denetim prosedürlerini gerçekleştirir. Denetleme faaliyetlerinde, BCB, iş süreçlerini uluslararası alanda önerilen ve benimsenen en iyi uygulamalara adapte ederek finansal piyasadaki gelişim hızını takip eder. Denetlenen kuruluşların maruz kaldığı riskleri ve bu riskler üzerindeki kontrollerin kalitesini değerlendirir. Ayrıca, BCB finansal tabloların kalemlerini ve kanun ve yönetmeliklere uygunluğu kontrol eder. Ekim 2016 itibariyle BCB tarafından işletilmeye yetkili 1.812 kurum bulunmaktadır (Beck ve diğerleri, 2019).

Para Politikası Kurumu: Para politikası aracı olarak BCB'nin rolleri ile son çare borç veren rolü arasında bir ayrım vardır. BCB para politikası uyguladığında, faaliyetlerinin odak noktası bankacılık sisteminin likiditesinin (parasal büyüklüklerin) kontrolüdür ve odak faiz oranıdır. Son çare borç veren rolü olarak hareket ederken, odak nokta belirli kurumların likidite sorunlarını çözmektir. İkincisinde, piyasa likit olabilir ve kurum likit ve iflas etmiş olabilir, bankalararası piyasada fonlamaya erişimi yoktur ve böylece BCB'deki reeskont penceresine başvurur. Para politikasının uygulanmasında, menkul kıymetlerin BCB tarafından bankacılık sistemine satılması banka rezervlerini düşürürken, menkul kıymetlerin satın alınması durumunda bunun tersi gerçekleşir. Bu müdahaleler (menkul kıymetlerin alım ve satımı) iki türdür: likiditeyi ayarlama amaçlı repo işlemleri ve değişme eğilimlerine odaklanan doğrudan işlemler. Repo işlemlerinde, BCB belirli bir zaman dilimi için, belirli bir fiyatta gelecekte kararlaştırılmış bir tarihte yeniden satın alma (veya yeniden satma) taahhüdü ile menkul kıymetlerin satışına (veya satın alınmasına) yönelik kaynakları borç alır (veya ödünç verir). Bu tür bir operasyonda, BCB, periyodik olarak BCB tarafından akredite edilen bayiler aracılığıyla pazarda faaliyet göstermektedir. Doğrudan işlemlerde teminat, edinildiği kurumun portföyüne dahil edilir. BCB tarafından yapılan doğrudan alım veya satım işlemleri, satıcılarla sınırlı gayri resmi ihaleler veya SELIC hesabına sahip tüm finansal

kurumların katılabileceği resmi ihaleler (halka arzlar) yoluyla gerçekleşir. SELIC Brezilya Merkez Bankası'nın para politikasının yürütülmesinde açık piyasa işlemleri gerçekleştirme sistemidir. SELIC oranı, banka'nın gecelik faiz oranıdır. BCB, portföylerinin bir parçası olan ve dolayısıyla daha önce yayınlanmış olan Ulusal Hazine menkul kıymetleri ile resmi ihalelerde görev alabilmektedir ("Banco Central do Brasil", 2019).

Günlük likidite ayarlaması repo işlemleri ile yapılmaktadır. Süreç kısaca şu şekilde açıklanabilir: piyasa açılmadan önce, BCB bankacılık sisteminde fazlalıklar veya eksiklik rezervleri olup olmadığını tahmin eder. Bu tahmin, banka rezervlerini etkileyen işlemlerle ilgili veriler toplanarak elde edilir. Örneğin, eğer Ulusal Hazine demeleri gerçekleştiriyorsa veya BCB yabancı para birimi satın alıyorsa, para arzının genişlemesini telafi etmek, fazla kaynakları sistemden kaldırmak için gereklidir. Bu işlem, daha sonraki bir tarihte geri alınan menkul kıymetlerin satışı ile gerçekleştirilir. Benzer şekilde, önemli federal vergi gelirlerinin tahsil edilmesinden veya BCB tarafından döviz satılmasından dolayı rezerv sıkıntısı olduğunda, açık piyasa işlem masası daha sonraki bir tarihte satılan menkul kıymet alım işlemlerini yürütür. Bu nedenle, Rezerv fazlası veya kıtlığı tahminleri ile Para Politikası Komitesi tarafından belirlenen Selik oran hedefi ile ilgili tahminler göz önüne alındığında, efektif SELIC oranını etkin bir şekilde sürdürmek amacıyla Açık Piyasa İşlemleri Departmanı tarafından açık piyasadaki müdahaleler gerçekleştirilmektedir. Günün sonunda, halen kalan dengesizlikleri etkisiz hale getirmek için iyi bir rezerv ayarlaması (bankacılık likiditesinin kapatılması) gerçekleştirilebilir. 1 Temmuz 1999'dan bu yana, BCB'deki para politikası enflasyon hedeflemesi rejimi altında yürütülmektedir. Bu para rejimi, gözlenen enflasyonun kamuya ilan edilen, önceden belirlenmiş bir hedef doğrultusunda olmasını sağlamak için BCB'nin taahhüdü ile karakterizedir ("Banco Central do Brasil", 2019).

Döviz Politikasının Uygulayıcısı: Brezilya Federal Anayasası, mali meseleler, takas ve para, finansal kurumlar ve bunların operasyonları hakkında karar vermenin, Cumhurbaşkanı'nın yaptırımıyla birlikte Ulusal Kongreye bağlı olduğunu belirler. Ulusal Para Konseyi (CMN), döviz politikası faaliyetlerinin düzenlenmesinden, uluslararası rezervlerden ve dış mali alanın diğer niteliklerinden sorumludur. CMN

kararlarını BCB tarafından yapılan tavsiyelere dayandırır ve üç üyeden oluşur. Bunlar, Maliye Bakanı, Planlama, Kalkınma ve İdare Bakanı ve BCB Başkanıdır. Döviz kuru politikasının uygulanması BCB'ye kalmıştır. Bu amaçla, BCB, ülkenin dış hesaplarının sürdürülebilirliğine katkıda bulunmak ve para biriminin aşırı dalgalanmasını önlemek amacıyla, ülkenin uluslararası rezervlerini oluşturan döviz piyasalarındaki işlemler için altın, menkul kıymetler ve yabancı para birimlerindeki varlıkları muhafaza eder. BCB, döviz piyasasının düzgün işleyişinden, döviz kurlarının göreceli istikrarından ve ödemeler dengesi bilançosundan sorumludur ve bu amaçla: a) altın ve yabancı para alma ve satma ve yurtdışında kredi işlemleri yapma; b) ülkenin döviz rezervlerini yönetme; b) federal bir devlet kurumu olarak, kredi sözleşmesini teşvik etme; c) uluslararası kuruluşlarla yapılan anlaşmalar ve yurtdışındaki Brezilya devlet kredisinin geri kazanılması ile ilgili olanlar da dahil olmak üzere sermaye hareketlerini izleme ve kontrol etme; ve d) Brezilya hükümeti adına, finansal kuruluşlarla ve uluslararası finansal kuruluşlarla müzakere etme görevlerinden sorumludur. Brezilya tarafından Ocak 1999'da kabul edilen serbest dalgalı döviz kuru rejiminde, döviz kuru için optimal olarak kabul edilen bir seviye yoktur. BCB bu bağlamda bankalararası piyasada aşırı likidite veya fazla likidite durumlarından kaçınarak fiyat oluşumu için yeterli koşulları sağlamayı amaçlamaktadır (Staub ve diğerleri, 2010).

2.2.3. Güney Afrika'da Merkez Bankacılığı

Güney Afrika Cumhuriyeti'nde merkez bankacılığı görevi Güney Afrika Rezerv Bankası (SARB) tarafından yapılmaktadır. Banka 1921 yılında 31/1920 sayılı özel bir Parlamento, Para Birimi ve Bankacılık Kanunu ile kurulmuştur. Her ne kadar Güney Afrika'da bir merkez bankası kurulmasına ilişkin mevzuat 1920 Ağustos'una kadar yürürlüğe girmemiş olsa da özel ayrıcalıklara sahip bir bankaya olan ihtiyaç, 1890 yılına kadar şiddetle savunulmuştu. Ticari bankalar birbirleriyle eşit ya da aşağıdaydılar ve aynı işlevleri üstlendiler. Bu bankaların birçoğu ülkede yasal olarak ihale edilen kendi banknotlarını bastırdı. Hatta De Beers Madencilik gibi büyük şirketler bile çalışanlarına kısmen parayla ve kısmen de De Beers'a ait mağazalarda kullanılacak kupon ile ödeme yapmaya başladı. Elbette bu durum, banknotların çıkarılması ile aynı derecede bir eksikliğe ve bazı illerin yasaları uyarınca fazla miktarda piyasaya para verilmesi olasılığına neden oldu. Bahsedilen durum dünyanın her yerindeki ülkelerde aynıydı.

Ancak, uzun bir süre boyunca birçok ülkede kademeli bir evrim başlamıştır. Brezilya örneğinde açıklandığı üzere bazı ülkelerde bir banka yavaş yavaş merkez bankasının konumunu üstlenmeye başlamış ve banknot basma hakkına sahip olarak devletin bankacısı olarak hareket etmiştir. Güney Afrika'da ise durum farklı şekillerde gelişme göstermiştir (Hart ve Payachee, 2013).

Güney Afrika'da insanlar 1879 gibi erken bir zamanda bir ulusal bankayı savunmaya başlamışlar, bunun sadece arzu edilmekle kalmadığını, aslında gerekli olduğunu belirtmişlerdir. Bu görüş daha sonraki yıllarda tekrar tekrar dile getirilmişse de 1890/1891 mali krizi ile Cape eyaletindeki bir banka dışındakilerin tümünün başarısız olması ve bazılarının denizaşırı bankalar tarafından sahiplenilmesi durumun önemini daha açık ortaya koymuştur. Konuyla ilgili çeşitli makaleler yayınlanmış ve bu makalelerde merkez bankasının kurulmasıyla istikrarlı bir para dolaşımının sağlanacağı, faiz oranlarının daha istikrarlı olacağı, ticaretin güçlendirileceği ve kriz zamanlarında yalnızca güçlü bir merkez bankasının devlete hizmet edebileceği iddia edilerek güçlü bir merkez bankasının avantajlarına dikkat çekilmiştir. Ancak hükümetler, anormal koşullar yanıt vermeye zorlayana kadar bu istek ve önerileri dikkate almamışlardır. Bu anormal koşullar, daha önce çeşitli eyaletlerde yürürlükte olan para ve bankacılık yasalarının değiştirilmemesi ve yasaların sadece ilgili eyaletlerde geçerli olması nedeniyle ortaya çıkmıştır. Detaylandırılacak olursa Cape eyaletinde, 1891 tarihli Banka Kanunu uyarınca bir banka ödenmiş sermayesi ve yedek fonu tutarıyla sınırlı miktarda parayı piyasaya sürebilmekteydi. Cape eyaletinde verilen tüm banknotlar, belirli yerlerde talep üzerine altın olarak ödenmiş, ancak gerekli altın rezervi her bankanın takdirine bırakılmıştır. Merkez ofisleri eyalet dışında olan bankalar ise piyasaya sürdükleri banknot miktarı kadar devlet tahvili almak zorundaydılar. Bu durumun Transvaal, Orange Free ve Natal eyaletlerinde farklılık göstermesi ve hiçbir eyalette bankaların mevduat yükümlülükleri karşısında minimum rezerv bulundurmaları gerektiği konusunda herhangi bir yasal hüküm olmaması yukarıda belirtilen anormal koşulların oluşmasını sağlamıştır ("South African Reserve Bank", 2019).

Piyasaya para arzının sağlanması için ülkedeki tek şart ticari bankaların piyasaya banknot sürmek için ihaleye çıktıklarında kamu tarafından tutulan banknotları altına çevirmek zorunda kalmalarıydı. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra (1914-1918), Birleşik

Krallık'taki altın fiyatlarının Güney Afrika'daki altın fiyatlarının üzerinde seyretmesi sebebiyle banknotları Güney Afrika'da altına dönüştürerek Londra'da satmak karlı bir hal almıştır. Ticari bankalar, Londra'da (banknotlarını geri almak üzere Güney Afrika'ya yeniden ithalat yapmak amaçlı) Güney Afrika'daki fiyatından daha yüksek bir fiyata altın almak zorunda kaldılar. Bu tarz zararlı işlem yapma yükümlülüğü, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmeye devam etmeleri konusunda ciddi bir tehdit oluşturuyordu. Ticari bankalar finansal varlıklarını korumak amacıyla devletten, talep edildiği takdirde banknotlarını altına dönüştürme yükümlülüğünden serbest bırakmalarını istediler. Bu talep 1919 Ekim Altın Konferansına yol açtı. Konferans sonucunda I. Dünya Savaşı'nın getirdiği anormal parasal ve finansal koşulların doğrudan bir sonucu olarak Merkez Bankası'nın kurulmasının ulusal çıkarlarına olan faydalarını incelemek amacıyla 31 Mart 1920'de on milletvekilinden oluşan bir seçim komitesi oluşturulmuştur. Komite, diğer sorumlulukların yanı sıra, banknotların çıkarılmasında ve emanet edilen altının ticari bankalardan alınması için sorumluluk almak üzere bir merkez bankası kurulmasını tavsiye etti. Güney Afrika Parlamentosu, Seçici Kurulun bir merkez bankası oluşturulması konusundaki tavsiyesini kabul etti ve bankanın kurulması için Aralık 1920'de Para Birimi ve Bankacılık Yasası'nı çıkardı. İlerleyen altı ay boyunca çeşitli hükümler yürürlüğe girerek Rezerv Bankası'nın ilk kez 30 Haziran 1921'de faaliyete geçmesi sağlandı. SARB, Güney Afrika'da banknot ve madeni para basma, ihraç etme ve tahrip etme hakkına sahiptir. Banka'nın bir iştiraki olan SA Mint Şirketi, bütün paraları SARB adına incelemekte, bankanın bir diğer iştiraki olan SA Banknot Şirketi, tüm banknotları SARB adına yazdırmaktadır (Gelb, 1984).

Banka 1921'de kurulduğunda, dünya çapındaki merkez bankalarının çoğunda özel hissedarlar vardı. Benzer bir yapı Güney Afrika'da da uygulandı. 1930'larda gerçekleşen Büyük Buhran ve devamında ortaya çıkan 2. Dünya Savaşı'yla birlikte dünyada birçok merkez bankası millileştirilmişse de aralarında Güney Afrika ve Türkiye'nin de bulunduğu 7 ülkede başka hissedarlar da bulunmaya devam etmiştir. SARB'ın güncel verilere göre 650 hissedarı bulunmaktadır. Hisseler, 2 Mayıs 2002'de Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'ndan (JSE) çıkarıldı; çünkü JSE'nin listeleme gereksinimlerindeki değişiklikler, listeyi imkânsız hale getirdi. Dağıtılmasından bu yana, hisse senetleri ağırlıklı olarak borsa dışı işlem ve devir işlemlerinde işlem

görmektedir. Kanuna göre kimse çıkarılmış toplam 2.000.000 adet hisseden 10.000'den fazlasını elinde bulunduramamaktadır. Pay sahipliği konusunda başka herhangi bir sınırlama yoktur ve hissedarlara ödenecek temettü, yılda hisse başına 10c ile sınırlıdır (Klein, 2012).

Şu anda, Güney Afrika Cumhuriyeti Anayasası'nın 1991 yılında geçirilen 223-225 sayılı Güney Afrika Merkez Bankası Kanunu ile SARB'ın operasyonları için olanak sağlayan çerçeveyi oluşturulmuş ve 1996 yılında yapılan düzenlemelerle bağımsızlığı ve özerkliği sağlanmıştır. Banka, enflasyonu kapsayan para politikası hedefine büyük önem vermiştir ve bu para politikası hedefine ulaşmak için elindeki para politikası araçlarını kullanabilir. Bu, Banka'nın para politikası uygulamasında bağımsızlığa sahip olduğu ancak para politikası hedefi seçiminde bağımsızlığı olmadığı anlamına gelir (Ncube ve Ndou, 2013).

SARB, bir başkan, üç başkan yardımcısı ve 11 üyeden oluşan bir yönetim kuruluna sahiptir. Başkan ve yardımcıları, Maliye Bakanına danışılarak Güney Afrika Cumhurbaşkanı tarafından beş yıl süreyle atanır. Ayrıca üyelerin dördü Cumhurbaşkanı tarafından üç yıl için atanır ve kalan yedi üye ise yine üç yıllık bir süre için SARB'ın hissedarları tarafından atanır ("South African Reserve Bank", 2019).

2.2.3.1. Güney Afrika Merkez Bankasının Görev ve Fonksiyonları

SARB politikalarının ve faaliyetlerinin güvenilirliğinin, hedeflerine ulaşmak için bir ön şart olduğunu ve bu güvenilirliğin ancak bağımsız eylem, kararlılık ve sabit niyetle gerçekleştirilebileceğini kabul eder.

Para Politikasının Oluşturulması ve Uygulanması: SARB Güney Afrika'nın para politikasından sorumludur. Güney Afrika'nın para politikası enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürütülmekte olup, refinansman sistemi SARB tarafından para politikasının uygulanmasında kullanılan mekanizmadır. Kısaca refinansman, mevcut bir ipoteği yeni bir krediyle değiştirme sürecidir (Bank, 2015).

Bankaların Bankası Rolü: SARB bankaların yasal olarak tutmaları gereken rezervlerin yanı sıra, gönüllü olarak tutmayı tercih ettikleri nakit rezervlerini saklama görevini de üstlenir. Banka, bankaların sahip olması gereken asgari nakit rezervini

değiştirme yetkisine sahiptir ve banka likiditesini ve dolaşımdaki para miktarını etkilemek için bu tür ayarlamaları kullanabilir ("South African Reserve Bank", 2019).

Bankalara Likidite Sağlanması Görevi: SARB, bankalara, geçici nakit sıkışıklığı dönemlerinde likidite sağlar. Bu işlev, banka'nın son çare borç veren faaliyeti olarak adlandırılmaktadır. Bu işlev, likidite sorunları yaşayan bir bankaya yardım verilmesi anlamına gelir. Bu yardım, yalnızca belirli koşullar altında verilmektedir ve bankanın yardım almasıyla iflasının önlenmesini ve krizin diğer bankaları etkilemesinin önüne geçmeyi amaçlamaktadır. Özel yardımın asıl amacı mudileri korumaktır. Bununla birlikte, SARB bu tür bir yardım hiçbir zaman otomatik olarak garanti vermemektedir ve bankalar buna göre iflas edebilirler ("South African Reserve Bank", 2019).

Bankalararası Taleplerin Çözülmesi: SARB Güney Afrika Çok Seçenekli Anlaşma (SAMOS) sistemi aracılığıyla ekonomide yapılan gayri nakdi ödemelerden (örneğin çekler) kaynaklanan bankalararası borçların gerçek zamanlı elektronik olarak ödenmesini sağlar. Buna ek olarak ödeme riskinin azaltılması önlemlerinin uygulamaya konması ve gerektiğinde ödeme sisteminin emniyetini ve sağlamlığını denetler (Klein, 2012).

Banka Denetimi: SARB Güney Afrika'daki banka düzenleme ve denetlemesinden sorumludur. Amaç, banka mevduat sahiplerinin ve ekonominin çıkarına sağlam, verimli bir bankacılık sistemi sağlamaktır. Bankacılık kuruluşlarına bankacılık lisansı verilmesi ve faaliyetlerini Bankalar Yasası açısından izleyerek gerçekleştirme işlevine 1990/94 ve 1993/124 sayılı kanunla sahip olmuştur (Bank, 2015).

Devletin Bankacısı: Banka, merkezi hükümete bankacılık hizmetleri sunmaktadır, ancak bu işlev, hükümetin diğer bankalarda nakit bakiyeleri tutmaya başlamasından sonra azaltılmıştır. Banka, eyalet hükümetlerine, yerel makamlara veya devlet teşebbüslerine bankacılık hizmetleri sunmamaktadır. Bununla birlikte SARB devlete ait kaynakların diğer bankalar arasında hareket etmesinden sorumludur. Bu tür hareketlerin, bankaların nakit kaynakları üzerinde bir etkisi vardır ve bu nedenle, bankaların likiditesini yönetmek için uygun bir ek araç olarak hizmet etmektedir

("South African Reserve Bank", 2019).

Döviz Kontrolü Yönetimi: SARB Finansal İzleme Bölümü, döviz kontrolünün günlük yönetiminden sorumludur. Maliye Bakanı ayrıca döviz cinsinden yetkili satıcı olarak hareket etmek için bazı bankalar atamıştır. Bu atama bankalara şartlara bağlı olarak ve Finansal İzleme Bölümü tarafından öngörülen limitler dahilinde döviz alma ve satma hakkı verir. Yetkili bankalar, Finansal İzleme Bölümü'nün acentesi olarak değil, müşterileri adına hareket ederler. Döviz kontrol politikası Maliye Bakanı (hatta daha geniş anlamda Hükümet/kabine) tarafından belirlenir. Bu nedenle SARB yalnızca Maliye Bakanına danışmanlık yapar (Bernanke ve Gertler, 2001).

2.2.4. Hindistan'da Merkez Bankacılığı

Hindistan'da merkez bankacılığında bahsedilmeden önce Hindistan'ın tarihsel süreçte 1757 ve 1947 yılları arasında İngiliz sömürgesi olduğunun belirtilmesi gerekmektedir. Hindistan'da merkez bankası kurulması yasası 1927 yılında çıkmış ve ancak 8 yıl sonra 1 Nisan 1935'te, Hindistan Rezerv Bankası Kanunu, 1934'e uygun olarak Hindistan Rezerv Bankası (RBI) kurulmuştur. Rezerv Bankası, 1937'den beri Mumbai'de kalıcı olarak yer almaktadır. Bununla birlikte, Hindistan'da merkez bankası unsurları olan bir bankacılık kurumu kurma çabalarının 1773 yılına kadar izlenen uzun bir geçmişi vardır. 1770'li yıllarda yaşanan karayolu soygunları ve hazinenin taşınmasıyla görevli yetkililerin sahtekarlıkları sebebiyle Warren Hastings tarafından banka kurulması yönünde çalışmalar yapılmış ancak bankacılık faaliyeti çok kısa sürmüştür. RBI kurulana kadar banknot ve döviz işlemlerinin düzenlenmesi İngiltere Bankası tarafından gerçekleştirilmiştir. 1800'lü yıllarda ise ticari bankacılık faaliyetlerinin yapılabilmesi amacıyla resmi bir katılımı üç başkanlık bankası kurulmuştur. Bunlar, Kalküta Bankası, 1806 (1809'da adı Bengal Bankası olarak değiştirilmiştir), Bombay Bankası (1840) ve Madras Bankası (1843)'dir. Hindistan'da bir merkez bankası unsurlarına sahip bir bankacılık kurumu kurma çabalarına dönecek olursak 1920'ye kadar, önerilen banka için öngörülen işlevlerin yurtdışındaki uygulamaları yansıtan karışık tipte olduğu görülmektedir. Ayrıca, yalnızca on dokuzuncu yüzyılın sonuna ve yirminci yüzyılın başlarına doğru, 'merkez bankası' teriminin Hindistan'da resmi gönderilerde kullanılmaya başlandığı görülmektedir.

1867'de Bengal Bankası, üç bankanın birleşmesi için bir teklif önerisiyle hükümete başvurmuş ancak hükümet Hindistan'ın tamamında tek bir kurumun çok güçlü olabileceği endişesiyle bu teklifi reddetmiştir. Bununla birlikte, 1899'da girişimi benimseyen ve mevcut üç bankanın “merkez” bir bankaya aktarılmasını öneren hükümet iken bu sefer de başkanlık bankaları, ticaret odaları ve Bengal Hükümeti nu fikre karşı çıkmışlardır. Ancak, 1919'da başkanlık bankaları bir araya gelerek üç başkanlık bankasının tek bir güçlü kuruluştaki birleştirmesini önermişlerdir. Yeni kurum için öngörülen merkezi bankacılık işlevleri, önceki tekliflerde olduğu gibi, sadece banknot sorunun çözülmesi ve devlete bankacılık yapmakla kalmayıp, aynı zamanda, dış ticarete yönelik gereklilikleri ölçmek ve ele almakla birlikte, altın dolaşımının teşvik edilmesidir. Kurulması önerilen yeni bankanın, başkanlık bankalarının yapmış olduğu ticari bankacılık faaliyetlerini de devam ettirmesi önerilmekteydi. Burada, 1913 yılında John Maynard Keynes tarafından önerilen hem merkezi bankacılık hem de ticari bankacılık işlevlerinde yer alan “Devlet Bankası” anlayışının etkisinde kaldığı söylenebilir. 1921 yılında başkanlık bankalarının birleşmesi ile Hindistan İmparatorluk bankası kurulmuştur ancak bu bankaya tüm merkez bankacılığı işlevleri emanet edilmemiş, bilhassa para yönetiminin hükümette kalması sağlanmıştır. 20. Yüzyılın başlarında merkez bankacılığı ticari bankacılıktan ayrı bir iş sınıfı olarak ele alınmış ve tek bir kurumun her iki işlevi de uygun şekilde yerine getiremediği düşünülmektedir. Bu nedenle, 1926'da Hilton Young Komisyonu, merkezi bankacılık işlevlerini yerine getirmesi için RBI'nin kurulmasını önermiştir (Burgess ve diğerleri, 2005). Burada yönetim kurulu üyelerinin seçilmesiyle ilgili sorunlar yaşanmış ve yönetim kurulu üyelerinin sadece belirli bir kısmının hükümet tarafından seçilmesi, kalan üyelerin ise ticaret odası ve yasama organları tarafından belirlenmesi önerilmiştir. Bu öneri gücünü kaybetmek istemeyen Hindistan'daki İngiliz Hükümeti tarafından kabul edilmemiştir. 1935'te RBI'nin kurulmasından önce, bir merkez bankası ile ilişkilendirilen temel işlevler, ancak Hindistan'daki İngiliz Hükümeti tarafından ve daha az bir ölçüde, kuruluşundan bu yana Hindistan İmparatorluk Bankası tarafından yerine getirildi. Banknot meselesinin düzenlenmesi, döviz yönetimi, ulusun altın ve döviz rezervlerinin velayeti, Hindistan İngiliz Hükümeti'nin sorumluluğundaydı. İmparatorluk Bankası, ticari banka olarak birincil işlevlerine ek olarak, hükümete bankacı ve sınırlı olarak bankaların bankası olarak hareket etmiştir. Ancak, hükümetin para birimini kontrol

ederken kredi durumunun İmparatorluk Bankası tarafından kontrol edilmesinin getirdiği koordinasyonsuzluklar ve başarısızlıklar sebebiyle İngiliz Hükümeti'nin eli zayıflamış ve 1935 yılında RBI'nın kurulması kararlaştırılmıştır ("Reserve Bank of India", 2019).

RBI Hindistan rupisinin ihracını ve arzını kontrol eden Hindistan'ın merkezi bankacılık kurumudur. Kurum 2016 yılında Para Politikası Komitesi kuruluncaya kadar Hindistan'da para politikasını da kontrol altına almıştır. Kurulduğu 1935 yılında sermayesinin tamamı özel hissedarlara ait olarak düzenleme yapılmış ve Hindistan'ın 15 Ağustos 1947'deki bağımsızlığını takiben, RBI 1 Ocak 1949'da millileştirilmiştir. RBI, Hindistan Hükümeti'nin Kalkınma Stratejisinde önemli bir rol oynamaktadır ve Asya Takas Birliği'nin bir üyesidir. Kısaca bahsetmek gerekirse Merkezi İran Tahran'da bulunan Asya Takas Birliği (ACU), 9 Aralık 1974'te Birleşmiş Milletler Asya ve Pasifik Ekonomik ve Sosyal Komisyonu (ESCAP) girişimi ile kurulmuştur. ACU'nun kuruluş amacı, üye ülkeler arasında ödemeleri gerçekleştirmek için bir sistem sağlamak amacıyla üye ülkeler arasında uygun parasal işlemlerin uzlaştırılması konusunda bölgesel işbirliğini sağlamaktır. Hindistan'ın yanı sıra ACU üyeleri arasında Bangladeş, Butan, Maldivler, Myanmar, Nepal, İran, Sri Lanka ve Pakistan yer almaktadır (Aleem, 2010).

RBI'nın temel işlevleri banknotların düzenlenmesi, Hindistan'da parasal istikrarın sağlanması ve ekonomik zorlukları karşılamak için para politikası çerçevesinin modernleştirilmesi olarak belirtilmektedir. RBI operasyonları merkezi bir yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir, RBI, Hindistan Hükümeti'nin Hindistan Merkez Bankası Kanunu uyarınca Hindistan Hükümeti tarafından atanan 21 üyeli bir merkezi yönetim kurulu ile yürütülmektedir. Bunlar resmi yöneticiler (4 yıllığına atanan bir başkan ve 4 yardımcı) ve iki maliye bakanlığı temsilcisi, Hindistan Hükümeti ekonomisini temsilen 10 yönetici ve bölgesel çıkarları, kooperatif ve yerli bankaların çıkarlarını temsil eden 5 üyeden oluşmaktadır (Chandavarkar, 2005).

2.2.4.1. Hindistan Merkez Bankasının Görev ve Fonksiyonları

RBI'nin rolünün zaman içinde geliştiği saptanmıştır. Millileştirme öncesinde RBI'nın iki temel işlevi yerine getirdiği görülmektedir. Birincisi, Hintli bankalar için merkezi bir rezerv noktası olarak hareket etmek ve acil durumdaki operasyonlar için fon

talep edildiğinde bankalara borç vermektir. İkincisi, Hintli bankalar için bir düzenleyici olarak işlev gördü ve faaliyetlerini mevduat sahiplerinin çıkarları doğrultusunda gerçekleştirmelerini sağladı. Bağımsızlıktan önceki yıllarda, Hindistan'daki bankacılık ağı ülkenin her yerine uygun şekilde yayılmamıştı ve ülkede yabancı ve yerli bankalar bulunmaktaydı. Yabancı bankaların çoğunlukla Hindistan'daki İngiliz şirketlerine hizmet ettiği görülmektedir. Yerli bankalar ise sadece yerli gruplarla ilgileniyorlardı. RBI'nin rolü ve işlevleri bağımsızlıktan sonra kritik hale gelmiş ve ülkenin büyümesi için daha fazla zenginlik üretmek amacıyla Hindistan'daki tasarruf alışkanlığını artırmak için çalışmıştır. Burada amaç tasarrufu arttırarak projelere yatırım yapılmasını sağlamaktır. Rollerini temel olarak yoksulların kendi başlarına fon biriktirme ve arttırma konusunda başarısız olduğu bu hipoteze dayanıyordu. RBI, hükümete belirli işlevler için fon sağlayarak halka hizmet edecek kurumlar kurmasında yardım ediyordu. 1956'da ikinci beş yıllık plandan sonra Hindistan hükümeti, RBI'nin yardımıyla finansal kurumlar kurma kararı aldı. Bu kurumların kredileri mümkün kılması ve işlevlerini merkezi düzeyde yerine getirerek devlet ve bölgesel kurumlar için öncü kurumlar olarak çalışmaları amaçlanmıştır. Bu kurumlar Hindistan Endüstriyel Kalkınma Bankası (IDBI), Hindistan Endüstriyel Kredi ve Yatırım Kurumu (ICICI), Hindistan Endüstriyel Finans Kurumu (IFCI)'dur. RBI'nin rolü bu kurumların kurulmasından sonra yoğunlaşmış ve işlevleri bankacılığın yayılmasıyla gelişmiştir. RBI, bankacılık olanaklarının ilgili alanlarda kullanılabilmesi için hayati bir rol oynamış ve bankacılığın ülkenin uzak bölgelerine ulaşmasını sağlamıştır. 1955 yılında Hindistan Devlet Bankası kurulmuş ve Hindistan İmparatorluk bankası olarak faaliyetlerine devam etmiştir. 1963 yılında ülke tarımcılığının geliştirilmesi amacıyla Tarım Finans Kurumu (AFC) kurulmuştur. Hindistan bankacılık faaliyetleri açısından bakıldığında 1969 yılında 14 bankanın ve 1980 yılında 6 bankanın millileştirilmesi gibi cesur hareketler atılmıştır. RBI destekli kurulan kurumlar ve millileştirme hareketleri neticesinde bankacılık sektörünün ülkenin her yerinde yayılması sağlanmıştır. RBI'nin 7 temel fonksiyonu ise aşağıdaki başlıklar altında incelenmektedir (Dreze ve Sen, 1999; Sathye, 2003; Schelkle, 2005).

Banknot İhracı Tekeli: Diğer herhangi bir merkez bankası gibi, RBI ülkenin tek bir para otoritesi olarak hareket eder. 1 Rupi banknot, madeni paralar ve küçük madeni paralar hariç her türlü banknotu Bankanın İhraç Bölümü aracılığıyla verir. 1 rupi

banknotlar, madeni paralar ve küçük madeni paralar Hindistan Hükümeti tarafından verilmektedir. Gerçekte, RBI bu paraları Hindistan Hükümeti adına piyasaya sürer. Halihazırda iki, beş, on, yirmi, elli, yüz ve beş yüz rupi banknotları RBI tarafından verilmektedir. 1956'dan önce, RBI'nın banknot düzenleme ilkesi oransal rezerv sistemine dayanıyordu. Bu sistem, 1956'da RBI'nın en az rupi (Rs)'ye sahip olması gereken minimum rezerv sistemi ile değiştirildi. Buna göre RBI'nın sürülen para birimine karşı destek olarak 1.150.000.000 Rupî değerinde altını ve 850.000.000 Rupî değerinde dövizi elinde tutması gerekmektedir ("Reserve Bank of India", 2019).

Bankaların Bankası: Bankaların bankası olarak RBI, ticari bankaların nakit rezervlerinin bir bölümünü elinde bulundurur ve onlara kısa vadeli borç verir. Tüm bankaların toplam yükümlülüklerinin belirli bir yüzdesini (%3 ila %15 arasında) bulundurmaları gerekmektedir. Bu nakit rezerv oranının RBI tarafından değiştirilmesinin temel amacı, kredileri kontrol etmektir. RBI, ticari bankalara ve devlet kooperatif bankalarına döviz faturalarının reeskontu yoluyla finansal yardım sağlar. RBI ticari bankaların fon ihtiyacını karşıladığı için son çare borç veren olarak görev yapar. RBI, ticari ve kooperatif bankalarının faaliyetlerini denetleme, düzenleme ve kontrol etme yasası ile yetkilendirilmiştir. RBI, bankaları periyodik olarak denetler ve iade ve gerekli bilgileri ister ("Reserve Bank of India", 2019).

Devletin Bankası: RBI, Hindistan hükümetine ve eyalet hükümetlerine (Jammu ve Keşmir eyaletleri haricinde) bankacı olarak görev yapmaktadır. Bu nedenle, bu hükümetler adına para kabul eder ve öder, döviz bozdurma ve diğer bankacılık işlemlerini gerçekleştirir. Devletin bankacısı olarak RBI, Hindistan Hükümeti'ne kısa vadeli kredi sağlamaktadır. Bu kısa vadeli kredi hazine bonolarının satışı yoluyla elde edilebilir. Bunun yanında, RBI ayrıca Devlet Hükümeti'ne (90 gün içinde geri ödemeli) avanslar ve yöntemler sunmaktadır. Burada önemli bir nokta merkezi hükümetin, RBI'den istediği miktarda borç alma yetkisine sahip olduğudur. RBI ayrıca IMF ve Dünya Bankası üyeliğinde devletin temsilcisi olarak görev yapmaktadır. Ayrıca, RBI hükümetin yalnızca bankacılık ve finansal konularda değil, aynı zamanda çok çeşitli ekonomik konularda (finansman modelleri, kaynakların mobilizasyonu, bankacılık ve kredi konularında kurumsal düzenlemeler, bankacılık ve kredi konuları, uluslararası finans ilgili düzenlemeler gibi) danışmanlık hizmeti vermektedir (Aleem, 2010).

Kredi Kontrolörü: RBI, ülkenin çıkarlarına hizmet etmek için toplam para ve banka kredisi arzını kontrol eder. RBI, fiyat ve döviz kuru istikrarını sağlamak için kredileri kontrol eder. Bunu başarmak için RBI her türlü kantitatif, kalitatif ve selektif kredi kontrol aracını kullanmaktadır. RBI'nin en yaygın kullanılan kredi aracı banka oranıdır. RBI ayrıca, selektif kredi kontrol yöntemlerine büyük ölçüde güvenmektedir. Bu fonksiyon özel bir uygulama gerektirdiğinden RBI'nın müdahale kabiliyeti açısından önem arz etmektedir.

Döviz Yönetimi ve Kontrolü: Banka tarafından gerçekleştirilen temel merkez bankacılığı işlevlerinden biri, rupinin dış değerini korumaktır. Para biriminin dış istikrarı, ülkenin iç istikrarı, içsel ekonomik gücü ve ekonomik ve parasal işlerini yürütme biçimi ile yakından ilgilidir. Bu nedenle, yerel, malî ve para politikaları, para biriminin dış değerini korumada önemli bir role sahiptir. Hindistan Merkez Bankası'nın bu alanda oynayacağı önemli bir rol bulunmaktadır. RBI hem kendi adına hem de Hükümet adına döviz işlemleri yapma yetkisine sahiptir. Ülkenin resmi dış rezervleri, özel çekme hakları (SDR) işletmelerinin yanı sıra, RBI'nin parasal altın ve yabancı varlıklarından oluşmaktadır. Ülkenin dış değişim rezervlerinin koruyucusu olan RBI, rezervlerin yatırımını ve kullanımını en avantajlı şekilde yönetmekle görevlendirilmiştir ("Reserve Bank of India", 2019).

Tanıtım ve Gelişim Fonksiyonu: Geleneksel fonksiyonlarının yanı sıra, RBI tanıtım ve gelişimsel nitelikte çeşitli etkinlikler gerçekleştirir. Tasarrufu verimli amaçlar için seferber etmeye çalışır. Örneğin, RBI daha öncede belirtildiği üzere Hindistan'ın mevcut finansal altyapısının oluşturulmasında çok yardımcı olmuştur. Mevduat Sigorta Kurumu (mevduat sahiplerinin banka sorunlarına karşı çıkarlarını korumak için), Tarımsal Finans ve Gelişim Kurumu (tarımcıların ihtiyaçlarını karşılamak için), IFCI ve IDBI gibi kurumların (sanayinin uzun ve orta vadeli ihtiyaçlarının karşılanması için), kurulmasında finansal ve yönetsel destek sağlamıştır. Ayrıca, Kooperatif kredi desteği sayesinde RBI tipik merkez bankacılığının dışına çıkarak kırsal kesimdeki illegal borç verenlerin faaliyetlerini durdurmasını sağlamıştır. Buna göre RBI yalnızca para birimlerini ve kredileri düzenlemekle kalmaz, aynı zamanda çeşitli tanıtım faaliyetlerini yürüterek Hint ekonomisinin gelişmesine de yardımcı olur ("Reserve Bank of India", 2019).

Diğer Fonksiyonlar: Tüm bu fonksiyonlarının dışında RBI kurumsal şeffaflık amacıyla tüm parasal ve bankacılık verilerini düzenli olarak aylık RBI Bülteni ve yıllık Para Birimi ve Finans Raporunda toplar, derler ve yayınlar (Mallick ve Marjit, 2008).

2.2.5. Endonezya’da Merkez Bankacılığı

Endonezya’da merkez bankacılığı incelenmeden önce Endonezya tarihinden kısaca bahsedilmesi yerinde olacaktır. Endonezya 1798 yılında Hollanda krallığına bağlanmış ve tarihsel süreç içerisinde sadece 2. Dünya Savaşı sırasında Japonlar tarafından yönetilmiştir. 1945 yılında bağımsızlığını ilan etmiş ve 1949 yılında tam bağımsızlığı başta Hollanda olmak üzere diğer ülkelere tanınmıştır. 1953 yılında ise Endonezya Bankası kurulmuştur. Endonezya’da ilk bankacılık faaliyetine giden süreç 19. Yüzyılın ilk çeyreğinde başlamıştır. 1818’de, İngiliz tüccarlar Endonezya pazarının tamamına hükmedip çeşitli ticaret faaliyetlerini tekelleştirdiklerinde, Hollanda hükümeti Hollandalı işletmelere İngiliz girişimcilerle rekabet edebilmelerini umarak, sermaye ve kar güvencesiyle destek verdi. Ancak bu plan tamamen başarısızlıkla sonuçlandı. Bunun yerine 1828 yılında yeni bir politika ve bir banka tanıtıldı. Java Bankası, "Java'yı erkeklerle değil sermaye ile kolonileştirmek" objesiyle yaratıldı. Buradaki amaç özel işletmelerin finansmanı ve sınırlı ölçüde banknot çıkartılmasıydı. Banka özel bir şirket olarak kurulmak istendi ancak halk Java Bankasının hisselerine ilgi göstermeyince bütün sermaye Hollanda Krallığı ve De Nederlandsche Handel Maatschappij isimli Hollandalı ticaret şirketi tarafından sağlandı. Daha sonra ise Hollanda Kralı Java Bankası’nın ana hissedarı oldu. Banka, varlığının ilerleyen yıllarında, kademeli olarak ticari bankacılık faaliyetlerinin çeşitli biçimlerine girmeye başlamış ve banknot verme işlevine artan oranda yoğunlaşmıştır. Buna rağmen Java Bankası’nın Endonezya’nın tek dolaşım bankası olması 1922 yılında kabul edilmiştir. Bu kanun bankanın aynı zamanda hükümetin kontrolü altında özel bir banka statüsüne geçmesini sağlamıştır. Banka Hollanda’da hükümetin belirttiği direktiflere bağlı kalarak hükümetin ekonomik politikalarının Endonezya’da yürütülmesini sağlamıştır. Bankanın sorumluluğu aralarındaki resmi döviz kurunu bire bir parite içinde tutarak Endonezya para birimini Hollanda para sistemi ile birleştirmektir. Bu sorumluluk 1930’ların mali kriziyle ve II. Dünya Savaşı ile kesintiye uğradı. Java Bankası’nın Endonezya için bağımsız bir para politikası geliştirememesinin bir nedeni de Endonezya fonlarının Hollanda’da olmasıydı.

Bunun temel sebebi ise Endonezya'daki bütün Hollandalı işletmelerin Hollanda'da ikamet etmesi ve elde ettikleri kazançları Hollanda'ya aktarmalarıydı. Öte yandan, Endonezya'daki likidite gerginliklerini artırma ihtiyacı ortaya çıktığında, birçok işletme Java Bankasının kaynaklarına “son çare borç veren” olarak bağlı olma konusunda isteksiz bir tavır sergiledi ve Hollanda ofisleri aracılığıyla bu ihtiyaçlarını giderdiler. Bütün bunlar Java Bankası'nı merkez bankası rolü yerine aracı bir kurum rolü oynamasına sebep oldu. Bunun yanında sömürge hükümetinin Endonezya için özerk bir para politikası oluşturma konusundaki isteksizliği, Endonezya ekonomisini dış döngüsel dalgalanmalara duyarlı hale getirmiştir. Java Bankası, para politikasının uygulanmasında yalnızca kendi rezervlerini değil Hollanda'nın hisselerini de garantiye almalıydı. Döviz kullanımında ciddi kısıtlamalar ve serbest ithalat-ihracat ticaretine müdahale eden diğer kısa vadeli önlemlerle ödemeler dengesi bilançosunun nispeten daha uzun bir süre için korunması sağlanmıştır. 2. Dünya Savaşı sonrasında ise Endonezya bağımsızlığını ilan etmiş ve hükümet öncelikle bir dolaşım bankasının özel bir kurum olarak ulusal çıkarda tam olarak çalışmaması gerçeğiyle yüzleşerek, özerk bir para politikası izlemeye niyetlenmiştir. Bu tür fikirler Hollanda'ya parasal bağımlılık politikasıyla uyumlu değildi. Ancak 19 Haziran 1951'de, Java Bankası'nın millileştirilmesi için komite kurulmuş ve iki yıllık hazırlıkların ve parlamento tartışmalarının ardından 1953 yılında merkez bankasının faaliyetlerini yöneten bir tüzük yürürlüğe girmiştir. Java Bankası'nın adı da Endonezya Bankası (BI) olarak değiştirilmiştir ("Bank Indonesia", 2019).

1953 yılı sonrası incelendiğinde ise merkez bankası olarak görevlerini yürüten BI, Para Kurulu, Yönetim Kurulu ve Danışmanlar Kurulu tarafından yönetilmiştir. Para Kurulu, para politikaları oluşturma görevi hükümetin sorumluluğunda olmasına rağmen para politikaları yayınlamıştır. BI'nın temelini oluşturan kanunun, 13/1968 sayılı Kanun ile değiştirilmesiyle BI Para Kurulu'nun yönetimi altından çıkartılarak, Merkez Bankası olarak rol oynadı ve aynı zamanda Para Kurulunun da yardımıyla hükümet politikalarını uygulayarak hükümete kalkınma programlarında yardımcı oldu. 1999 yılındaki 23/1999 sayılı yeni bir Merkez Bankası Yasası ve 2004 yılındaki UU No.3/2004 sayılı ek maddelerle BI bağımsız bir devlet kurumu statüsü kazanmıştır. Bu şekilde BI'ya hükümet veya diğer herhangi bir dış tarafın müdahalesinden kurtarılma özgürlüğü sunulmuştur. Bağımsız bir devlet kurumu olan BI, kanunda öngörülen görev ve

yetkilerinin her birini formüle etme ve uygulama konusunda tamamen özerktir. Dış tarafların, BI'nın görevlerini yerine getirmesine müdahale etmeleri kesinlikle yasaktır ve BI, herhangi bir şekilde herhangi bir girişimi reddetme veya dikkate almama yükümlülüğüne sahiptir (Agung, 1998).

Organizasyon şeması incelenecek olursa BI, başkan, kıdemli bir başkan yardımcısı ve dört ila yedi başkan yardımcısı olan üyeler tarafından yönetilir. Başkan ve başkan yardımcısı beş yıl hizmet eder ve en fazla iki dönem için yeniden seçilebilirler. Parlamantonun onayı ile cumhurbaşkanı tarafından aday gösterilir ve atanırlar. Diğer başkan yardımcıları ise başkan tarafından aday gösterilir ve Cumhurbaşkanı tarafından parlamento onayı ile atanır. Burada önemli olan nokta ise, başkanın gönüllü olarak istifa ettiği, sağlık sorunlarının olduğu ya da cezai suçtan suçlu olduğu kanıtlanmadığı sürece, cumhurbaşkanı tarafından görevden alınma ihtimalinin olmamasıdır (Sato, 2005).

2.2.5.1. Endonezya Merkez Bankasının (BI) Görev ve Fonksiyonları

BI para otoritesi, bankacılık sistemi ve ödeme sistemi için düzenleyici ve denetleyici otorite olarak sorumluluklar taşımaktadır. Bu nedenle, BI'nın en önemli görevi yalnızca parasal istikrarı değil, aynı zamanda finansal sistem istikrarını da korumaktır. Parasal istikrarın finansal sistem istikrarı olmadan elde edebileceği her ne olursa olsun sürdürülebilir ekonomik büyümeyi desteklemede değeri çok az olacaktır. Buna karşılık, finansal sistem istikrarı, etkin para politikasının dayanağıdır. Finansal sistem, para politikası aktarımı için bir kanal sağlar ve herhangi bir finansal sistem istikrarsızlığı, para politikası aktarımının normal şekilde çalışmasını önler. Buna karşılık, parasal istikrarsızlık temel olarak finansal sistemin istikrarını etkileyecektir, çünkü finansal sistem etkili bir şekilde çalışamayacaktır. Bu, finansal sistem istikrarının BI sorumluluklarına dahil edilmesinin temel nedenidir. Bu sebeple BI'nın finansal istikrarı sağlamak amaçlı 5 temel görevi bulunmaktadır (Dick, 2002).

Parasal İstikrarı Sağlama: BI açık piyasa işlemlerinde faiz oranlarının kullanılması ve aynı zamanda diğer enstrümanların kullanılması yoluyla parasal istikrarı güvenceye almaktadır. BI uygun ve dengeli bir para politikası oluşturmakla yükümlüdür. Bunun nedeni, parasal istikrarın bozulmasının ekonominin tüm yönlerini derhal etkilemesidir. Yüksek faiz oranları ile uygulanan aşırı sıkı para politikası,

ekonomik faaliyeti bastırma eğiliminde olacaktır ve bunun tersi de geçerlidir. Bu nedenle, parasal istikrarı sağlamak için BI enflasyon hedeflemesi çerçevesi olarak bilinen bir politika benimsemiştir ("Bank Indonesia", 2019).

BI'nın esas amacı Rupı'nın istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu hedef, BI ile ilgili 2004 tarihli 3 sayılı Kanunun 7. maddesinde belirtilmiştir. Rupı istikrarı, enflasyona yansıyan mal ve hizmetler için fiyat istikrarı olarak tanımlanmaktadır. Bu hedefe ulaşmak için BI, 2005 yılında serbest dalgalı döviz kuru sistemine bağlı kalarak enflasyonun birincil para politikası hedefi olan enflasyon hedefleme çerçevesini benimsemeye karar vermiştir. Döviz kuru istikrarı, fiyat ve finansal sistem istikrarını sağlamada önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle, BI ayrıca döviz kurunu belirli bir seviyeye getirmek yerine, aşırı oran dalgalanmasını en aza indirmek için tasarlanmış bir döviz kuru politikası izlemektedir. Bunu gerçekleştirmek için BI enflasyonu devletin öngördüğü seviyede tutmayı amaçlayan parasal hedeflerin (para arzı veya faiz oranları gibi) oluşturulması yoluyla para politikası yürütme yetkisine sahiptir. Operasyonel düzeyde bu parasal hedefler, rupı ve forex para piyasalarında açık piyasa işlemleri, iskonto oranını belirlemek, minimum rezerv gereksinimi belirlemek ve kredi veya finansmanı düzenlemek gibi araçların kullanılmasına dayanmaktadır. BI ayrıca Şariat ilkelerine dayanarak para kontrolleri yapabilir (Sato, 2005).

Banka Denetimi Görevi: BI özellikle bankacılık sektöründe, finansal kurumların sağlam performansının oluşturulmasında hayati bir role sahiptir. Bankacılık kurumlarının performansı denetleyici ve düzenleyici mekanizma ile desteklenmektedir. Diğer ülkelerde olduğu gibi, Endonezya'da da bankacılık sektörü finansal sistemde baskın bir rol oynamaktadır. Bu nedenle, bu sektördeki herhangi bir başarısızlık finansal istikrarsızlığa ve ekonominin bozulmasına neden olabilir. Bu tür bir başarısızlığı önlemek için, banka gözetimi ve bankacılık politikası için etkili bir sistemi sürdürmek esastır. Ek olarak, piyasa disiplini, denetleyici ve düzenleyici güçlerin yanı sıra kanun yaptırımı yoluyla da çalışmalıdır. Piyasa disiplini uygulayan ülkelerin sağlam finansal sistem istikrarından faydalandığı görülmektedir. Kanun uygulama eylemleri aynı zamanda finansal sisteme duyulan güveni artırırken bankacılık sistemini ve paydaşları korumayı amaçlamaktadır. Bankacılık sektöründe sürdürülebilir bir istikrar seviyesi oluşturmak için BI Endonezya Bankacılık Mimarisini geliştirmiş ve Basel II

Anlaşmalarının uygulanması için planlar yapmıştır. Kısaca açıklamak gerekirse Basel Anlaşmaları, Basel Bankacılık Denetleme Komitesi (BCBS) tarafından yayınlanan, Bankacılık Denetim Anlaşmalarına (bankacılık düzenlemeleriyle ilgili tavsiyeler) Basel I, Basel II ve Basel III'e atıfta bulunur. Basel Anlaşmaları, bankacılık endüstrisindeki düzenlemeler için bir dizi öneridir. Eskiden, Basel Komitesi, merkez bankalarından temsilciler ve G-10 grubunun düzenleyici otoritelerinin yanı sıra Lüksemburg ve İspanya'dan oluşuyordu. 2009'dan beri, G-20'nin diğer tüm büyük ekonomilerinin yanı sıra Hong Kong ve Singapur gibi diğer bazı büyük bankacılık bölgeleri de temsil edilmektedir. BI'nın uyguladığı Basel II'nin amacı, riske dayalı sermaye hesaplamasına, denetleyici gözden geçirme sürecine ve piyasa disiplinine vurgu yaparak finansal sistemin güvenliğini ve sağlamlığını güçlendirmektir. Basel II Çerçevesi, zaman içinde iyileştirmeler ve değişiklikler yapılmasını sağlayan ileriye dönük bir yaklaşıma dayanmaktadır ("Bank Indonesia", 2019).

Ödeme Sistemi Sorumlusu: BI'nın yetkileri arasında sağlam bir ödeme sisteminin bakımı yer almaktadır. Herhangi bir katılımcının iflası ödeme sisteminde ciddi bozulma riskine yol açacaktır. Bu durum bulaşıcılığı ve buna bağlı olarak sistemik riski tetikleyebilir. Ödeme sistemindeki bu riski azaltmak için, BI özel bir düzenleyici çerçeve geliştirmiş ve ödeme sisteminin çalışması için yeni mekanizmalar başlatmıştır. Bu mekanizmalardan biri, büyük ölçüde geliştirilmiş güvenlik ve ödeme sistemi işlemlerinin hızını sunan Gerçek Zamanlı Brüt Ödeme (RTGS) sistemidir. Ödeme sistemi yetkilisi konumunda olan BI ayrıca, ödeme sistemindeki potansiyel riskleri tanımlamak için gerekli bilgi ve uzmanlığa da erişebilir (Narayan, 2007).

Finansal Sistem Sorumlusu: BI finansal istikrar tehditleri hakkındaki bilgilere erişmek için araştırma ve izleme yeteneklerinden yararlanabilmektedir. BI finansal sektördeki kırılganlıkları izlemek ve finansal sistem istikrarını etkileyebilecek olası şokları tespit etmek için makro ihtiyati izlemeyi kullanmaktadır. Bu göstergeler şirket içi araştırma yetenekleri kullanılarak BI'da geliştirilmiştir. Bu izleme ile üretilen bilgiler daha sonra finansal sektördeki rahatsızlıklarla başa çıkma konusunda en uygun eylemler hakkında ilgili makamları bilgilendirmek için tavsiyeler üretmek amacıyla kullanılır ("Bank Indonesia", 2019).

Bankalara Likidite Sağlanması Rolü: BI son çare borç veren (LoLR) işlevinin

merkez banka kredisi kapsamında finansal sistem güvenlik ağını işletmektedir. LoLR işlevi, BI'nın finansal sistemin istikrarsızlığını önlemeyi amaçlayarak kriz yönetiminde merkez bankası olarak uyguladığı geleneksel bir roldür. LoLR işlevi normal ve kriz koşullarında likidite sağlanmasını içerir. Bu destek, yalnızca sistemik bir krizi tetikleyebilecek likidite sorunları yaşayan bankalara verilmektedir. Normal şartlar altında, LoLR fonksiyonu, hala yeterli geri ödeme kabiliyetine sahip olması gereken geçici likidite uyumsuzluğu yaşayan bankalar için çalışabilir. LoLR işlevini kullanırken, BI ahlaki tehlikeden uzak durmaktadır. Bu nedenle likidite ancak katı şartlar altında sağlanabilir ve sistemik riskin değerlendirilmesine tabi tutulmaktadır (Woo ve diğerleri, 1994; Agung, 1998).

2.3. Kırılgan Beşli Ekonomilerin Genel Durumları

Bu kısımda kırılgan beşli ülkelerin makroekonomik açıdan genel durumları çeşitli parametreler üzerinden incelenecektir. İncelenecek olan parametrelerin kırılgan beşli ülkelerin son 20 yıldaki ekonomik durumlarının anlaşılmasında önemli rol oynayacağı düşünülmektedir.

Tablo 2'de 1997-2017 yılları arasında kırılgan beşli ülkelerin GSYİH miktarları ABD Doları cinsinden gösterilmiştir. Burada Dünya Bankası ulusal hesap verileri ve Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ulusal hesap veri dosyalarından elde edilen veriler kullanılmıştır. Alıcının fiyatlarındaki GSYİH, ekonomideki tüm yerleşik üreticiler tarafından eklenen brüt katma değer ve yanısıra ürün vergilerinin toplamı ve eksi ürünlerin değerine dahil olmayan sübvansiyonların çıkartılmasıyla elde edilir. Üretilen varlıkların amortismanı veya doğal kaynakların tükenmesi ve bozulması için indirimler yapılmadan hesaplanır. GSYİH için dolar rakamları, tek yıllık resmi döviz kurları kullanılarak iç para birimlerinden dönüştürülerek elde edilmiştir. Tablo 2 incelendiğinde 2017 yılı verilerine göre en yüksek GSYİH miktarının diğer üç ülkeden oldukça yüksek bir farkla Hindistan ve Brezilya'da olduğu görülmektedir. GSYİH parametresi açısından bakıldığında Hindistan ekonomisinde sürekli olarak bir artış olduğu gözlemlenmekle birlikte bu artışın son 20 yıllık süreçte yaklaşık 6 kat artış gösterdiği görülmektedir. Brezilya'da ise özellikle 1997-2002 yılları arasında ciddi bir düşüş gerçekleştiği gözlemlenmiş olup 2002 yılından sonraki 10 yıllık süreçte ise 5 kat

artışla önemli bir gelişme olduğu görülmektedir. 1997-2002 yılları arasında Güney Afrika'da GSYİH sürekli olarak azalma eğilimi göstermiştir. Son olarak Türkiye'nin verileri incelendiğin 3. Bölümde anlatılacak olan 2001 krizi döneminde ciddi bir düşüş olduğu gözlemlenebilir. Ayrıca 2013 yılından itibaren ülkemizde GSYİH verisinin sürekli olarak düştüğü görülmektedir.

Tablo 2. Kırılğan Beşlide Yıllara Göre GSYİH Değişimi

GSYİH (Milyar \$)							
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Endonezya	215.749	95.446	140.001	165.021	160.447	195.661	234.772
Brezilya	883.200	863.723	599.389	655.421	559.372	507.962	558.320
Hindistan	415.868	421.351	458.820	468.395	485.441	514.938	607.699
Türkiye	189.835	275.769	255.883	272.980	200.252	238.428	311.823
Güney Afrika	152.586	137.774	136.632	136.362	121.601	115.748	175.257
Yıl Ülke	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Endonezya	256.837	285.869	364.571	432.217	510.229	539.580	755.094
Brezilya	669.317	891.630	1,107.640	1,397.084	1,695.825	1,667.020	2,208.872
Hindistan	709.149	820.382	940.260	1,216.735	1,198.895	1,341.887	1,675.615
Türkiye	404.786	501.416	552.487	675.770	764.336	644.640	771.902
Güney Afrika	228.937	257.671	271.638	299.416	286.770	295.936	375.349
Yıl Ülke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Endonezya	892.969	917.870	912.524	890.815	860.854	931.877	1,015.421
Brezilya	2,616.202	2,465.189	2,472.807	2,455.994	1,802.214	1,796.275	2,053.595
Hindistan	1,823.050	1,827.638	1,856.722	2,039.127	2,103.588	2,290.432	2,650.725
Türkiye	832.524	873.982	950.579	934.186	859.797	863.722	851.549
Güney Afrika	416.419	396.328	366.643	350.636	317.537	295.747	348.872

Kaynak: Dünya Bankası ve OECD verileri

Tablo 3'te ise ülke popülasyonları dikkate alınarak kişi başına düşen milli gelirler özetlenmiştir. Tablo 2'de ülkelerin GSYİH'lerinin değişimleri için gözlemlenen dönemsel artış ve düşüşlerin aynısı Tablo 3'deki veriler için de geçerlidir. Burada dikkat çeken durum ise Türkiye'nin 2013 yılından sonra yaşanan sürekli düşüşe rağmen en yüksek kişi başı milli gelire sahip olduğudur. Ayrıca, Hindistan'ın sürekli artışa rağmen 2017 verilerine göre yaklaşık 2,000 dolarla kırılğan beşlideki en fakir ülke olduğu

söylenbilir.

Tablo 4'te ise kırılğan beşli ülkelerin büyüme oranları bulunmaktadır. Piyasa fiyatlarındaki yıllık GSYİH büyüme oranı sabit yerel para birimi üzerinden hesaplanmıştır. Burada benzer şekilde Dünya Bankası ulusal hesap verileri ve OECD ulusal hesap veri dosyalarından yararlanılmıştır.

Tablo 3. Kırılğan Beşli Ülkelerde Kişi Başına Düşen Milli Gelir

Kişi Başına Düşen Milli Gelir (\$)							
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Endonezya	1,063	463	671	780	747	899	1,064
Brezilya	5,271	5,075	3,469	3,739	3,146	2,819	3,059
Hindistan	416	414	443	444	453	472	548
Türkiye	3,144	4,496	4,108	4,316	3,119	3,660	4,718
Güney Afrika	3,495	3,104	3,032	2,982	2,621	2,461	3,678
Yıl Ülke	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Endonezya	1,148	1,260	1,586	1,855	2,160	2,254	3,113
Brezilya	3,623	4,770	5,860	7,313	8,787	8,553	11,224
Hindistan	629	717	809	1,031	1,001	1,105	1,361
Türkiye	6,040	7,384	8,034	9,709	10,850	9,036	10,672
Güney Afrika	4,745	5,277	5,502	6,001	5,688	5,805	7,276
Yıl Ülke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Endonezya	3,634	3,687	3,620	3,491	3,334	3,568	3,846
Brezilya	13,167	12,291	12,216	12,026	8,750	8,650	9,812
Hindistan	1,461	1,446	1,452	1,576	1,606	1,729	1,979
Türkiye	11,340	11,720	12,542	12,127	10,984	10,862	10,546
Güney Afrika	7,967	7,478	6,819	6,429	5,742	5,279	6,151

Kaynak: Dünya Bankası ve OECD verileri

Tablo 4'teki büyüme oranları incelendiğinde Hindistan'ın son 20 yılda ortalama %6 büyüme kaydettiği görülmektedir. Brezilya'da ise benzer şekilde sürekli büyüme gerçekleşmiş ancak 3. Bölümde detaylı olarak anlatılacağı üzere 2015 ve 2016 yıllarında yaşanan krizin etkisiyle küçülme gerçekleşmiştir. Türkiye için özetlenecek

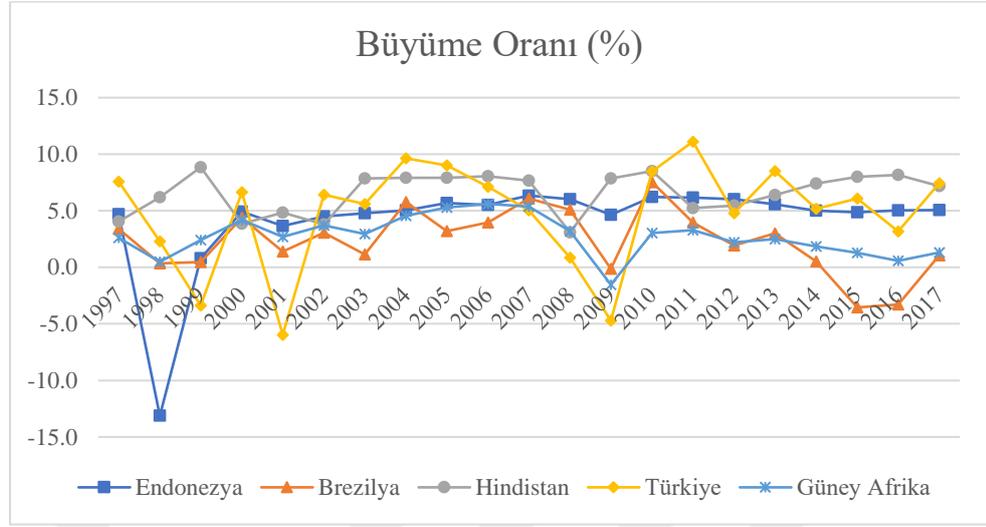
olursa 2002-2007 yıllarında sürekli büyümeyle birlikte 2011 yılında kırılğan beşli ülkelerin son 20 yıllık verilerine göre gerçekleşen %11,1'lik en yüksek büyüme oranı görülmüştür. Ayrıca en büyük düşüş ise daha sonra anlatılacağı üzere 1997-1998 Asya Krizi sebebiyle %-13.1'lik değerle Endonezya'da yaşanmıştır. Büyüme oranlarının şekilsel gösterimi Şekil 3'te detaylı olarak görülebilmektedir.

Tablo 4. GSYİH'ye Göre Son 20 Yıllık Büyüme Oranları

Büyüme Oranı (%)							
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Endonezya	4.7	-13.1	0.8	4.9	3.6	4.5	4.8
Brezilya	3.4	0.3	0.5	4.4	1.4	3.1	1.1
Hindistan	4.0	6.2	8.8	3.8	4.8	3.8	7.9
Türkiye	7.6	2.3	-3.4	6.6	-6.0	6.4	5.6
Güney Afrika	2.6	0.5	2.4	4.2	2.7	3.7	2.9
Yıl Ülke	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Endonezya	5.0	5.7	5.5	6.3	6.0	4.6	6.2
Brezilya	5.8	3.2	4.0	6.1	5.1	-0.1	7.5
Hindistan	7.9	7.9	8.1	7.7	3.1	7.9	8.5
Türkiye	9.6	9.0	7.1	5.0	0.8	-4.7	8.5
Güney Afrika	4.6	5.3	5.6	5.4	3.2	-1.5	3.0
Yıl Ülke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Endonezya	6.2	6.0	5.6	5.0	4.9	5.0	5.1
Brezilya	4.0	1.9	3.0	0.5	-3.5	-3.3	1.1
Hindistan	5.2	5.5	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2
Türkiye	11.1	4.8	8.5	5.2	6.1	3.2	7.4
Güney Afrika	3.3	2.2	2.5	1.8	1.3	0.6	1.3

Kaynak: Dünya Bankası ve OECD verileri

Şekil 3. Kırılğan Beşlide Büyüme Oranlarının Grafiksəl Gösterimi



Kaynak: Dünya Bankası ve OECD verileri

Tablo 5. Kırılğan Beşli Ülkelerin İşsizlik Oranları

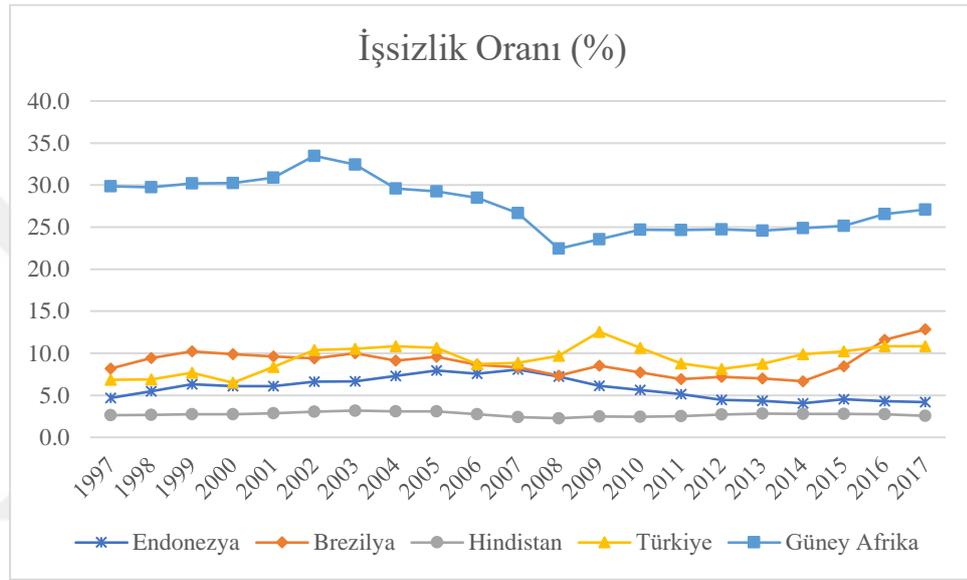
		İşsizlik Oranı %										
Yıl / Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Endonezya	4.7	5.5	6.3	6.1	6.1	6.6	6.7	7.3	7.9	7.6	8.1	
Brezilya	8.2	9.4	10.2	9.9	9.6	9.4	10.0	9.1	9.6	8.6	8.3	
Hindistan	2.6	2.7	2.7	2.7	2.9	3.1	3.2	3.1	3.1	2.7	2.4	
Türkiye	6.8	6.9	7.7	6.5	8.4	10.4	10.5	10.8	10.6	8.7	8.9	
Güney Afrika	29.9	29.8	30.2	30.2	30.9	33.5	32.5	29.6	29.3	28.5	26.7	
Yıl / Ülke	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		
Endonezya	7.2	6.1	5.6	5.2	4.5	4.3	4.0	4.5	4.3	4.2		
Brezilya	7.3	8.5	7.7	6.9	7.2	7.0	6.7	8.4	11.6	12.8		
Hindistan	2.3	2.5	2.4	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6		
Türkiye	9.7	12.6	10.7	8.8	8.1	8.7	9.9	10.2	10.8	10.8		
Güney Afrika	22.4	23.5	24.7	24.7	24.7	24.6	24.9	25.2	26.6	27.1		

Kaynak: Dünya Bankası ve Uluslararası Çalışma Örgütü verileri

Tablo 5'te kırılğan beşli ülkelerin işsizlik oranları yer almaktadır. Aynı oranlar ayrıca Şekil 4'te grafiksəl olarak gösterilmektedir. İşsizlik payı, işsiz ancak iş arayan ve iş arayan işgücünün payıdır. Burada Dünya Bankası aracılığıyla Uluslararası Çalışma Örgütü veri tabanından elde edilen bulgular sunulmuştur. Kırılğan beşli ülkelerin

işsizlik oranları incelendiğinde en düşük işsizliğin son 20 yılda ortalama %2,7'lik değerle Hindistan'da en yüksek değer ise ortalama %26 ile Güney Afrika'da bulunduğu görülmektedir. Endonezya'daysa son yıllardaki düşüşle birlikte işsizliğin %4,2'ye gerilediği göze çarpmaktadır. Brezilya ve Türkiye'deyse benzerlikler görülmekte ve işsizlik oranlarının %11 civarında seyrettiği görülebilir. Bu benzerlik Şekil 4'te daha ayrıntılı olarak görülebilir.

Şekil 4. Kırılgan Beşlide İşsizlik Oranlarının Grafikselleştirilmesi



Kaynak: Dünya Bankası ve Uluslararası Çalışma Örgütü verileri

Tablo 6. GSYİH Deflatörü Üzerinden Kırılğan Beşli Enflasyon Oranı

Enflasyon Oranı % GSYİH Deflatör											
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Endonezya	12.6	75.3	14.2	20.4	14.3	5.9	5.5	8.6	14.3	14.1	11.3
Brezilya	7.7	4.9	8.0	5.6	8.2	9.8	14.1	7.8	7.4	6.8	6.4
Hindistan	6.5	8.0	3.1	3.6	3.2	3.7	3.9	5.7	5.6	8.4	6.9
Türkiye	81.5	143.7	54.3	49.3	52.9	37.6	23.3	12.4	7.1	9.4	6.2
Güney Afrika	8.0	7.8	7.0	8.8	7.6	12.2	5.8	6.5	5.4	6.3	8.8
Yıl Ülke	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Endonezya	18.1	8.3	15.3	7.5	3.8	5.0	5.4	4.0	2.4	4.3	
Brezilya	8.8	7.3	8.4	8.3	7.9	7.5	7.8	7.6	8.1	3.5	
Hindistan	9.2	7.0	10.5	8.7	7.9	6.2	3.3	2.3	3.1	3.8	
Türkiye	12.0	5.4	7.0	8.2	7.4	6.3	7.4	7.8	8.1	10.8	
Güney Afrika	8.8	7.5	6.4	6.5	5.3	6.2	5.5	5.1	6.8	5.5	

Kaynak: Uluslararası Para Fonu, Uluslararası Finansal İstatistikler veri dosyaları, Dünya Bankası ulusal hesap verileri ve OECD Ulusal Hesap veri dosyaları

Tablo 6’da kırılğan beşli ülkelerin tüm ürünler üzerindeki enflasyon oranı görülebilir. GSYİH örtülü deflatörünün yıllık büyüme hızıyla ölçülen enflasyon, bir bütün olarak ekonomideki fiyat değişimini göstermektedir. GSYİH örtülü deflatörü mevcut yerel para birimindeki GSYİH'nin sabit yerel para birimindeki GSYİH'ye oranıdır. Tablo 7 ise tüketici fiyatları üzerinden enflasyon oranını göstermektedir. Tüketici fiyat endeksi ile ölçülen enflasyon, belirli aralıklarla sabitlenebilecek veya değiştirilebilecek bir mal ve hizmet sepeti edinmenin ortalama tüketiciye olan yıllık maliyetindeki değişimi yansıtır. Laspeyres formülü genellikle kullanılır. Tablo 6 ve Tablo 7 ‘de kullanılan veriler Uluslararası Para Fonu, Uluslararası Finansal İstatistikler veri dosyaları, Dünya Bankası ulusal hesap verileri ve OECD Ulusal Hesap veri dosyalarından elde edilmiştir. Laspeyres Fiyat Endeksi, ekonominin genel fiyat seviyesini ve yaşam maliyetini ölçmek ve enflasyonu hesaplamak için kullanılan bir fiyat endeksidir. Laspeyres Fiyat Endeksi ile diğer endekslerin (Paasche Fiyat Endeksi, Fisher Fiyat Endeksi vb.) Arasındaki temel farklardan biri, baz süreden alınan ağırlıkları kullanmasıdır. Tablo 6 ve Tablo 7’deki veriler üzerindeki yıllık oynamalar benzerlik göstermektedir. Tablo 7 ve Şekil 5 incelenecek olursa 1997-2003 yılları arasında Türkiye’de yaşanan yüksek oranlı enflasyon değerleri ve muhtemelen Asya Krizinin

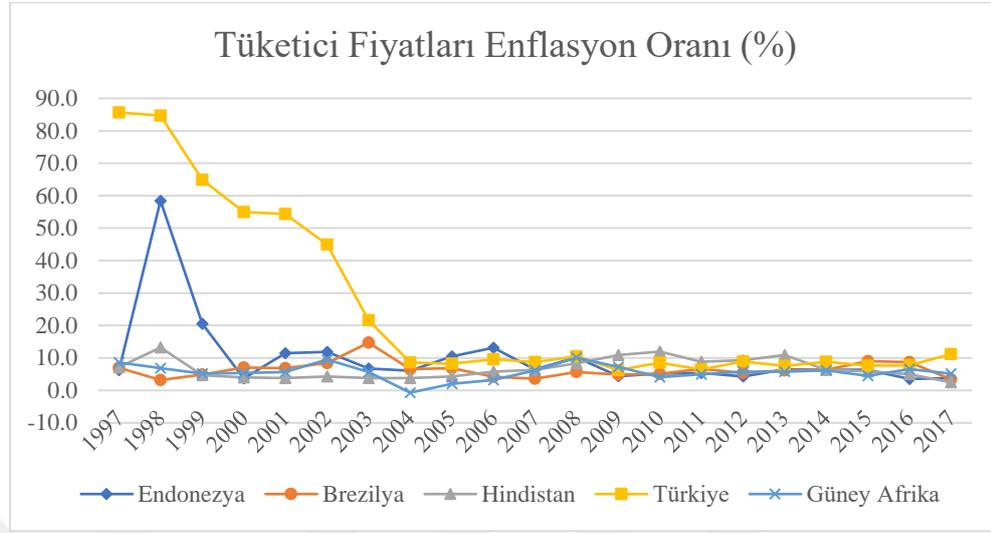
etkisiyle 1998 yılında Endonezya’da yaşanan yüksek haneli enflasyon değerleri göze çarpmaktadır. Türkiye’de 2004 yılı itibariyle enflasyon tek haneli rakamlara inmiş ancak 2017 verileri itibariyle tekrar 2003 seviyelerine doğru yaklaşmaktadır. Türkiye dışındaki diğer ülkelerde özellikle son yıllarda yaşanan tek haneli ve düşük enflasyon oranları dikkat çekmektedir.

Tablo 7. Tüketici Fiyatları Üzerinden Kırılğan Beşli Enflasyon Oranı

Enflasyon Oranı % Tüketici Fiyatları											
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Endonezya	6.2	58.5	20.5	3.7	11.5	11.9	6.8	6.1	10.5	13.1	6.4
Brezilya	6.9	3.2	4.9	7.0	6.8	8.5	14.7	6.6	6.9	4.2	3.6
Hindistan	7.2	13.2	4.7	4.0	3.8	4.3	3.8	3.8	4.2	5.8	6.4
Türkiye	85.7	84.6	64.9	54.9	54.4	45.0	21.6	8.6	8.2	9.6	8.8
Güney Afrika	8.6	6.9	5.2	5.3	5.7	9.5	5.7	-0.7	2.1	3.2	6.2
Yıl Ülke	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Endonezya	10.2	4.4	5.1	5.4	4.3	6.4	6.4	6.4	3.5	3.8	
Brezilya	5.7	4.9	5.0	6.6	5.4	6.2	6.3	9.0	8.7	3.4	
Hindistan	8.3	10.9	12.0	8.9	9.3	10.9	6.4	5.9	4.9	2.5	
Türkiye	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	7.7	7.8	11.1	
Güney Afrika	10.1	7.3	4.1	5.0	5.7	5.8	6.1	4.5	6.6	5.2	

Kaynak: Uluslararası Para Fonu, Uluslararası Finansal İstatistikler veri dosyaları, Dünya Bankası ulusal hesap verileri ve OECD Ulusal Hesap veri dosyaları

Şekil 5. Kırılgan Beşlide Tüketici Fiyatları Enflasyonunun Grafikselleştirilmesi



Kaynak: Uluslararası Para Fonu, Uluslararası Finansal İstatistikler veri dosyaları, Dünya Bankası ulusal hesap verileri ve OECD Ulusal Hesap veri dosyaları

Tablo 8’de ülkelerin yerel para cinslerinin 1 Amerikan Doları karşılığı yıllık ortalama değerleri yer almakta ve Tablo 9’da bu değerlerin senelik değişimleri yer almaktadır. Tablo 9’daki veriler ayrıca Şekil 6’da grafik halinde sunulmuştur. Buradaki veriler incelendiğinde Endonezya Rupisi’nin 1998 yılında dolar karşısında yaşadığı sert düşüş ve Türk Lirası’nın özellikle 2001 yılında yaşadığı sert düşüşle birlikte 1998-2002 yıllarındaki yüksek değer kayıpları göze çarpmaktadır. Son yıllardaki verilere bakıldığında ise Brezilya Reali’nin 2015 yılında yaşadığı sert düşüşle birlikte 2018 yılında Türk Lirasının yaşadığı ve halen devam etmekte olan sert düşüşler görülebilir. 1997-2018 yılları arası dönem genel olarak incelendiğinde ise kırılgan beşli ülke para birimlerinin hepsinde Amerikan Doları karşısında değer kaybı yaşandığı görülmektedir.

Tablo 8. Kırılgan Beşlide Amerikan Doları Kuru (Yerel Para Cinsi Üzerinden)

Döviz Kuru (1 Amerikan Doları Karşılığı) Yıllık Ortalama								
Yıl	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Para Birimi								
Endonezya Rupisi	2,910	10,015	7,856	8,423	10,262	9,312	8,577	8,939
Brezilya Reali	1.078	1.161	1.814	1.829	2.350	2.920	3.077	2.925
Hindistan Rupisi	36.313	41.259	43.055	44.942	47.186	48.610	46.583	45.316
Türk Lirası	0.152	0.261	0.419	0.625	1.226	1.507	1.501	1.426
Güney Afrika Randı	4.608	5.528	6.109	6.940	8.609	10.541	7.565	6.460
Yıl	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Para Birimi								
Endonezya Rupisi	9,705	9,159	9,141	9,699	10,390	9,090	8,770	9,387
Brezilya Reali	2.434	2.175	1.947	1.834	1.999	1.759	1.673	1.953
Hindistan Rupisi	44.100	45.307	41.349	43.505	48.405	45.726	46.670	53.437
Türk Lirası	1.344	1.428	1.303	1.302	1.550	1.503	1.675	1.796
Güney Afrika Randı	6.359	6.772	7.045	8.261	8.474	7.321	7.261	8.210
Yıl	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
Para Birimi								
Endonezya Rupisi	10,461	11,865	13,389	13,308	13,381	14,237		
Brezilya Reali	2.156	2.353	3.327	3.491	3.191	3.654		
Hindistan Rupisi	58.598	61.030	64.152	67.195	65.122	68.389		
Türk Lirası	1.904	2.189	2.720	3.020	3.648	4.828		
Güney Afrika Randı	9.655	10.853	12.759	14.710	13.334	13.241		

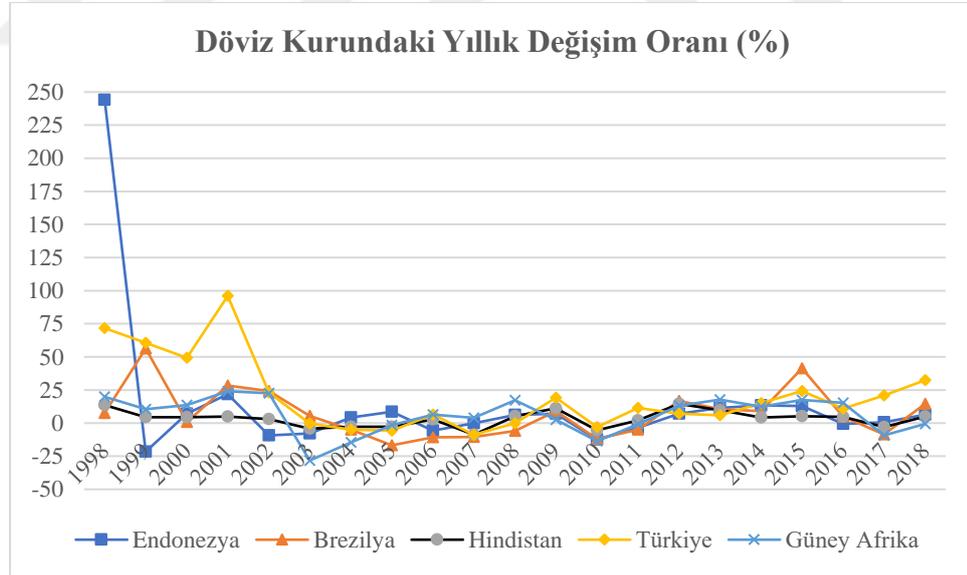
Kaynak: <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>, (09.05.2019).

Tablo 9. Döviz Kurundaki Yıllık Değişim Oranı

Döviz Kurundaki Yıllık Değişim % (1 Amerikan Doları Karşılığı)											
Yıl Ülke	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Endonezya	244.1	-21.6	7.2	21.8	-9.3	-7.9	4.2	8.6	-5.6	-0.2	6.1
Brezilya	7.7	56.3	0.9	28.4	24.3	5.4	-5.0	-16.8	-10.6	-10.5	-5.8
Hindistan	13.6	4.4	4.4	5.0	3.0	-4.2	-2.7	-2.7	2.7	-8.7	5.2
Türkiye	71.7	60.6	49.3	96.0	23.0	-0.4	-5.0	-5.7	6.3	-8.8	-0.1
Güney Afrika	20.0	10.5	13.6	24.1	22.4	-28.2	-14.6	-1.6	6.5	4.0	17.3
Yıl Ülke	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Endonezya	7.1	-12.5	-3.5	7.0	11.4	13.4	12.8	-0.6	0.5	6.4	
Brezilya	9.0	-12.0	-4.9	16.8	10.4	9.1	41.4	4.9	-8.6	14.5	
Hindistan	11.3	-5.5	2.1	14.5	9.7	4.1	5.1	4.7	-3.1	5.0	
Türkiye	19.1	-3.0	11.5	7.2	6.0	15.0	24.3	11.0	20.8	32.4	
Güney Afrika	2.6	-13.6	-0.8	13.1	17.6	12.4	17.6	15.3	-9.4	-0.7	

Kaynak: <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>, (09.05.2019).

Şekil 6. ABD Dolarının Yerel Para Birimleri Üzerinde Yıllık Değişimi



Kaynak: <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>, (09.05.2019).

Tablo 10'da kırılğan beşli ülkelerin toplam rezervleri verilmiştir. Toplam rezerv, parasal altın tutma, özel çekme hakları, IMF tarafından tutulan IMF üyelerinin rezervleri ve para otoritelerinin kontrolü altında döviz bulundurma işlemlerinden

oluşmaktadır. Bu rezervlerin altın bileşeni yılsonunda (31 Aralık) Londra fiyatları ile değerlendirilmektedir. Veriler şu anki ABD doları cinsindedir. Buna göre en yüksek toplam rezerv yaklaşık 412 milyar dolarla Hindistan'da bulunmakta ve onu 374 milyar dolarla Brezilya izlemektedir. En düşük toplam rezerv ise 50 milyar dolarla en düşük GSYİH değerinin de olduğu Güney Afrika'dadır.

Tablo 10. Kırılgan Beşli Toplam Rezervi

Toplam Rezerv (Milyar \$)							
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Endonezya	17.487	23.606	27.345	29.353	28.104	32.034	36.256
Brezilya	52.209	44.487	36.342	33.015	35.866	37.832	49.297
Hindistan	28.385	30.647	36.005	41.059	49.051	71.608	103.737
Türkiye	19.746	20.568	24.433	23.515	19.911	28.348	35.549
Güney Afrika	5.957	5.508	7.497	7.702	7.627	7.817	8.154
Yıl Ülke	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Endonezya	36.311	34.731	42.597	56.936	51.641	66.119	96.211
Brezilya	52.935	53.799	85.843	180.334	193.783	238.539	287.589
Hindistan	131.631	137.825	178.050	276.578	257.423	284.683	299.464
Türkiye	37.304	52.494	63.265	76.496	73.675	74.933	85.959
Güney Afrika	14.886	20.624	25.593	32.919	34.070	39.603	43.820
Yıl Ülke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Endonezya	110.137	112.798	99.387	111.863	105.929	116.370	130.215
Brezilya	352.010	373.161	358.816	363.570	356.465	364.984	373.956
Hindistan	298.739	300.426	298.092	325.081	353.319	361.694	412.614
Türkiye	87.937	119.183	131.054	127.422	110.490	105.946	107.657
Güney Afrika	48.748	50.688	49.708	49.122	45.887	47.180	50.723

Kaynak: Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu verileri

Tablo 11'de kırılgan beşli ülkelerin cari işlemler dengesi verileri bulunmakta ve Tablo 12'de cari dengenin GSYİH'ye oranı verilmektedir. Cari işlemler dengesi net mal ve hizmet ihracatının, net birincil gelirin ve net ikincil gelirin toplamıdır. Bu tablolardaki veriler Uluslararası Para Fonu, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Yıllığı, Dünya Bankası ve OECD GSYİH tahminlerinden yararlanılarak oluşturulmuştur. 1998-2011 yılları arasında Endonezya'da, 2003-2007 yılları arasında Brezilya'da, 2001-2004

yılları arasında Hindistan’da ve son olarak 2001-2002 yıllarında Güney Afrika’da yaşanan bütçe fazlası dikkat çekmektedir. Baz alınan tarihler boyunca Türkiye’de ve diğer ülkelerde genel olarak cari açık görülmektedir. Cari dengenin GSYİH’ye oranına bakıldığında ise en yüksek oranın ortalama %4,5 değerle Türkiye’de görüldüğü dikkat çekmektedir.

Tablo 11. Yıllara Göre Kırılğan Beşli Cari İşlemler Dengesi

Cari İşlemler Dengesi (Milyon \$)							
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Endonezya	-4,889	4,097	5,783	7,992	6,901	7,824	8,107
Brezilya	-30,491	-33,829	-25,400	-24,225	-23,215	-7,637	4,177
Hindistan	-2,965	-6,903	-3,228	-4,601	1,410	7,059	8,773
Türkiye	-2,638	2,000	-925	-9920	3,760	-626	-7,554
Güney Afrika	-2,227	-2,199	-675	-191	343	1,009	-1,542
Yıl Ülke	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Endonezya	1,563	278	10,859	10,491	126	10,628	5,144
Brezilya	11,738	13,985	13,621	1,551	-28,192	-24,306	-79,014
Hindistan	780	-10,284	-9,299	-8,076	-30,972	-26,186	-54,516
Türkiye	-14,198	-20,980	-31,168	-36,949	-39,425	-11,358	-44,616
Güney Afrika	-6,414	-8,015	-12,076	-16,171	-16,411	-7,907	-5,492
Yıl Ülke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Endonezya	1,685	-24,418	-29,109	-27,510	-17,519	-16,952	-16,196
Brezilya	-76,288	-83,800	-79,792	-101,431	-54,472	-24,009	-7,235
Hindistan	-62,518	-91,471	-49,123	-27,314	-22,457	-12,114	-38,168
Türkiye	-74,402	-47,963	-63,642	-43,610	-32,145	-33,139	-47,347
Güney Afrika	-9,319	-20,315	-21,280	-17,824	-14,568	-8,353	-8,908

Kaynak: Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu verileri

Tablo 12. Cari Dengenin GSYİH'ye Oranı

Cari denge/GSYİH %											
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Endonezya	-2.3	4.3	4.1	4.8	4.3	4.0	3.5	0.6	0.1	3.0	2.4
Brezilya	-3.5	-3.9	-4.2	-3.7	-4.2	-1.5	0.7	1.8	1.6	1.2	0.1
Hindistan	-0.7	-1.6	-0.7	-1.0	0.3	1.4	1.4	0.1	-1.3	-1.0	-0.7
Türkiye	-1.4	0.7	-0.4	-3.6	1.9	-0.3	-2.4	-3.5	-4.2	-5.6	-5.5
Güney Afrika	-1.5	-1.6	-0.5	-0.1	0.3	0.9	-0.9	-2.8	-3.1	-4.4	-5.4
Yıl Ülke	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Endonezya	0.02	2.0	0.7	0.2	-2.7	-3.2	-3.1	-2.0	-1.8	-1.6	
Brezilya	-1.7	-1.5	-3.6	-2.9	-3.4	-3.2	-4.1	-3.0	-1.3	-0.4	
Hindistan	-2.6	-2.0	-3.3	-3.4	-5.0	-2.6	-1.3	-1.1	-0.5	-1.4	
Türkiye	-5.2	-1.8	-5.8	-8.9	-5.5	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8	-5.6	
Güney Afrika	-5.7	-2.7	-1.5	-2.2	-5.1	-5.8	-5.1	-4.6	-2.8	-2.6	

Kaynak: Dünya Bankası

Son olarak Tablo 13'te ülkelerin toplam dış borç miktarları incelenmiştir. Toplam dış borç para, mal veya hizmet olarak yerleşik olmayanlara olan borçlanmadır. Toplam dış borç, halka açık, kamuya açık garantili ve özel teminatsız uzun vadeli borç, IMF kredisinin kullanımı ve kısa vadeli borçların toplamıdır. Kısa vadeli borç, bir yıl veya daha az orijinal vadeye sahip olan tüm borçları ve uzun vadeli borçlardaki borçlara olan faizi içerir. Veriler incelendiğinde en yüksek toplam dış borcun sırasıyla Brezilya, Hindistan ve Türkiye'ye ait olduğu görülmekle birlikte ülkelerin nüfusları göz önünde bulundurulduğunda özellikle Türkiye'nin en yüksek kişi başı toplam dış borca sahip olduğu söylenebilir.

Tablo 13. Yıllara Göre Kırılğan Beşli Toplam Dış Borç Miktarı

Toplam Dış Borç (Milyar \$)							
Yıl Ülke	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Endonezya	136.322	151.467	151.789	144.032	132.694	128.429	134.359
Brezilya	198.980	241.998	245.115	242.512	229.960	231.944	235.908
Hindistan	94.059	98.334	99.780	101.131	99.500	105.742	118.885
Türkiye	84.720	96.954	101.784	116.799	112.946	129.501	144.076
Güney Afrika	30.072	24.779	24.537	25.435	24.604	33.720	37.138
Yıl Ülke	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Endonezya	138.029	142.120	135.959	147.818	157.906	179.395	198.269
Brezilya	220.694	188.365	194.303	238.444	262.957	281.651	352.364
Hindistan	123.644	121.195	159.526	204.058	227.112	256.312	290.428
Türkiye	159.622	173.602	211.040	260.028	290.572	278.830	300.869
Güney Afrika	43.181	44.737	59.381	72.597	69.960	79.017	108.392
Yıl Ülke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Endonezya	219.620	252.557	265.458	292.984	306.201	320.966	354.352
Brezilya	404.046	440.515	483.765	556.920	543.397	543.257	542.980
Hindistan	334.399	392.625	427.296	457.553	478.875	455.550	513.209
Türkiye	305.570	338.827	390.350	406.081	399.966	409.016	454.725
Güney Afrika	116.929	144.959	139.790	141.599	138.078	146.041	176.335

Kaynak: Dünya Bankası

2.4. Literatürde Kırılğan Beşli Ekonomiler

Bu kısımda kırılğan beşli ekonomilerle ilgili literatürde taramalar yapılmış ve yapılan çalışmalarla ilgili kısa bilgiler verilmesi planlanmıştır. Burada bilinmesi gereken önemli bir husus ise bölümün başında anlatıldığı üzere kırılğan beşli teriminin 2013 yılında ortaya atıldığı ve bu çalışmanın yapıldığı tarihe kadar geçen 5 yıllık süreçte literatürde çok fazla çalışma olmamasıdır.

Bayat ve diğerleri (2017) tarafından Kırılğan Beşli Ekonomilerde Fisher Etkisi çalışılmış olup çalışmada, kırılğan beşli ekonomi için Fisher etkisi hipotezi bağlamında faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkinin araştırılması amaçlanmıştır. Bu bağlamda, yakın zamanda geliştirilen çoklu ko-entegrasyon analizi ile panel nedensellik testi yöntemleri kullanılmıştır. Ocak 2000-Ocak 2016 arasındaki dönemde, tüketici fiyat endeksi ile Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye'deki politika faiz

oranı değişkenleri arasındaki ilişki Fisher hipotezi bağlamında araştırılmış ve deneysel analizde ülkeler arasında kesitsel bağımlılık bulunmuştur. Kesitsel bağımlılık, yatırımcıların ülkeleri aynı havuzda dikkate aldıklarını göstermiştir. Faiz oranı ve enflasyon oranı arasındaki çift yönlü nedensel ilişki sadece Brezilya ve Endonezya'da görülmüştür. Öte yandan, Hindistan'da herhangi bir nedensellik bağı bulunamamıştır. Sonuçlar, Fisher etkisinin yalnızca Brezilya ve Endonezya'da bulunduğunu göstermiştir.

Yıldırım (2016), küresel finansal koşulların kırılğan beşli ülkelerin varlık piyasaları üzerindeki etkilerini incelemiştir. Yüksek frekanslı günlük verileri ve Bayesian çıkarımını kullanarak bir blok dışsallık prosedürü içeren yapısal bir vektör otoregresif modeli (SVAR) tahmin edilmiştir. Blok dışsallığa sahip SVAR modeli, küresel şokların gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini incelemek için standart bir ampirik araç haline gelmiştir. Bu model, gelişmekte olan piyasa ülkelerinin küçük iç piyasalara sahip olduğu anlamına gelen iç değişkenlerin gecikme katsayılarını blok dışsallığına dayalı dış blok denklemlerinden hariç tutarak, dinamik sistemin genellikle iç ve dış olmak üzere iki farklı bloğa bölünmesine izin vermektedir. Sonuç olarak, blok dışsallık varsayımı, sahte finansal yayılma etkilerinin ortadan kalkmasına neden olmakta ve ortak dış mali şokların gelişmekte olan her ülke için yerli varlık fiyatları üzerindeki etkisinin daha doğru değerlendirilebilmesini sağlamaktadır. Çalışmadaki temel bulgular incelendiğinde küresel finansal risk şoklarının, kırılğan beşlideki devlet tahvili getirileri, hisse senedi fiyatları, kredi temerrüt takası (CDS) ve döviz kurları üzerinde önemli etkilerinin olduğu görülmüştür. Bu etkiler kırılğan beşli ülkeler ve varlıklar arasında önemli ölçüde farklılık göstermiş ve ülke farklılıklarının makroekonomik temellerle yakından ilgili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Son olarak, küresel finansal risk şoklarının yerel para birimi, devlet tahvili ve CDS piyasaları üzerinde döviz ve hisse senedi piyasalarından daha hızlı bir etkisi olduğu görülmüştür.

Bayrakyar ve diğerleri (2016) kırılğan beşli ülkelerdeki petrol fiyatlarının cari açık ve büyüme üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bu çalışmada panel veri analizi yöntemi kullanılmış ve 1980-2014 dönemi incelenmiştir. Çalışmada, Levin, Lin ve Chu panel kök testi; Im, Pesaran ve Shin W-stat; ADF-Fisher ki-kare; Panel veri analizinden önce verilerin stabilitesini belirlemek için PP-Fisher ki-kare birim kök testleri kullanılmıştır. Yapılan çalışmanın sonucunda petrol fiyatlarında hem GSYİH hem de

cari işlemler açığı ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Burada, petrol fiyatları ile GSYİH arasında pozitif bir korelasyon, petrol fiyatları ile cari işlemler açığı arasında ise negatif bir ilişki bulunmuştur. Çalışma sonucunda GSYİH ile petrol fiyatları arasında uzun vadeli bir ilişki bulunamamıştır ancak cari açık ile eşbütünleşme testleri ile belirlenen petrol fiyatları arasında uzun vadeli bir ilişki elde edilmiştir. Nedensellik testi ile ayrıca GSYİH ile petrol fiyatları arasında iki yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Petrol fiyatları ile cari işlemler açığı arasındaki nedensellik, petrol fiyatı değişkeninden cari işlemler açığı değişkenine ise tek yönlü olarak elde edilmiştir.

Akel (2015), kırılğan beşli ülkeler arasında borsa entegrasyonu olup olmadığını incelemiştir. Çalışmada, Johansen ve Granger Nedensellik yaklaşımı Kasım 2000 ile Aralık 2013 arasındaki haftalık borsa verileri üzerinde uygulanmıştır. Sonuç olarak kırılğan beşli ülkelerin borsaları arasındaki kısa ve uzun vadede anlamlı eşbütünleşme ve nedensellik ilişkilerinin bulunduğu görülmüştür. Ülke piyasaları arasındaki kısa vadede anlamlı nedensellik ilişkisinin geçerliliği Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılarak araştırılmıştır. Hisse senedi piyasa endeksleri açısından Hindistan'ın tüm ülkelerle nedensellik ilişkisi içerisinde bulunduğu, Türkiye ve Endonezya arasında tek yönlü, Brezilya'dan Güney Afrika ve Endonezya'ya tek yönlü, Endonezya'dan Güney Afrika'ya tek yönlü ve son olarak Güney Afrika'dan Türkiye'ye tek yönlü Granger nedenselliği bulunduğu ve bunun geçerliliği saptanmıştır. Burada ifade edilmek istenen temel bulgu, kırılğan beşli ülkeler arası eşbütünleşme ilişkisi sebebiyle ülkelerin hisse senedi piyasaları arasında uluslararası portföy çeşitlendirmesi ve arbitraj yoluyla kazanç elde edilemeyeceğidir.

Kayhan ve diğerleri (2017), kırılğan beşli ekonomilerin cari işlemler açığı ile devlet harcamaları arasındaki nedensellik ilişkisini ikiz açıklar hipotezi ve/veya yakınsama hipotezleri bağlamında göstererek belirlemeye çalışmıştır. Bunu yapmak için asimetric nedensellik testi ve Bootstrap kayan pencere nedensellik testlerinden yararlanılmıştır. Tüm testlerden elde edilen sonuçlar, her ülkenin farklı özelliklere sahip olduğunu ve ikiz açıklar ve/veya yakınsama hipotezi bağlamında sınıflandırmanın zor olduğunu göstermiştir. Asimetric nedensellik yöntemleri, nedensellik bağlantısının ülkeler arasında farklılık gösterdiğini ve Türkiye ve Hindistan'a ait sonuçların ikiz açıklar hipotezinin varlığına dair kanıt sunabileceğini ima etmektedir. Kayan pencere

nedensellik testi sonuçları değişkenler arasındaki ilişkinin tüm ülkelerde kalıcı olmadığını göstermektedir. Sonuçlar ikiz açıklar ve/veya yakınsama hipotezinin geçerliliği bağlamında incelendiğinde, ikiz açıklar hipotezinin Endonezya'da geçerli olduğunu ima etmek mümkündür. Ancak ilişki asimetriktir. Bu, devlet harcamalarındaki düşüşün cari açığı artırmayacağı anlamına gelmektedir. İkiz açıklar hipotezi, Türkiye için de geçerlidir ve asimetriktir. Ampirik analizlerin bulguları, ilişkinin mali programlar, ekonomik istikrar ve diğer ülkeye özgü koşullara göre değişebileceğini göstermektedir. Sonuç olarak, ekonomileri devlet harcamaları ve cari işlemler açığı arasındaki ilişki bağlamında sınıflandırmak mümkün değildir. Ancak, sonuçlar mali disiplinin olası ikiz açık ilişkisini azalttığını göstermiştir. Dolayısıyla, mali disiplin, dış ticaret açığını kontrol etmek için de önemli bir araç olabilir.

Çeviş ve Ceylan (2015), kırılğan beşli ekonomilerde satın alma gücü paritesi hipotezinin Ocak 2003-Ağustos 2013 dönemleri arasında eş-bütünleşme yöntemini kullanarak geçerliliğini incelemektedir. Çalışmadaki veriler kırılğan beşli aylık nominal döviz kurları ve tüketici fiyat endekslerini ve ABD için tüketici fiyat endeksini kapsamaktadır. Çalışmanın bulguları, Brezilya, Hindistan, Güney Afrika, Türkiye nominal döviz kurları ile tüketici fiyat endeksleri ile ABD'nin tüketici fiyat endeksleri arasında uzun vadeli bir ilişki olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla serinin doğrusal entegrasyonu durağandır ve satın alma gücü paritesinin hipotezi geçerlidir. Bununla birlikte, analizin sonuçları Endonezya'da değişkenler arasındaki uzun vadeli ilişkinin var olmadığı ve serilerle eş-bütünleşme ilişkisinin olmadığı görülmüştür. Dolayısıyla, satın alma gücü paritesi hipotezi Endonezya için reddedilmiştir. Çalışmada, Kırılğan beşli merkez bankalarının, beş ülkenin reel döviz kurlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan risklerle başa çıkamadıkları, çünkü enflasyon hedeflemesi rejimini uyguladıkları söylenmektedir. Sonuç olarak, reel döviz kurunun uzun vadeli denge değeri etrafındaki dalgalanmaları, merkez bankalarının politika egemenliği için büyük önem taşımaktadır.

Önder ve diğerleri (2015)'ne göre bir ülkede uygun ve zamanında kararların ve planların alınabilmesini sağlamak için performans parametrelerinin izlenmesi çok önemlidir. Buna göre uygun performans önlemleri, hükümetlerin uzun vadeli bir bakış açısı benimsemelerini ve ülkenin kaynaklarını en etkili faaliyetlere tahsis etmelerini

sağlayabilir. Bu çalışmada kırılğan beşli ülkelerin 2001-2013 dönemindeki ekonomik performans modellerinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Hem Analitik Ağ Süreci (ANP) hem de İdeal çözüme benzerlik yoluyla tercih sıralama tekniği (TOPSIS) metodolojileri, gayri safi yurtiçi hasıla, cari işlemler dengesi, genel devlet brüt borcu, genel devlet geliri, genel devlet toplam gideri, GSYİH, enflasyon (ortalama tüketici fiyatları), nüfus, toplam yatırım, işsizlik oranı, mal ve hizmet ihracatının hacmi, mal ve hizmet ithalatının hacmi gibi makroekonomik göstergeler üzerinde kullanılmıştır. Bu çalışmada, ekonomi uzmanının öznel ve nesnel görüşleri ANP ile nicel bir yapıya dönüşmüştür. Uygulanan modeller Türkiye'nin global durgunluk döneminde (2008-2009) en kırılğan ekonomiye sahip olmasına rağmen, sonrasında Türk ekonomisinin performansının nispeten yüksek olduğunu göstermiştir. Hindistan istikrarlı bir ekonomiye sahiptir ve kırılğan beşli ülkeler içerisinde genel olarak 1. ve 2. sıradadır. Endonezya 2013 yılında en iyi performans gösteren ülke olduğunu göstermiştir.

Ünver ve Doğru (2015), kırılğan beşlinin kırılğanlıklarını belirlemek üzere Tamamen Değiştirilmiş En Küçük Kareler (FMOLS) yaklaşımını kullanarak uzun vadeli mali sürdürülebilirlik ve kredi notu derecelendirilmesi açısından ampirik bir araştırma yapmışlardır. Veri seti, mali sürdürülebilirliğin belirlenmesi için 1980–2012 yılları arasını ve ülke kredi notları için 1990–2012 yılları arasını kapsamaktadır. Çalışmada, finansal sürdürülebilirlik ile cari işlemler dengesi, GSYİH, enerji ithalatı, toplam rezervler, dış borç, döviz kuru ve özel sektör kredisi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Buna göre kredi notlarının önde gelen belirleyicilerinin; toplam rezervler, döviz kurları, GSYİH, doğrudan yabancı yatırım net girişleri (DYY), dış borç stokları, cari işlemler dengesi ve enerji ithalatı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ümit (2016), kırılğan beşli ülkelerin aylık reel döviz kuru verilerinin durağanlığını Ocak 2003-Ekim 2015 dönemi için, geleneksel birim kök testleri ve yapısal kırılmalı birim kök testlerini kullanarak analiz etmiştir. Geleneksel Artırılmış Dickey Fuller (ADF) ve Phillips Perron (PP) birim kök test sonuçlarının çıktıklarına göre, kırılğan beş ülkenin reel döviz kuru serisinin bir birim kökü olduğu ve dolayısıyla Satınalma Gücü Paritesi (PPP) hipotezinin bu ülkeler için geçersiz olduğu görülmüştür. Tek bir yapısal kırılmaya izin veren Zivot Andrews birim kök testinin sonuçları, reel

döviz kurlarının Brezilya ve Hindistan için durağan olduğunu ve dolayısıyla PPP hipotezinin bu ülkelerde geçerli olduğunu göstermektedir. İki yapısal kırılmaya izin veren Lee Strazicich birim kök testinin sonuçlarına göreyse, hipotezin yalnızca Hindistan için geçerli olduğu sonucuna varılmıştır. Benzer şekilde, zaman serilerinde beş yapısal kırılmaya izin veren Carrion-i-Silvestre (CS) birim kök testi kullanılarak, yalnızca Güney Afrika ve Hindistan'ın reel döviz kuru serisinin durağan olmadığı ve bu nedenle de PPP hipotezinin bu ülkelerde geçerli olmadığı görülmüştür. CS birim kök testi sonuçları doğrultusunda, Güney Afrika ve Hindistan merkez bankalarının döviz kuru istikrarı oluşturma baskısı altında olmadıkları için bağımsız bir para politikası uygulayabilecekleri görülmüştür.

Göçer ve Akın (2016), tasarruf-yatırım açığı ile kırılmalı beşli ülkelerin ekonomik büyümeleri arasındaki ilişkiyi yeni nesil zaman serisi analiz yöntemiyle ekonometrik olarak analiz etmişlerdir. Sonuç olarak; tasarruf-yatırım açığının ülkelerin ekonomik büyümesini olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bu ülkelerin makroekonomik parametreleri incelendiğinde ortak noktalarının büyüme için dışa bağımlılıkları ve tasarruf açıklarının olduğu belirlenmiştir. Bu nedenle sürdürülebilir bir büyüme için kırılmalı beşli ülkeler tarafından ulusal tasarruf oranlarını yükseltme öncelikli adımlar atılması ve ülkelerin net sermaye girişlerinin büyümeyi destekleyici seviyede olmadığı görülerek doğrudan yabancı yatırımı arttırıcı önlemler almaları gerektiği önerilmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. KIRILGAN BEŞLİ EKONOMİLERDE KRİZLER VE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Çalışmanın bu bölümünde, Kırılgan Beşli ekonomilerde 1980 sonrası yaşanan ekonomik gelişmeler incelenecek ve ülkelerin merkez bankaları yoluyla almış oldukları önlemlere değinilecektir. Ülkelerin karşılaştığı ekonomik sıkıntıların veya krizler sonrasında alınan para politikası önlemlerinin sonuçlarının o döneme ait makroekonomik göstergeler ve literatürdeki çalışmalar yoluyla incelenmesi planlanmaktadır. Burada kırılgan beşli ekonomilerin kriz dönemlerinde uyguladıkları para politikalarının benzerlikleri ve farklı ülkelerde uygulanan benzer para politikalarının ne derece başarı sağladığının anlaşılması amaçlanmaktadır. Bu sebeple, 2008 küresel ekonomik krizi ve kırılgan beşli ekonomilere yansımaları bu bölümde ayrı bir başlık altında incelenecektir. Son olarak sonuç ve değerlendirme kısmında tez çalışmayla ilgili temel bulguların değerlendirilmesi hedeflenmektedir.

3.1. Türkiye’de 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları

3.1.1. 1980’lerde Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları

1923'te cumhuriyetin kuruluşuyla belirlenen ekonomik yapının değiştirilmesine yönelik girişimlerden dolayı 1980 yılı, Türkiye'nin ekonomik tarihinde bir dönüm noktasıdır. 1980 öncesi yaşanan üç yıllık ekonomik ve politik kargaşanın ardından, Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu şeyin yalnızca ekonomik istikrar değil, bütün olarak yeni bir ekonomik yaklaşım olduğu görülmekteydi. Kasım 1979'da Demirel hükümeti kapsamlı bir istikrar önlemleri ve piyasaya yönelik reform programı başlattı. Ordunun Eylül 1980'de yönetime el koyması sonrasında, programın baş mimarı Turgut Özal'ı Başbakan Yardımcılığına yükseltmesi reformlara olan bağlılığı gösterdi. Kasım 1983'te, ülkenin anayasal yönetime ve sivil otoriteye geri dönmesiyle, Özal'ın Anavatan Partisi, Parlamento'da çoğunluğu kazandı ve ekonomik serbestleşme ve reformun devam etmesini sağladı. 1980 reformlarına bakıldığında temel hedeflerin ödemeler dengesini

iyileştirmek ve uluslararası rekabeti artırmak, enflasyonu baskı altına almak, devlete ait ekonomik işletmelerin (KİT'ler) verimliliğini artırmak ve kaynak tahsisini belirlemede piyasaya daha fazla özgürlük verilerek ekonomik dengenin kamu sektöründen özel sektörlere kaydırılmasını sağlamak olduğu görülmektedir (Kurt ve Berber, 2008).

3.1.1.1. Ticaret Rejimi Reformu

Reform programının özünde ticaret rejiminin reformu bulunmaktaydı. Yapılan ilk reformlar, lirada devalüasyon yapılması ve daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikasının izlenmesiydi. 1980 yılı Ocak ayında büyük bir devalüasyon yapılarak döviz kuru %70 arttı ve dolar başına 47 TL'den dolar başına 70 TL'ye çıktı. Bu oran 1981 Mayıs ayına kadar düzenli aralıklarla ayarlandı ve daha sonra günlük bazda ayarlamaya geçildi (Çelebi, 2011). 1980'nin ikinci reformu, ihracat teşviki için yeni bir yaklaşımdı. Dolaylı vergi iadeleri, tercihli ihracat kredisi ve ithal edilen ara girdiler için ödenecek gümrüksüz tahsisler de dahil olmak üzere ülkenin tüm büyük ihracat teşviki programları önemli ölçüde genişletildi. Sübvansiyonların doğrudan değerinin 1983'te ihracatın %23'üne yükseldiği tahmin edilmektedir (World Bank, 1984). Bununla birlikte, 1983'ün sonlarında, devlet bütçesi üzerindeki baskı, ihracat sübvansiyonlarından daha aktif bir döviz kuru politikasına vurgu yapılmasına neden oldu. Ayrıca, artan ithalat serbestleşmesinin ihracatı teşvik edeceği öngörülerek 1984'te doğrudan ihracata yönelik sübvansiyonlar %20 oranında azaltıldı. Ticaret reformunun üçüncü unsuru ithalatın serbestleştirilmesiydi. Kotaya tabi izin verilen ithal ürünleri listeleyen Kota Listesi 1981'de kaldırıldı ve bu listedeki ürünler, lisansa tabi ithalatı belirleyen Serbestleştirme Listesi 1 ve 2'ye kaydırıldı. Bu rejime göre, listede olmayan herhangi bir mal yasaklandı. 1983 yılı sonunda bu sistemde değişikliğe gidildi ve herhangi bir maddenin özel olarak yasaklanan veya lisansa tabi olanların dışında serbestçe ithal edilebileceği ilan edildi. Dolayısıyla neyin ithal edilebileceğini belirleyen bir sistemden, neyin ithal edilemeyeceğini belirleyen bir sisteme geçiş, geniş bir ürün yelpazesinde ticaretin serbestleşmesine yol açtı. Ayrıca, lisanslamaya tabi malların sayısı 1983'te 821'den 1984'te 373'e düştü (Riedel, 1993). Aynı zamanda, yaklaşık 800 ürün üzerindeki gümrük tarifesi ortalama %19'dan %12'ye düşürüldü. Nicel kısıtlamalar kaldırılmış ve gümrük tarifeleri düşürülmüş olsa da gelirleri artırmak ve serbestleşmenin etkisini köreltmek için başka özel harçlar uygulanmış ve ilerleme

kaydedilmesine rağmen tam anlamıyla ithalat serbestleştirilmesi yapılamamıştır. Bununla birlikte hükümetin, Beşinci Beş Yıllık Planın (1989) sonuna kadar miktar kısıtlamalarını tamamen ortadan kaldırma ve tek tip etkili bir tarife elde etme niyeti vardı. Döviz devalüasyonu ve ticaret rejimi reformları ihracat seviyelerini güçlü bir şekilde etkilemiş ve Türkiye'yi 1980'li yıllarda ticaret serbestleştirme modeli haline getirmişti. Türkiye'nin 1980'lerde yaptığı ihracat performansının birkaç paralellik gösterdiği kesindi. Devalüasyondan sonraki ilk iki yılda, ihracatın dolar değeri %90 civarında arttı ve 1980'den 1985'e kadar sırasıyla %41,8 ve %46,4'lük bileşik oranlarında değer ve hacimde büyüyen ihracat üretildi. Bu güçlü ihracat performansı, Türkiye'nin ciddi borç sorununa rağmen ithalatını genişletmesini sağlamıştır. Petrol dışı ithalat hacmindeki yıllık ortalama büyüme 1980'den 1985'e kadar %15,3 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'nin ihracat patlaması gelişmiş ülkelerdeki 1980-82 durgunluğu ile eş zamanlı olarak gerçekleşmiştir. 1980'lerin başlarında önemli miktarda Türk ihracatında artış olduğu ve bunun esas olarak İran-Irak savaşıyla ilgili özel durumlardan kaynaklandığı görülmektedir. Bununla birlikte Türkiye'nin OECD ülkelerine (1980'den 1985'e kadar yıllık ortalama %20,2 oranında artış gösteren) yaptığı ihracat, OECD ithalatındaki artıştan çok daha fazladır. Genel olarak bakıldığında 1980'li yıllarda Türkiye'nin Avrupa'ya ihracatı artış göstermiş ancak Orta Doğu'ya ihracatı henüz kendini gösterememiştir (Riedel, 1993; Tuncer ve Özügurlu, 2004).

3.1.1.2. Para ve Maliye Politikası

1970'lerin sonlarında Türkiye'nin ekonomik sorunlarının bir tezahürü temel olarak kamu kesimi açıklarından beslenen enflasyondur. İlk olarak, vergi artışı, devlet harcamalarını düşürme ve KİT fiyatlarını artırarak kamu borçlanmasını azaltmaya yönelik çaba gösterildi. Daha radikal olan ikinci yaklaşım ise esnek döviz kurlarıyla birlikte faiz oranlarının serbestleştirilerek özel tasarrufların arttırılması ve para dolaşım hızının düşürülmesiydi. Programın ilk yıllarında kamu kesimi açığının gayri safi milli hasılanın (GSMH) bir yüzdesi olarak azaltılması konusunda bir miktar ilerleme kaydedilmiştir. Ancak, 1983 yılında sivil hükümetin askeri rejimin yerini alması yapılan seçimler sebebiyle tasarruf programına bağlılık gevşemeye başladı. 1984 yılında, hükümet bütçe açığı GSMH'nin neredeyse %5'ine, merkezi hükümet ve KİT'lerin toplam açığı da GSMH'nin yaklaşık %8'ine çıktığı için, daha fazla kayma yaşandı. Bu

durum, enflasyonun neden olduğu gelir dilimi kaymalarını dengelemek için vergi oranlarında yapılan düşüşler nedeniyle gerçekleşti. Bununla birlikte, 1984'te uygulamaya konulan katma değer vergisi 1985 yılında önemli gelirler sağlamaya başladı. Sonuç olarak hem bütçe açığı hem de kamu kesimi borçlanma gereksiniminin (KKBG) GSMH'ye oranı (KKBG/GSMH) azalmıştır. Ancak bütçe açığının artmasıyla 1987'de KKBG/GSMH oranı %6'lara yükselmiştir. İstikrarda ikinci yaklaşım, mevduat faiz oranlarının serbestleştirilmesiyle başladı. Başlangıçta, bu oranlar, 1980'de enflasyonu oldukça düşük tutan bankalar arasında “centilmenlik anlaşması” ile yönetiliyordu. Ancak, bankalar arasındaki rekabet 1981'de oranları artırdı ve enflasyon oranında önemli bir düşüş yaşanınca pozitif reel faiz oranına sebep oldu (Riedel, 1993).

Beklendiği gibi, pozitif reel faiz oranları 1981 ve 1982'deki dolaşım hızında önemli bir düşüşe neden olarak enflasyonist baskıyı büyük ölçüde rahatlatmıştır. Aralık 1983'te Merkez Bankası, bankacılık sektöründe oluşan rekabet eksikliğinin reel faiz oranlarını çok düşük tuttuğu gerekçesiyle faiz oranları üzerindeki otoritesine yeniden başladı ve hem mevduat hem de borç verme oranları nominal ve reel olarak arttı. Bankacılık sektöründe düşük bir verimlilik durumunu yansıtan mevduat ve borç verme oranları arasındaki geniş yayılım, finansal baskıların bir mirasıydı. Enflasyon 1980 yılında %100'ün üzerine çıkınca bu durum ekonominin ürün fiyatlarının kontrolünün değiştirilmesi ve döviz kuru değerinin düşürülmesine işaret ediyordu. Ertesi yıl, para stoğunun neredeyse %90 artmasına rağmen enflasyonun %36'lara düştüğü görüldü. Para artışı 1982 ve 1983'te azaldı ve enflasyon da düşmeye devam etti. Bununla birlikte, 1984'te kamu kesimi açıklarındaki artış 1980 ve 1987 arasında ortalama %40'lık bir parasal genişlemeye ve enflasyon oranındaki bir artışa neden oldu (Yücel, 2006).

3.1.1.3. Dış Ödemeler ve Borç

1980 ve 1987 yılları arasında Türkiye'de yatırım, üretim ve istihdamdaki büyüme oranları kriz öncesi seviyelere veya planlanan hedeflere uymasa da 1970'lerin sonunda veya 1980'lerin başında bir borç kriziyle karşılaşan diğer gelişmekte olan ülkelerdeki seviyelere kıyasla çok daha iyiydi. Türkiye'nin başarısının önemli bir nedeni üstün ihracat performansıydı. Bir diğer önemli sebep de Türkiye'nin dış borçlarını ödeyebilmek ya da geri ödemesi için hiçbir zaman bir dış ticaret bilançosu fazlası

oluşturmaya zorlanmamasıydı. Etkisi daha ciddi olduğu için Brezilya ekonomisinde anlatılacak olan borç krizi sırasında ve sonrasında Türkiye hem ticari hem de cari işlemler açığına devam etti. Dış borç sadece mutlak anlamda değil, GSMH ile ilgili olarak da artmaya devam etti. Ancak ihracatla karşılaştırıldığında dış borcun azalması dikkat çekmekteydi. Kredi veren resmi kuruluşlar, 1980'den sonra dış fonların ana kaynağını oluşturdu. IMF ile Haziran 1980'de imzalanan üç yıllık bir stand-by düzenlemesi 1,250 milyon özel çekme hakkı (SDR) sağladı ve sonraki stand-by düzenlemeleri (1983 ve 1984'te) ilave 400 milyon SDR sağladı. Proje kredilerine ek olarak, Dünya Bankası 1980 ve 1987 arasında toplam 1,556 milyon ABD Doları tutarında beş yapısal uyum kredisini onaylamıştır. İki taraflı resmi krediler ise en büyük fon kaynağıydı. Kredi veren resmi kuruluşların Türkiye'ye karşı cömertliği Türkiye'nin ekonomisini dışa açmak için yürüttüğü reformlar tarafından motive edildi. Ancak, belki de en önemlisi, 1979'da İran Şahının düşmesi ve 1980'de İran ile Irak arasında yaşanan savaşın yarattığı dış politika kaygılarıydı (Karabıyık ve Uçar, 2010).

3.1.1.4. 1987 Mini Krizi

1987'nin sonuna doğru, Türkiye'de istikrar çabası gerektiren "mini kriz" ortaya çıktı. 1987'de Kasım seçimleri beklentisiyle belirgin bir mali disiplin gevşemesi yaşandı. Daha sonra devalüasyon beklentileri, resmi döviz kuru oranı ile resmi olmayan veya karaborsadaki oran arasında artan bir fark yarattı. Ocak ayına kadar resmi ve karaborsa oranları arasındaki fark neredeyse %20'ye yükseldi (Riedel, 1993). Döviz piyasasında birkaç dengesizlik kaynağı vardı. Birincisi, yetkililerin 1987 enflasyon oranını dikkate almaması ve bunun sonucunda liradaki etkin değer kaybının rekabet gücünü korumak için gerekenden daha az olduğu ortaya çıktı. Ayrıca, vadesiz mevduatlar üzerindeki reel faiz oranı negatif olmuş ve ekonomik temsilcilere döviz cinsinden varlıklarını arttırmada bariz bir teşvik sağlanmıştı. Sonuç olarak, karaborsa piyasada döviz talebi artmıştı (Riedel, 1993). Ayrıca 1987 yılında yabancı para mevduatı toplam banka mevduatının yaklaşık dörtte birini oluşturuyordu. Bu nedenle, döviz ikamesi ciddi bir problem haline geldi. 1988 yılının Şubat ayında uygulamaya konulan istikrar önlemlerinin amacı, döviz piyasasında dengesizliği ortadan kaldırmaktı. Daha detaylı bakıldığında ise bu önlemler hükümetin genel seçim sürecinde ortaya koyduğu mali disiplindeki gevşemenin dengelenmesi için siyasi konjonktürün

kaçınılmaz düşüşünü temsil ediyordu. Büyüme 1986 ve 1987'de göreceli olarak yüksek olsa da yüksek enflasyon ve hızla yükselen iç ve dış borç ortaya çıktı. 1988'in başlarında başlatılan program hem iç hem de dış dengesizlikleri azaltmak için tasarlandı. Bu amaçlara göre, hükümet kısıtlayıcı para ve maliye politikalarını kabul etti. Yerel para biriminden çıkışları önlemek amacıyla ticari banka rezervi ve likidite oranları yükseltildi. Ayrıca, devlet işletmelerinin borçlanmasını kontrol altına almak için bu kurumlar, merkezi hükümetten teminat almadan destek almak için dış borç aramak zorunda kaldılar. Bu önlemler sermaye uçuşunu önlemede başarılı oldu. Resmi ve gayri resmi döviz kurları arasındaki fark birkaç ay içinde kapandı. Hükümetin eylemleri de ekonominin büyümesini yavaşlatmakta başarılı oldu (1987'de %7,4 değerinden 1988'de %4,1'e geriledi) ancak enflasyonu düşürmede etkili olmadı (1988 ve 1989'da %70'e varan enflasyon rakamları görülmektedir). Bakıldığında 1987 yılının sonlarında ve 1988'in başındaki olaylar sırasında Türkiye tipik bir döviz krizi yaşamadı çünkü ülke yeterli bir uluslararası rezerv tabanına sahipti ve borç geri ödemeleri programa uygun ilerledi. Ancak yine de yaşanan olaylar ekonomide ciddi bir dengesizliğin varlığına işaret etmekteydi (Kibritçioğlu, 2001; Altay ve Altın, 2008).

1980'lerde yapılan kamu yatırımları, üretim sektöründen özellikle ulaştırma, iletişim ve enerjideki altyapı faaliyetlerine giderek daha fazla kaymıştır. Bununla birlikte, devlet harcamalarının GSMH'daki oranında düşüş gerçekleşmemiştir. Hükümetin sabit yatırım harcamaları bu dönemde artış göstermiş ve kamu kesimi borçlanma gereksinimi azalmamıştır. Sabit nominal döviz kurları ve faiz tavanları yerine, hükümet uluslararası rekabetçiliği korumak, özel tasarrufları teşvik etmek ve iç para biriminden bir uçuşu önlemek için reel döviz kuru ve reel faiz hedefleri belirlemiştir. Sürekli devam eden yüksek düzeyde devlet harcamaları ve kamu kesimi borçlanmaları göz önüne alındığında ortaya çıkan sonuç yüksek ve değişken enflasyon, nominal döviz kurları ve faiz oranlarındaki büyük hareketler ve reel döviz kurlarındaki oynaklık olmuştur. Özel yatırım ise hem tam dışlama hem de artan ekonomik belirsizlik nedeniyle tam olarak gerçekleşmemiştir. 1984'ten sonra, iş dünyası sürekli olarak yüksek ve değişken reel faiz oranlarını, yatırım için en ciddi engel olarak gösterdi (Tusiad, 1988). Bu durum hükümetin kamudan özel sektöre kayma politikasında tutarsızlığa neden oldu. Reformun bir diğer amacı, KİT'lerin mali gereksinimleri 1980 öncesi dönemde büyük bir enflasyon oluşturduğundan, KİT'lerin performansını

artırmaktı. Hükümet, KİT fiyatlarını düzenleyerek KİT kârlılığını arttırmayı ve KİT finansal gereklilikleri ile Merkez Bankası'nın konsolide bütçesi arasındaki bağlantıyı kaldırarak sorunu çözmeyi amaçladı. Aslında KİT'lerin 1980'den beri özerk ticari kuruluşlar olarak faaliyet göstermeleri istenmişti. Yapılan politika değişiklikleri ile büyük ölçüde KİT'lerin devlet transferlerine veya Merkez Bankası kredilerine bağımlılığını azaltma hedefine ulaşılmışsa da KİT'lerde üretkenlik çalışmaları, 1980'ler boyunca KİT'lerin verimliliğinde çok az iyileşme olduğunu göstermektedir (Özmucur ve Esmer, 1988). Bunun yerine, KİT'lerin gelişmiş finansal durumunun tamamen fiyat artışlarının bir sonucu olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle, politika değişikliklerinin etkisi, temel olarak KİT'lerdeki mali yetersizliğin finansmanını devletten yerli tüketicilere kaydırmak olmuştur. Türkiye'deki KİT'lerin çoğunluğu tekelci veya oligopolistik (az sayıda satıcının ve çok sayıda alıcının bulunduğu ortamda) ortamlarda faaliyet göstermekteydi ve 1983'ten sonra bütçe dışı fonları finanse etmek için ithalata uygulanan vergilerin arttırılmasıyla büyük ölçüde uluslararası rekabetten korunmuştu. KİT'ler, devletin Şubat 1988'e kadar verdiği açık garantiler nedeniyle uluslararası finansal piyasalardaki borçlular olarak ayrıcalıklı statü kazandılar. Ayrıca, yerel bankalardan tercihli oranlarda borçlanmalarına izin verildi. Bu nedenlerle hükümet her ne kadar KİT'lerin en azından özel sektördeki gibi bir yapıya sahip olmasını istese de KİT'ler siyasiler tarafından hantal olarak nitelendirilen yapılarıyla ekonomiye yük olmaya devam ettiler. Özelleştirmelere bakıldığında, o dönemde telekomünikasyon şirketi Teletaş'ın özelleştirilmesi ile ivme kazanılmış olsa da az ilerleme kaydedilmiştir. Sermaye piyasasında büyümeyi sınırlayan yüksek ve değişken reel faiz oranları da özelleştirme hedeflerine ulaşılmasına engel teşkil etmiştir (Riedel, 1993; Altay ve Altın, 2008; Kolsuz ve Yeldan, 2014).

3.1.2. 1994 Ekonomik Krizi ve 1990'lı Yıllarda Uygulanan Para Politikaları

1990 öncesi durumu kısaca özetlemek gerekirse, 1984'ten itibaren Türk vatandaşlarının döviz cinsinden mevduat tutmasına izin verildi. 1986 reformuyla daha önce para politikası olarak uygulanan zorunlu karşılık oranlarından vazgeçilerek açık piyasa işlemleri kullanılmaya başlandı ve ticari bankalar kaynak kullanımında özgürleştirildiler (Doğru, 2015). 1988'den başlayarak 1989 yılının sonunda, sermaye hesabının serbestleştirilmesi süreci tamamlandı. Sermaye akımları dış hesaplarda

tamamen serbestleştirildi. Bu, o zamana kadar devam eden başlıca döviz kuru eğilimlerini tersine çevirdi. Sermaye akımındaki serbestleşme nedeniyle 1989-90 döneminde reel kurdaki kümülatif değerlenme %20'den fazlaydı. Sermaye akımlarının serbestleşmesi, birçok finansal serbestleşme döneminde olduğu gibi faiz oranlarını da artırdı. 1989'da döviz kurunun değerlenmesi ile gümrük vergileri indirimleri ithalat patlamasına neden oldu ve 1990'da cari hesap açığını iki katına çıkartarak ticaret dengesini kötüleştirdi. Reel döviz kurundaki değer artışıyla birlikte gerçek işgücü maliyetindeki keskin artış da ekonominin 1988'den sonra daha az rekabetçi hale gelmesini sağladı. Yerli girdiler (işgücü) daha maliyetli hale geldi ve ticarete konu olan mal ve hizmetlerin gerçek maliyeti düştü. 80'li yılların başından ortalarına kadar gerçekleştirilen ihracata dayalı büyüme, iç talep kaynaklı büyüme ile değiştirildi ve dış dengesizlikler genişledi. Dış ticaret açığı 1992'de GSMH'nin %3'ünden 1993'te %8,5'e yükseldi. 1990-93 arasındaki cari işlemler açığının artmasıyla bu dönemde özel tasarruflar neredeyse sabit kaldı (Altay ve Altın, 2008).

Türkiye'de sermaye hesabının serbestleştirilmesi, makro popülizm ve mali dengesizliklerin arka planında gerçekleşti. Kamu kesimi gelirleri ve harcamaları arasındaki fark 1989-1993 yılları arasında genişledi ve KKBG faiz dışı açıkla birlikte arttı. KKBG ile faiz dışı açık arasındaki fark 1992'den sonra, mevcut borçlara yapılan faiz ödemeleri artan bir yük haline geldikçe genişlemeye başladı. Kamu harcamalarındaki bu artışın nedenleri, hükümetin toplam ücret faturasındaki artış, cömert tarımsal destek politikaları, KİT'lerin performansını kötüleştirmesi, ülkenin güneydoğu bölgesinde askerî harekât maliyetlerinin artması ve 1992'den sonra faiz ödemelerinin artmasıydı. KİT'lerin özelleştirilmesi ile özellikle 1993'ten sonra kamu geliri kaynağı oluşturulması planlandı ancak Anayasa Mahkemesi'nin 1994'te Özelleştirme Yasası'nı anayasaya aykırı sayması nedeniyle bu alanda başarı sağlanamadı. 1989'dan sonra kamu kesiminin borçlanması gittikçe dış tasarruflara bağımlı hale geldi. 1989'da Merkez Bankası'nın hazine finansmanının toplam bütçe ödeneğinin %15'ini geçmeyeceği kabul edildi. Merkez Bankası, bilançosunu yeniden yapılandırmak amacıyla 1989 yılında bir para programı uygulamaya başlamış ve para programını ilk defa kamuoyuna paylaşmıştır. Merkez Bankası, ticari bankalara verilen krediyi kısıtladı ve temel olarak yabancı varlıklara karşı likidite yaratmaya çalıştı. Kamu kesimi açıklarının finansmanı iç borçlanmaya kaydırıldı ve dış borçlanmanın payının

azaltılması planlandı. Para programıyla merkez bankası M1 ve M2 parasal büyüklüklerinin yerine kendi bilançosunun kontrolünü hedefledi (Doğru, 2015). Merkez Bankası'nın döviz alımları temel para yaratma kaynağı haline geldiğinde, nihai kamu borç finansmanı kaynağı kısa vadeli sermaye girişleri oldu. 1990 yılında 7,2 milyar dolarlık dış borç birikiminin, 3,8 milyarının kısa vadeli olduğu ve bu tutarın %60'ının ticari bankacılık sektörünün kısa vadeli dış borçları şeklinde olduğu ortaya çıktı (Ekinci, 1996). Bu programın orta vadedeki başarısı, herhangi bir mali ayarlama yapılmadığında enflasyonu düşürme açısından düşüktü. İç borçlanma yükünün artması ve Merkez Bankası'nın hazinenin finansmanına doğru kayması, 1994 yılındaki krize yol açarak enflasyonun artmasına neden oldu. İç borçların payı, finansmanın neredeyse tamamını oluşturduğu 1992 yılına kadar arttı, ancak daha sonra 1993 yılında merkez bankasının müdahalesiyle bastırıldı (Celasun, 1999).

1990'da sermaye akışı güçlüydü ve yurt içi tahvil finansmanının koşulları elverişliydi. Ancak 1991'de gerçekleşen Körfez Savaşı finansal piyasalarda belirsizliklere ve küçük paniklere yol açtı. Bu durum, faiz oranlarında artış ve borç vadesinin kısılmasıyla sonuçlandı ve dış finansman üzerindeki kısıtlamaları da beraberinde getirdi. Mali açığın genişlemesi hükümetlerin politikalarını değiştirmesine bu da finansman kalıplarının 1991'den sonra değişmeye başlamasına neden oldu. Kasım 1991'de yapılan seçimlerle hükümet değişti. Yeni hükümet, kamu açığını azaltarak enflasyonu düşürmeyi hedefleyen bir program açıkladı. Ancak kısa süre sonra hükümetin yüksek faiz ödemelerini tasarruf için potansiyel bir alan olarak gördüğu ortaya çıktı. 1992 yılında, yüksek düzeyde iç borç hizmet ödemeleriyle karşı karşıya kalan hükümet, para finansmanının payını artırdı. Hükümet daha yılın ilk yarısında Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avanslarının neredeyse tamamını yasal limitine kadar kullandı, iç finansmanında daha uzun vadelere kaydđ ve dış borçlanmayı yaklaşık anapara geri ödemeleri seviyesinde bırakma politikasından vazgeçti. Ancak, 1992 yılının ikinci yarısında, Merkez Bankası'ndan faiz oranlarının yükselmesini engellemek için kısa vadeli nakit avanslarına güvenmenin TL/\$ döviz kuru üzerinde ve dolayısıyla Merkez Bankası döviz pozisyonu üzerinde baskı yarattığı ortaya çıktı. Hazine, 3 aylık hazine bonolarında %10 artış kabul etti ve 1,5 milyar dolarlık dış fon elde etti. 1993 yılının ikinci yarısında ise sadece kamu sektörü harcamaları artmakla kalmadı, aynı zamanda hazine ihaleleri de iptal edildi. İptal edilme sebebi ise hazine ve KİT'lerin

kanunla merkez bankasına olan borçlarının silinmesiydi. Bu sebeple merkez bankası hazine bonusu ihraç edemez hale geldi. Özatay (1996), 1985'ten itibaren indirgenmiş reel iç borç stokunun durağanlığını test ederek hükümetin 1992 sonu itibariyle finansman krizine karşı savunmasız olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca, 1993 yılının sonunda hazinenin borçlanma sürecindeki gelişmelerin yol açtığı güven kaybının krizin zamanlamasını belirlediği sonucuna varmıştır. 1993'ün ilk yarısında 1992 yılının iç ve dış finansmanı üzerine artan faiz ödemeleri yükü görüldü. Yine de finansmanın büyük kısmı, faiz oranları kademeli olarak düşürülen (3 ay vadelide %13, 6 ay vadelide %2 düşüş gerçekleşti) kısa vadeli borçlanmalardan kaynaklanmaktaydı. Uzun vadeli faizlerde ise artış sağlandı. Uluslararası pazarlarda 1,7 milyar dolar borç alındı ve Merkez Bankası avanslarındaki yasal limitin yarısı kullanıldı. 1993 yılının ikinci yarısında birçok politik değişiklik yaşandı. 1993 yılının Haziran ortalarında başbakan değişti. Temmuz ayının sonuna doğru Merkez Bankası başkanı para politikası yürütme konusundaki uyuşmazlıklar sonucunda istifa etti. Bu arada, hükümet tarafından en önemli kısa vadeli politika hedefinin, faiz ödemelerinin kısa vadeli borçlar üzerindeki payını, nominal faiz oranlarını düşürerek azaltmak olduğu belirtildi. Daha sonra, 1994'ün başına kadar hükümet bu soruna yol açan temel sorunları düzeltmeye çalışmak yerine faiz oranlarını kontrol etmeye çalıştı. Sonuç olarak yüksek KKBG seviyelerinde (1993'te %12,4) borç faiz oranlarını düşürmenin yarattığı kriz ortaya çıktı (Altay ve Altın, 2008; Arslan, 2009).

Ağustos ve Ekim 1993'te kabul edilen iki kanuna dayanarak, Merkez Bankası'nın hazineye kısa vadeli nakit avans (STA) tesisi genişletildi. 1993 yılının Ağustos ayında, hazinenin eski STA'lar nedeniyle merkez bankasına olan 28,8 trilyonluk borcu iptal edildi ve ek bir bütçe ile hazineye 26,8 trilyon lira ayrıldı. İç borçlanma piyasasındaki gelişmeler nedeniyle hazine 1993 sonuna kadar bu kaynakların tümünü harcamakla kalmadı aynı zamanda 1994'e ilişkin yasal limitin %53'ünü de 1994 yılının sadece ilk 3 haftasında harcadı. 1994 yılı için açıklanan bütçe, hiçbir mali düzeltme önlemi içermiyordu, KİT mallarındaki fiyat artışları gecikmişti, ancak Nisan 1994'ün ilk birkaç gününde yerel seçimlerden hemen sonra gerçekleşmesi bekleniyordu, bu nedenle enflasyonist beklentiler yüksekti. 1994 yılının üçüncü ve dördüncü aylarındaki mevduatın stok miktarındaki düşüş, büyük para çekme dönemine ve ardından Mayıs 1994'te, TL cinsinden varlıklara dönüş sağladı. Hazinenin yıllık %400 oranındaki

bileşik oranlarla da olsa tekrar önemli miktarda borç almayı başardığı iç borçlanma piyasası Mayıs 1994’de çöktü. Merkez Bankası, resmi devalüasyonlar öncesinde ve arasında, pariteyi savunmak için gecelik piyasaya yoğun bir şekilde müdahale ediyordu ve gecelik faiz oranları, zaman zaman %1000’i aşan birleşik yıllık oranlara sızdı. 1994 yılının ilk 4 ayında, TL'deki değer düşüklüğü sırasıyla %16, %6, %18 ve %35 olmuştur (Kibritçioğlu, 2001; Doğru, 2015).

Kısa vadeli borçlanma araçları 1993 yılının son iki ayında hazine tarafından verilmemiş, 1994 yılının başında borsa istikrarlı bir şekilde düşmüş ve TL yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmiştir. Bankalar, döviz pozisyonlarını kapatmak için döviz piyasasına rağbet gösterdiler. Merkez Bankası pariteyi, piyasa oranının altındaki oranlarda döviz satarak savunuyordu. Sonuç olarak, bankalar eksik pozisyonlarını kapattılar ancak merkez bankası ticari rezervlerinin yarısını kaybetti. Nisan 1994’te toplam mevduat içindeki payı %1’den az olan üç ticari banka tasfiye edildi. Ardından, banka mevduatlarının %100’ü, Nisan 1994 sonunda Merkez Bankası tarafından sigortalandı. Rezerv miktarı düşük olsa da bu durum çekilmeleri durdurmaya yardımcı oldu. 5 Nisan kararları olarak bilinen istikrar programıyla KİT mallarında %70 ila %100’lük fiyat artışları yapılarak 6 aya kadar bu fiyatların dondurulduğu açıklandı. Kamu sektörü ücretleri dondurulacak, planlanan konsolide devlet açığı 1994 yılında yarıya indirilecekti. Bu açık azaltma, esas olarak firmaların net varlıkları, kurumlar vergileri üzerindeki bir defalık vergiler ve ayrıca ücretlerdeki reel düşüş ve kamu yatırımlarının azaltılmasıyla sağlanacaktı. Ayrıca, rezerv ve likidite gereksinimi kuralları revize edildi ve genel olarak oranlar artırıldı. 5 Nisan kararlarını ortodoks ve heterodoks politikalar karışımı olarak tanımlamak mümkündür. Sonuç olarak, Mayıs 1994’te TL’nin istikrara kavuşması gerçekten başarıldı. Hazine, üç ay vadeli bonolar üzerinden aylık %50’lik oranda iç borçlanmaya devam etti. Üç aylık dönem çok düşük bir fiyat artışı ve olmayan ücret enflasyonu ile aynı zamana denk geldiğinden “süper bono” denilen reel getirisi çok yüksek bonolar sayesinde TL’ye olan talep düzeldi (Celasun, 1999; Yeldan, 2016).

Nisan 1994’teki istikrar programı hükümet tarafından ilan edildikten sonra IMF, 742 milyon ABD doları tutarında bir stand-by anlaşmasını onayladı ve yapısal reform önlemlerinin hızlı bir şekilde uygulanmasını istedi. Bu anlaşma çerçevesinde net iç

varlıkların yeni çapa olması ve 1,5 Mark+1 Dolar'lık kur sepeti ve uluslararası rezervlerin de izlenecek olan büyüklüklerin arasına alınması kararlaştırıldı. Ancak istikrar programı, özelleştirme programının uygulanması, sosyal güvenlik ve vergi reformu gibi orta vadeli yapısal uyum önlemlerinin hiçbirine ulaşamadı. Yine de merkezi hükümetin bütçe dengesi ciddi bir daraltıcı mali duruş nedeniyle o yıl faiz dışı fazla verdi. Bir defalık vergi önlemleri ile GSMH'nin yaklaşık %2'si oranında kamu geliri elde edildi. Kamu harcamaları, altyapı yatırımlarının azalması ve kamu sektörü ücretlerinin dondurulması yoluyla azalırken, kamu sektörü fiyatlarının iki katına çıkması bu daralmaya neden oldu. 1994 yılının ikinci çeyreğinde iç borçlanma ile %50'ye varan reel getiri kamu alacaklılarına transfer edildi. Aylık enflasyon, 1994 yılında yıllık bazda %150'ye yükselirken, reel ücretler keskin bir şekilde düşüncü, özel tüketim ve yatırımlar da düştü. Tüketime etkilendiği diğere bir kanal da 1994'teki yüksek borç verme faiz oranlarıydı. Bankalar, borç verme faiz oranlarını 1994 yılının başlarında %400'den fazla artırarak, belirsiz bir ortamda borç vermedeki isteksizliklerini yansıttılar. 1993'teki ithalat patlaması, nominal devalüasyondan sonra 1994'te çok keskin bir daralma ile yok edildi (Oktar ve Dalyancı, 2010). Üretimde gerekli ithal girdiler daha pahalı hale geldiğinden, sanayi üretimi 1994 yılının son üç çeyreğinde keskin bir şekilde geriledi. Ancak, 1994 yılında %6'lık bir üretim kaybından sonra, çıktı geri kazanımı hızlı oldu ve ekonomi 1995 ve 1996 yıllarında sırasıyla %7,5 ve %8 oranında büyüme gösterdi. Hükümet hiçbir yapısal reform yapmadığı için IMF 1995 yılında stand-by anlaşmasından çekildi ve son ödemeyi gerçekleştirmedi. Erken seçimin konuşulmasıyla 1995 yılında kamu bütçesinin faiz dışı bileşenindeki düzelme süreci zayıflamaya başladı. 1995 sonundaki genel seçimlerin ardından koalisyon hükümeti 1996 yılında iki kez değişti ve kamu harcamaları yeniden arttı. Ayrıca, 1996'nın başında Türkiye'nin AB ile Gümrük Birliği anlaşmasını imzalaması ticaret dengesini tekrar bozmaya başladı ve dış ticaret açığını %46'ya çıkardı. 1995 yılında, dış borçlanma şeklinde kısa vadeli sermaye akışı başladığından, KKBBG 1996'da sorunsuz finansman koşullarında %10'a çıktı (Celasun, 1999). Disponibilite oranına bakıldığında 1980'lerdeki %30 değerlerinden 1996 itibariyle %6'ya çekildiği aynı şekilde mevduat munzam oranlarının da %20 seviyelerinden %8'e çekildiği görülmektedir. Bu durum da zorunlu karşılık oranları politikasını pasif hale getirerek merkez bankasının mevduatlarını serbest mevduatlardan oluşturmak istediği gerçeğini ortaya koymaktadır

(Doğru, 2015). Gümrük Birliği anlaşmasının yarattığı belirsizlik ortamında mali istikrarın sağlanması 1996 ve 1997 yıllarında merkez bankası temel hedefiydi. Bu sebeple net dış varlıkta ve rezervlerde artışa gidilmesi ve ikinci hedef olarak reel kur istikrarının sürdürülmesi planlandı. Bu dönemde maliye politikasının yarattığı baskının ortaya çıkardığı enflasyon ve hükümetin enflasyonla mücadelede kararlılıktan uzak olması, merkez bankasının fiyat istikrarını değil de mali istikrarı hedeflemesine sebep olmuştur. 1998 yılına bakıldığında aynı şekilde net dış varlık ve rezervlerin arttırılması hedeflenmekle birlikte %100 olan enflasyonu %50'ye çekme planı da bulunmaktaydı. Ancak 1998 yılında gerçekleşen Rusya krizi Türkiye'de yarattığı sermaye çıkışlarıyla ekonomiyi kötü duruma soktu ve IMF ile izleme anlaşması yapılarak net i varlıklar merkez bankası tarafından enflasyonla mücadele için kullanıldı. Sermaye ıkışları yıllık bileşik borçlanma faizini 1999 yılı itibariyle %106'ya çıkarttı ve yarattığı hiperenflasyon tehlikesi IMF ile yeni bir stand-by anlaşmasının imzalanarak sabit döviz kuru çapasına dayalı bir istikrar programı uygulanmasına neden oldu. İkinci bir hedef de faiz oranının düşürülerek yatırımların arttırılmaya alışılmasıydı. Ancak IMF'nin yanlış program uygulaması ve düşen faizler sebebiyle yerleşiklerin tasarruf yerine tüketime yönelmesiyle 2000 yılı sonu itibariyle 3,4 milyar dolar cari işlemler açığı oluştu ve sonuç olarak 1995-1998 yılları arası büyüme ve sermaye girişleri sonrası şişen ekonominin 2001 yılındaki sermaye ıkışları sebebiyle çökmesine ve 2001 krizinin patlak vermesine neden oldu (Oktar ve Dalyancı, 2010; Bahar ve Erdoğan, 2011; Doğru, 2015).

3.1.3. 2001 Ekonomik Krizi ve Sonrasında Uygulanan Para Politikaları

Ekonomiyi istikrara kavuşturma girişiminde Türkiye, Aralık 1999'da bir IMF stand-by anlaşmasına (SBA) girdi. Başlangıçta, program başarılı oldu. Enflasyon beklenenden daha yavaş olsa da düşmeye başladı. Bu arada faiz oranları tahmin edilenden çok daha fazla düştü. Bu durum, sabit reel kur değerlenmesinin yanı sıra, iç talepteki canlanmaya neden oldu ve cari işlemler açığının genişlemesine neden oldu. Öte yandan, mali konsolidasyon ve yapısal reformlar geri kaldı, SBA programının varlığı da piyasa rahatlığını körükledi (Kibritçioğlu, 2001; Uygur, 2001).

2000 yılı Ağustos ayından sonra IMF'nin kamu açıklarının azaltılması talebi

dikkate alınmayarak mali gevşemeye gidildi. Bu durum zor sağlanan güveni yok ederek piyasalarda güvensizlik ortamı yarattı. IMF programındaki tutarsızlıklar ve sorunların hükümet tarafından göz ardı edilmesi 2001 krizine oluşmasına katkı sağladı. Eylül ayında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun (BDDK) kurulmasıyla bankacılık denetimleri arttırıldı. Bu durum da bankaların açık pozisyonları için piyasadan nakit toplama yarışına girişmelerine neden oldu. Ekim ayında ise ağırlıklı olarak gecelik fonlara bağımlı devlet menkul kıymetlerinin ana satıcısı ve yatırımcısı olan Demirbank, artık piyasada kendini yeniden finanse edemeyeceği noktaya ulaştı. Net iç varlıklar üzerindeki tavanlarıyla sınırlandırılan Merkez Bankası Demirbank'a borç vermeyi reddetti ve devlet menkul kıymetler portföyünün bir kısmını satmaya zorladı. Bu durum, ikincil piyasa faiz oranlarında ve bu piyasadaki satış dalgalarında önemli bir artışa neden oldu. Diğer sorunlu bankalar ve hazinenin borçlanma kapasitesi üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olan Merkez Bankası, nihayet Kasım 2000'de sisteme likidite enjekte etti. Bu müdahale faiz oranlarının artmasının önlenmesine yardımcı oldu, ancak resmi rezervlerdeki azalmayı artırdı. IMF, programı destekleme sözü verdi ve resmi rezerv stokunu doldurdu, böylece piyasaları sakinleştirdi. Kısa süreli de olsa enflasyondaki düşüşün bir sonucu olarak lira aşırı değerlenmeye devam etti. Ocak ve Şubat 2001'de hazinenin borç yenileme kapasitesi %60-70 seviyesindeki çok yüksek faiz oranları ile test edildi. Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında alınacak önlemler konusundaki anlaşmazlığın ardından, 21 Şubat 2001'de Türk lirasına büyük bir saldırı uygulandı. Yetkililer, açıklamadan hemen sonra dolar karşısında %40 civarında değer kaybına uğrayan liranın dalgalanmasına izin vermeye karar verdi ve dalgalı kur rejimine geçildi. Finansal kargaşa ve mandalın parçalanması, reel ekonomi için korkunç sonuçlar doğurdu. 2001 yılında reel GSYİH %5,7, yatırımlar hacim bazında %30 azalırken ve sanayi üretimi yıllık %8,7 azaldı. İmalat sektöründeki faaliyetler sert bir şekilde etkilendi ve %9,4 oranında azaldı ve otomotiv sektörü de %26 düşüş gösterdi. Küçülen ekonomik faaliyete paralel olarak, işsizlik oranı 2000'deki %6,5'lik değerinde 2001'de %8,4'e, 2002'de %10,4'e yükseldi. Liranın değer kaybı ve bankaların yeniden sermayelendirilmesi sonrası kamu borcundaki artış neredeyse iki katına çıkarak 2000 yılı sonundaki GSYİH'nin %38,2'sinden 2001 yılı sonu itibariyle GSYİH'nin %74,1'ine fırladı. Bankacılık krizi nedeniyle o dönemde faaliyet göstermekte olan 81 bankanın dörtte biri olumsuz etkilendi ve bütçede GSYİH'nin %30'u kadar kayıp yaşattı (Özbek,

2008; Fırat, 2009; Ekinci, 2011).

Özatay ve Sak (2002), tarafından krizin değerlendirilmesi sonucunda, kırılmalı bir bankacılık sektörünün ve yüksek kamu kesimi borçlanma gereksiniminin bir arada olmasının krizi etkileyen faktörler olduğu ortaya konulmuştur. 1997 yılından beri kamu borcu parasallaşmasındaki eksiklik krize neden olan spekülasyonun nedeni olarak görülmemektedir. 1999-2002 yılları arasında sadece genel devlet bütçesini değil aynı zamanda devlete ait işletmeleri ve diğer yarı bütçesel açıkları da içeren kamu borçlanma gereklilikleri oldukça büyüktü ve GSYİH'nin %10'unun üzerine çıkmıştı. Kasım 1999'da altı ve Eylül 2000'de iki bankaya el konuldu ve beşinin mal sahipleri ve yöneticileri hakkında dolandırıcılık şüphesi ve bankaların mali kaynaklarının off-shore operasyonlar yoluyla saklanması konusunda cezai soruşturma başlatıldı. Bu sorunlar özel bankacılık endüstrisinin önemli sorunları olduğunu ve kamu borcunun sürdürülebilirliğini tehlikeye sokacak büyük maliyetlerin yakın olduğu izlenimini güçlendirdi. Ayrıca, bütçe açığının bankacılık sektörü tarafından finanse edilmesi, uzun vadede borçlanamayan ticari bankaların bilançolarında döviz ve vade uyumsuzluklarının birikmesine neden oldu. Öte yandan, devlet bankaları da önemli zararlar açıkladı ve bu bankalar güvenilir olmayan borç verme uygulamalarına dahil oldular. Hem özel hem de devlet bankalarının krizden önce yanlış yönetilen riskleri olmasına rağmen, sorunun niteliği farklıdır. Özel bankalar, döviz kurundaki yüksek ve azalan yabancı para cinsinden borç oranına bağlı olarak kur riskine daha fazla maruz kalırken, devlet bankaları kısa vadeli yerel araçların ötesinde finansman kullanamadıkları için faiz oranı riskine daha fazla maruz kalmıştır. Sonuç olarak, bankacılık sisteminin ihtiyati göstergeleri, sektörün artık kamu borcunu düzgün bir şekilde finanse edemeyeceğini ortaya koymuştur. Özkan (2005), TL'nin çöküşüne zemin hazırlayan üç güvenlik açığına işaret etmektedir. Birincisi, dış borç seviyesi 1971'de 3 milyar ABD dolarından 2000'de 100 milyar ABD dolarına yani GSYİH'nin yaklaşık %60'ına yükselirken dış pozisyon zayıfladı. Bu pozisyon 1996'dan beri kısa vadeli borçlanmadaki keskin bir yükseliş ile daha da kötü hale geldi. Kriz öncesi dönemde Türkiye'nin dış dengesi ve borç alma yeteneğini Asya ülkelerinden çok daha kötüydü çünkü dış borç hizmetinin maliyeti 2000 yılında ihracat değerlerinin neredeyse %80'ine ulaştı. Ek olarak, enflasyonun hedeflenen kur ile tutarlı bir şekilde istenen seviyelerin altına düşürülememesi de dış rekabetçilik kaybına yol açtı. İkinci alan ise

mali durumun zayıf olması nedeniyle hazinenin finansman kapasitesine bindirilen önemli yük oldu. Bu da rekor düzeyde faiz ödemeleri ve ödenmemiş kamu borcunun olumsuz vade yapısından kaynaklandı ve hali hazırda kırılğan bankacılık sisteminin işleyişinde istenmeyen sonuçlara yol açtı. Üçüncü sorun, zayıf finansal ve bankacılık sektörünün, Kasım 2000'de likidite sıkışıklığının önünü açan, artan kamu sektörü ihtiyaçlarını finanse etmek için riskli ve sağlam olmayan bir stratejiyi benimsemesiydi. Sonuç olarak, mali stres ve finansal sektör kırılğanlığının 2000/2001'de Türkiye'nin yaşadığı krizleri tetiklemede ana rolü oldu.

Bazı iktisatçılar, IMF programının kriz müdahalesinde ciddi eksikliklere yol açtığını belirtmektedirler. Döviz kurunun enflasyon için güvenilir bir çapa olarak kullanılmasının döviz kurunun değer kazanmasına yol açtığını ve dolayısıyla kamu sektörünün finansman gereksinimlerinden kaynaklanan artan dış açıkları finanse etmek için arbitraj fırsatları nedeniyle "sıcak" sermaye girişlerini etkilediğini savunuyorlar. Ardından ortaya çıkan dış mali kırılğanlığın artması, para biriminin değer kaybetmesi beklentilerini yükseltti ve faiz oranlarını artıran sermaye çıkışlarına yol açtı. Bu durum finansal sistemin spekülatif kısa vadeli sermaye girişlerine aşırı dayanarak kırılğan hale getirildiği diğer gelişmekte olan ekonomilerde de meydana geldi. Daha sonraları, IMF iddialı döviz kuruna dayalı istikrar programının hata için herhangi bir marj bırakmadığını kabul etti. Ancak o dönemde yaşanan olumsuz dış gelişmelerin de buna neden olduğunu savundu. Sonuç olarak 1999 yılında yapılan SBA yeterli mali politika ve bankacılık sektörü reformu ve istikrarlı bir siyasi ortamın olmayışı nedeniyle zayıfladı. Bunun aksine, 2002 ve 2005 programlarının başarısı, sağlam ancak esnek bir program tasarımının önemini ve güçlü program sahipliğinin ve reformları uygulamadaki siyasi iradenin kritik rolünü göstermektedir (Akyüz ve Boratav, 2003; Voyvoda ve Yeldan, 2006; Dufour ve Orhangazi, 2008; Ekinci, 2011).

3.1.3.1. 2001 Ekonomik Krizi Sonrası Uygulanan Para Politikaları

Krize cevaben, hükümet 2001 baharında başlatılan yeni ekonomik program kapsamında bir dizi yapısal reformlar ve sağlam makroekonomik politikalar başlattı. Kriz sonrasına bakıldığında 25 Nisan 2001'de 1211 sayılı merkez bankası kanununda değişiklikler yapılarak bankanın tam araç bağımsızlığına sahip olması ve ana hedefinin

fiyat istikrarı olması sağlandı. Merkez bankası yetkilerinden bazıları BBKD'ya devredildi ve bankanın hazineye avans vermesi tamamen sonlandırıldı. Net orta vadeli politika perspektifi, toparlanmayı destekledi ve reel GSYİH, 2002 yılının ikinci çeyreğinden itibaren tekrar güçlü bir şekilde büyümeye başladı. Asıl katkıda bulunan, 2001 yılında kaydedilen büyük daralmadan sonra, özellikle yatırım olmak üzere, iç talebin toparlanmasıydı. O dönemde yaşanan politik belirsizlikler de Kasım 2002 seçimlerinden ekonominin gelecekteki istikrarı için umut veren tek partili bir çoğunluk hükümeti ortaya çıkınca büyük ölçüde sona erdi. Yeni hükümet, IMF ile eski hükümetin müzakere ettiği 2002 SBA'yı devraldı ve bir dizi reform gerçekleştirdi. 2001 krizi sonrası döviz kuru çapasına dayalı istikrar programının yerine örtük enflasyon ve parasal hedefleme seçildi. 2006 yılı sonrasında da açık enflasyon hedeflemesine geçildi. Yapılan reformlardan en önemlisi, 2003 yılı ve sonrasında kamu kesimi faiz dışı fazla hedefinin GSMH'nin %6,5'i olarak kabul edilmesi oldu. Ayrıca 2001 ve 2002'de, GSMH'nin %5'ini aşan önemli faiz dışı fazlalar kaydedildi. Böylece, mali ve parasal konsolidasyon, çıktıda güçlü bir toparlanmayı engellemeden piyasalara kısa vadeli güveni geri kazandırmayı ve enflasyonu azaltmayı başardı. 2002 ve 2003 yıllarında, reel GSYİH'nin sırasıyla %6,2 ve %5,3 oranında yeniden büyüdüğü güçlü toparlanma, ciddi bir resesyon sonrası doğal toparlanma olarak da yansıtılabilir. Ancak uzun vadeli büyüme beklentilerinde iyileşme olduğuna dair bazı işaretler mevcuttu. 2004 sonrası güçlü büyümenin devam etmesi, 2002 ve 2003 yıllarında özel yatırımdaki çift haneli reel artış ve işgücü verimliliğindeki hızlı artış bu işaretlerden bazılarıydı. Dış finansman da portföy akışlarının tekrar olumlu hale gelmesi ve IMF kredileri de dahil olmak üzere diğer yatırımlarla birlikte Merkez Bankası'nın brüt dış rezervlerinin artmasıyla iyileşti (Karabıyık ve Uçar, 2010). Yerli üretimin dış düzenlemelere hızlı yanıt vermesi şüphesiz Türkiye'nin hızlı toparlanmasına katkıda bulunan bir faktördü. Türk lirasındaki önemli değer kaybının ve dış rekabet gücünün artmasının ardından, mal ve hizmet ihracatı 2002 ve 2003 yıllarında yıllık %7 civarında arttı. 2005 yılının başında TL'den 6 sifir atıldı ve para biriminin itibarının kazandırılması hedeflendi. Ayrıca, 2005 yılı sonlarında disponibilitate uygulamasına son verilerek bankaların merkez bankasında DİBS bulundurma zorunlulukları kaldırıldı. 2006 öncesinde yani örtük enflasyonun uygulandığı dönemde faiz kararlarını alma yetkisi tamamen merkez bankası başkanlık divanıdaydı. 2006 yılı sonrasında geçilen açık enflasyon hedeflemesiyle para politikası

kurulu (PPK) daha etkili bir konum elde etti ve yönetimde şeffaflık benimsendi. Ayrıca açık enflasyon hedeflemesiyle enflasyon hedeflemesi 3 yıllık hedefler şeklinde tüketici fiyatları enflasyonundaki (TÜFE) değişime göre ilan edildi (Yılmaz ve Karataş, 2009; Macovei, 2009).

Türkiye'nin göze çarpan büyüme performansı 2002-2007 döneminde uygulanan başarılı makroekonomik istikrar olmadan mümkün olamazdı. Mali konsolidasyon süreci, yalnızca kamu borç yükünü 2007 yılına kadar makul seviyelere düşürmede değil, aynı zamanda yatırımcı güvenini de artırmada etkili oldu. Türkiye, KKBG'yi 2001'de GSYİH'nin %12'sinden, 2007'de neredeyse sıfıra indirmeyi başardı. Türkiye ortalama olarak 2002- 2007 döneminde GSYİH'nin %3'üne yakın bir faiz dışı fazla vermiş ve bu da 2006'dan başlayarak merkezi bütçenin dengelenmesine olanak sağlamıştır. Konsolide bütçe genel olarak merkezi bütçeden daha olumlu bir sonuç elde etti. Bu başarı temel olarak kamu sektörü işletmelerinin olumlu etkisine bağlı olarak, özelleştirme ve işletme yeniden yapılanma süreçlerinin iyi bir şekilde başlaması ve özelleştirmeden elde edilen gelirlerin kamu borcunu ödemek için kullanılmamasından kaynaklanmıştır. Genel yönetim bütçe açığı 2002'de GSYİH'nin yaklaşık %10'undan 2007'de GSYİH'nin yalnızca %0,2'sine düşmüştür. Öte yandan, kamu borcunun GSYİH'deki payı ve kamu borcu stokuna hizmet etme maliyeti düştüğü için faiz ödemelerinde tasarruf sağlanmıştır. Faiz gideri 2002'de GSYİH'nin neredeyse %15'inden, GSYİH'nin %6'sının altına düşmüş ve birincil harcamalarda dönem içindeki GSYİH'nin payı olarak yalnızca küçük dalgalanmalar kaydedilmiştir. Mali düzenlemenin kamu yatırımını azaltarak elde edilebileceği yönündeki inanışa rağmen sermaye harcamasının GSYİH'deki payı çok az miktarda düştü. Ancak özel yatırımlardaki artış bu göreceli düşüşü tamamen telafi etti. Düzenli büyüklükteki birincil fazlaların döngüsü ve kamu borcu stokundaki düşüş, 2002-2007 döneminde ticari güveni ve özel sektörün yurt içi tasarruflara erişimini artırarak büyümeyi hızlandıran maliye politikasının temel özelliği oldu. Kamu borcunda 2001 yılından 2008'e kadar yaşanan düşüş (GSYİH'nin %74'ünden %40'ına düşmüştür) yalnızca güçlü faiz dışı fazla değil, aynı zamanda olumlu gelişmelerin sonucuydu. Yüksek reel GSYİH büyüme oranları, 2002-2007 döneminde Türk lirasının reel olarak değer kazanmasına ve borcun önemli bir kısmı döviz cinsinden olduğundan Borç/GSYİH oranının keskin bir şekilde azalmasına neden oldu. 2007 yılının sonunda dış borç, GSYİH'nin payı olarak 2001'deki değer üçte

birine düştü. Özelleştirme süreci hızlandıķça, özelleştirme gelirlerinin büyük bir kısmı kamu borcu yükünün GSYİH'nin %4'ü kadar altına düşürülmesinde kullanıldı (Macovei, 2009; Bahar ve Erdoğan, 2011; Doğru, 2015).

3.1.4. 2010 Yılı Sonrası Para Politikaları ve Genel Durum

2010 yılı sonrası incelendiğinde, giderek kısa vadeli girişlerden oluşan artan borç seviyeleri, Türkiye'deki çağdaş risk yönetiminde rezerv birikiminin rolünü, alışılmadık bir biçimde de olsa sağlamlaştırmıştır. 2010'dan 2014'e kadar dış borç 292 milyar ABD dolarından 402 milyar ABD dolarına yükselmiş ancak GSYİH'nin %40'ının altına düşmüştür (BAT, 2015). Aynı şekilde, 2010'dan beri kısa vadeli, sıcak para portföy akışlarının oranı net sermaye girişlerinin %46'sına yükselmiştir. Bu bağlamda uluslararası finansal kuruluşlar, Türk rezervlerini, diğerkapitalist ülkelere kıyasla çok mütevazı bulmuşlardır. Ortodoks olmayan bir politika anlayışında, Türk makamları 2011 yılının sonlarında Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını (ROM) başlatmışlardır. Amaç kısa vadeli girişlere, yerel kredi büyümesini ılımlaştırmaya, döviz kuru ve enflasyon oynaklığına yardımcı olmaktır. Özellikle, ROM Türkiye'deki bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının yabancı para ve altın cinsinden belirli bir oranına sahip olmalarını sağlamaktadır (Alper ve diğerkleri, 2013). Merkez Bankası günlük olarak zorunlu döviz rezerv seviyelerini karşılamak için gereken yabancı para veya altın oranını ayarlayarak ROM kullanma maliyetini etkileme yetkisine sahiptir. İdeal olarak, yüksek sermaye girişleriyle birlikte, maliyetleri düşürür, bankaları yabancı para birimlerinde daha fazla zorunlu karşılık ayırmaya, yabancı para birimlerine olan talebi arttırmaya ve ardından da sermaye girişlerinin etkisini yumuşatmaya teşvik eder (Aslaner ve diğerkleri, 2015). Bu nedenle, ROM, sermaye girişlerinde ve döviz kurlarındaki büyük dalgalanmaları azaltmak, diğerk müdahalelere duyulan ihtiyacı azaltmak (ancak ortadan kaldırmamak) amacını taşır (Alper ve diğerkleri, 2013). Buna göre 2014 ortasında, Merkez Bankası, ROM aracılığıyla 50 milyar dolarlık rezerv biriktirmiştir. Yine de ROM, temel dalgalanmaları ortadan kaldırmamıştır. Birleşik yabancı para rezervleri büyürken, doğrudan Merkez Bankası kontrolündeki brüt rezervler diğerk gelişmekte olan kapitalist ülkelerinkine göre nispeten düşük kalmıştır.

2010'dan bu yana tüm IMF Madde IV bildirimleri, Türkiye'nin finansal kısa

vadeciliğini önemli bir endişe kaynağı olarak nitelendirmektedir. İç kredi patlaması, hükümetin artan tüketim harcamasını zaptetmeye çalışmasını sağlasa da çok etkili olmadı. Merkez Bankası ayrıca faiz artışlarını kullandı ve bankaların rezerv gereksinimlerini artırdı. Sermaye girişlerini teşvik etmek için, faiz oranlarının yüksek düzeyde tutulması, orta vadede iç talebi engelleme yanı sıra ekonomik faaliyetlerin hız kesmesiyle sonuçlanabilirdi. Hükümetin nispeten düşük tuttuğu faiz oranları, iç tüketim için bir teşvik sağlamaya çalışmış, ancak bu değer, Türk lirasının 2016 ortasından 2018'in başlarına kadar ABD dolarına karşı %20,5 değer kaybetmesine neden olmuştur. Liranın değer kaybetmesi aynı zamanda yabancı para biriminden borçlu olan şirketler için artan bir yük yaratmıştır (Yalman ve diğerleri, 2019).

Bankacılık ve finans sektörüne bakıldığında Türkiye'nin finansal hizmetler sektörünün genişlediği ve değiştiği görülmektedir. Türkiye açısından önemli olan, bankaların genel olarak finansal sektörde önemli bir paya sahip olmalarıdır. 2017 yılının başlarında bankalar, finansal sektörün toplam aktiflerinin %81'ini (2,73 trilyon TL veya yaklaşık 776 milyar ABD Doları) kontrol etmişlerdir (BAT, 2017). Portföy yönetim şirketleri %4'ü, sigorta şirketleri %3'ünü, emlak yatırımı güvencesi, emeklilik fonları, finansal kiralama ve faktöring şirketleri de sektörün kalan %12'sini oluşturmaktadır. Türkiye'nin banka merkezli ancak piyasaya yönelik sisteminin çağdaş ve devam eden hakimiyeti problem olarak görülmemektedir (Rodrigues ve diğerleri, 2016). Türkiye'de, yükselen diğer kapitalist toplumlarda olduğu gibi, bankaların sanayileşme için kıt sermaye kaynaklarını havuzlama ve artırmada temel rol oynaması savaş sonrası dönemde ortaya çıkan çevresel bir finansal sistemin tarihsel gelişimini yansıtmaktadır (Marois, 2012). Türk bankacılık sektörü, 2017 itibarıyla İslami kar ve zarar paylaşımı ilkelerine göre faaliyet gösteren altı "katılım" bankasına sahiptir. Devlete ait bankalardan Ziraat Bankası mülkiyeti özel ve halka açık olan Ziraat Katılımı, Vakıfbank da Vakıf Katılım Bankasını kurmuştur. Merkez Bankası tüm bankacılık sektörü varlıklarının %90'ını kontrol etmektedir. Aksine, katılım bankaları bankacılık varlıklarının %5'ini, kalkınma ve yatırım bankaları ise %5'ini kontrol etmektedir (BAT, 2017). Türkiye'nin üç kamu kalkınma bankası olan İller Bankası, Exim Bankası ve Kalkınma Bankası kalkınmada farklı derecelerde tarihsel öneme ve uzmanlığa sahiptirler. Ancak günümüzde Çin, Brezilya, Meksika ve Hindistan gibi gelişmekte olan diğer kapitalist toplumlarla karşılaştırıldığında altyapı ve kalkınma projelerini teşvik

etmek için nispeten daha az varlık ve kaynağa sahiptirler (Barone ve Spratt, 2015).

Haziran 2011'de Finansal İstikrar Komitesi (FİK) kurulmuş ve bu durum mali otoritenin merkezileşmesi ve halkın demokratik gözetim veya etkisinden izole edilmesinde önemli bir adım olmuştur. Resmi olarak, FİK, toplam ve sistemik finansal riskleri daha iyi tespit etmek, yönetmek ve azaltmak için Türkiye'de finansal denetim konusunda sistemik bir yaklaşım sunmayı amaçlamaktadır (IMF, 2012; "TCMB", 2019). Ayrıca FİK'in Türkiye'deki ayrı mali otoritelerin bireysel görevlerini yerine getirebilmesi ve politika araçlarını düzenleyebilmesi hedeflenmiştir. FİK daha sonra Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi olarak değiştirilmiştir. Türkiye'de, kriz sonrası neoliberalizm ve finansallaşmanın yeniden üretilmesinin kilit bir yönü, merkezi siyasi kontrol ve finansal aracın popüler ve işçi sınıfı çıkarlarından gerçek anlamda ayrılmasıdır (Aydın, 2013; Marois ve Munoz-Martinez, 2016). Ağustos 2016'da hükümet başbakanlığa bağlı bazı şirketleri yönetmek için Türkiye Varlık Fonu'nu kurdu. 2017 yılına kadar, Halkbank ve Ziraat Bankası da dahil olmak üzere fon içine çok sayıda büyük devlet işletmesi yerleştirildi. Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından sahip olunan %51,11 sahiplik hissesi de fona devredildi. Fon Halkbank ve Ziraat Bankası'na sahip olmasına rağmen, Bankalar Birliği hala bu kurumları devlete ait bankalar olarak sınıflandırmaktadır (BAT, 2017).

2019 yılına kadar yaşanan gelişmeler ışığında büyüme rakamları 2018 sonu itibariyle %2,6'lara düşmüş, iç talep ve ülkedeki en önemli sektörlerden biri olan inşaat sektöründe gerileme yaşanmış, enflasyon 2010 yılındaki %7'lik değerlerinden 2018 itibariyle %20,3'e fırlamış, 2010 yılında 300 milyar dolar olan toplam dış borç 2018 itibariyle 457 milyar dolara çıkmış, ülkeler arası siyasi sorunlar ve ekonomik gelişmelerden dolayı lira dolar karşısında aşırı değer kaybetmiştir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının uzun vadeli kredi notunu 2010'lu yılların ortalarından itibaren artan belirsizlikler sebebiyle yatırım dışı not spekülative ve çok spekülative seviyelerine düşürmeleri de (2019 yılı Haziran ayı itibariyle Moody's B1 negatif, S&P B+ stabil ve Fitch BB olarak açıklamıştır) ülkeden sermaye çıkışlarının artmasına sebep olmuştur (Doğru, 2015; Marois ve Güngören, 2018; Yalman ve diğerleri, 2019).

3.2. Brezilya'da 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları

Tarihsel süreç incelendiğinde Brezilya ekonomisinin ülkenin bağımsızlığından beri krize yatkın olduğu görülmektedir. Alınan bazı önlemlerle, Brezilya, dış kamu borcunu 1800'den beri dokuz kez ve II. Dünya Savaşı'ndan beri üç kez geciktirmiş veya yeniden düzenlemiştir. Brezilya'nın dördü II. Dünya Savaşı'ndan günümüze olmak üzere 1800'den bu yana en az dokuz bankacılık krizine gömüldüğü görülmektedir. Ayrıca, Brezilya, 1982 ve 2002 arasındaki yirmi yıldaki hemen hemen tüm dünya mali krizlerinden olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu sebeple Brezilya'nın ekonomik ve finansal performansının arzu edilmeyen bir oranda kaldığı söylenmektedir (Ayres ve diğerleri, 2019).

3.2.1. Latin Amerika Borç Krizi

Genel olarak ele alındığında 1960'lı ve 1970'li yıllarda, çoğu Latin Amerika ülkesi, özellikle Brezilya, Arjantin ve Meksika, uluslararası alacaklılardan sanayileşme ve özellikle altyapı programlarına yatırım yapmak üzere büyük miktarda borç almıştır.

Brezilya açısından bakıldığında krizin dışsal sebeplerinin yanında Brezilya'nın kamu dış borcunu tetikleyen bazı iç faktörler de bulunmaktadır. Brezilya'nın dış borcu, Brezilya'nın otoriter askeri hükümetlerinin ekonomik politikalarıyla ilişkilendirilebilir. Otoriter-askeri hükümetler Brezilya'yı 1964'ten 1985'e kadar kontrol etmişlerdir. Bu otoriter-askeri hükümetler, Brezilya halkı tarafından demokratik olarak seçilmeyen, ancak Brezilya ordusunun gücüyle iktidara getirilen Brezilya Devlet Başkanı tarafından yönetiliyordu. Askeri rejimlerin karşılaştığı sorun Brezilya'nın ne tür bir ekonomik gelişmeyi sürdürmesini istedikleriydi. Askeri rejimlerin ekonomik politikasının ana itici gücü, iç ve dış pazarlar için dayanıklı tüketim malları gibi daha fazla imal edilmiş ürünlerin üretimini kolaylaştırarak, birincil malların ihracatını azaltarak ekonomik büyümeyi sürdürmekti. İhracatın artması için Brezilya, sanayi tabanını modernize etmek ve bu sanayileşmeyi destekleyebilecek kapsamlı bir altyapı inşa etmek zorunda kaldı. Askeri rejimler devlete ait sanayi şirketlerine özellikle enerji, çelik, telekomünikasyon, ulaştırma, madencilik ve tarım alanında milyarlarca dolar yatırım yaptılar. Fakat bu tür

sanayileşme süreci Brezilya'nın sahip olmadığı muazzam miktarda sermaye ve karmaşık teknolojiler gerektiriyordu. Gelişmekte olan ekonomilerdeki büyüme, yeni ve devam eden endüstriler için gerekli olan sermaye teçhizatı ve malzemelerinin ithalatını gerektirmekteydi. Buradaki sorun sanayileşmedeki parasal engellerin gelişmiş ülkelerin dış bankacılık kurumlarından alınan milyarlarca dolar sermaye ile finanse edilmiş olmasıydı (Galano III, 1994). Bu borcun çoğu başlangıçta Dünya Bankası gibi halka açık yollardan alınmaktaydı. 1973'ten sonra, batılı ticari bankalar petrol açısından zengin olan ülkelere kamu borcu yaratmanın güvenli bir yatırım olacağı izlenimine kapıldılar. Süreç incelendiğinde 1981'de Brezilya'nın toplam dış borcunun %46'sını yani 32,2 milyar dolarını kamu sanayi şirketleri oluşturuyordu. Ayrıca, otoriter-askeri hükümetler, borçla finanse edilmiş olan sanayileşmeyi finanse etmek için Brezilya'nın finansal kurumlarını da yeniden düzenledi. 1964 askeri darbesini izleyen yıllarda, otoriter hükümetler finansal sektörün yatırım sürecindeki rolünü kurumsallaştırmak için Brezilya'nın mali sektörünü yenilediler. Başka bir deyişle, Brezilya finansal sistemi, ABD'nin bankacılık kurumları gibi görünecek ve işletilebilecek şekilde yeniden düzenlenmiştir. Ayrıca, otoriter hükümetler, Brezilya devlet ve özel firmalarının doğrudan yabancı bankalardan borç almalarına izin veren 4131 ve 63 sayılı kararlar gibi yeni bankacılık yasalarını da onayladılar. Ek olarak, otoriter hükümetler, yabancı bankacılık kurumlarından borç alan kamu ve özel şirketlere devlet garantisi veren Aviso GB-588'i çıkardı. Kısacası, Brezilya finans sektörünün yeniden düzenlenmesi kamu ve özel endüstriler için dış borçlanmayı daha erişilebilir hale getirdi ve Brezilya bankacılık sistemini gelişmiş ülkelerin uluslararası bankacılık ağına entegre etti (Diaz-Alejandro ve diğerleri, 1983).

Brezilya'nın 111 milyar dolarlık dış borcu iç etki alanı dışındaki faktörlere de bağlanabilir. Brezilya'nın Borç Krizi'nin kökenleri aynı zamanda özerk dışsal faktörlerden de kaynaklanmaktadır. 1973 ve 1979'daki petrol şokları, Brezilya'nın dış borçluluğunu kolaylaştıran iki önemli dış etkendi. Her iki petrol şoku, Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'nün (OPEC) petrol üretim seviyelerini daraltmasından kaynaklanmıştır. Petrol talebinin aynı kalması sebebiyle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde petrol fiyatlarında yükselme yaşanmıştır. Brezilya, petrol ihraç etmeyen gelişmekte olan bir ülke olarak sınıflandırıldığından, Brezilya petrolünün önemli bir bölümünü Orta Doğu'dan ithal etmek zorundaydı. 1973 petrol şoku, petrolün fiyatını varil başına iki

dolardan, varil başına on bir dolardan fazlaya çıkardı. Böylece, Brezilya'nın petrol faturası iki katına çıktı ve Brezilya, 1973'ten önce satın aldıkları aynı miktardaki petrolü ithal etmek için milyarlarca dolar borç aldı. 1979'daki ikinci petrol şoku ise petrol fiyatını 1978'de varil başına on bir dolardan 1980 yılı ortasında yaklaşık kırk bir dolara çıkardı. Sonuç olarak, Brezilya 1974 ve 1981 yılları arasında 38,27 milyar dolar petrol ödemesi yapmak zorunda kaldı. Ayrıca, OPEC yüzlerce milyar dolarlık yeni petrol gelirine sahip olduğundan, Avrupa ve ABD bankalarındaki varlıklarının büyük bir kısmını yatırımla değerlendirmeye başladı. Sonuç olarak, 1970'lerde sermaye, gelişmekte olan ülkelere düşük faiz oranlarında ve IMF şartlarının hiçbiri olmadan borç vermeye hazır hale geldi. Brezilya'nın da bu durumdan istekli bir şekilde faydalandığı ve yalnızca ABD ve Batı Avrupa'daki bankalardan borç aldığı görülmektedir. Aynı derecede önemli olan, ABD Merkez Bankası politikasında 1979'un ikinci yarısındaki değişim olmuştur. Yeni politika, enflasyonla sıkı bir para politikasıyla mücadele etme amacıyla ABD'nin borç verme faiz oranını 1981'in sonuna kadar %18,8'e yükseltmiştir. Brezilya değişken faiz oranları ile dış borçlanmasının neredeyse üçte ikisini aldığından bu karar sebebiyle dış borçlarına olan faiz ödemeleri önemli ölçüde artmıştır. Bu karar enflasyonun azalmaya başladığı bir zamanda gerçekleştiğinden, Brezilya gibi borçlu ülkelere reel faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuştur. 1981 yılında, yalnızca faiz, Brezilya'nın dış borcunun 9,6 milyar dolarını oluşturuyordu. 1982'nin sonlarına doğru, Brezilya artık değişken faiz oranlı yükümlülüklerine ayak uyduramadı. Latin Amerika Borç Krizi'nin asıl tetikleyicisi, Meksika'nın Ağustos 1982'deki 85 milyar dolarlık dış borcuna ait taksit ödemelerini yapamamasıdır. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelere verilen banka kredileri, Meksika'nın 1982'deki borç hizmetini askıya almasından sonra aniden durmuştur. Meksika'nın uluslararası bankacılık topluluğunun güvenini alt üst etmesi Brezilya'ya yeni bir borç vermenin de önüne geçilmesine neden olmuştur (Toshniwal, 2012).

3.2.1.1. Latin Amerika Borç Krizi'ne Karşı Uygulanan Para Politikaları

Brezilya'da yaşanan ekonomik gelişmelere karşı hükümetin ve Brezilya Merkez Bankası'nın almış olduğu önlemler incelendiğinde özellikle hükümetin çeşitli planlar uyguladığı görülebilir. Kriz öncesi incelendiğinde hükümetin dış borçla sanayileşme politikasının büyük ticaret ve cari işlemler açığına neden olduğu ve kaçınılmaz olarak,

hükümetin mali açığını para basarak finanse ettiği görülmektedir. Bu durum da yüksek ve kalıcı enflasyonla sonuçlanmıştır. Hükümet yüksek enflasyonla fiyat kontrolleri gibi ham önlemlerle mücadele etmeye çalışmış, ancak bu çaba başarısız olmuştur. Sonuç olarak Brezilya'nın ekonomik ve finansal durumu zayıflamış ve hızlı şekilde bozulmuştur. Meksika'nın dış borcunu ödeyememesi sebebiyle Brezilya'nın da dış borç kaynaklarının kesilmesi Brezilya ve uluslararası alacaklı bankalar arasında, 1983'ten 1987'ye kadar bir dizi geçici borç yapılandırmasının sağlanmasına neden olmuştur (Roett, 2011).

Cruzado Planı (1986), Bresser Planı (1987) ve Summer Planı (1989): Cruzado Planı, Brezilya hükümeti tarafından 27.02.1986 tarih ve 2,283 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile başlatılan ve enflasyonu kontrol altına almayı hedefleyen bir dizi ekonomik önlemdir. Adını dönemin yeni para birimi Cruzado'dan almıştır. Cruzado Planının amacı, enflasyonu dramatik bir darbe ile ortadan kaldırmaktı. 1980 ve 1985 yılları arasında, TÜFE'deki artış yıllık bazda %86,3'ten %248,5'e yükselmişti. 1986'nın başlarında durum, planın uygulanmasına neden olacak şekilde umutsuzlaştı. Başlıca tedbirleri genel bir fiyat dondurması, ücretlerin yeniden düzenlenmesi ve dondurulması, kiraların ve ipotek ödemelerinin yeniden düzenlenmesi ve dondurulması, endeksleme yasağı ve döviz kurunun dondurulmasıydı. Planın sonuçlarına aylık enflasyon oranı sifıra yaklaşmış, ekonomik büyüme yukarı doğru yükselmiş ve dış hesaplar kontrol altında kalmıştır. Ancak, 1986'nın sonuna doğru planın yarattığı sıkıntılar patlak vermeye başlamıştır. Plan sebebiyle ücret ayarlamaları çok büyümüş, toplam talebi aşırı arttırmış ve enflasyonist baskılar yaratmıştır. Dahası, fiyat donması çok uzun süre korunmuş, çarpıtmalara neden olmuş ve çok sayıda üründe kıtlığa neden olmuştur. Cruzado Planı öncesi Brezilya ekonomisi tamamen endekslenmişti. Yani yüksekte olsa neredeyse sabit enflasyon oranları yakalanmıştı. Cruzado Planı ile endeksleme sistemi ortadan kaldırılıp plan başarısız olunca enflasyon Aralık 1986'da yeniden ortaya çıktığında, endekslemenin yasal olarak yasaklanması finansal bir krize yol açmış ve ekonominin durgunluğa girmesiyle çok sayıda küçük ve orta ölçekli şirket iflas gerçekleşmiştir. Ödemeler dengesindeki sorunlar nedeniyle ülkede 1 milyar dolarlık aylık dış ticaret açığı oluşmuş ve uluslararası toplam rezerv miktarı ise 3 milyar dolara düşmüştür. Sonuç olarak ülke 20 Şubat 1987 tarihinde dış borç ödemelerine moratoryum uygulamıştır (Ayres ve diğerleri, 2019).

Cruzado planının başarısızlığından ve yaratmış olduğu derin krizden sonra acil olarak Bresser Planı uygulanmıştır. Bresser planı da Cruzado planına benzer ekonomik önlemlerden oluşmaktaydı. Fiyatların ve ücretlerin dondurulmasını benimseyen Bresser planında 3 ayda bir ayarlama yapılması planlanmıştır. Plan, Cruzado Planında önemli bir unsur olan otomatik ücret artışları için tetikleyici mekanizmayı da iptal etti ve Cruzado Planının deneyiminden öğrenilen bir ders olan ekonominin aşırı ısınmasını sınırlamak için enflasyonun üzerindeki faiz oranlarını hedef aldı. Döviz kuru, bir dizi mini devalüasyonla kontrol altında tutuldu. Bresser Planının temel amacı, enflasyonun ivmesini durdurarak ve bir miktar azaltarak ekonominin genel dengesini yeniden kurmaktır. Bu amaca ulaşmak için hedeflenirse ücret ödemelerinde düşüşün durdurulması, derin resesyonun önlenmesi, finansal krizin durdurulması ve ödemeler dengesinin yeniden dengelenmesidir. Tüm bu hedeflere ulaşılmış, ücretlerdeki düşüş durmuş ve ılımlı bir şekilde toparlanmıştır. Perakende satışlar ve 1987 Eylül ayından sonra sanayi satışları sınırlı ancak etkili bir şekilde artmış, durgunluk ve işsizliğin artmasının önüne geçilmiştir. Cruzado planının aşırı talep sorununu ve durgunluğu önlemek için toplam talep Bresser planında dikkatlice yönetilmiştir. İflas dalgası sona ermiş, dış cari hesap dengelenmiş ve enflasyon keskin bir şekilde azaltılmıştır. Ancak daha sonra mali disiplinin sağlanamaması sebebiyle Bresser planı da başarısız olmuştur (Roett, 2011).

Ekonomideki kötü gidişin sürmesi sebebiyle çaresiz olan hükümet, Ocak 1989'da Summer planını açıklamış ve planın bir parçası olarak Cruzado Novo adında başka bir para birimi daha sunmuştur. Summer planı da enflasyonu çok yüksek seviyelerden düşürme girişimlerini yenilemiştir. Seçim döneminde hükümetin aşırı enflasyondan kaçınmayı amaçladığı bu plan seleflerinin bir kopyası olmaktan öteye gidememiştir. Yeni bir fiyat ve ücret dondurması planda sunulmuş ve vadeli mevduat hesapları dışında endeksleme kaldırıldı. Parasal ve kredi genişlemesini ve döviz kurundaki devalüasyonu sınırlandırma girişiminde bulunuldu. Summer planı diğer planlardan daha hızlı çökmüş ve hükümetin güvenilirliği ortadan kaybolmuştur. Halk, hükümetin farklı ve çoğu zaman çelişkili politikalarını anlamaya çalışmaktan yorulmuştur.

Aslında, kamu sektörü dengesizliği, bu avantajların nasıl ödeneceğini göstermeden toplumun çeşitli kesimleri için avantajlar yaratan 1988 anayasası

sonucunda neredeyse kilitlenmiştir. Ayrıca, vergi gelirlerinin büyük bir kısmının, ek kamu hizmetleri sağlama zorunluluğu olmadan, federal hükümetten eyalet ve belediye yönetimlerine devredilmesi sağlanmıştır. Daha az gelir ve daha fazla sorumlulukla, federal hesaplar artan açıklarla yüz yüze gelmiştir. 1980'ler, yüksek bir enflasyon ve Cruzado planının çöküşünden sonra hiç iyileşmeyen durgun bir ekonomi ile sona ermiştir. Kamu borcu aşırı derecede artmış ve hükümetin halkı devlet borçlanma enstrümanlarını almaya devam etmeye ikna etmek için çok yüksek faiz oranları ödemesi gerekmiştir (Franko, 2018).

Collor I ve Collor II Planı (1990-1991): Plan adını 1990-1992 yılları arasında devlet başkanlığı görevini üstlenen Fernando Collor de Mello'dan almıştır. Collor'ın göreve geldiği Mart 1990'da aylık enflasyon %81 seviyesindeydi. Bu sebeple Collor Planı olarak bilinen yeni bir heterodoks ekonomik şok programı açıklanmıştır. Başkan ayrıca, Brezilya ekonomisini ticaretin serbestleştirilmesi, devlet şirketlerinin özelleştirilmesi ve yabancı yatırımlara daha fazla odaklanma yoluyla dışarıya açmayı planladığını da açıkladı. Yeni planla, gecelik piyasadaki tüm mevduatların %80'i, 1.300 \$'ı aşan işlemler ve mevduat hesapları, on sekiz ay boyunca dondurularak dondurulan hesap sahiplerinin süre boyunca oluşacak enflasyona artı yıllık %6'ya eşit bir getiri elde edecekleri açıklandı. Ayrıca, yeni bir para birimi (cruzeiro) piyasaya sürüldü ve finansal işlemlere, altın ve hisse senetlerindeki işlemlere ve mevduat hesaplarının kapatılmasına yönelik bir kerelik finansal vergi tahsil edildi. Beklenen enflasyona dayalı ayarlamalar yapıldıktan sonra bir başlangıç fiyatı ve ücret dondurması vardı ve çeşitli mali teşvik türleri ortadan kaldırıldı. Vergiler endekslendi, vergi kaçakçılığını azaltmak için idari tedbirler alındı, kamu hizmeti fiyatları artırıldı ve döviz kurları serbestleştirildi. Donma, ticarete ve sanayi üretiminde güçlü bir düşüşe neden oldu. Para arzının GSYİH'ye oranının %30'dan %9'a düşürülmesiyle enflasyon oranının da %81'lik değerinden Haziran 1990 itibarıyla %9'a gerilemesi sağlanmıştır. Ancak, likiditedeki keskin düşüş, varlıklar donduğundan beri, ekonomik faaliyetlerde belirgin bir düşüşe yol açmıştır. Ayrıca Collor planının siyasi olarak tam destek görmemesi planın tam anlamıyla uygulanabilmesini engellemiş ve Ocak 1991 itibarıyla enflasyon %20'li seviyelere doğru çıkmıştır (Ayres ve diğerleri, 2019).

Enflasyonun kontrol edilememesi ve programın genel hedeflerinin kabul

edilmemesi 1991 yılında Collor II'nin duyurulmasına yol açmıştır. İlk planın bazı tedbirleri tekrarlanmış, ancak nakit akışının daha iyi yönetileceği ve kamu işletmelerinin bütçelerinin sıkılaştırılacağı vurgulanmıştır. Sonuç olarak Collor I ve Collor II'nin enflasyonu yok edemediği veya bütçedeki mali dengesizliklerle ilgilenmediği ortaya çıkınca Mayıs 1991'de planlar rafa kaldırılmıştır (Roett, 2011).

1989 yılının mart ayında, ABD Hazine Bakanlığı Sekreteri Nicholas Brady, sorunlu Latin Amerikalı borçluların devlet kredilerini menkul kıymetleştirmeyi ve bu yeni araçları açık piyasada sunmayı planlamıştı. Bu tahviller günümüzde “Brady Bonds” olarak bilinmekte ve çoğunlukla Latin Amerika ülkeleri tarafından verilen dolar cinsinden tahvillerdir. Bu tahviller, borç veren ülkelere daha fazla güvenlik sunarken, borçlu ülkelere kısmi borç indirimi ve daha uzun vadeler sunmuştur. Brezilya, 1992'de borcunun Brady formülasyonu altında yeniden yapılandırıldığını ilan eden son ülkelerdendir. Plan kısmen işe yaramış ve Brezilya'nın 1994'te finansal olarak yeniden yapılandırılmasının başarıyla tamamlanmasının ardından Latin Amerika Borç Krizi sona ermiştir (Baer, 2001).

3.2.2. 1994-2002 Dönemi Döviz Kuru Krizleri ve 1994 Yılından 2008 Küresel Ekonomik Krize Kadar Uygulanan Para Politikaları

Bu kısımda 1994-2002 yılları arasında yaşanan Meksika Krizi, Doğu Asya Mali Krizi ve Arjantin Büyük Buhranı'nın Brezilya ekonomisine olan etkisi ele alınarak Brezilya hükümeti tarafından açıklanan ve adını Brezilya para biriminden alan Real Planı ve 2008 yılına kadar uygulanan para politikaları anlatılacaktır.

Meksika Krizi (1994): 1994 yılının Aralık ayında dolara endeksli kısa vadeli borçlarını (tesobonos) yeniden finanse etme mücadelesi ve gittikçe artan değerinde bir para birimiyle karşı karşıya kaldıktan sonra, Meksika dalgalı kur rejimine geçmiş ve bu durum Pezo'da keskin bir devalüasyona yol açmıştır. Tesobono, Meksika hükümeti tarafından çıkarılan ana parası ihracı sırasında yürürlükte olan oran üzerinden ABD dolarına endekslenen bir pezo cinsinden tahvildir. Burada oluşabilecek kur riski yabancı yatırımcılar tarafından değil, Meksika hükümeti tarafından üstlenilmiştir. Pezonun değer kaybetmesi veya devalüe edilmesi durumunda, hükümet ve en nihayetinde Meksika vergi mükellefleri zararları karşılayacaktı. Dalgalı kur rejiminin yarattığı

keskin devalüasyonun başka bir egemen borç krizine yol açması riski vardı çünkü pezo değerindeki keskin düşüş tesobonosun devrilmesini neredeyse imkânsız hale getirdi. Finansal panik hızla gelişmekte olan pazarlara hızla yayıldı ve finansal bulaşma “Tekila Etkisi” olarak bilinmeye başladı. Brezilya, Meksika'dan daha iyi bir makroekonomik konumda olduğu tartışmasız olmasına rağmen, Tekila Etkisi'nin vurduğu ilk ülkelerden biriydi. Brezilya Merkez Bankası, döviz kurunu referans faiz oranını %50'ye yükselterek spekülâtif saldırılara karşı korumaya çalıştı, ancak sonuçta 1995 yılında Real değerini düşürmek zorunda kaldı. Bu dönemde Brezilya, aynı zamanda bir bankacılık kriziyle karşı karşıya kalmıştır. Krize başlamadan önce, Brezilya'nın bankacılık sektörü göreceli iyi kapitalize olarak değerlendirilmekteydi çünkü ülke Latin Amerika'daki en yüksek sermaye yeterliliği oranlarına sahipti. Bununla birlikte, kriz öncesi kredilerdeki genişleme, kriz sırasında Real'i korumak amaçlı kabul edilen yüksek faiz politikası ve artan işsizlik oranı gibi faktörlerin bir kombinasyonu, bankanın varlık tabanının hızlı bir şekilde azalmasına neden oldu. Birkaç ay içerisinde sistem genelinde temerrüde düşmüş kredilerin oranı %15'e ulaştı. Büyüyen sorunla başa çıkmak için birçok banka tasfiye edildi, geçici idare altına alındı ya da daha güçlü rakiplerle birleşmeye zorlandı. Meksika'nın tahvillerini finanse etmek için uluslararası finansal yardımı kabul etmesinden sonra Meksika krizi sona erdi. Meksika'nın aksine, Brezilya kısa vadeli borcunu acil yardıma gerek kalmadan yönetmeyi başardı çünkü kısa vadeli borcun çoğu Brezilya'daki yerel bankalar tarafından tutulmaktaydı. Son olarak Meksika Krizi'nin, dış sermaye akımlarının yanlış yönetilmesinden, esnek olmayan döviz kurlarından ve Latin Amerika'daki bankacılık sektörünün zayıf idari denetiminden kaynaklandığı söylenebilir. Brezilya ekonomisini etkileyecek bir sonraki kriz ise Asya'dan geldi (Considera ve Correa, 2001).

Doğu Asya Mali Krizi (1997): Doğu Asya krizinin etkileri Kırılgan Beşli ülkelerden Endonezya'da daha yıkıcı sonuçlar doğurduğundan Endonezya ekonomisindeki gelişmelerin anlatıldığı kısımda daha detaylı bir şekilde değerlendirilmiştir. Doğu Asya krizinin çıkış noktası Tayland'dır. 1996'ya gelindiğinde, Tayland'ın makroekonomik görüntüsü bozulmaya başlamıştır. Tayland'ın GSYİH büyümesi düşmekle birlikte cari işlemler açığı sürekli bir şekilde artış göstermiştir, bu durum da ülkenin kısa vadeli sermaye girişine daha fazla bağımlı olmasına neden olmuştur. Ülkenin döviz kuru ise ihracatçılara zarar verecek ölçüde değerliydi. Para

birimi üzerindeki spekülâtif saldırılarla karşı karşıya olan Tayland, faiz oranlarını yükselterek ve açık piyasada dolar satın alarak para birimi Baht'ı savunmaya çalışmıştır. Ancak ülkenin döviz rezervlerinin hızla tükenmesi 1997 yılında Baht'ın devalüasyona uğramasına sebep olmuştur (Radelet ve diğerleri, 1988; Ertürk, 2001). Bölge genelinde yaşanan mali panik Rusya'ya da sıçramıştır. Rusya aşırı değerli para birimini IMF desteği ile savunmaya çalışmışsa da 1998'de Ruble'yi devalüe etmek zorunda kalmıştır ve bu durum Rusya'da siyasi kargaşanın oluşmasına sebep olmuştur. Bölgede yaşanan mali panik dünyanın diğer bölgelerine yayılmış ve Latin Amerika ülkeleri bir kez daha finansal kriz ile başa çıkmak zorunda kalmışlardır. Döviz kurlarının %40'a kadar aşırı değerlendirilmesi sebebiyle Brezilya ve Arjantin'in krize karşı kırılğan ekonomik yapıları bulunmaktaydı. Döviz kurlarının aşırı değerlendirilmesi Brezilya'daki ithalatın yerli üretimden nispeten daha ucuz olduğu anlamına geliyordu; bu da dış rekabette bir artış ve talebin ithal ürünlerin lehine kayması anlamına geliyordu. Bu durum iç fiyatlar üzerinde daha az baskı yarattı ve yerel üretim sektörünün fiyatları belirleme ve enflasyonist beklentileri koordine etme kabiliyetini sınırladı. Doğu Asya krizi de emtia fiyatlarında keskin bir düşüşe yol açmış, ihracat gelirlerindeki düşüş de Brezilya ve Arjantin gibi ülkelerin cari işlemler açığını arttırmıştır. O dönemde Brezilya'nın mali durumu da istikrarsızdı çünkü GSYİH'ye oranla yüksek bir bütçe açığına sahipti. Bu nedenle Brezilya, aşırı değerli bir para birimi, büyük bir bütçe açığı ve düşen emtia fiyatları gibi parametreler ele alındığında bir döviz kuru krizinin tüm bileşenlerine sahipti. Krizle karşı karşıya kalan hükümet IMF'ye mali kurtarma paketi için başvurmuş ve IMF tarafından IMF kredileri tarafından desteklenen aşırı değerli bir para biriminin kuvvetli bir şekilde savunulması, IMF kredileri tarafından desteklenen yüksek bir parasal harcama önerisinde bulunulmuştur. Brezilya bu dönemde aşırı değerli para birimini savunmak için 30 milyar dolar harcamış ancak IMF Brezilya Reali'nin değerinin dolara karşı korunmasında ısrar etmiştir. Bu dönemde aşırı değerli para birimlerinin korunmasının IMF'nin temel stratejisi olduğu söylenmektedir. Bununla birlikte Sachs ve Times (1999), IMF'nin paketinin Brezilya'ya derin ve gereksiz bir durgunluk getirdiğini ve ülkenin para birimini düşürmek zorunda kalacağını öngörmüştür. Sonuç olarak tahminler doğru çıkmış ve Brezilya parasını devalüe etmek ve 1999'da "Crawling Peg" olarak tanımlanan yani Sürünen Kur olarak tabir edilen rejimi bırakmak zorunda kalmıştır. Tüm bu gelişmelere rağmen ülke borcunda

temerrüde düşmemiş ve bir yıl içinde mali disiplinin sağlanmasıyla birlikte ülkenin ekonomik ve mali durumu düzelmeye başlamıştır (Yamazawa, 1998; Considera ve Correa, 2001; Ferreira ve Tullio, 2002).

Arjantin Büyük Buhranı (1998-2002): Brezilya'daki devalüasyonun ardından Arjantin'in para birimi aşırı değerlendirildi ve ülke, küresel pazarlarda rekabet edemez hale geldi. Bununla birlikte, dünyayı sarsan para krizlerine tipik tepki olarak olduğu gibi, Arjantin ilk başta Doğu Asya krizinde Brezilya'nın uyguladığı politikayla para birimini ABD dolarına karşı korumaya çalıştı. Ancak kaçınılmaz olarak gelen devalüasyon ve ülkenin temerrüde düşmesi Arjantin'de siyasi karışıklığa sebep oldu (Ergün, 2010). Arjantin'de başlayan ekonomik krizin komşusu Brezilya'ya da sıçraması bekleniyordu. Real'deki düşüşü durdurmak için Brezilya, IMF ile otuz milyar dolarlık yeni bir kredi paketi pazarlığı yaptı ve GSYİH'nin %3,75'i oranında faiz dışı bütçe fazlası tutulması konusunda anlaşmaya vardı. Brezilya Merkez Bankası da faiz oranlarını %25'e yükselterek para birimini desteklemeye çalıştı. Bununla birlikte, real dolar karşısında değer kaybetti ve merkez bankası Doğu Asya Krizi'nde yaptığı aksine rezervlerini harcayarak para birimini korumaya çalışmadı. O dönem yapılacak olan cumhurbaşkanlığı seçimine dair anketlerin işçi partisi liderinin seçimi kazanacağına dair sunduğu veriler ve işçi partisi liderinin ülke borcunu temerrüde bırakacağına dair daha önce yapmış olduğu kampanyalar da piyasalarda mali ve parasal disiplin eksikliğinin sağlanamayacağına olan endişeleri artırdı. Ancak seçimi kazandıktan sonra, Cumhurbaşkanı Lula, ortodoks bir makroekonomik ve finansal politikanın uygulanmasına karar verdi ve kısa süre sonra Brezilya finansal piyasalarına bir miktar sakinleşme geldi. Bu nedenle Brezilya, yüksek faiz oranları ve sıkı maliye politikasına rağmen, kamu borcunu temerrüde bırakmadan döviz kuru krizlerini atlattı (Roett, 2011; Toshniwal, 2012).

3.2.2.1. 1993 Yılı Real Plan ve 2002'ye Kadar Uygulanan Politikalar

Açıklandığı üzere 1986-1991 yılları arasında geçen 5 yıllık süreçte krize karşı 5 farklı plan açıklandı ve bu planlar enflasyonla ve mali disiplinsizlikle mücadelede başarısızlıkla sonuçlandı. Brezilya'nın heterodoks ekonomistleri tarafından önerilen fikirlere dayanarak Real planı açıklandı. Plan açıklanmadan hemen önce yani Haziran

1994'te aylık enflasyon neredeyse %50'ye ulaşmıştı. Bu plan Brezilya'da bir yapısal reform programının kabul edilmesini, hükümet reformunu, liberalleşme eğilimiyle yeni ticaret ve finans politikasını, kamu kurumlarında küçülmeyi ve vergi reformunu ele almaktaydı. Planın uygulanmasıyla birlikte Brezilya ekonomisinde, özellikle devletin reformu ve ticari ve finansal serbestleşmeye dayanan yapısal bir değişim süreci gerçekleşmiştir. Birinci yönüyle ilgili olarak, 1990'larda Brezilya tarafından benimsenen kalkınma modeli, devletin ekonomideki rolünün, ithalata dayalı sanayileşme politikası dönemindeki devletin rolünden çok farklı hale gelmesiyle ilgili büyük kurumsal değişikliklerden oluşuyordu. Yeni modelde, devletin güvenilirliğinin garantisi uluslararası pazarın bir gereği haline geldi, çünkü ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımının olduğu bir ortamda, mali tasarruf politikaları bir ekonominin ödeme kapasitesinin önemli bir göstergesi haline gelmişti. Bu arada, yapısal değişimin ikinci amacı ekonominin ticari ve finansal olarak açılmasını sağlayan kapsamlı bir serbestleşmeydi. Burada yapısal değişimle birlikte özelleştirmelerden de yararlanılarak hükümetin likidite arzını garanti etmesi amaçlanmıştır. Yapılan değişiklikler uluslararası arenada likidite getirisinin yanı sıra, ekonomik politika olarak döviz kuru devalüasyonunun bırakılarak fiyat dengeleme politikasının uygulanmasının özü olmuştur. Fiyat istikrarı stratejisi 1993-1999 yılları arasında uygulanan 3 aşamalı stratejiydi. Bu aşamalar, kısa vadeli mali ayarlamayı, ekonominin endeksinin kaldırılmasını ve kur çapasının getirilmesini içermekteydi (Afonso ve diğerleri, 2016).

İlk aşamada yani mali ayarlanmanın amacı gelecek yıllarda Brezilya'daki bütçe dengesizliklerini eşitlemek ve böylece enflasyonist baskıları önlemek oldu. Düzeltmenin üç ana özelliği vardı: harcamaları azaltmak, gelirleri artırmak ve federal hükümet transferlerini azaltmak. Birinci ve ikinci özellikler, kamu harcamalarını azaltmak, vergi tahsilatını artırmak, vergi kaçakçılığıyla mücadele etmek, federal ve eyalet yönetimleri arasındaki ilişkileri yeniden tanımlanarak merkezi yönetimin güçlendirilmesi amacıyla Mayıs 1992'de başlatılan Acil Eylem Programına (Programa Ação Imediata, PAI) dahildir. Üçüncü özellik, federal hükümetin harcamaları ihlal etmesini engellemek amacıyla Acil Sosyal Fonu'nun (Fundo Social de Emergência-FSE) Şubat 1994'teki onaylanmasına dayanmaktadır. Bu fon, hükümetin bütün seviyelerindeki kamu harcamalarını azaltmak için mali tedbirler getirdi ve aynı zamanda, mali geliri artırmak için finansal işlemler için vergi oluşturdu. Fon aynı

zamanda federal hükümetin 1994 ve 1995 mali yıllarında mali bütçedeki önceden belirlenmiş kalemlerin %20'sini kullanmasına izin verdi. Fonun oluşturulmasının amacı sosyal harcamaları finanse etmek için yeterli kaynak olmadığı yani enflasyonist finansman riski olduğu gerçeğine dayanmaktaydı. Real Plan'ı ortaya atan ekonomistlere göre, mali bütçedeki dengesizlik “Ters Tanzi etkisi” olarak bilinen şeyin bir sonucuydu (Bacha, 1994). Temel argüman Brezilya'da “gizli” bir kamu açığı olduğu idi; çünkü vergiler endeksleme yoluyla enflasyona karşı korunmuştu ancak hükümet harcamaları ise nominal olarak belirlenmişti. Dolayısıyla enflasyon, hükümet harcamalarının reel olarak azalmasına neden olmuştu. Enflasyon düşmeye başladığında ise gizli kamu açığı ortaya çıkacaktı. Bu nedenle, enflasyon oranını kontrol etmeye çalışmadan önce mali düzenlemelerin yapılması gerekiyordu. Tanzi etkisi enflasyonist dönemlerde verginin devlet tarafından yıl sonunda toplanması ancak vergilendirmenin yıl içerisindeki kazanca bağlı olması sebebiyle devletin kazancının düşmesi durumudur. Mali düzenlemeyle birlikte yapılan parasal reform, fiyatların dondurulması veya finansal varlıkların el konması gibi yüksek enflasyona karşı daha sert tedbirlerin alınmasını önlemeyi başardı. Bu bağlamda, Reel Planın getirdiği parasal reformun temel özellikleri şunlardır: fiyat dondurması olmadan, finansal varlıklara veya durgunluğa el koymadan ve ardından esnek bir döviz kuru ve para politikası izleyen, önceden ilan edilmiş bir istikrar planı. Sonuç olarak, Haziran 1994'te yani para reformu açıklanmadan bir ay önce faiz dışı fazla GSYİH'nin %2,6'sına geriledi. Nominal kamu açığı ise federal, eyalet ve belediye yönetimlerinde yapılan operasyonel değişikliklerle GSYİH'nin %1'ine düşürüldü (Da Fonseca, 1998; Sachs ve Times, 1999; Christmann ve Carrera, 2001; de Paula, 2003).

Mart 1994'te ise Real Plan'ın ikinci adımı atılarak Unidade Real de Valor'un (URV) yeni bir parasal değer standardı olarak sunulması kararlaştırıldı. Cruzeiro real'inin (CZR) ise ulusal para birimi olarak kullanılmaya devam edilmesi kararlaştırıldı. Brezilya'daki bazı temsili enflasyon endekslerinin ortalama bir endeksi olan URV, ABD doları bağlantılı hesap birimi olarak tasarlanmış ve ekonomik sistemi sürdürülebilir bir fiyat standardı bulmaya teşvik etmeyi ve ayrıca ekonomide istikrarlı bir hesap birimi fikrini geri kazanmayı amaçlamıştır. Buradaki düşünce, ABD doları ile bağlantılı bir günlük endeks getirerek yüksek enflasyonun yaşandığı gibi durumlarda ekonomik durumun ortaya konulmasıdır. Bu geçici para sistemi altında, ücretlerin,

konut kiralarının, okul ücretlerinin ve kamu ücretlerinin URV'lere dönüştürülmesi zorunluymışken, diğer fiyatlar halkın ve şirketlerin tercihine bırakıldı. Real Plandaki bu adımın başarılı olduğunu vurgulamakta fayda vardır, çünkü diğer Brezilya ekonomik istikrar planları sırasında gerçekleşenlerin aksine, URV piyasa mekanizmalarına tam olarak tanıtılmıştır. Bununla birlikte, bu aşamanın başarısı sadece kısmi idi, çünkü URV kısa süre sonra yani Temmuz 1994'ün başında yeni para biriminin getirilmesiyle farklı sektörlerdeki birçok mal fiyatının dengesizleşmesiyle etkinliğini kaybetti. Ancak, ücretler ortalama değerlerine göre dönüştürüldükten ve URV'ye endekslediğinden, işçilerin önceki istikrar programlarında yaşadıkları gelir kayıplarının önüne geçildi (Sicsú, 1996). Temmuz 1994'te atılan Real Plan'ın son adımı URV'yi ülkenin para birimi haline getirmektir. Başka bir deyişle değişim aracı, hesap birimi, vadeli ödeme standardı ve tasarruf aracı olarak Real (URV) kullanılarak parasal bir reform yapılmıştır. Real'in başlangıç değeri kurulduğu 1 Temmuz 1994 tarihi itibarıyla URV'nin son kayıtlı değerine eşdeğer olarak ayarlandı (2 750,00 CZR). Hükümet ayrıca parasal bir çapa ve döviz kuru çapası olmak üzere iki nominal çapa kurdu. Para çapası ile ilgili olarak, para otoriteleri, özellikle yüksek enerjili parayı kontrol etmek amacıyla, para arzında bazı genişleme hedefleri belirlemiştir. Döviz kuruyla ilgili olarak, Brezilya Merkez Bankası döviz kurunun azami fiyatını kontrol ediyordu (Real 1 ABD dolarından yüksek olamazdı) ve döviz piyasası alım fiyatını belirliyordu. Dolayısıyla, döviz kuru çapası enflasyon oranını azaltmak ve kontrol etmek için kullanılacak, parasal çapa stratejisi ise toplam talebin "itici gücünü" azaltmak için kullanılacaktı. Özetle, Real Planı, 1980'lerin sonlarından bu yana, tümüyle açık bir ticaret politikasıyla birlikte sabit veya yarı sabit bir döviz kuru kullanarak, Latin Amerika'nın tamamında uygulananlara benzer bir nominal çapaya sahip istikrar programları ile aynı temelde oluşturulmuştur. 1994 yılında Brezilya'da uygulanan istikrar programında görülen eleştirilerin çoğunun, cari işlemler açığı için finansman modelinin sonuçları ve yakın geçmişte üstlenilen finansal taahhütlerin sonuçları ile ilgili olduğunu belirtmekte fayda vardır. Özellikle, Real Planının yürürlüğe girdiği andan itibaren faiz oranlarının yüksek tutulması ve ödemeler dengesinin gerektirdiğinden çok daha fazla miktarda kısa vadeli yabancı sermayenin çekilmesi rezervlerin seviyesinin yükseltilmesine ve döviz kurunun değer kazanmasına neden olmuştur (Roett, 2011). Bunun iki etkisi vardı. Birincisi, ticari düzenlemeler liberalleştirildiği için döviz kurundaki değer artışlarının artan ithalata

bağlı olarak önemli ticaret açığı dengesine neden olmasıydı. İkincisi, sermaye girişinin kısa vadede büyük ölçüde yoğunlaşan döviz taahhütlerini gerektirmesi ve bu durumun da taahhütleri yeniden finanse etmek için sürekli bir fon arayışına yol açmasıydı. Bu liberal ekonomik politika düzenlemesinin etkilerinin, Brezilya'yı cari işlemler açığını sürdürmek için dış finansman sağlama ihtiyacına daha da bağımlı kıldığı ve Brezilya'nın dış mali kırılganlığını daha da arttırdığı söylenebilir. Real Planından altı ay önce ortalama enflasyon oranı aylık %43 olarak gerçekleşmekteydi. Bununla birlikte, Temmuz 1994 ile Aralık 2001 arasında, toplam enflasyon oranı %175'di yani ayda ortalama %1,1 olan bir enflasyonu yansıtmaktaydı. Enflasyonun düşürülmesinin ve talepte kısa vadede genişlemenin tetiklenmesinin kombinasyonu, hükümeti ekonomiyi yavaşlatmaya zorladı. Bunu da yurtiçi krediyi kontrol ederek ve reel faiz oranını artırarak gerçekleştirdiler. Brezilya Hükümeti'nin eski bir istikrar planında (Cruzado Planı) meydana gelen bir “tüketici balonunun” tekrar gelişebileceğinden korktuğunu söylemek önemlidir. Yüksek reel faiz oranının ve sermaye hesabının serbestleştirilmesinin sonucu kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Böylece, döviz kuru hızla aşırı değer kazanmıştır. Talebin artması ve aşırı değerlenmiş döviz kuru Brezilya dış sektörü için acil zorluklar yarattı; ticaret dengesi düştü ve cari işlemler dengesindeki ödemeler dengesi nominal olarak arttı. Ocak-Haziran 1994 dönemindeki ticaret bilançosu yaklaşık 6,9 milyar ABD dolarıyken, 1994 yılının ikinci yarısında neredeyse yarıya düşerek 3,5 milyar ABD doları olmuştur. 1990-1994 arasında, ticaret dengesi 64 milyar ABD doları tutarında bir fazla vermişken; 1995-2001 döneminde ise 21,6 milyar dolar civarında bir ticaret açığı kaydedilmiştir. Ticaret dengesindeki sert ters dönüş rağmen, para otoriteleri Brezilya'nın ödemeler dengesinin sürdürülebilirliği konusunda iyimser davrandılar. Nitekim, 1998-1999 döviz kuru krizinden önce Brezilya Hükümeti, ithalattaki göze çarpan büyümenin sanayi üretimin yeniden yapılandırılmasının sonucu olduğunu düşünüyordu. Ayrıca, son zamanlarda Brezilya'da küreselleşmeye, istikrara kavuşma ve özelleştirmeye reaksiyon olarak devam eden ve bunun sonucunda ortaya çıkan verimlilik kazanımlarının, ödemeler dengesinde istikrarı sağlamak için yeterli olacak ticaret fazlası yaratılmasına katkıda bulunacağı düşünülmekteydi. 1996'nın sonuna kadar aşırı değerli döviz kuru ve yüksek faiz oranları Real Planın iki temel ayağını oluşturmakta ve makroekonomik istikrarsızlığı arttırmaktaydı. Ticaret dengesi ve cari işlemler açığı kötüye gidiyor, kamu borcu artıyor ve ekonomik faaliyet

yavaşlıyordu. Sonuç olarak, Real Plan'ın geleceğine ilişkin belirsizlik tartışılmaya başlanmıştı (Dillinger, 1998; Considera ve Correa, 2001).

Real Planla yapılan reformlara rağmen Brezilya ekonomisinin o dönemde başka ülkelerde yaşanan ekonomik krizden etkilenmesinin önüne geçilememiştir. Real Planla yapılan reformların dışında 1999 yılına kadar yani Meksika ve Doğu Asya Krizlerini içeren dönemlerde faiz oranlarının yükseltilmesi ve ülke rezervlerinin kullanılarak real döviz kurunun değerinin savunulması esas alınmıştır. Döviz kurunun değerlenmesiyle oluşan cari açık ve hükümetin bunu iyimser karşılaması sebebiyle 1999 yılında real devalüe edilmek zorunda kalmış ve sürünen kur rejiminden vazgeçmiştir. Dönemsel olarak uygulanan döviz kuru rejimleri Tablo 14'de görülebilir. Arjantin Krizinde ise faiz oranlarının %25 yükseltilmesi ve IMF ile GSYİH'nin %3,75'i oranında faiz dışı bütçe fazlası tutulması şartıyla yapılan 30 milyar dolarlık anlaşmanın yanında dalgalı döviz kuruna geçilmesi ve enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlaması da krizin atlatılmasında etkili olmuştur (de Paula, 2003; Lopes, 2003).

Tablo 14. Brezilya’da Uygulanan Döviz Kuru Politikaları

Brezilya'da 1994 Sonrası Uygulanan Döviz Kuru Politikaları	
Sabit Döviz Kuru (1994–95)	-Real tanıtılmış ve bire bir olarak ABD dolarına sabitlenmiştir.
	-Sorumlu para politikası güvenilir bir para birimine sabitlenmiştir.
	-Fiyat istikrarı sağlanmış ve döviz kurunun değişken piyasa koşullarına duyarlılığı ortadan kaldırılmıştır.
Sürünen Kur Rejimi (1995–99)	-Real’in ABD doları karşısında önceden belirlenmiş bir aralıkta değer kazanmasına veya değer kaybetmesine izin verilir.
Dalgalı Döviz Kuru (1999 – günümüz)	-Real artık başka bir para birimine karşı sabit değildir.
	-Real değeri piyasa tarafından belirlenir.
	-Para politikası, kararlaştırılmış bir döviz kurunu sürdürmek dışında politika hedeflerine odaklanmakta serbesttir.
Enflasyon Hedeflemesi (1999 – günümüz)	-Enflasyona ilişkin olarak orta vadeli sayısal hedefler halka açıklanmaktadır.
	-İstikrarın sağlanması para politikasının öncelikli hedefi haline gelmiştir.
	-Politika araçlarının belirlenmesinde karar vermede birçok değişkeni içeren her şey dahil bir strateji benimsenmiştir.
	-Halkın stratejiyi ve bankanın politikalarını anladığından emin olmak için şeffaflığı ve iletişimi artırma konusunda taahhütte bulunulmuştur.
	-Merkez Bankası, hedefi takip etmede daha fazla sorumluluk üstlenmiştir.

3.2.2.2. Lula Dönemi Küresel Ekonomik Krize Kadar Uygulanan Para Politikaları

Arjantin Büyük Buhranı’nın Brezilya ekonomisine etkilerinin anlatıldığı kısımdan hatırlanacağı üzere 2002 yılında Cumhurbaşkanlığı görevine Lula Da Silva geldi. Lula, 2002 seçim kampanyasında radikal bir söylemde bulunmasına rağmen iktidardayken kendisini dünyadaki finans piyasalarında popüler kılan muhafazakâr bir politikalar dizisi benimsedi. Bu politika anlayışı Cardoso yönetiminden miras kalan fiyat istikrarının devam etmesiyle sonuçlandı. Lula hükümetinin ortodoks makroekonomik stratejisinin merkezinde, giderek daha büyük faiz dışı bütçe fazlasının elde edilmesine odaklanan sıkı maliye politikasının korunması vardı (de Paula ve Ferrari, 2015). 2003 yılı için bu oran GSYİH’nin %3,75’inden %4,25’e yükselirken, Ekim 2004’te fazla

GSYİH'nin %4,7'sine ulaştı (Amann ve Baer, 2006). Faiz dışı fazladaki bu oran 2006 yılına kadar muhafaza edildi. Merkez Bankası'nın Cardoso yönetimi zamanında uyguladığı enflasyon hedefleyici politikaları korunmuş ve burada kullanılan başlıca araçlardan biri son derece yüksek faiz oranlarının belirlenmesi olmuştur. Merkez Bankası'nın gecelik borç verme faiz oranı olan SELIC oranı, 2003'te ortalama %17'den 2005'te %19'a yükselmiş, ancak 2006'nın ikinci yarısında gerilemiştir. Doğrudan yabancı yatırım, özelleştirmeler azaldığı için düşmeye devam etmiş, yüksek faiz oranları sebebiyle portföy yatırımlarında büyük girişlere devam etmiştir. Tüm bu gelişmelerle birlikte özellikle demir cevheri ve soya gibi ihraç edilen yüksek piyasa fiyatlı ürünlerin oluşturduğu büyük ticaret fazlasıyla birlikte, 2002'den sonra Real ABD dolarına karşı değer kazanmıştır. Cari hesabın olumlu performansının döviz girişini kolaylaştırmasıyla, döviz rezervleri 2002 yılında 37,8 milyar ABD dolarından 2006 yılında 85,8 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu durum Lula hükümetinin IMF'ye olan borcunun tamamını ödemesini sağlamıştır. Bu dönemde uygulanan yüksek faiz oranları ve mali tasarruf politikaları düşük enflasyonun korunmasına ve sağlıklı bir dış dengeye katkıda bulunmuş olsa da büyüme üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmuştur. Sadece 2004'te büyüme eğilimi belirgin şekilde yükselmiş diğer tüm yıllarda büyüme performansı düşük kalmıştır. Diğer hayal kırıklığı yaratan sonuçsa GSYİH'nin %19-20'si civarında değişen düşük yatırım oranıydı. Bunun nedeni de düşük doğrudan yabancı yatırım ve hükümetin düşük yatırım yapmasıydı. Bunun bir sonucu olarak, altyapıya ihtiyaç duyulan yatırım yapılamamış ve gelecekteki hızlı büyüme oranları için zemin hazırlanamamıştır (Love ve Baer, 2009; Vernengo, 2011).

3.2.3. 2014 Brezilya Ekonomik Krizi ve Uygulanan Para Politikaları

Brezilya ekonomisinin özellikle demir cevheri, petrol ve soya gibi malların ihracatına bağlı olması ve bu emtiaların fiyatlarında 1990'ların sonundan 2012'ye kadar Çin'in artan talebi dolayısıyla önemli bir artış meydana gelmesi Lula hükümetine refah programları aracılığıyla serveti yeniden dağıtma ve asgari ücreti artırarak tüketimi artırma fırsatını yaratmıştır.

Dilma Rousseff'in 2011'de başkan olmasıyla birlikte kamu harcamaları artma meydana gelmiştir. Hükümet asgari ücreti arttırmış ve devlet bankalarını daha fazla borç

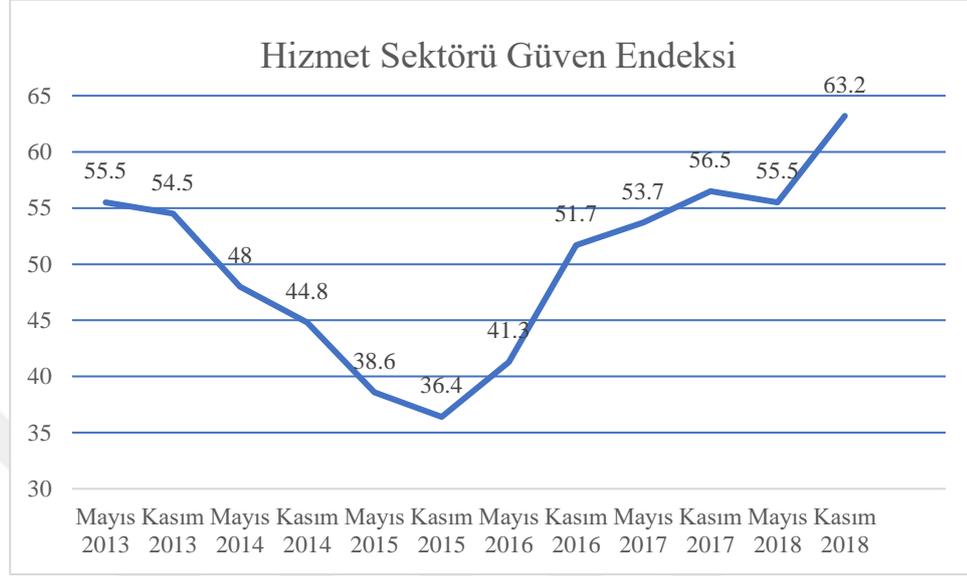
vermeye zorlamıştır. 2012'de ekonomi zaten tükenme belirtileri gösteriyordu, kişi başına düşen yıllık reel GSYİH büyüme oranları %1'e düştü. Emtia fiyatlarındaki düşüş durumu daha da kötüleştirdi. Mali bozulma hızlandı ve hesap açıklarındaki rakamları gizlemek için yaratıcı muhasebe kullanımı daha da belirginleşti. Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Kurulu (COPOM) enflasyon beklentilerinin iyi bir şekilde belirlenemediği bir dönemde SELIC oranını %11,5'ten %7,25'e düşürdü. Bu durum enflasyonu tetikledi. Rousseff hükümeti satış vergilerini azaltarak ve gıda, benzin ve otobüs fiyatlarını düşürerek enflasyonu kontrol etmeye çalıştı. Bu müdahalenin ana nedeni, hükümetin yüksek enflasyon oranları rapor etmenin politik yükünü taşımak istememesiydi; zira ilk kez nominal faiz oranlarını düşürmek için merkez bankasına baskı yapan hükümetin kendisiydi. Uygulanan fiyat kontrolleri devlete ait petrol şirketi olan Petrobras'ın kârını oldukça azalttı ve etanol üretimine de zarar verdi. Dahası, hükümet kamu bankalarını hesap açıklarını gizlemek için de kullandı. Örneğin hükümet kamu bankalarına kamuya sosyal güvenlik emekli maaşları ödemeleri talimatını verdi, ancak o zaman hükümet kamu bankalarına bu ödemelerin tam bedeli için hiçbir zaman geri ödeme yapmadı. Dolayısıyla, kamu bankaları, hükümete hesap açığı olarak sayılması gereken zararları üstlendi. İş dünyası bu tür hükümet müdahaleleri karşısında yatırımları azalttı. Devletin karayolu ve demiryolu projelerinin ihalelerinde yaşanan sorunlarla birlikte elektrik ve bankacılık endüstrisindeki diğer devlet müdahaleleri de ekonomik durumun daha da kötüleşmesine neden oldu. Genişleyici maliye ve para politikası sebebiyle enflasyonun ücretlerdeki yükselişi geride bırakması sebebiyle tüketici harcamalarında azalma meydana geldi. Bu sebeple merkez bankası 2012 yılında faiz oranlarını %7,5'ten %8'e yükselterek enflasyonu azaltmaya çalıştı. 2015 yılında uluslararası piyasada doların değer kazanması ve Çin kaynaklı dış talebin azalmasıyla emtia fiyatlarının düşmesi ve Başkan Dilma Rousseff'in Brezilya Merkez Bankası'nın fiili bağımsızlığına olan aşırı müdahalesinin yarattığı para politikasına karşı güven kaybıyla birleşerek krize katkıda bulundu. Yaşanan olumsuz uluslararası senaryo, düşük verimlilik gibi ülkenin yapısal zayıflıklarını ortaya çıkardı. Sonuç olarak, Brezilya şirketleri üretimi ve işleri kesti. Brezilya'nın para birimi realin değeri düştü ve ithalat fiyatlarında ciddi artışlar gerçekleşti. Bu da enflasyonun daha da yükselmesini sağladı. 2015 yılında Brezilya'da GSYİH, maaşlardaki düşüş, kredi kısıtlamaları ve temel faiz oranındaki artış nedeniyle %3,9 azaldı. Durgunluktan önce, Brezilya'nın işsizlik oranı

2014 yılı için %6,8 civarında seyretmiş ve 2015'te %8,5'e yükselerek ekonomide, 2015 yılında 1,5 milyondan fazla iş kaybına neden olmuştur. Bu durum İşçi Partisi ve Cumhurbaşkanı Dilma Rousseff'in siyasi kuruluşuna ve siyasi liderliğine karşı halkın memnuniyetsizliğini körüklemiştir. Hükümetin kamu bankalarını ve kamu iktisadi teşebbüslerini hesap açıklarını gizlemek için kullanması ve Ağustos 2016'da petrol devi Petrobras gibi dev şirketleri içeren “Car Wash Operasyonu” ile büyük bir yolsuzluk planının keşfedilmesi, Rousseff'in devlet bütçeleri arasında fon taşımaktan mahkûm edilmesine ve eski liderlerden Lula'nın yolsuzluktan hapse mahkûm edilmesine yol açmıştır. Yaşanan gelişmelerle birlikte ülkede politik bir kriz meydana gelmiş ve kötüleşmekte olan Brezilya ekonomisinin çıkmaza girmesine sebep olmuştur. Brezilya'daki vergi yükünün zaten çok fazla olması hükümetin daha fazla gelir elde etme kabiliyetine kısıtlama getirmiştir. Enflasyonun düşürülememesiyle COPOM, Nisan 2013 ile Kasım 2016 arasında SELIC oranlarını kademeli olarak %7,50'dan %13,75'e yükselterek piyasalara müdahalede bulunmaya çalışmıştır. 2016 yılında, Brezilya'nın GSYİH'si ekonominin tüm sektörlerindeki düşüşlerle birlikte %3,6 oranında azalmış ve Brezilya tarihinde 1931 yılından beri ilk defa iki yıl üst üste ardışık düşüş yaşanmıştır. İşsizlik oranları incelendiğinde ise yaşanan ekonomik ve siyasi krizle birlikte 2016 yılında işsizlik oranı %12'ye yükselmiş ve ülkedeki işsiz insan sayısı 12,3 milyona ulaşmıştır. Bu da ülke çapında iki yıl içinde 2,8 milyon iş kaybının oluştuğunu göstermektedir (Nassif, 2017; Ayres ve diğerleri, 2019).

2016'dan 2019'a kadar geçen sürede başkanlık görevini geçici olarak devralan Michel Temer ekonomik büyümeyi yeniden sağlamak amacıyla Merkez Bankasıyla beraber güçlü bir mali düzenleme ve para politikası uygulayarak enflasyon hedefini tutturmayı amaçlamıştır. Burada uzun vadeli mali düzenleme ile fiili enflasyon oranlarının enflasyon hedefi ile hızlı bir şekilde eşleşmesi şartıyla COPOM'un faiz indirimi için elini güçlendirmektir. 2016 yılının sonlarında yapılan anayasa değişikliğiyle mali düzenleme uygulamaya konmuştur. Bu düzenleme 2017'den itibaren gelecek 20 yıl boyunca, yıllık toplam faiz dışı harcamaların artışının bir önceki yılın yıllık tüketici enflasyon oranına göre ayarlanmasını içermektedir. Yani önümüzdeki 20 yıl boyunca reel olarak toplam faiz dışı harcamaların dondurulmasına işaret etmektedir. Harcama Kanunu, eğitim, sağlık, altyapı gibi harcamaların yıllık gerçek büyümesini değil, yalnızca toplam birincil harcamaların gerçek büyümesini yasaklamaktadır. Mali

kuralın asıl amacının toplam birincil harcamaları Brezilya GSYİH'sinin bir oranı olarak azaltılmak olduğunu söylemek yerinde olacaktır.

Şekil 7. Brezilya Hizmet Sektörü Güven Endeksi



Kaynak: Brezilya Ulusal Sanayi Konfederasyonu (CNI) verileri

İlerleyen yıllarda özellikle sağlık, eğitim, altyapı ve diğer sosyal harcamalar olmak üzere birçok harcamaları reel olarak artırmak için büyük bir siyasi talep ve rekabet olması beklendiğinden yapılan reformun kalıcılığı ülkede tartışmalara sebep olmaktadır. Ancak güven endekslerinin mevcut koşullar (bkz. Şekil 7) ve gelecek beklentileri için 2017 yılının başından bu yana artması ülkenin makroekonomik koşullarının düzeleceği umudunu taşımaktadır. Ayrıca, Brezilya'nın birincil mali açıklarından sorumlu ana maddenin sosyal güvenlik açığı olduğu göz önüne alındığında yapılan reformun başarılı olmasının ülkece halen tartışılmakta olan Sosyal Emeklilik Reformu'nun onaylanmasına bağlı olacağı ekonomistler tarafından belirtilmektedir (Nassif, 2017).

3.3. Güney Afrika'da 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları

Tarihsel süreç incelendiğinde Güney Afrika'nın 1980 sonrasında ciddi bir ekonomik kriz yaşamadığı görülmektedir. Bu sebeple bu kısımda 1980 sonrası Güney

Afrika para politikalarından bahsedilecek ve 1985 Borç Krizi anlatılacaktır.

1970'den beri, Güney Afrika para politikası temel olarak kredi tavanlarından nakit rezerv gereksinimlerine ve faiz oranı kontrollerine kadar doğrudan kontrollerden oluşuyordu. Bu doğrudan kontroller, enflasyonla başa çıkmak için parasal büyüklüklerin büyümesini engellemeye yönelikti. (Aziakpono ve Wilson 2010). 1977'de kurulan De Kock komisyonunda piyasaya yönelik para politikaları önerilmiştir. Politika önerileri, “konaklama” politikası olarak bilinen bir indirim politikası kullanılarak dahil edildi. Burada genişletici para politikası olan ve açık piyasa işlemleri ve değişken nakit rezerv gereklilikleri ile tamamlanan faiz politikası önerilmiştir. 1960 ve 1981 yılları arasında, likidite varlık oranına dayalı sistem faiz oranları ve kredi üzerindeki nicel kısıtlamalarla kullanılmıştır. Bunu 1981 ve 1985 arasındaki geçiş döneminde karışık bir sistem izlemiştir. Daha sonra, 1986-1998 arasında, piyasa faiz oranını etkilemek için reeskont oranının kullanılmasına vurgu yaparak önceden ilan edilmiş bir M3 parasal hedefi kullanılmıştır. Ancak, 1998'den itibaren SARB geri alım işlemleri yoluyla günlük likidite ihalelerini kullanırken parasal büyüme kılavuzları, çekirdek enflasyon için hedef aralıkları dahil olmak üzere üç yıllık bazda açıklanmıştır. 1980'lerde başlayan finansal serbestleşme ve sermaye hesabının 1995'ten bu yana artan açıklığı nedeniyle parasal hedefleme zorlaşmıştır. Şubat 2000'de kabul edilen en son parasal çerçeve ise enflasyon hedeflemesi ile ilgilidir. Enflasyon hedeflemesi çerçevesi bir repo sistemi kullanmaktadır ve tüketici fiyat enflasyonunu (TÜFE) hedeflemiştir. Enflasyon hedeflemesi altında, SARB hedef bağımsızlığına sahip değildir, ancak para politikasında operasyonel bağımsızlığa sahiptir. Açıkça belirtmek gerekirse Güney Afrika hükümeti enflasyon hedefini belirler ve ayarlar. SARB'nın operasyonel bağımsızlığı, hedefleri doğrultusunda mevcut herhangi bir para politikası aracının kullanımını seçebileceğini ima etmektedir. Enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesiyle, döviz kuru politikasında da değişiklik olmuş ve banka döviz piyasasına müdahale etmeyi bırakmış, ancak döviz rezervlerine ek olarak döviz almaya devam etmiştir (Van der Merwe, 1999; Aziakpono, 2013).

Döviz Kuru Politikası: Güney Afrika döviz kuru 1979 yılına kadar sabit kaldı, rand ABD doları ya da İngiliz sterline sabitlenmişti. Dahası, politika yapımcılar bu orandaki değişiklikleri ayrı adımlarla belirlediler. Ayrıca 1979'da ikili döviz kuru

sistemi sayesinde döviz kurunda daha fazla esneklik ortaya çıktı. Bu süreden sonra, resmi döviz kuru, piyasa güçleri tarafından belirlenen şekilde günlük olarak ilan edilirken, finansal döviz kuru yerleşik olmayan portföy ve doğrudan yatırım işlemlerine uygulanmıştır. İkili sistem, sermaye hesabını belirli türdeki sermaye akışlarından izole ederken, yerli ve yabancı faiz oranları arasındaki doğrudan bağlantıyı koparmayı amaçladı. İkili oranlar De Kock komisyonunun raporundan sonra birleştirildi. 1983 ve 1985 arasındaki birleşik rand ile ilgili sorunların ardından, rand yeniden tanıtıldı ve yerleşikler üzerindeki sermaye kontrolleri sıkılaştırıldı. İkili para birimi Mart 1995'e kadar yürürlükte kaldı. Koşullar gereği ve çeşitli nedenlerden dolayı SARB spot ve vadeli döviz piyasalarına müdahale etmiş ancak zaman zaman sorunlarla karşılaşmıştır. 1979'dan bu yana, düşük rezervlere rağmen döviz piyasası müdahaleleri meydana geldi ve bu durum bankanın müdahale edebileceği adımları sınırladı. 1979 ile 1988 arasındaki müdahaleler kısmen altın madenciliği endüstrisinin karlılığını ve istikrarını korumayı amaçlamıştı. Ancak, Ağustos 1989'dan sonra, SARB aktif olarak ülkenin ihracatının uluslararası rekabet edebilirliği ile başa çıkmak için gerçek efektif döviz kurunu dengelemeye çalıştı. Döviz kuru müdahalesi azaldı ve 1994 yılında devasa sermaye çıkışlarının varlığında döviz kurunu dengelemede başarılı oldu. Şubat 2000'de kabul edilen enflasyon hedeflemesi çerçevesi döviz kurunun yönetilmesini düşük öncelikli bir konu haline getirdi. Ayrıca, emek hareketleri, ihracatçıların ve imalat sektörünün rekabetçiliğini desteklemek için daha zayıf bir para birimi elde etmek için döviz kuru müdahalesini savundu (Ncube ve Ndou, 2013).

Cari hesap: SARB, ödemeler dengesi ve cari hesap ile ilgili konuları da ele almaktadır. 1976 Soweto ayaklanmasından sonra sermaye akışındaki düşüş nedeniyle sürşarj olarak bilinen ek ücretler getirilmiştir. Bu ek ücretlerin uygulanması, yüksek altın fiyatının cari işlemler üzerindeki baskıyı hafiflettiği 1980 yılına kadar devam etmiştir. Tarife düzenlemeleri üzerindeki ithalat ürünlerinden ek ücretler kesilmesi 1977'de kısıtlayıcı bir ticaret politikasına sebep olmuştur. İthalattaki ek ücretler Şubat 1982 ile Kasım 1983 arasında yeniden uygulanmıştır. Kamu borçlarının dondurulması nedeniyle 1985-1989 yılları arasında sermayenin geri ödenmesi ve mevcut borcun faizinin ödenmesi gerektiğinden bütçe 1994 yılına kadar açık vermiştir. Cari hesap üzerindeki baskı para biriminin değer kaybetmesine neden olmuştur. 1985-1995 yılları arasında ithalata ek ücretler tekrar uygulanmıştır. 1994 yılında yapılan seçimlerden

sonra sermaye akışı artmış Mart 1995'te ikamet etmeyenler üzerindeki döviz kuru kontrollerinin kaldırılmasıyla daha da hızlanmıştır (Aron ve Muellbauer, 2002). Sermaye girişlerinin büyük kısmının kısa vadeli olması ekonominin kırılganlaşması riskini doğurmuştur. Ticaret politikasının serbestleşmesiyle de ödemeler dengesinde ilave baskı oluşmuştur. 2010 yılında yeni bir büyüme planının kabul edilmesi net ticaret dengesinin ekonomik büyümenin temel itici gücü olabileceğini göstermektedir. Bu işlem döviz kurunu önemli olarak tanımlamış ve parasal durumun çok daha büyük bir rol oynadığını göstermiştir. Altın fiyatlarının 1986 ve 1988'in sonlarına doğru yeniden dirilmesi, 1988 yılının ikinci çeyreğinde cari açığın artmasına ve ticaretin daralmasına neden olmuştur. Bu dönemlerde para politikasının ödemeler dengesi ile ilgili hususlardan etkilenmesi muhtemeldir. Cari hesabın 2003'ten bu yana önemli ölçüde kötüleştiği açıktır ve 2. Bölümde bulunan Tablo 12'den görülebilir.

Enflasyon ve ekonomik büyüme: Güney Afrika, 23 Şubat 2000'de para politikası çerçevesi olarak enflasyon hedefini resmen benimsemiştir. SARB 2003'ten bu yana aylık olarak gerçekleşmesi için sürekli bir hedef benimsemiştir. Bu dönemde banka, konut faizi çıkarılmış TÜFE'yi (TÜFE-X) hedeflemiştir. Ekim 2008'de banka, Ocak 2009'dan bu yana TÜFE'deki değişiklikleri hedefleyeceğini açıklamıştır. Banka çoğu zaman enflasyonu %3-6 bandına getirmeyi başardı, ancak enflasyonun bu sınırların dışına çıktığı dönemler de oldu. Uygulamada, enflasyon oranı %6 bandını aşarsa, Güney Afrika Merkez Bankası (SARB), enflasyonu hedef aralığa getirmek için resmi faiz oranını (repo oranı) artıracaktır. Taylor ilkesine göre, enflasyonu dengelemek için bir merkez bankası faiz oran aracını enflasyondaki bire bir artıştan daha fazla artırmalıdır (Woodford, 2011). Genel olarak, bir para politikasının enflasyonu dengeleme ve enflasyon hedeflerine ulaşmadaki başarısının büyük ölçüde piyasa faiz oranlarının (ticari banka perakende oranları, diğer para piyasası oranları ve sermaye piyasası oranları) yapışkanlığına bağlı olduğu kabul edilmektedir. Enflasyondaki düşüş dönemlerinin yüksek ekonomik büyüme ile ilişkili olduğu ve iki değişken arasında negatif bir ilişki olduğu anlaşılmaktadır (Meyer ve diğerleri, 2018).

3.3.1. Güney Afrika Borç Krizi (1985)

Bugüne kadar, Güney Afrika yalnızca bir tane egemen borç krizi yaşamış ve bu kriz 1985 yılında meydana gelmiştir. Her ne kadar Güney Afrika borç krizi olağandışı olsa da bununla diğer devlet borç krizleri arasında yeterince benzerlikler bulunmaktadır. 1980'lerde, Güney Afrika dış borçlara olan bağılılığını önemli ölçüde arttırdı. 1980 ve 1984 yılları arasında Güney Afrika'nın toplam borcu 16,9 milyar dolardan (GSYİH'nin %20'si) 24,3 milyar dolara (GSYİH'nin %46'sı) yükseldi. Toplam borcun bir kısmı olarak kısa vadeli borç 1980'de %49'dan 1984 sonuna kadar %66'ya yükseldi. Krizin patladığı 1985 Ağustos'una kadar, ülkenin dış borçlarının çoğu kısa vadeli oldu. Borçtaki artış kısmen 1980'lerin ilk yarısından itibaren net sermaye çıkışından kaynaklandı. Bu sermaye uçuşu, ülkenin siyasi liderliğine ve ekonominin geleceğine olan güven kaybını ve Güney Afrikalıların sermayelerini yurtdışına göndermelerini mümkün kılan finansal piyasaların kuralsızlaştırılmasını da içeren bir dizi faktöre bağlıyordu. Güney Afrika Hükümeti Güney Afrika kamu bankalarının kısa vadeli bankalararası piyasada Güney Afrika kamu ve özel sektör borçlularına orta vadeli krediler finanse etmek için dış borçlanmaya başlaması için iç faiz oranlarının keskin bir şekilde artmasına izin verdi. Güney Afrikalı borçluların fon temin etme kolaylığı sağlandı ve en ağır borçlanma faaliyeti Güney Afrika ekonomisi durgunlaştığında ve kişi başına gelir düştüğünde meydana geldi. Ayrıca, Güney Afrika IMF'nin mali desteğinden ve politika tavsiyesinden etkili bir şekilde uzaklaştı. Bankalar ayrıca Güney Afrika borçlularına borç verme kararını ülkenin borçlarını yönetme kabiliyetinin olduğunu tahmin ederek uyguladılar. Aslında, 1985'in başlarında, bankalar ülkenin 1985-86 borç yükümlülüklerini yerine getirme becerisi konusunda endişeliydi. 1985'in ortalarında Güney Afrika'nın politik ve finansal zorlukları bir kriz noktasına ulaştı. Ekonomisi 1930'lardan bu yana en kötü durgunluğu yaşıyordu ve ülke tarihindeki en uzun süren siyasi protesto dönemiyle karşı karşıyaydı. 20 Temmuz'da, hükümet olağanüstü hâl ilan etti ve 31 Temmuz'da Chase Manhattan Bank, Güney Afrikalı borç alanlara yeni krediler vermeyeceğini ve Ağustos ayının sonlarında vadesi geçecek kısa vadeli kredileri devredeceğini açıkladı. Diğer bankalar da aynı yaklaşımı benimsediler. 1985'in ikinci yarısından sonra borç ödemelerinde ciddi bir düşüş olduğu için, Güney Afrikalı borçluların yükümlülüklerini yerine getiremeyecekleri açıktı. Durum,

Cumhurbaşkanı Botha'nın Ağustos ayının ortalarında yaptığı "Rubicon" konuşmasıyla daha da kötüleşti. Ülkenin reform yolunda geri dönüşü olmayan bir yola girdiğini ancak siyasi güç paylaşımını reddettiğini ve ülkedeki toplumsal huzursuzluk için barbar komünist provokatörleri suçladığını belirtti. Konuşmaya verilen tepki çarpıcıydı ve hükümet döviz ve borsaları kapatmak zorunda kaldı. Hükümet piyasaların yeniden açılmasına izin vermeden önce özel Güney Afrika bankalarının özel borç verenlere borçlu olduğu kısa vadeli borç nedeniyle 10 milyar dolarlık ödemelerin geri ödemesi konusunda dört aylık bir moratoryum ilan ettiğini açıkladı. Yabancı devlet garantili borçlar, ticari krediler, Eurobond senetleri, devlet ve IMF fonlarının borçları moratoryumun dışında tutulmuştur. Bu, ilk borç müzakereleri sırasında hükümetin borçtan yasal olarak sorumlu olmadığı ve sadece özel borçlular için düzenli bir geri ödeme mekanizması kurmaya çalıştığı anlamına geliyordu. Bankalar, Güney Afrika borç müzakerelerinin politik hassasiyetinin farkındaydı. Krizin ilk aşamalarında, hükümetin başarılı bir borç yeniden müzakeresinin ön şartı olarak belirli siyasi talepleri yerine getirmesi gerektiği ortaya atıldı. Ancak hükümet bu koşulları yerine getirmeden bir yıllık borç düzenlemesi yapıldı (Harris, 1986).

Birinci Geçici Düzenlemenin şartları, hükümetin, düzenlemenin bir yıllık ömrü boyunca borcun anaparasının yüzde beşini (500 milyon dolar) geri ödemesi için yeterli döviz sağlamasını ve bankaların on iki ayda kalan 9,5 milyar doları yeniden düzenlemesini sağlamıştır. Geçici düzenleme, her borçlunun, kendi alacaklılar grubu ile geçici düzenleme şartlarına dayanarak yeniden müzakere edilen bir anlaşmaya varmasını sağlamıştır. Anlaşmaya varamazlarsa, asıl borçlu ödemeyi asıl yükümlülüğün yerel para birimine eşdeğer karşılığı üzerinden "Özel Sınırlı Hesaba" yapar. Bu hesaplar, kamu kesimi hisse senedine yatırım yapan bir kamu kesimi varlığı olan Kamu Yatırım Komisyonu tarafından vadeye kadar tutulmuştur. Dolayısıyla, hükümet geri ödeme yükümlülüğü olgunlaşana kadar, yalnızca Kamu Yatırım Komisyonu'nun yasal otoritesine tabi olan bu mevduatlara erişebilir. Bu nedenle, mali açıdan, anlaşma hükümet için cazip bir anlaşma olmuştur.

İlk geçici düzenlemenin süresi dolduğunda, bankalar Mart 1987'de hükümetle ikinci bir geçici düzenlemeyi tamamladılar. 30 Haziran 1990'da sona eren bu üç yıllık düzenleme, ilk düzenlemenin temel çerçevesini sürdürdü. Bu periyot ödemesiz süre

içermiyordu ve ödenmemiş etkilenen borcun 1,42 milyar \$'ını (%13) geri ödemeyi gerektiriyordu. Hükümet Kamu Yatırım Komisyonu'nun yasal yetkisine tabi olarak bu fonlara erişmeye devam etti. İkinci Geçici Düzenleme ayrıca, alacaklıların Geçici Düzenlemeden çıkabileceği iki mekanizma da oluşturdu. Birincisi, bankalar borçlarını gelecekte yeniden planlamaya maruz kalmayacakları on yıllık çıkış kredilerine dönüştürebilirler. Bu çıkış kredisine yaklaşık 5 milyar dolarlık borç çevrildi. İkinci mekanizma, bankaların fonlarını Güney Afrika'daki işletmelerdeki yatırımlara dönüştürebilecekleri bir borç sermaye dönüşümüydü. Bu mekanizmayla da yaklaşık 600 milyon dolarlık borç dönüştürüldü.

1989'un ortalarında, apartheid (azınlıktaki beyazların uyguladığı ırkçı rejim türü) karşıtı hareket, üçüncü geçici düzenlemenin müzakeresi için hazırlanmaya başladı. Buradaki amaç bankaların ikna edilerek üçüncü geçici düzenlemeyi kabul etme şartı olarak hükümete Güney Afrika'da ırkçı olmayan demokratik bir anayasal düzen kurulmasının önündeki ayrımcılığın ortadan kaldırılması ve demokratik güçlerle müzakere etmenin dayatılmasıdır. Demokratik güçler olağanüstü hâl ilan edildiğinde ve Güney Afrika ekonomisi yeniden derin bir kriz geçirdiğinde yaşadıkları darbelerden toparlanıyor gibiydiler. Ayrıca, Güney Afrika'nın ikinci geçici düzenlemenin sona ermesinden sonra gerçekleştirilmesi gereken 8 milyar ABD dolarlık borcu geri ödeyemeyeceği biliniyordu. Ayrıca, ülkenin 1990-91 yıllarında ara düzenlemenin kapsamı dışında kalan borçlara ilişkin önemli yükümlülükleri vardı. Bu gelişmeler, bankalara hükümet üzerinde büyük bir avantaj sağladı. Anti-apartheid hareketi, bankaların bu avantajı ayrımcılığa son vermek için kullanmaları gerektiğini savundu. Apartheid karşıtı hareketin stratejisi, bankaların pazarlık pozisyonunun aşırı iyimser bir değerlendirmesine dayanıyordu. 1989'da bankalar gelişmekte olan ülkelere olan borçları ile ilgili ciddi sorunlarla karşı karşıya kaldılar. Uygulanan strateji ayrıca, bankaların borçlarının yeniden müzakerelerine siyasi veya politika ile ilgili koşullar ekleme isteksizliğini de görmezden geldi. Ayrıca, 1989'a kadar hükümet bankalardan yeni para almayı bekleyemeyeceğini biliyordu ve bu nedenle de makul olmadığını düşündüğü banka taleplerini kabul etmede niyetsizdi. Sonuç olarak bankalar apartheid karşıtı hareketin uygulamaya çalıştığı stratejiyi kendi lehlerine çevirerek mevcut hükümeti kendi kârlarını maksimize edecek bir anlaşmaya ikna etmişlerdir. Ekim 1989'da hükümetin ve bankaların, ikinci anlaşmaya benzer çizgiler izleyen üçüncü bir geçici

düzenlemeyi tamamladıkları açıklandı. Düzenleme, hükümet üzerindeki mali baskıyı önemli ölçüde hafifletti (Jones ve Inggs, 1994).

Güney Afrika'nın borcunu çevreleyen dinamikler, 1994'te demokrasinin ortaya çıkmasıyla birlikte değişti. Ülkedeki bazı paydaşlar yeni demokratik hükümeti apartheid döneminde ortaya çıkan borçları geri ödememeye çağırılmışsa da hükümetin uluslararası finansal ve ekonomik kimliği oluşturmak için finansmana ihtiyacı olabileceğinden borçlarına sadık kalarak müzakere bile etmemiştir.

Uluslararası finansal sistem, Güney Afrika borç krizinden bu yana büyük ölçüde değişti. En önemli değişiklik, borç krizi sırasında, gelişmekte olan ülkeler için birincil özel dış finansman kaynağının ticari bankalar olmasıydı. Güney Afrika gibi orta gelirli ülkelerin bu tür bir finansmana erişiminin baskın şekli borçlanma senetleri ihraç etmektir. Bu gelişme, Güney Afrika gibi ülkeler için potansiyel alacaklılar kapsamını genişletmiştir. Potansiyel tahvil sahipleri, ticari ve yatırım bankalarına ek olarak, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve egemen servet fonları gibi finansal kurumları içerir. İkincisi, bu menkul kıymetlerin likit olması, bir borçluya güvenini kaybedecek olan alacaklıların tahvillerinden kolayca işlem yapabilecekleri anlamına gelir. Sonuç olarak, ülkenin tahvil sahiplerinin riskli borçluların tahvillerini tutma konusunda banka alacaklılarında olduğu gibi daha düşük bir toleransı olacaktır. Son olarak Güney Afrika borç krizi, zaman bağlamında, iki nedenden ötürü özellikle karmaşıktı. Birincisi, yeniden müzakere edilen borcun en büyük kısmı, zamanın en egemen borç krizlerinde olduğu gibi orta vadeli borçtan ziyade kısa vadeli bankalar arası borçtur. İkincisi, Güney Afrika'daki apartheid sistemindeki sorunlar nedeniyle borç krizi politikleşmiştir (Gelb, 1991).

3.3.2. 1994 Sonrası Para Politikaları

1994 yılında, yeni seçilen ANC hükümeti, geçmiş adaletsizliklerin, yüksek borç seviyeleri ve apartheidten kaynaklanan diğer yapısal zorluklarla sarsılan ekonominin düzeltilmesi zorluğuyla karşı karşıya kaldı. Bu zorluğun üstesinden gelmek için belirlenen ilk politika olan 1994 Yılı İmar ve Kalkınma Planı (RDP) önceki yönetimin dengesizliklerini sosyal ve ekonomik olarak gidermeyi amaçlamaktaydı. RDP'nin amacı, büyüme, gelişme, yeniden yapılanma, yeniden dağıtım ve uzlaşmayı tek bir

stratejide birleştirmekti. RDP, büyümenin ve kalkınmanın farklı ideolojiler olmadığını ve özel olarak, büyüme olmadan kalkınmanın finansal olarak mümkün olmayacağını ve kalkınmadan büyümenin Güney Afrika'nın sorunlarını devam ettireceğini ve dolayısıyla sosyal ve politik olarak sürdürülebilir olmayacağını savundu (Jones ve Inggs, 2003; Reitzes, 2008). RDP, yedi önemli sektör ve unsura odaklandı. Bunlardan en önemlileri altyapının iyileştirilmesi, hammadde temelli sektörlerle odaklanma, emek ve işçi haklarında değişiklik ve sanayi ve ticarete odaklanmaydı. RDP'ye paralel olarak ANC, kısıtlı hükümet harcamaları, uygun vergi reformları ve mevcut değişim kontrollerinin gözden geçirilmesini gerektiren muhafazakâr bir finansal yaklaşımı benimsemiştir. Finansal Rand'ın kaldırılması, döviz kontrollerinin normalleştirilmesinde ilk adım olarak görülmüştür (Corder, 1997). Finansal Rand 1985-1995 yılları arasında Güney Afrika'da kullanılan bir muhasebe para birimidir. Güney Afrika'nın apartheid politikasına yanıt olarak başlayan büyük sermaye çıkışlarını önlemek amacıyla finansal rand getirilmiştir. Bu sistemde, Güney Afrika randı yayılmaya devam etti, ancak Güney Afrikalı olmayanlar tarafından yapılan yatırımlar, yalnızca dönüştürülebilirliği üzerine katı koşulları olan finansal rand üzerinden satılabildi. ANC hükümetinin uyguladığı muhafazakâr makroekonomik yaklaşım, hükümetin miras aldığı büyük borç yükünün ve dolayısıyla mevcut mali alanın yetersizliğinin doğrudan bir sonucu oldu (Tswamuno ve diğerleri, 2007; Siebrits ve diğerleri, 2014). Aynı zamanda Güney Afrika'yı küresel üretim ve ihracat davranışı açısından daha rekabetçi bir ülke haline getirme girişimi iken, fazla işgücü yaratma potansiyeli olan daha küçük firmaları ihmal etmeme yolundaydı. Mikro, küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ) RDP'nin ayrılmaz bir parçasını oluşturmuş ve bu işletmeler desteklenmiştir. RDP, KOBİ'lerin karşılaştıkları temel kısıtlamaları hafifletmeye teşebbüs etme sözü verdi yani krediye, piyasalara, becerilere ve destekleyici kurumsal düzenlemelere erişimle ilgili sorunlarda destekledi. Kapsamlı eğitim ve öğretim, RDP tarafından daha önce dezavantajlı işgücünün ekonomiye daha fazla katkıda bulunmasının bir yolu olarak görülüyordu. Bununla birlikte, o zamanki sınırlı hükümet kaynaklarıyla, bu sorunun yeterince giderilmesi zorunlu değildi. 1994'te Güney Afrika'da 473.000 öğretmen ve eğitimciye ihtiyaç olduğu görülmekteydi ve o zamanlar Güney Afrika nüfusunun yalnızca %3,7'si lise mezunuydu. Son olarak, RDP işçiler için geçim ücreti hakkının oluşturulması amacıyla ülkedeki işçi sendikalarının daha fazla desteklenmesini savundu (Corder, 1997).

Makroekonomik belirsizlik karşısında, özellikle RDP'nin mali sürdürülebilirliği ile ilgili olarak, hükümet 1996 yılında Büyüme, İstihdam ve Yeniden Dağıtım stratejisi (GEAR) adlı yeni bir büyüme planı başlattı. GEAR'ın piyasaya sunulmasıyla birlikte RDP, bir büyümeden bir kalkınma stratejisine ve nihayetinde bir hizmet sağlama mekanizmasına indirgenmiştir (Heymans, 1995; Reitzes, 2008). Dolayısıyla, GEAR'ın tanıtımı farklı geri dönüşler aldı. Özel sektör GEAR'ın ihtiyaçlarına daha çok yaklaştığını düşünürken, kamu sektöründeki sendikalar ve işçilerse, RDP yerine GEAR'ın kabul edilmesinin hükümetin kalkınma yerine ekonominin büyümesiyle daha fazla ilgileceğini düşündüler (Du Plessis ve Smit, 2006; Lombard, 2007). Ancak, sonuçta, GEAR makroekonomik istikrarı ve hızlı istihdam yaratmayı hedeflemiştir ve bu şekilde RDP'nin daha geniş bir çatısı haline gelmiştir. GEAR, üç makroekonomik kısıtlama belirledi; cari işlemler açığı, sürdürülebilir ekonomik büyümenin bağlayıcı bir kısıtlamasıydı, düşük yurtiçi tasarruf düzeyi, yatırım seviyesinin artırılmasında bir engel teşkil ediyordu ve hükümetin açık ve vergi politikaları düşük tasarruf düzeyine sebep oluyordu (Reitzes, 2008). Son iki kaygıya değinen GEAR, ekonomi üzerindeki vergilendirme düzeyini azaltmayı, bütçe açığını azaltmayı ve altyapıya yapılan kamu harcamalarını artırmayı seçti. Daha genel olarak, GEAR yatırım dostu bir iş ortamı yaratmanın doğrudan yabancı yatırımları çekeceği ve Güney Afrika firmalarının küresel pazarda rekabet edebilecekleri rekabetçi bir ortam yaratacağı fikrine dayanıyordu. Bu da istihdam yaratacağı. GEAR'la önerilen değişikliklerin etkileri dikkat çekiciydi. Bütçe açığı düştü ve Güney Afrika, on yıllık göreceli olarak yüksek ekonomik büyümeye başladı. GEAR, hükümetin borçlanma, faiz ve enflasyon oranlarını azaltmasını sağladı ve cari işlemler açığı daha kolay yönetilebilir hale geldi. Bununla birlikte, GEAR istikrar yaratma konusundaki tüm makroekonomik hedeflerine ulaşmış gibi gözükse de istihdam yaratma işsizliği önemli ölçüde azaltacak kadar hızlı değildi (bkz. Şekil 4). GEAR stratejisinin takip edilmesinden yaklaşık 10 yıl sonra ve beraberindeki ekonomik büyümeye rağmen, Güney Afrika'daki işsizlik ve yoksulluk yüksek kaldı. İstihdam bu dönemde artmış olsa da özellikle Afrikalı kadın ve gençlerin işgücüne katılımındaki artışı azaltmak için yeterli değildi (Casale ve Posel, 2002; Bhorat ve Kanbur, 2006). GEAR'ın vaat ettiği istihdam yaratma çalışmalarının, özellikle ekonominin sürekli olarak büyüdüğü bir dönemde neden işsizliği azaltmadığı konusunda bir fikir birliği yoktur. Ancak işsizlerin becerileri ile işverenlerin ihtiyaç duyduğu beceriler arasındaki

uyumsuzluğun arttığına dair tartışmalar vardır (Banerjee ve diğerleri, 2008). GEAR'ın beklentilerinden biri olarak bakıldığında doğrudan yabancı yatırımın (DYY) istihdam yaratmaya yetecek kadar yüksek olmadığı da açıktır (Hanival ve Maia, 2008). Geçtiğimiz yirmi yıl boyunca Güney Afrika, diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla DYY'nin çekilmesinde nispeten başarısız olmuştur. Güney Afrika'ya yapılan DYY girişleri, demokrasinin ilk on yılında GSYİH'nin yaklaşık %1,5'ini oluştururken, daha sonra gerçekleşen artışlar temel olarak finans ve iletişim sektöründeki büyük geçici yatırımlardan kaynaklandı. Düşük DYY düzeyleri için olası açıklamalar arasında vasıflı işçi eksikliği, düşük ulaştırma altyapısı, yatırımı caydırabilecek yüksek suç seviyeleri ve apartheid rejiminden miras alınan yetersiz kalkınma planları vardır. Yeterli istihdam yaratılamaması hükümetin sadece ekonomik büyümeyi sürdürmek yerine gelişimsel bir devlet nosyonu ile ekonomide daha büyük bir rol oynama çağrısına katkıda bulundu. Bu da GEAR stratejisinin temelini oluşturan gerekçeden net bir kopuşa işaret ediyordu. Hükümet için bu yeni rol, 90'lı yıllardan sonra hükümet harcamalarındaki artışa yansımıştır. Bu hedefler Milenyum Kalkınma Hedefleri ile uyumluydu ve yeni bir politika planında, Güney Afrika Hızlandırılmış Ortak Büyüme Girişimi (ASGISA) ile formüle edildi (Reitzes, 2008). ASGISA birçok kısa vadeli hedef belirlerken, elde edeceği en iddialı hedef, yoksulluk ve işsizliği 2014 yılına kadar yarı yarıya azaltmaktı. Bu hedefler, 2005-2009 döneminde %4'lük bir büyüme oranına ve 2010-2014'ten itibaren en az %6'lık bir büyüme oranına dayanıyordu ancak hiçbiri gerçekleşmedi. Küçük işletme ile ilgili olarak RDP'nin verdiği sözlerin bir kısmını yineleyen ASGISA, küçük işletme ortamını, artan yatırım ve bu firmaların büyümesinin önündeki engellerin azaltılması yoluyla geliştirmeyi umuyordu (African National Congress, 1994; Heymans, 1995; Visser, 2004).

3.3.2.1. Güney Afrika Yeni Büyüme Planı (2010)

2. bölümde incelenen makroekonomik veriler ışığında Güney Afrika'da ciddi bir ekonomik kriz yaşanmamasına rağmen işsizliğin sürekli olarak %26 civarlarında seyrettiği görülmektedir. İşsizlik rakamlarının diğer kırılğan beşli ülkelere göre çok ciddi boyutta olması ayrıca bu durumun incelenmesini gerektirmiştir. İşsizlik ülkenin diğer büyük sosyo-ekonomik zorluklarından yoksulluk ve eşitsizliğe de sebep olmaktadır. Ülkede gerçekleşen apartheid ayrımcılık uyarınca, siyahi insanları

şehirlerden uzaklaştırmak ve onların beceri kazanmalarını veya yüksek statüde iş bulmalarını önlemek amaçlı devlet politikası kullanıldı. Bu, özellikle tarım ve madencilikte, ticari işletme sahiplerine fayda sağlayan aşırı ucuz siyahi işçiliğe yol açtı. Zamanla, bu iki endüstri daha mekanize ve sermaye yoğunluklu hale geldi ve işçiliğe daha az ihtiyaç duyuldu. Bu, mevcut işsizlik sorununu kısmen açıklayan önemli bir tarihsel faktördür. Ancak, bu nedenler yüksek işsizlik oranını açıklamak için yeterli değildir. Ayrıca Güney Afrika, 1990'ların ortasından 2008'deki küresel durgunluğa kadar uzun bir ekonomik büyüme yaşadı. Bu işsiz bir büyüme dönemi değildi. Bunun yerine, insanların işgücü piyasasına girdikleri net oranın iş yaratma oranını aştığı oldu. Bu, aynı anda hem daha fazla çalışanın hem de daha fazla işsiz bulunmasına neden oldu. Finans ve hizmet sektörleri son zamanlarda önemli ölçüde artmıştır. Ancak özellikle finans sektörü yüksek vasıflı insanlar istihdam etme eğilimindedir. Dikkate alınması gereken önemli bir faktör, toplumdaki beceri dağılımı ile ekonominin ihtiyaç duyduğu beceri dağılımı arasındaki uyumsuzluktur. Bu aynı zamanda, üçüncül niteliklere sahip kişiler için aşırı yüksek ücret artışının neden olduğu sürekli genişleyen kazanç dağılımında da görülebilir. İşsizlik krizine ait sürdürülebilir herhangi bir çözüm, eğitim sisteminde de büyük bir iyileştirmeye ihtiyaç duyacaktır. Sonuçta, ülkedeki işsizlik sorunu emek talebinin vasıfsız emeğin göreceli bolluğuna uyum sağlamamasından kaynaklanmaktadır (Edwards, 2014).

İşsizlikle ilgili yapılan en kapsamlı çalışma 2010 yılının sonlarında yeni büyüme paketinin açıklanmasıdır. Politikanın ana hedefi büyüme, istihdam yaratma ve eşitliği artırmaya yönelik 10 yıl içinde beş milyon iş yaratmaktır. Bu plan, hükümetin tüm ekonomik politikalarda istihdam yaratmaya öncelik vermedeki kararlılığını yansıtmaktadır. Plan beş temel alandaki yatırımları belirlemektedir: enerji, ulaştırma, iletişim, su ve konut. Bu alanlarda yüksek düzeyde kamu yatırımını sürdürmek, inşaat, işletme ve altyapının bakımında işler yaratacaktır. Yeni büyüme planı, altyapı programını yerel bir tedarikçi endüstrisi kurmanın tetikleyicisi olarak görüyor. Bunun sağlanmasını sağlamak için alınacak tedbirler, özellikle de satın alma politikası ve düzenlemelerindeki değişiklikler tanımlanmıştır. Riskler arasında hala kırılğan küresel iyileşme ve hızlı büyüyen yeni ekonomilerle rekabet ve işbirliği bulunmaktadır. Yeni büyüme planı devlet ile özel sektör arasındaki bir dizi ortaklık aracılığıyla iş yaratma programının bir parçası olarak beş öncelikli alanı daha belirlemektedir (Anand ve

diğerleri, 2016).

Yeşil Ekonomi: İnşaatteki genişleme ve güneş, rüzgâr ve biyo-yakıtlar için teknolojilerin üretilmesi desteklenmektedir. Temiz üretim ve çevre hizmetlerinin on yılda 300.000 iş yaratacağı öngörülmüştür.

Tarım: Yüksek girdi maliyetlerini ve üst düzey işleme ve ihracat pazarlamasını ele alarak işler yaratılacaktır. Hükümet, ülkenin 660.000 tarım işçisinin çalışma ve yaşam koşullarını iyileştirmenin yollarını araştıracaktır. Plan ayrıca hükümete yeni yatırımları kısıtlayan arazilerin kullanım amacının değiştirilmesinin engellenmesini taahhüt eder.

Madencilik: Plan maden çıkarımının artması ve altyapının ve becerilerin geliştirilmesinin iyileştirilmesi çağrısında bulunmaktadır. Büyük ölçekli istihdam yaratabilecek nihai tüketici ve sermaye malları üretimine fayda sağlamaya destek vermektedir. Güçlü bir özel madencilik sektörü ile rekabet halinde yararlanmaya ve kaynakların sömürülmesine odaklanan bir devlet madenciliği şirketi kurulmasını öngörmektedir.

Üretim: Güney Afrika ekonomisinde yenilikçilik, beceri geliştirme ve ekonomideki girdi maliyetlerinde azalma ile performansın iyileştirilmesine dayanarak yeniden sanayileşme çağrısında bulunulmuştur. Planla Güney Afrika'nın araştırma ve geliştirme yatırımlarının 2018 yılına kadar gayri safi yurtiçi hasılanın %2'sine çıkması hedeflenmiştir.

Turizm ve diğer üst düzey hizmetler: Plan Güney Afrika'yı Afrika kıtasının yüksek eğitim merkezi olarak konumlandırmaya çağırmıştır.

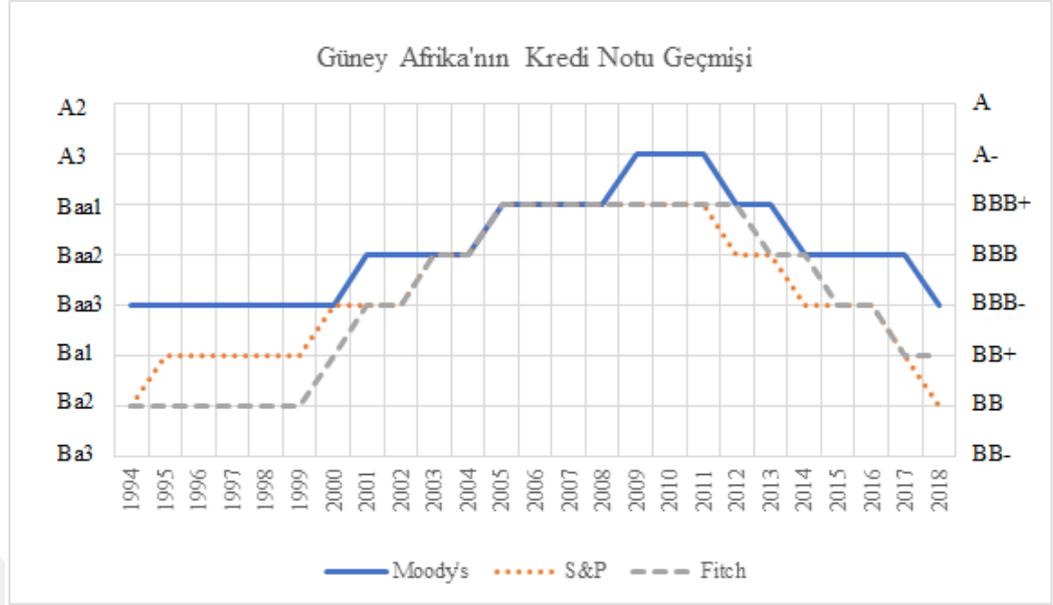
Planda belirtilen kilit hedefler arasında, 2014 yılına kadar 30.000 mühendis üretme hedefi ve bunu başarmak için Matematik ve Fen konularında üniversitelere destek sağlanması bulunmaktadır. Ayrıca işyeri eğitimine de odaklanmaktadır ve ülkenin yetersiz olduğu konularda yaşanan istihdam sıkıntısını aşmak için çalışma izni ve vize sisteminin değişmesi planlanmıştır.

Planla geniş bir cephede koordine edilmiş bir "kalkınma paketi" tanımlamaktadır; bu, makroekonomik stratejiler, mikroekonomik önlemler ve istihdamı ve ekonomik

büyüme için teşvik etmek için paydaş taahhütlerinden oluşmaktadır. Planla rekabetçi olmayan bir para biriminin zorlukları kabul edilmiş ve Rand'ın ekonomi üzerindeki etkisini ele almak için devlet için açık adımlar atılmıştır. Hükümetin enflasyonu ele alma araçlarını genişletirken, rekabet politikası ve stratejik araştırmalar için daha güçlü bir rol göz önünde bulundurularak, üreticiler, mısır, çelik ve gübreler gibi önemli ürünler de dahil olmak üzere üreticiler ve temel tüketim malları için ara girdiler için yüksek ve değişken fiyatlar ortaya çıkması öngörülmüştür. Hükümet, Güney Afrika'daki iş dünyasının Afrika'daki hızlı büyüyen ekonomilerdeki fırsatlara daha fazla odaklanmasını istemektedir. Buna, sınır ötesi altyapının iyileştirilmesine yönelik taahhütler ve kıtada ortak bir pazar inşa etmenin bir parçası olarak, insanların ve malların hareketindeki gereksiz engelleri aşma önlemleri eşlik etmektedir (Nattrass, 2011).

Planın uygulanmasına bakıldığında finansman yetersizlikleri ve ülkenin makroekonomik kırılganlıkları planın hedeflerinin sapmasını sağlamışsa da kapsamından dolayı planın uygulanmaya çalışılmasına devam edilmektedir. Makroekonomik veriler incelendiğinde planın uygulandığı tarihten itibaren özellikle işsizlik verileri üzerinde bir azalma olmadığı görülmektedir. 2009-2018 yıllarında başkanlık yapan Jacob Zuma'nın adının 7 milyar dolarlık Gupta kardeşler skandalına karışması ve istifaya zorlanmasının yanında ülkenin sık sık başlıca gelir kaynağı olan madenlerinde gerçekleşen düşük ücretlerin arttırılmasına yönelik grevler sebebiyle ülkede yaşanan politik krizler ekonomik gelişmelerin de önüne geçmiştir. Güney Afrika ekonomisi bütün yağma ve yolsuzluklardan harap olmaya devam etmektedir. Zuma'nın bir zamanlar saygın devlet vergi kurumunu temizlemesinden bu yana vergi tahsilatları milyarlarca dolar azalmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları ülkenin tahvillerini önemsiz statüye indirmiştir (bkz. Şekil 8). Apartheid'in sona ermesinden çeyrek yüzyıl sonra, Güney Afrika, park halindeki araçları korumak için yüksek duvarlar, elektrikli çitler ve korumaların bolluğunda belirgin olan dünyanın en kötü gelir eşitsizliğine sahiptir. Neredeyse siyahların üçte ikisi, beyazların ise yalnızca %1'i yoksulluk içinde yaşamakta ve tüm gençlerin yarısı işsizdir (Bradlow, 2016).

Şekil 8. Güney Afrika'nın Kredi Notu Geçmişi



Kaynak: "South Africa Credit Rating", 2019.

3.4. Hindistan'da 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları

Bu kısımda Hindistan'da 1980 sonrası uygulanan para politikalarından bahsedilecek ve 1990'larda Hindistan'ın yaşadığı ekonomik krizler ve bu krizlere karşı alınan önlemlerden bahsedilecektir. Ayrıca 2008 Küresel Ekonomik Krizi'ne kadar uygulanan olan para politikalarına değinilecek ve son olarak Hindistan'ın 2015 itibariyle uyguladığı para politikası anlatılacaktır.

3.4.1. Kredi Planlaması (1969-1985)

1985 yılına kadar ülkede uygulanmakta olan para politikası 1969 itibariyle geçilen kredi planlamasıdır. Süreci kısaca anlatmak gerekirse 1969'da büyük bankaların kamulaştırılması, para ve maliye politikasında bir başka aşamaya işaret etti. 1969-1985 dönemi, kredi ve mali baskınlığın toplumsal kontrolü ile karakterize edildi. Bu dönemdeki para politikasının odağı kredi planlamasıydı. Hindistan 1971'de Pakistan'la savaşa girdi, 1973 ve 1979'da iki petrol fiyatı şoku ile örtüşen iki kuraklıkla karşılaştı. 1973'te Bretton-Woods küresel döviz kuru düzenlemelerinin de çöküşü yaşandı. Bu

gelişmelerin ciddi enflasyonist sonuçları oldu. Enflasyon 1972-73'te %10'dan 1973-74'te %20'ye, 1974-75'te %25'e yükseldi. 1980'ler, enflasyonun artması ve IMF'den 5 milyar özel çekme hakkı (SDR) kredisine başvurulmasını gerektiren bir ödemeler dengesi krizi ile başladı. Maliye politikasının para politikası üzerindeki baskısı fazlaydı. RBI tarafından 1956 yılında başlatılan geçici hazine bonusu sistemi, bütçe açığının otomatik olarak parasallaşmasının baskın aracı oldu. Ek olarak hükümet bankaların kaynaklarını arttırmak için 1969'da %25 olan dispoñibilite oranını kademeli olarak Temmuz 1985'te %37'ye yükseltti. Ek olarak bütçe açığının enflasyonist etkisini azaltmak için zorunlu karşılık oranları aynı dönemde %3'ten %10'a yükseltildi. Banka faiz oranı da %5'ten %10'a yükseltildi ve genel olarak bu dönemde ortalama enflasyon yıllık bazda %8,2'ye yükseldi (Tanzi, 1998; Nagaraj, 2000; Kohli, 2006A).

3.4.2. Parasal Hedefleme (1985-1998) ve 1990'lerde Ekonomik Durum

1985-1998 dönemi, para arzının kontrolü yoluyla enflasyonun yönetildiği parasal hedefleme dönemi olarak tanımlanmaktadır. Parasal hedefleme çerçevesi, Chakravarty Komitesi'nin 1985 yılındaki tavsiyelerine dayanıyordu. Bu çerçevede, işletme hedefi olarak rezerv para (M0), orta hedef olarak ise geniş para (M3) kullanılmıştır. Parasal hedefleme, reel GSYİH büyümesindeki değişiklikleri karşılamak için esnekti. Uygulamada ise gerçek ekonomik faaliyetten gelen geri bildirimler ile gösterge niteliğindeki parasal hedefleme çerçevesidir. Bununla birlikte, bu çerçeve, para politikasının yürütülmesi için istenen M3 büyüme oranı açısından nominal bir çapa sağlamıştır. Vaghul Komitesi'nin 1987 yılındaki tavsiyelerine dayanarak IBPC'ler (bankalararası katılım sertifikaları), CD'ler (mevduat sertifikaları) ve CP (ticari raporlar) gibi bazı para piyasası araçları tanıtıldı. 1985 yılında ise hükümet uzun vadeli maliye politikası oluşturdu. Ancak yüksek hükümet borçları yüzünden mali baskınlık devam etti. Banka kaynaklarının korunması amacıyla zorunlu karşılık oranları ve dispoñibilite oranları 1990'da bankaların net talep ve zaman yükümlülüklerinin (NDTL) %53,5'ine yükseldi (Vasudevan, 2002).

1990'lı yıllarda Hindistan iki defa ekonomik krizden kurtulmuş ve özellikle 1991 yılında iflasın eşliğinden dönmüştür. Bu süreçte yaşanan sorunların ardından reform süreci başlatılarak IMF ile çalışmaya başlanmıştır. Bu ilişkinin bir tarafında ekonomik

reform vaatlerinin yerine getirilememesi durumunda yatırımcıların ülkeyi terk etme riski diğer tarafında ise reformların çok zorlaması durumunda yerel muhalefetin hükümetçe yönetilememesi riski vardır. Aynı şekilde 1997-1998 Asya Mali Krizi de Hindistan ekonomisini tehdit etmiştir. İki dönemde de makroekonomik temeller çok farklı olmasına rağmen her ikisinde de siyasi istikrarsızlık ve dış şoklar yaygındı. Kısaca Hindistan'ın başarısının 1991-1997 döneminde alınan dört önemli karara atfedilebileceği ekonomistler tarafından savunulmaktadır. Bunlar devalüasyon, IMF'nin katılımı, iç mali sektörün kısmi serbestleştirilmesi ve dış sektörün kademeli olarak açılmasıdır. Hindistan'ın reform programına sahip olması, reformun hızını belirlemeye yardımcı olurken, teknokratlar ile IMF arasındaki yakın ilişki güvenilirlik sağlamıştır. Ancak yerleşik geleneksel çıkar grupları ile yeni çıkarların talepleri arasındaki denge reformun kapsamını belirlemiştir (Kurien, 1989; Panagariya, 2005; Bhattacharya, 2006).

3.4.2.1. 1991 Ödemeler Dengesi Krizi

1991 yılında Hindistan ödemeler dengesi bilançosunda yaşadığı sorunlar nedeniyle dış ödemeler krizi yaşamıştır. Yüksek mali ve cari işlemler açığı, açıkları finanse etmek için dış borçlanma, borç hizmet yükümlülüklerinin artması, enflasyondaki artış ve yetersiz kur ayarlaması krizin nedenlerindedir. 1979'da yaşanan petrol şoku, tarımsal sübvansiyonlar ve tüketime dayalı bir büyüme stratejisi mali açığı artırmıştır. Savunma harcamaları önemli ölçüde arttığından ve doğrudan vergiler giderek azaldığından 1980'lerin ortalarında açık daha da artmıştır. Sonuçta açık 1990-1991 döneminde %9,4'e yükselmiştir (Archarya, 2002). Bu dönemde Hindistan'ın cari hesap pozisyonu da kötüleşmiştir. Yabancı petrol ithalatına olan bağımlılığın artması, petrol fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı kırılganlık, yurt dışından gelen kaynak düşüşleri, güçlü iç talep (1980'lerin ortasında kamu sektörü ücret artışlarının bir sonucu olarak) ve artan borç servisi ödemeleri, 1985-1990 yıllarında cari açığın GSYİH'nin %2,2'sini oluşturmuştur. Ayrıca, ihracatta rekabet gücü, rupinin istikrarlı olarak 1979 ve 1986 yılları arasında %20 değer kazanmasından olumsuz etkilendi (Rangarajan, 1991). 1987'den sonra rupi istikrarlı bir şekilde değer kaybetti, ancak reel döviz kurları 1991 yılına kadar aşırı değerinde kaldı. Açıkları finanse etmek için Hindistan dış fonlara güveniyordu. 1985-1990 döneminde GSYİH'nin %0,1'ine denk gelen yabancı yatırım

ihmal edilebilir düzeydeydi. 1980-1985 yılları arasında dış finansman ihtiyacının neredeyse yarısı dış yardımlarla karşılandı. 1980'lerin ortalarına gelindiğinde ise hükümet ticari borçlanmaya daha fazla ihtiyaç duydu (Joshi ve Little, 1994). Düşük faizli krediler %89'dan (1980) %35'e (1990) düşmüştür (Jalan, 1992). Böylece, dış borç (kısa vadeli borçların büyük bir kısmıyla birlikte) bilançoda hâkim olmaya başlamış ve 1991-1992 yıllarında GSYİH'nin %38,7'sine ulaşmıştır. Aynı şekilde borç ihracat oranı %563'e yükselmiştir. Ekonomik zayıflıklara rağmen kırılganlığı azaltan temel faktörlerden biri özel sektör dış borçlarının olmamasıdır. Diğer birçok ülkeden farklı olarak, bireyler ve firmalar döviz cinsinden borçlanmayı arttırmamışlar ve bankacılık sektörünün yurtdışında finansal varlık tutmasına izin verilmemiştir. Bunun bir etkisi özel sektörün çıkarlarının dış serbestleştirmeye değil de iç serbestleştirmeye yönelik olmasıdır (Rodrik ve Subramanian, 2004).

İki ani dış şok, 1990-1991 yıllarındaki %3,1'lik cari işlemler açığına katkıda bulunmuştur. Birincisi, Ağustos 1990'daki Körfez krizidir ve Ortadoğu'nun Hindistan'la olan stratejik ilgisini ortaya koymuştur. 1990-1991 yıllarında petrol ithalat maliyetleri %50 civarında artarak 5,7 milyar ABD dolarına yükselmiştir (Cerra ve Saxena, 2000). Hindistan, yıllık petrol ithalatının %40'mı Irak ve Kuveyt üzerinden gerçekleştirmekteydi. Ayrıca bölgedeki gelirlerin azalması sebebiyle Orta Doğuda çalışan 185.000 Hintli işçinin görevden alınması sebebiyle bu işçilerin yükünü de üstlenmesi gerekiyordu (Malik, 1991; Nayar, 1998). İkinci şok ise küresel durgunluk oldu ve dünyadaki büyüme 1988'de %4,5'ten 1991'de %2,25'e geriledi. Hindistan'ın en büyük pazarı ABD'ye ihracatındaki artış 1991'de negatife dönmüştü. Bir diğer önemli ihracat hedefi olan Sovyetler Birliği'ndeki koşullar da kötüleşti ve 1990-1991'de Hindistan'ın ihracatı yalnızca %4 arttı. Hindistan aynı zamanda iç politik istikrarsızlıktan da acı çekiyordu. Hükümeti yöneten Ulusal Cephe koalisyonu 1990 yazında uyguladığı eylem politikaları nedeniyle ülke çapında bir krizle karşı karşıya kaldı. Sonbaharda koalisyonun en güçlü ortağı olan BJP'nin on altıncı yüzyıldan kalma bir caminin bulunduğu alanda Hindu tapınağı inşa etmek için yürüttüğü kampanya toplumsal şiddete neden oldu. Sonuç olarak BJP koalisyondan çekildi ve hükümet çöktü. Yeni kurulan azınlık hükümeti ise Şubat 1991'de tam olarak desteklenemediği için meclisten bütçeyi geçiremedi. Mayıs 1991'de ise genel seçimler için kampanya yürütülürken, eski başbakan Rajiv Gandhi öldürüldü. Yaşanan siyasi gelişmelere paralel

olarak ekonomik durum daha da kötüleşti. Eylül 1990'a kadar, yerleşik olmayanların net girişleri negatife dönmüştü. Ticari borçlanmaya erişim daha maliyetli hale geldi ve Aralık ayına kadar kısa vadeli krediler bile kısıtlandı. Döviz rezervleri Ocak 1991'de 1,2 milyar dolara kadar düştü. Yani yeni hükümetin ülkeyi devraldığı Haziran ayında rezervler yalnızca iki haftalık ithalatı karşılayabilirdi. Hindistan, tarihinde ilk defa moratoryuma yaklaştı (Ahluwalia, 2002; Archarya, 2002; Kohli, 2006B; Kolte ve Simonetti, 2018).

3.4.2.2. 1997 Asya Mali Krizi

1997 yılında Hindistan, hem 1991'deki ekonomik durumuna hem de çoğu Doğu Asya ekonomisine göre daha iyi durumdaydı. Mali açık yüksek olmasına rağmen, 1990'ların başından beri azalmıştı. Makroekonomik durum karşılaştırıldığında cari işlemler açığı 1996-1997 döneminde GSYİH'nin %1,25'ine düşmüştü. GSYİH oranı olarak dış borç (1996-1997'de %24,7), Endonezya'nın (%61,3) veya Tayland'ın (%62) dış borç oranına göre daha iyi durumdaydı. Borç servis oranı 1990'dan beri 14 puan azalarak 1996-1997'de %21,2'ye düştü. Devlete ait bankacılık sektörünün ağırlıklı olarak toplam kredilerinin yalnızca %8'i yerine getirilmeyen borçlardı. Daha iyi temeller krizin beklentilerini etkiledi. 1996 yılında IMF, Doğu Asya ülkelerinden Filipinler için %25 ve Tayland için %65 arasında değişen ödemeler dengesi (BOP) kriz ihtimaline sahip olduğunu hesapladı. Hindistan'ın olasılığı ise sadece %11'di. 1990-1991'de olduğu gibi Hindistan yine siyasi istikrarsızlık yaşıyordu (Towe, 2001). Azınlık koalisyon hükümeti, 1996-1998 döneminde kongrenin desteğini iki kez kaybetti. Mayıs 1998'de, iki aylık BJP liderliğindeki hükümet nükleer testler yaparak yaptırımlara davetiye çıkardı. Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası ve iki taraflı bağış sağlayanların taahhütleri sona erdi. Kredi derecelendirme kuruluşları Hindistan'ın notunu düşürdü ve yabancı kurumsal yatırımcılar fonlarını geri çekti. Bu çerçevede Hindistan, Rusya'dan ve Brezilya'ya kadar geniş bir alana yayılan Doğu Asya kriziyle karşı karşıya kaldı. Hindistan'daki spekülasyon baskıları Ağustos 1997'den Şubat 1998'e kadar sürdü. Mayıs 1998'de, ABD'nin Hindistan'da beş yeraltı nükleer patlaması testi yapıldığı gerekçesiyle yaptırımları arttı. 1991 ve 1997'deki baskılar, politika yapıcıların karşılaştığı uluslararası ve yerel kısıtlamaların gölgesinde yönetildi. Hindistan'daki çoğu kişi yabancı yatırımlara ve uluslararası finans kurumlarına büyük bir şüpheyle

yaklaşmışlardır. Sınırlı ekonomik kaynaklar üzerindeki kontrolün sağlanması için güçlü bir şekilde düzenlenmiş ekonomi gerekli görülmüştür. IMF ve Dünya Bankası ile 1960 ve 1980'lerde yaşadıkları deneyimler Hindistan'ın kendine güvenmesi gerektiği fikrini pekiştirdi. Ayrıca parlamenter sistemde yürütme otoritesi azınlık hükümetleri için büyük ölçüde kısıtlanmıştır. Serbestleşmeye karşı çıkan güçlü çıkar grupları (20 milyon kamu çalışanını temsil eden sendikalar ve geniş bürokrasi), yalnızca ücret faturasını etkilemekle kalmadı, aynı zamanda çok büyük bir politik kesintiye de yol açtı. Bu kısıtlamalar 1991'deki devalüasyon, 1991-1993 tarihli IMF programı, 1994 yılından itibaren kısmi iç finansal serbestleşme ve döviz kuru ve dış sektördeki kademeli değişim gibi dört temel kararın kapsamını ve hızını çeşitli şekillerde etkilemiştir (Ghosh, 2006).

3.4.2.3. 1991 Devalüasyonu

1991 yazında, azalan döviz rezervleri ile Hindistan dört seçeneği değerlendirmeye başladı. Bu seçeneklerden birincisi temerrüde düşmeydi. Aralık 1990'dan bu yana Hindistan günlük olarak borçlanıyordu, bu nedenle piyasaya duyulan güven çoktan aşınmıştı ve temerrüde düşmek kalan güvenilirliği de yok edecekti. İkinci seçenek olarak görülen özel fon arayışı ise gerçek dışıydı çünkü yerleşik olmayanlar Nisan-Eylül 1991 döneminde 1,3 milyar dolar yatırımlarını geri çektiler. Üçüncü bir strateji ise rezervlerdeki altını rehin bırakarak karşılığında para almaktı. Nisan ayında geçici hükümet 20 ton altın karşılığında İsviçre Bankası'ndan 200 milyon dolar topladı. 1991 Temmuz ayında ise İngiltere Bankası'na 405 milyon dolar karşılığında 47 ton altın sevk edildi (Bhaduri ve Nayyar, 2000). Alınan tedbirler Hindistan'ı güvenilir kılmaktaydı ancak ekonomik sorun geçici değildi ve tekrarlayan likidite sıkışmalarından kurtulmak için daha farklı önlemler gerekmekteydi. Maliye bakanı olarak atanan ve geçmişte merkez bankası başkanlığı görevini de yürütmüş olan Manmohan Singh'e göre döviz kuru düzeltmeleri yapmak, mali reformu uygulamak ve iş beklentilerini etkilemek en acil politika öncelikleriydi. Devalüasyon gerekli olmuştu ancak bazı kabine üyeleri ve cumhurbaşkanı bile yeni hükümetin güven oylaması yapılmadan bu tarz bir önlem almasına karşı çıkıyordu. Kabine onayı almak yerine Singh, Hindistan Merkez Bankası'nın (RBI) bankalar arası piyasalara günlük likiditeyi yönetmek için müdahale ettiği yeni müdahale oranını açıklayarak rupinin daha fazla düşmesine izin verme isteğinin sinyalini verdi. 1 Temmuz'da rupinin değerinde küçük bir oynama yapılarak

piyasalar test edildi ve piyasaların olumlu tepkisinin ardından 3 Temmuz'da ise ikinci bir devalüasyonla rupinin değeri sterlin karşısında %17,38 değer kaybetti. Bir azınlık hükümetinin rupiye müdahale edebilmesi piyasalarda güvenilirlik yarattı. Kriz, bazı teknokratların, girişimcilerin ve yerleşik olmayan Hintlilerin de baskısıyla iç liberalleşmeyi gündeme getirdi. Başbakanlık ofisi, maliye ve ticaret bakanlıkları ve RBI arasında yakın bir koordinasyon kuruldu ve ülkede özellikle ekonomi ve maliye ile ilgili kurumlara teknokratlar getirildi. Sonuç olarak 1991-1993 yıllarında teknokratlar, bürokrasinin üst kademelerine hâkim olmaya başladılar ve ülkenin IMF ve Dünya Bankası'nın en yüksek karar verme düzeyiyle etkileşimde bulunma fırsatı oluştu (Shastri, 1997; Corbridge ve Harriss, 2013).

3.4.2.4. IMF Programı (1991-1993)

Finansal açıdan, IMF'nin yardımı göreceli olarak düşüktü. 1991-1992 yılları arasında 1,2 milyar dolar IMF yardımı gerçekleşti. Hindistan'ın kısa vadeli borçlarının 6 milyar dolar olduğu ve borcunu döndürmek için günlük 2 milyar dolara ihtiyacı olduğu düşünüldüğünde borcunu karşılamak için IMF'nin en önemli borç veren olmadığı açıkça görülmüyordu. Temmuz ve Eylül 1990 arasında, Hindistan IMF'deki rezerv diliminden 660 milyon dolarını geri çekti. 1990'ların sonunda, rezervlerin yalnızca üç haftalık ithalatı kapsayabildiği durumlarda, Hindistan, IMF ile telafi edici finansman kolaylığı (CCFF) kapsamında 1,8 milyar dolar müzakere etmiştir. Acil durum önlemi olan CCFF çok az şart sunmuşsa da hükümet ithalatı bastırmak için sert adımlar attı. 1991 yılında teknokratlar artık orta vadeli yapısal düzenlemenin acil durum dengelemesine eşlik etmesi gerektiğine inanıyordu. Haziran 1991'de iktidara gelen kongrenin başındaki hükümet sınai ve ithalat ruhsatlarının kaldırılması, altı sektör hariç kamu sektörü münhasırlığının kaldırılması, yabancı teknolojiye erişim ve ithal ürünlerde vergi kesintisine gidilmesi gibi konularda yaygın politika değişiklikleri getirdi. Ekonomik politika nicel kısıtlama rejiminden fiyat tabanlı bir mekanizmaya geçti. Hindistan'ı farklılaştıran şey, bu değişikliklere aşamalı olarak yaklaşma arzusuydu. IMF'ye reformların yapılmasını sağlamak amacıyla yaklaşıldı. CCFF anlaşması uyarınca, Hindistan Temmuz 1991'de 221 milyon dolar ve Eylül 1991'de 637 milyon dolar çekmişti. İstikrar tedbirlerinin rezervlerin yeniden artmasını sağlaması zaman alacağından RBI gereksiz bozulma olmadan reformlar yapılması için 3 milyar dolar

gerektiğini tahmin ediyordu. Hindistan'ın Ağustos 1991 tarihli Niyet Mektubu, politika reformu için kendi önerilerini açıkladı. Kasım ayına kadar, taahhüt sözleşmeleri yirmi ay boyunca 2,3 milyar dolar vaat etti. IMF Geliştirilmiş Yapısal Uyum Programı (ESAF) kapsamında imtiyazlı kredi beklentisi de vardı. Hindistan Yardımlaşma Konsorsiyumu 6,7 milyar dolar ve 1992-1993 için 7,2 milyar dolarlık başka bir yardım vaadinde bulundu. Muhalefet partileri hükümeti Hindistan'ın egemenliğini teslim etmekle suçlasa da büyük partilerin hiçbirinin liderliğinin IMF'nin politikalarına karşı çıkmaya istekli olmadığı görüldüğünden 1991, 1992 ve 1993 bütçeleri meclisten geçmiştir (Varshney, 1998). IMF tarafından yapılan güçlü mali baskılar ve muhalefetin baskısı IMF anlaşmalarının 1993 yılında sonlandırılmasını sağlamıştır. 1993 sonunda rezervler 9,83 milyar dolara yükselmiş ve ekonomik büyüme %4'e yükselmiştir. Hindistan'ın dış desteğe bağımlı olmaması bir güç işaretiydi. Hindistan halkı enflasyona duyarlıydı ve ekonomide fiyat ayarlama maliyetini artıran yapısal katılımlar vardı. Yoksul hanelere ve çiftçilere yönelik gıda ve gübre sübvansiyonları 1991-1997 döneminde %72 arttı. Açık merkezi hükümet sübvansiyonlarının payları 1990-1996 döneminde 1,5'ten 19'a yükseldi. Kamu çalışanlarının maaşları arttı ve eyalet hükümetleri popülist politikalarını devam ettirdi. Kısaca mali açık kötüleşmeye devam etti. Ancak yeni bir IMF programının başlatılması sübvansiyonları, istihdamı ve sosyal harcamaları tehdit edeceğinden siyasi olarak mümkün görünmüyordu (Bosworth ve diğerleri, 2007).

1990'larda hükümetin reformlarını gerçekleştirmek için yardım aldığı diğer bir kuruluş ise Dünya Bankası'dır. Dünya Bankası yeni politikaları desteklemek için devreye girmiş ve Aralık 1991'de 500 milyon dolarlık yapısal bir düzenleme kredisini onaylamıştır. Sosyal güvenlik ağı programlarını desteklemek için 900 milyon dolar daha toplanmış ve Haziran 1993'te dış sektörün serbestleşmesini desteklemek için 300 milyon dolar vermiştir. Finansal desteğin ötesinde, hükümet ile Dünya Bankası arasında kapsamlı istişareler de yapılmıştır (Ghosh, 2006).

3.4.2.5. Kısmi İç Finansal Serbestleşme

1990'lardaki ekonomik baskılara karşı alınan diğer bir önlem de kurumsal reformları başlatmak ve finansal sektörü serbestleştirmek oldu. Hindistan Rezerv

Bankası'nın yasal bağımsızlığı incelenmiş ancak Hindistan ekonomisi yüksek yapısal katılımlarla karşı karşıya kaldığı için reddedilmiştir. Bununla birlikte bazı önemli kurumsal değişiklikler meydana gelmiştir. 1994 yılında, hükümet geçici hazine bonolarının kullanımına son vermeye başlamıştır (Batabyal, 2002). Borçlanmanın hükümeti daha tedbirli olmaya zorlayacağı umulsa da kısa vadeli likidite sorunlarını hafifletmek için RBI'nin merkezi ve eyalet hükümetlerine hükümetin bankacısı olarak sunduğu geçici kredi olanaklarının (Ways and Means Advances-WMA olarak bilinmektedir) sınırları arttırılmıştır. RBI ayrıca bir miktar özerklik kazanmış ve döviz kuru kontrolünü maliye bakanlığından devralmıştır. Paralel olarak bankacılık sisteminde mütevazı reformlar yapılmıştır. Bunlar arasında faiz tavanlarının kaldırılması ve kredi yetkilendirme gereklilikleri, zorunlu karşılık ve dispoñibilite oranlarının azaltılması, %100 devlet mülkiyetinin seyrtilmesi, Borç Kurtarma Mahkemesinin kurulması ve sermaye yeterlilik oranını (CAR) düzenlemek ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğü belirlemek için Basel I ihtiyati normlarının kabulü bulunmaktadır.

Bankacılık sistemi incelendiğinde yeni muhasebe normları, sistemin zayıflığını ortaya koydu. 28 kamu bankasından 1991 yılında 26'sı, 1992 yılındaysa 15'i net kar açıkladı. Buna rağmen bankacılık sektörü büyük ölçüde devlet kontrolünde kaldı. Öncelikli borç veren ve mevduat sahiplerinin çıkarlarının korunma hedefleri devam ederken, 880.000 civarında kamu bankası çalışanı tarafından yapılan muhalefet bankacılık sektöründe daha fazla değişiklik yapılmasını önledi.

Bu dönemdeki sermaye piyasası reformları daha kayda değerdi. Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (SEBI), 1992 Ocak ayında başkanlık kararnamesi tarafından bağımsız bir düzenleyici olarak kuruldu (bunu SEBI Yasası takip etti). Kasım 1992'de Ulusal Menkul Kıymetler Borsası (NSE) kuruldu. NSE'nin hissedarları büyük bankalardı. E-ticaret ise bir yıl içinde ülkedeki en çok kullanılan likit değişim aracı haline geldi ve dolandırıcılık riskini azalttı. Sonuç olarak, NSE'nin gelişi, menkul kıymetler piyasasının politik ekonomisini değiştirdi. Hem bankacılık sektörü hem de sermaye piyasası reformları, dış kırılganlığı azaltmak için gerekli kurumsal değişiklikleri harekete geçirmiştir. Doğu Asya ülkeleri ile karşılaştırıldığında, o dönemde Hindistan'ın finansal sektörü pazarın güven kaynağıydı (Shah ve Thomas, 2001).

3.4.2.6. Dış Sektörde Yaşanan Kademeli Değişimler

Hindistan'ın Asya krizine verdiği tepki döviz kuru politikasını ve dış finans sektörüne yeni bir yaklaşımı içine almaktaydı. 1991 yılına kadar, Rupi açıklanmayan para birimleri sepetine sabitlenmişti. Hindistan rupiyi 1991 Temmuz ayında devalüe ettikten sonra yeni bir sabit oranda devam edilmesi, piyasa tarafından belirlenen döviz kuruna derhal geçiş veya rejimin aşamalı serbestleşmesi gibi üç seçeneğe sahipti. Rupi 1980'lerin sonlarında yeterince hızlı bir şekilde değer kaybetmeyi başaramamıştı. Bu da cari işlemler açığı ve düşük ihracatın arkasındaki nedenlerden biriydi. Krizden sonra, yönetilen bir oranla ısrar etmenin piyasaların güvenini daha da zayıflatacağı öngörüldü. Ayrıca piyasanın belirlediği bir orana sahip olmanın rekabetçi ihracat, döviz karaborsalarının ortadan kaldırılması ve RBI'nın enflasyonu kontrol altına almak için para politikasına odaklanma yeteneğine sahip olacağı gibi belirgin avantajları vardı. Ancak spekülasyon dalgalarının olumsuz tarafı da vardı. Başka bir kriz, yeni ortaya çıkan reform çabalarını baltalayacaktı. Ayrıca piyasada belirlenen oranların kullanılmasıyla savunma ve idari ithalat ile borç hizmetinin daha büyük bir mali yük getireceği anlamına gelecekti. Bu tarz ödemelerin düşük kurdan yapılması daha makuldü. RBI'nın hedefleri döviz kuru oynaklığını azaltmak, yeterli rezerv tutmak ve döviz için bir pazar oluşturulmasıydı. Hindistan aşamalı serbestleşmeyi seçti. Mart 1992'de ikili kur rejimi (serbest döviz kuru yönetim sistemi-LERMS) tanıtıldı. İki yıl sürecek olan program hükümetle ilgili ithalatı sübvans etmek için ihracatçıları vergilendirdi. Ancak 1993 yılının Şubat ayına kadar yükselen rezervlerle Hindistan birleşik ve piyasa tarafından belirlenmiş bir döviz kurunu kabul etti. 1991 krizinden alınan en büyük ders aşırı borç tehlikesiydi. Hükümet durumu düzeltmek için erken adımlar attı ve Dış Borç Yönetimi Birimi'ni kurarak kısa vadeli borçları azaltmak ve borç yaratmayan akışları teşvik etmek için çalıştı. Toplam borç stoku azalmakla kalmadı, aynı zamanda döviz rezervlerinin oranı olarak kısa vadeli borçlar çarpıcı bir şekilde 1990-1991'de %382'den 1997-1998'de %19'a düştü. Alınan bir başka ders ise döviz rezervlerini yeniden inşa etme ihtiyacıydı. Rezervler yeterli (kısa vadeli borç ve cari işlemler açığını kapatmak için), likit (acil durumlarda kullanım için) ve şeffaf bir şekilde inşa edilmiş olmak zorundaydı. Hindistan, yerleşik olmayan Hindistanlılara tahvil ihracı yaparak likiditeyi sağlamak için önleyici adımlar attı. Bu sebeple Ağustos

1998'deki Resurgent India Tahvilleri (1998 nükleer yaptırımlarına karşılık olarak) 4,2 milyar dolar ve Ekim 2000'deki Hindistan Milenyum Tahvili 5,5 milyar dolar kazandı. RBI ayrıca aylık bazda yapılan döviz işlemlerini de yayınladı ve böylece IMF'nin Özel Veri Yaygınlaştırma Standardına uydu. 1991 yılında rezervler inşa etmek için DYY rejimi serbestleştirildi. Eylül 1992'de, kurumsal yabancı yatırımcılar ikincil piyasaya ve kısa bir süre sonra da birincil piyasaya yatırım yapabilir hale geldiler. Nitekim Hindistan hisse senedi piyasasını portföy yatırımlarına açan ilk ekonomilerden biriydi. 1996'da ise kurumsal yabancı yatırımcıların devlet menkul kıymetlerine de yatırım yapmalarının önü açıldı. Hindistan'daki yatırımın artırılması ve pazar fırsatlarının yaygınlaştırılmasıyla öz sermayenin yerel sermaye piyasasını geliştireceğine ve daha istikrarlı bir DYY'yi çekeceğine inanılıyordu. Aşamalı serbestleşmenin bir başka örneği, Ağustos 1994'te uygulamaya konan cari hesap dönüştürülebilirliğidir. Karar, 1993'teki Yüksek Düzeyli Ödemeler Dengesi Komitesi'nin tavsiyeleriyle alındı. Sermaye kaybı riskine karşı da farklı cari işlem türlerinin değerine gösterge limitler getirildi. Para biriminin “dolarlaştırılmasını” önlemek için Brezilya'ya benzer şekilde denizaşırı rupi işlemleri ve yerleşikler arasında dolar cinsinden işlemler yasaklanmıştır (Nayyar, 2002).

Daha da önemlisi, RBI dalgalanma konusunda deneyim kazanmıştır. Eylül 1993 ile Ekim 1994 arasında Hindistan, 12,2 milyar dolarlık sermaye girişi artışı yaşadı. Durumun kalıcılığından emin olamayan politika yapıcılar, ihracatın rekabetçiliğini zayıflatabilecek nominal bir takdir hakkı sağlamakta tereddüt ettiler. Sermaye girişlerinin ek ithalatı finanse edebilmesi için ticaret kısıtlamalarını gevşetmeyi düşündüler ancak bu durum politik olarak zordu. Sermaye çıkışları önündeki engellerin azaltılması rezervlerin yeniden inşa edilmesi hedefine karşı risk oluşturuyordu. RBI, rezerv gereksinimlerini artırarak ve devlet menkul kıymetlerini satarak kısmi sterilizasyon işlemine girdi, böylece ihracat üzerindeki olumsuz etkileri önledi. Piyasalara, döviz kurundaki gerçek dışı oynaklığa izin vermek istemediğinin sinyalini verdi (Joshi, 2003).

Haziran 1997'de, Tarapore Sermaye Hesabı Serbestleştirme Komitesi Sermaye hesabı dönüştürülebilirliğini (CAC) tanıtmak için üç yıllık bir plan önerdi. Planın amacı daha düşük mali açık, hedeflenen bir enflasyon oranı ve daha az geri dönmeyen

varlıklar yaratmaktı. Döviz rezervleri artıyordu ve hizmetler sektörü önem kazandıkça cari işlemleri sermaye işlemlerinden ayırmak gittikçe zorlaşıyordu. 1991'den beri dönüştürülebilirliğe ilgi gösteren üç grup ortaya çıkmıştı. İlk olarak, kurumsal yabancı yatırımcılar hem yatırım yapma hem de istedikleri zaman para çekme özgürlüğünü istediler. Yerleşik olmayan yerliler de sermaye çıkışları üzerinde sınırlama olmaksızın yatırım yapmak için uygun teşvikler istedi. Son olarak 1990-1997 yılları arasındaki borsa kapitalizasyonunda altı kat artış sağlayan şirketler ve bireylerin bir kısmı daha serbest sermaye akışları istedi. Ancak Asya Mali krizi tehlike arz etti. Daha önceki deneyimlerine benzer olarak, RBI piyasaya müdahale etti. Yabancı para cinsinden vadeli satışlar Ağustos 1997'de ihmal edilebilir seviyelerden Ocak 1998'de 3 milyar dolara yükseldi. Kasım 1997'de, RBI enflasyonu kontrol etmek için sıkı bir para politikası izledi. Buna rağmen, rupi Eylül 1997-Haziran 1988 arasında %16,7 değer kaybetti. Ancak bu etki şiddetli değildi. GSYİH büyümesi 1997-1998'de %4,8'e geriledi ancak 1998-1999'da tekrar %6,5'e yükseldi. Aralık 1998'e kadar rezervler 27 milyar dolara ulaşmıştı ve 1999'un sonunda 35 milyar dolara yani kriz öncesi dönemin de üstüne yükseldi. Cari işlemler açığı bile 1998-1999 döneminde GSYİH'nin sadece %1'ine düştü (Ariyoshi ve diğerleri, 2000).

Sonuç olarak 1990'ların ikinci yarısına kadar, RBI likidite yönetimi operasyonlarında doğrudan piyasa araçlarını terk ederek dolaylı piyasa araçlarını kullanmaya başladı. Parasal hedefleme döneminde enflasyon, 1990-1993 ve 1994-95 dönemleri hariç tek haneli kaldı. 1985-1998 arasındaki 13 yıllık parasal hedefleme döneminde, reel GSYİH yıllık %5,4 oranında, toptan eşya fiyat enflasyonu yıllık %8,0, tüketici fiyat enflasyonu %9,1 oranında arttı. Ayrıca, 1990'lı yıllarda Hintli firmaların yurtdışına işlerinin genişletilmesi için yatırım yapmalarının önü açıldı ancak yabancı finansal varlıklara sahip olmalarına izin verilmedi. Kurumsal yabancı yatırımcılar anapara, faiz ve sermaye kazançlarını ülke dışına yönlendirebilirdi, ancak kısa vadeli sermaye kazançları yerli yatırımcılara göre daha yüksek oranda vergilendirilecekti. Amaç açıktı: Hükümet yabancı yatırımları belirli kaynaklardan ülkeye çekmek istedi fakat diğer işletmelerin sermaye işlemlerini kısıtladı. Sermaye kontrolleri, dış krediye aşırı bağımlılığı, düzenlenmiş sermaye uçuşunu ve bölgesel döviz riskine maruz kalmayı minimuma indirdi ve 1991 krizinden sonra alınan önlemler sayesinde Hindistan 1997 Asya Mali Krizi'nden olabilecek en az hasarla çıkmayı başardı (Ghosh, 2006;

Schelkle, 2005; Pedersen, 2008; Mallick ve Marjit, 2008).

3.4.3. Çoklu Göstergeler (1998-2015)

Anlatıldığı üzere, 1997-98'de Hindistan ekonomisi Doğu Asya krizinin etkileriyle mücadele etmek zorunda kaldı. Merkez Bankası, faiz oranını sermaye çıkışlarını engellemek için keskin bir şekilde 200 baz puan arttırarak %11'e çıkarmak zorunda kaldı. Finansal piyasalarda istikrar sağlanabilse de reel GSYİH büyümesi yavaşladı ve ardından faiz oranı Nisan 1998'e kadar 3 aşamada %9'a düşürüldü. Para politikası açısından bakıldığında, 1997-98 yılı para politikasının bir aracı olarak faiz oranının yaygın kullanıldığı bir aralıktı (Bu dönemde banka faiz oranlarını 7 kez değiştirmiştir). Bundan önce ise faiz oranı ödemeler dengesi krizi sonrasında 1991 yılında sadece iki kez değiştirilmişti. 1990'lı yıllarda finansal piyasadaki çeşitli bölümleri geliştirmek için alınan tedbirler dikkate alındığında, finansal sektörde belirgin bir derinleşme yaşandı. Bu, politika sinyallerinin faiz oranları gibi dolaylı araçlarla aktarımındaki etkinliği önemli ölçüde artırdı. Finansal serbestleşme ve artan parasal yönetim karmaşıklığının getirdiği zorlukları kabul eden RBI, 1998-99 yıllarında yalnızca para arzı tahminiyle parasal hedefleme olan para politikasının kesin olarak yetersiz olabileceğini belirterek çoklu göstergeler yaklaşımına geçti. Çoklu göstergeler yaklaşımı altında, geniş para (M3) bilgi değişkeni olmaya devam ederken, para politikasını formüle etmek için oran kanallarına daha fazla önem verilmiştir. Finansal piyasaların farklı kesimlerinde faiz oranları veya getiri oranlarını içeren bir dizi makroekonomik gösterge, para politikası oluşturmak için çıkarımlarda bulunmak amacıyla çıktı verileriyle yan yana getirilmiştir. Burada para birimi, bankalar ve finansal kuruluşların kredileri, mali durum, ticaret, sermaye akımları, enflasyon oranı, döviz kuru, refinansman ve yüksek döviz bazında mevcut olan döviz işlemleri ile ilgili diğer göstergeler de kullanılmıştır. Sonuç olarak, para politikası işlemleri, çeşitli bilgilere dayanarak daha geniş bir hale geldi ve para yönetiminde esneklik sağladı. Çoklu göstergelerin yaklaşımı gelişmeye devam etmiş ve ileriye dönük göstergeler ve ayrıcalıklı zaman serisi modelleri paneliyle daha da artırılmıştır. İleriye dönük göstergeler, RBI'nın sanayi görünüm anketi, kapasite kullanım anketi, profesyonel tahminciler anketi ve enflasyon beklentileri anketinden alınmıştır. Bu göstergeler ve modeller üzerinden yapılan değerlendirmeler büyüme ve enflasyon projeksiyonuna eklenir. 1998-99 yıllarında, çeşitli ulusal ve uluslararası

belirsizliklere rağmen, ekonomi oldukça iyi bir performans göstermiştir. Aynı dönemde ayrıca sabit oranlı repo işlemlerinin aktif kullanımı yoluyla bir likidite yönetimi stratejisi uygulanmıştır. Uzun vadeli faiz oranını etkilemek için, banka oranı Mart 1998'de %10,5'ten Mart 1999'da %8'e düşürülerek üç kez revize edilmiştir. 1999-2000'de Kargil çatışması ve petrol fiyatlarındaki keskin artış gibi bazı zorlu iç ve dış gelişmelere rağmen Hindistan ekonomisi daha yüksek bir reel GSYİH artışı kaydetti. Parasal ve finansal koşullar 2001-02'de sabit kalmaya devam etti. 2002-03 para politikası ve kredi politikası, düşük enflasyon, finansal piyasalarda yeterli likidite, devam eden sermaye girişi ve döviz rezervlerinde önemli bir artış şeklinde olumlu gelişmelerle güçlendirildi. 2003-04'te ise yüksek büyüme görüldü ve beraberinde yakın vadeli görünümde iş iyimserliği ve tüketici güveni de getirdi (Bag ve Gupta, 2010; Aleem, 2010; Benes ve diğerleri, 2017).

İlginç bir şekilde RBI, küresel gelişmelerin yerel para politikası üzerindeki etkisini de kabul etti. Yapılan açıklamada sınırlar arasında artan finansal entegrasyonla birlikte, para politikasının davranışının giderek daha karmaşık hale geldiği belirtildi. Ayrıca mevcut dönemde para politikasının karşılaştığı belirsizliklerin çoğunun esasen uluslararası nitelikte olmasının tesadüfi olmadığı belirtildi. Son olarak da enflasyonun sadece iç ekonomik faaliyetlerle değil, aynı zamanda sermaye akışından kaynaklanan likidite ve uluslararası emtia fiyatlarındaki hareketler tarafından da yönetildiği belirtildi.

Haziran 2000'de bankaların geri alım sözleşmeleri yoluyla borçlanmalarını sağlayan bir para politikası olan LAF'in (likidite ayarlama tesisi) repo ihaleleri ile açılması, likiditeyi yönetme ve oran değişkenlerini etkilemeye yönelik yönetme yardımcısı olarak önem kazanmasını sağlamıştır. Büyük ve kalıcı sermaye akımlarından kaynaklanan likidite baskılarının yönetilmesi amacıyla, sterilizasyon işlemleri, LAF (likidite ayarlama tesisi) ve Piyasa İstikrar Programı (MSS) tarafından desteklenen açık piyasa işlemleri aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Hindistan ekonomisinin küreselleşmesinin artması ve finansal piyasaların daha fazla entegrasyonu ile birlikte, yılda iki kez para politikası yapma sıklığının yetersiz kaldığı ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple, RBI para politikası oluşturma sürecinde önemli değişiklikler olduğunu açıkladı. Para politikasında danışma sürecinin daha da güçlendirilmesi amacıyla, Temmuz 2005'te RBI, para ekonomisi, merkez bankacılığı, finansal piyasalar ve kamu

alanlarında uzman olan para politikası ile ilgili bir Teknik Danışma Komitesi (TACMP) kurmuştur. Komite'nin makroekonomik ve parasal gelişmeleri gözden geçirmek ve para politikası duruşuna ilişkin Rezerv Bankası'na tavsiyelerde bulunmak için en az her çeyrekte toplanması gerekiyordu. Bununla birlikte, RBI gelişen koşulların gerektirdiği şekilde özel önlemler alma esnekliğini korurken her çeyrekte bir para politikası ilanına geçmiştir. Serinin ilk örneği olan İlk Çeyrek İnceleme, Temmuz 2005'te yayınlandı. Hindistan ekonomisi, 2006-2007'de sona eren dört yıllık dönemde yıllık %8,6'lık bir büyüme kaydetti. Daha hızlı büyüme ve gıda ve ham petrol fiyatlarından kaynaklanan arz şokları nedeniyle altta yatan enflasyonist baskılar da artış gösterdi. Bu, RBI'nın sadece TEFİ manşetinde orta vadeli tavan enflasyonunu %5 olarak yinelemesine değil aynı zamanda enflasyon konusunda daha iddialı bir hedef belirlemesine neden oldu. RBI, Hindistan'ın küresel ekonomiyle sürekli gelişen entegrasyonunu ve bu konudaki toplumsal tercihleri kabul ederek enflasyonun politika ve beklentilerini %4-4,5 aralığında şartlandırmıştır. Bu, Hindistan'ın sorunsuz küresel entegrasyonunu sağlamak için enflasyonun %3 civarında olmasını arzu ederek orta vadede kendi kendine hızlanan büyümenin korunmasına yardımcı olacaktır. Öte yandan, Hindistan'da, toptan fiyat endeksi, kısmen yüksek frekansta (haftalık bazda) ve kısmen de tüketici fiyat endeksinin kapsamlı bir ölçütünün bulunmamasından dolayı enflasyonist baskıların değerlendirilmesinde kilit bir önlem olarak ortaya çıkmıştır (Mohanty, 2010; Patra ve Ray, 2010; Raj ve diğerleri, 2011).

3.4.4. Esnek Enflasyon Hedeflemesi (2015'ten itibaren)

Enflasyonist baskılar ve toptan eşya fiyat ve tüketici fiyat endeksi arasındaki kalıcı farklılık nedeniyle, RBI para politikası çerçevesini gözden geçirmeye gitti. Yıllık TÜFE'nin altı yıl boyunca çift haneli rakamlarda olması sebebiyle enflasyonu dizginlemek ve enflasyon beklentilerini sabitlemek için güvenilir bir nominal çapa oluşturmak önemliydi. Bu çerçevede, RBI para politikası çerçevesini revize etmek ve güçlendirmek için bir Uzman Komitesi oluşturmuştur. Uzman Komite'nin tavsiyesinin ardından, Rezerv Bankası, tüketici fiyat enflasyonunu Ocak 2016'ya kadar %6'ya düşürmek için rota belirlemiştir. Hükümetle yapılan anlaşmanın ardından RBI yasası değiştirilerek 2016-17 mali yılından itibaren yüzde +/- 2 bandında %4 tüketici fiyat enflasyonu hedefi olan resmi bir FIT (esnek enflasyon hedeflemesi) çerçevesi kabul

edildi. Ekonomi, geniş tabanlı enflasyondaki düşüş eğiliminde kalmaya devam ettiğinden ve küresel ekonominin toparlanmasının güçlenmesiyle büyümeyi desteklemek amacıyla politika repo oranı Ocak 2015-Nisan 2016 arasında 150 baz puan düşürüldü. RBI'nın izlediği rota başarılı olmakla kalmamış, 2016-17 için enflasyon hedefi de karşılanmıştır. Buna göre TÜFE, 2015-16 döneminde %4,9 ve 2016-17'de %4,5'e gerilemiştir.

2000'li yıllardan bu yana enflasyon sürecinin temel özelliklerinin anlatımı, altta yatan enflasyonun yukarı doğru kaymasına neden olan kilit bir faktör olarak açık bir nominal çapanın bulunmadığına işaret etmiştir. Nominal çapanın yokluğunda gıda ve petrolde yaşanan nispi fiyat şokları hızlı bir şekilde kalıcı bir genelleştirilmiş enflasyonist sürece çevrilir. Gıda fiyat şoklarının, özellikle de enerji fiyat şoklarının Hindistan'daki enflasyon dinamiklerini şekillendirmedeki büyük rolü, enflasyonu ve enflasyon beklentilerini sabitlemek için güçlü bir nominal çapa ihtiyacının altını çizmektedir (Singh, 2014; Anand ve diğerleri, 2014; Benes ve diğerleri, 2017).

3.5. Endonezya'da 1980 Sonrası Ekonomik Gelişmeler ve Uygulanan Para Politikaları

Endonezya ekonomisinde 1980 yılı sonrası yaşanan önemli ekonomik gelişmeler incelendiğinde 1980'lerde negatif dış şoklar ve ihracat odaklı sanayileşme ile sonuçlanan politika reformları, 1997-1998 Asya Ekonomik Krizi ve 2001 yılından sonra oluşan âdem-i merkeziyetçilik yani devletin yetkilerinin azaltılarak yerel yönetimlere kaydırılması dikkat çekmektedir.

3.5.1. 1980'lerde Yaşanan Ekonomik Gelişmeler ve Olumsuz Dış Şoklar

1979'da petrol fiyatlarındaki artış ve diğer ihracat ürünleri için yüksek fiyatlar, Endonezya'ya 1980'de başlayan küresel durgunluğa karşı geçici bir koruma sağladı. Dünya genelinde GSYİH büyümesi 1979'da %3'ten 1980'de ve 1981'de %2'ye düştü. Bununla birlikte Endonezya'da ise GSYİH 1979'da %6'dan 1980'de %8'e ve 1981'de %7'ye yükseldi. Küresel çöküş 1982'de Endonezya'ya ulaştığında, büyüme oranı %0,3'e düştü ve cari işlemler açığı GSYİH'nin %1'inden %6'ya çıktı. Cari işlemler açığındaki artış kısmen yüksek borçlanma oranlarının bir sonucuydu. Ancak

Endonezya'nın resmi dış borçlarının çoğu, sabit faizli orta ve uzun vadeli borçlardı ve faiz etkisi nispeten küçüktü. Bununla birlikte, ticaret ve faiz oranlarındaki değişiklikler, toplam dış borç servisi ihracat oranını 1981'de %8,2'den 1984'te %14,7'ye yükseltti. Japon yeni, 1985'ten itibaren ABD doları karşısında değer kazanmaya başladığında, Endonezya'nın dış (kamu) borç servisi 1984'te 3,3 milyar dolardan 1986'da 4,4 milyar dolara fırladı çünkü dış borcun yüzde 40'ından fazlası yen cinsindendi. Bu değişiklik, 1986 yılında petrol fiyatlarındaki düşüşle birlikte toplam dış borç servisi ihracat oranının %29'a yükselmesine neden oldu. Dış borç durumu kritik olmasa da ciddi hale geldi. 1983-88 dönemindeki en büyük şoklar 1985'ten sonra meydana geldi. Faiz oranı ve döviz kuru şoklarının etkileri, 1986'da petrol fiyatındaki keskin düşüşe kıyasla küçüktü (Ahmed, 1989). GSMH cinsinden ifade edilen döneme ilişkin ortalama değerler, faiz oranlarındaki değişim için %0,1, döviz kurundaki değişim için %0,3 ve petrol fiyatlarındaki düşüş için %8,9 olmuştur. Petrol fiyatlarındaki düşüş Endonezya'ya 1986'da GSMH'sinin neredeyse %16'sı kadara mal oldu (Woo ve diğerleri, 1994; Wie, 2003).

3.5.1.1. Verimliliğin Arttırılması Çabaları

Dış şoklar, 1982 ve 1983'te Endonezya'nın cari işlemler açığını büyük ölçüde genişlettiğinde, Endonezya olası bir ödemeler dengesi krizini önlemek için birkaç adım attı. Kamu yatırım programlarını kesti, para politikasını sıkılaştırdı, Mart 1983'te rupiyi %38 oranında devalüe etti, ithalat kısıtlamaları getirdi ve bazı ihracat teşvik tedbirleri getirdi. Kaynak seferberliği, ödemeler dengesi baskısını azaltmanın bir yolu olarak da vurgulandı. Finansal sistem tasarruf ve yatırım arasındaki boşluğu azaltmak ve sermaye uçuşunu engellemek için serbest bırakıldı. Vergi sistemi daha fazla gelir elde etmek için yeniden düzenlendi.

Petrol fiyatı 1986'da Ocak ayındaki değeri olan varil başına 28 dolardan, Ağustos ayında varil başına 10 dolardan düşük bir değere indiğinde, hükümet ek ayarlama önlemleri aldı. Rupi bu sefer %45 oranında devalüe edildi, yerel bir sermaye piyasasının gelişimi hızlandı ve politika değişikliği yapıldı. Birincisi, ödemeler dengesini iyileştirmek ve ihracatın tanıtımına daha fazla önem vermek için ithalat üzerindeki nicel kısıtlamaları terk etmekte. İkincisi, 1984'te GSYİH'nin %10,2'sinden 1986'da %8,5'e,

1987'de %7,9'a düşen kamu yatırımını daha da azaltmaktı (Radalet, 1996; Elias ve Noone, 2011).

1983-85 reformları ile 1986-90 reformları arasındaki temel fark, ticaret yaklaşımlarıydı. İthalat kısıtlamalarının geniş kullanımı, olumsuz bir arz yönlü faktör oluşturuyordu çünkü çoğu ithal edilen ara girdilere ithalat kısıtlamaları yerleştirilmişti. Bu ara girdilerin birçoğu ticaret sektörü tarafından yoğun bir şekilde kullanıldığından, ithalat kısıtlamaları dolaylı olarak ticarete konu olmayan ürünlerin üretimini teşvik ediyordu, bu yüzden ticaret açığını azaltma hedefini de zayıflatıyordu. Ticaret sektörüne yönelik bu ayrımcılığın ilk ciddi tersine dönmesi, Mayıs 1986'da ihracatçıların küresel piyasa fiyatlarından girdi satın almalarına izin verme kararıyla başladı. Daha sonra ithalat kısıtlamaları sistemi, özellikle Ekim 1986 ve Kasım 1988 ticaret reformları ile büyük ölçüde azaltıldı (McLeod, 1994).

Petrol ve LNG kaynaklı olmayan ihracat sektörünün tepkisi dikkat çekiciydi. Petrol ve LNG dışı ihracatın değeri 1982-83 yıllarında 3,9 milyar dolardan 1983 devalüasyonundan sonra 1983-84'te 5,4 milyar dolara yükselmiştir. 1986 devalüasyonundan ve ilk iki ticaret reform paketinden sonra 1986-87'de 6,7 milyar dolara ve Kasım 1988'deki büyük ticaret serbestleşmesinden sonra 1989-90'da 14,3 milyar dolara yükselmiştir. Bu politikaların petrol ve LNG dışı ihracatın teşvik edilmesindeki başarısı ihracat artışında GSYİH oranı olarak görülebilir: 1982-83'de %4,2, 1983-84'te %7,7, 1986-87'de %9,4 ve 1989-90'da %15,9'dur.

Endonezya ekonomisinin girdi-çıkıtı katsayılarındaki değişiklikleri takip eden Azis (1989), üretilen ihracattaki artışın istihdam için iyi olduğunu göstermiştir. Azis, aynı zamanda serbestleştirme paketleri ve devalüasyonların ihracatın, bir işlemde kullanılan emeğin (sermayeye kıyasla) göreceli oranı olan emek yoğunluğunu artırdığını ortaya koymuştur. Buna göre üretilen ihracatın her bir ek milyon rupisi (1980 fiyatlarına göre), 1975'te 1970'e göre 0,2 çalışanın, 1980'de 1975'e göre 0,5 çalışanın, 1985'te 1980'e göre 0,6 çalışanın ve 1988'de 1985'e göre 1,6 çalışanın yer almasını sağladı. 1985-88 döneminde üretimin emek-yoğunluğundaki artış reel ücretteki artışın ana nedeniydi (Prawiro, 1998; Hofman ve diğerleri, 2004).

3.5.1.2. Devlet Harcamalarının Gelir Eksikliği ile Başa Çıkmak İçin Azaltılması

Endonezya'da 1980 mali yılının OPEC fiyat artışı sonrası olması ve 1984 ve 1987 mali yıllarının da petrol fiyatlarındaki çöküş sonrası olması sebebiyle 1980 dönemini 3 farklı periyotta incelemek daha yerinde olacaktır. 1980 yılı ikinci OPEC fiyat artışından hemen sonraki yıldır ve 1984 ve 1987 mali yılı, petrol fiyatlarındaki çöküşün her aşamasından hemen sonraki yıllardır.

1980 ve 1984 yılları arasında toplam harcamalardaki 1 milyar rupi artışa ilişkin dikkat çeken nokta bu artışın %131 oranında artan borç servis ödemelerinden gelmesidir. 1980-84 döneminde cari harcama 0,4 milyar rupi kesilse de sermaye harcaması 0,3 milyar rupi arttırılmıştır. Bir diğer gerçekse hükümetin tepkisinin, altyapı yatırımları yapmaya devam ederek ekonomik büyümeyi yolunda tutmak olduğunu ortaya koymuştur. Gelir, 0,2 milyar rupinin altına düştüğü için, altyapı yatırımlarının bu şekilde devam etmesi, yurt dışından daha fazla borç alınarak dış borç servisindeki artışın kabul edilmesi anlamına geliyordu.

Dış borç durumu 1984 ile 1987 arasında, yen'in değer kazanması nedeniyle büyük ölçüde kötüleşti ve 1984-87 dönemindeki borç servisi, 1980-84 yılındakine göre 2,5 milyar rupi (veya %142) daha fazla hale geldi. Daha muhafazakâr bir dış borç yönetimine olan ihtiyaç, hükümetin artık dış borçlanma yoluyla yatırım harcamalarını sürdürmeyeceği anlamına geliyordu. İkinci dönemde sermaye harcaması 1,1 milyar rupi (%23) daha düşüktü ve sadece elektrik, konut ve su arzı gibi yatırım projelerinde yatırım harcamalarının yükselmesine izin verildi. Bazı gözlemciler, 1980'lerde yapılan bütçe kesintilerinin yoksullar üzerindeki etkisini hafifletmek için seçici bir şekilde yapıldığını iddia etmişlerdir (World Bank, 1990). Bu iddiayı destekleyen en kapsamlı kanıt, her bir kategorideki gerçek harcamaların beş yıllık planlarda açıklanan planlanan harcamalara oranını hesaplayan Thorbecke (1991) tarafından sunulmuştur. Toplam cari harcama oranı ile karşılaştırıldığında, cari harcamaların eğitim ve sağlıkla ilgili oranının 1984'te (0,9'a karşı 0,8) daha yüksek ve 1987'de (0,7) eşit olduğunu tespit etti. Ayrıca, toplam sermaye harcaması oranına kıyasla, 1984 ve 1987 yıllarında tarıma yapılan yatırım oranı daha yüksekti (sırasıyla 1,3'e karşı 0,9, 0,8'e karşı 0,8). Thorbecke,

Endonezya hükümetinin yoksul kesimleri büyük harcamalardan korumak için özel harcamalarda bulunduğunu belirtti. Yoksulluk önemli bir kaygıydı, ancak hiçbir şekilde egemen kaygı değildi. Kırsal yoksulluğu hedef alan en önemli üç program için 1987 yılında kullanılan toplam fonun 1980'deki ile aynı olması ve toplam bütçenin yalnızca %7'sini oluşturması hükümetin yoksulluk karşıtı politikalara öncelikli önem vermediğini göstermiştir. Kanıtlar, altyapı yatırımlarının sürdürülmesinin ve kamu hizmeti ücretinin iyileştirilmesinin daha önemli öncelikler olduğunu ortaya koymaktadır. Daha uzun vadeli bir perspektiften bakıldığında, altyapı yatırımının, ekonomik büyümeyi hızlandırarak, Thorbecke tarafından belirlenenlerden daha etkili yoksulluk karşıtı program olabileceği iddia edilebilir (Woo ve diğerleri, 1994; Prawiro, 1998).

3.5.1.3. Finansal Baskıların Sonuçları

Endonezya finansal sisteminin en önemli özelliği devlet bankalarının ezici hakimiyetiydi. 1970'ler boyunca beş devlet ticaret bankası ve devlet kalkınma bankası toplam varlıkların ve toplam mevduatın yaklaşık yüzde 80'ini oluşturuyordu. Bu altı banka, her bir kredi kategorisindeki özel sektörlerini ve yabancı banka rakiplerini gölgede bıraktı. Aralık 1982'de tüm bankacılık sisteminin ödünç aldığı işletme sermayesinin %72'sini, yatırım sermayesinin %95'ini ve tüketici kredilerinin %57'sini sağladılar. Devlet bankalarının güçlü pozisyonunun temel nedeni, Endonezya Bankası'nın (BI) hedef kitlelere kredi kullandırdığı araçlardı. Bankalar Merkez Bankası'ndan çok düşük faiz oranları ile "likidite kredisi" aldılar ve Merkez Bankası tarafından belirlenen yüksek faiz oranlarında kredi kullandırdılar. Merkez Bankası kredisinin ödeme aracı olması nedeniyle bu garantili kâr marjına ek olarak, devlet bankaları, devlet işletmelerinin işleyen bakiyelerini yatırabilecekleri tek finansal kurum olarak belirlenmiştir. Devlet bankalarının hâkim durumu, yeni şubeler kurma başvurularında devlet bankalarını tercih etme politikasıyla daha da güçlendi. Hedeflenen faaliyetlerin hızlı bir şekilde büyümesini sağlamak için, devlet ticari bankalarının borç verme faiz oranları yerel özel bankaların oranlarının altında kaldı. Devlet ticari bankaları tarafından verilen kredinin %93'ü o dönemki %13,5'lik faiz oranının altındayken yerli özel banka kredisinin sadece %9'u ve yabancı banka kredisinin %3'ü bu oranın altındaydı. Buradaki temel gerekçe devlet bankalarının kalkınma ajanları

olması gerektiğidir. Bunun anlamı, bazen devlet bankalarının, hükümet tarafından verilen rol ve iş dünyasının beklentileri nedeniyle normal bir bankanın alacağından daha fazla risk almak zorunda kalmalarıdır. Devletlerin bankalara ödeme işlevlerinden dolayı oluşturduğu dört faktörlü garantili gelir kombinasyonu, devlet bankalarının baskın pozisyonunu korumak için giriş engelleri koyması, sübvansiyonlu faiz kredileri ve normal risk değerlendirme prosedürlerinden feragat edilmesine ilişkin direktif kaotik ve verimsiz finansal sistemin ortaya çıkmasını sağladı. Örneğin gıda sektörüne verilen krediler, yüksek temerrüt oranı göz önüne alındığında, neredeyse hibe sayılırdı çünkü 1980-81 yılında bu kredilerin temerrüde düşme oranı devletin oluşturduğu BIMAS kredisi için %60 ve pirinç üretimi kredisi için %82'ydi (Barichello ve Flatters, 1991).

3.5.1.4. 1983 Finansal Piyasa Reformları

Petrol fiyatı 1982 yılında düşmeye başladığında, Merkez Bankası likidite kredilerinin devlet bankalarına akışını azaltarak iç emilimi azaltmaya çalıştı. Bu işlem devlet bankalarının kârını iki şekilde azalttı. İlk olarak, hedeflenen kredinin ödenmesi için garanti edilen kâr marjını azaltmıştır. Bu büyük bir kayıptı çünkü Ağustos 1982 düzenlemesinden önce, devlet bankası kredisinin %1'inden azı likidite kredisi ile yeniden finanse edilmedi (World Bank, 1983). İkinci olarak, devlet bankalarının mevduat ve borç verme oranları kontrol edilirken, özel bankaların borç verme oranları kontrol edilmedi. Özel bankalar mevduat oranlarını yükselterek devlet bankalarından özel bankalara büyük miktarda para transferi oluşmasını sağladı ve likidite sıkışıklığından yararlandı. 1983 yılının mart ayında, hükümet vadesi altı aydan az olan mevduatlardaki faiz oranları kontrolünü kaldırarak devlet bankalarının kötü durumuna yanıt verdi. Ancak, bankacılık sisteminin mali sorunları, hükümeti iki seçeneğe itti: devlet bankalarını sübvansiyon etmek veya bankaların kendi kendini desteklemesi için sektörü yeniden yapılandırmak. Hükümet ilk seçeneği göze alamazdı ve ödemeler dengesi krizi karşısında birikimlerin piyasaya sokulmasını güçlü bir şekilde savundu. Petrol geliri ile beslenen refahın azalması, yatırım fonlarının etkin bir şekilde tahsis edilmesi yoluyla ekonomik büyümenin teşvik edilmesinin önemini vurguladı. Sonuç olarak Haziran 1983'te kapsamlı bir reform paketi açıklandı. Kredi tavanları kaldırıldı, mevduat ve borç verme faiz oranları serbest bırakıldı ve doğrudan Merkez Bankası kredileri için uygun programların sayısı azaltıldı. Aynı zamanda, nominal faiz

oranlarındaki artışla büyük ölçüde reel faiz oranlarını yükselterek tasarrufun teşvik edilmesi amaçlandı. Merkez Bankası'nın para arzı üzerinde daha iyi kontrol yapabilmesi için gerekli reformlar Şubat 1984'te gerçekleşti. Merkez Bankası haftalık olarak kendi borç tahvillerini "Sertifikat Bank Indonesia" (SBI) satmaya başladı ve finansal kuruluşların borç alabilmesi için bir reeskont penceresi açtı. Reeskont penceresinde borçlanma, mevduatın %5'i ile sınırlıydı. Merkez Bankası daha sonra, bankaların SBI'leri almak için rezervleri kullanmalarını teşvik etmek amacıyla fazlalık rezerv faiz ödemelerine son verdi. Ancak SBI satışı banka rezervlerini kontrol etmek için yetersizdi. Eylül ve Ekim 1984'te, ödemeler dengesinin bozulmamasıyla başa çıkmak için devalüasyon olacağı beklentisi üzerine ticari bankalardan rupi yatırımlarının büyük oranda çekilmesi söz konusuydu. Sermaye çıkışı o kadar büyüktü ki, ticari bankalardan rezerv kaybı derhal tasfiye edilebilecek kredi miktarını aştı. Yasal mevduat münzam karşılığı gerekliliğini yerine getirmek için gereken rezerv tutarının reeskont penceresi borçlanmasındaki yasal limiti aşmasıyla bankalararası faiz oranı yükselmişti. Devlet müdahalesinin yokluğunda, denge, ancak yeni iç faiz oranı, yabancı faiz oranının toplamına ve beklenen amortisman miktarına eşit veya ondan daha büyük olduğunda düzeltilecekti. Bu faiz oranı da bankacılık sisteminin rezervlerini artıracak ve böylece bankaların zorunlu rezervlerini karşılamalarını sağlayacak bir sermaye girişi olacaktı. Bankalar arası faiz oranı 7 Eylül 1984'te yıllık bazda %80'e ulaştığında, hükümet, çok fazla firmanın yüksek geçici işletme maliyetiyle başa çıkamayıp iflase zorlanacağından korkarak faiz oranı mekanizması ile rezerv ihtiyacının geri kazanılmasına karşı çıkmıştır. Ayrıca, Merkez Bankası rezervleri finansal sisteme pompalamak için özel bir kredi kurumu açmış ve bankalararası faiz oranı düşmüştür (Woo ve diğerleri, 1994).

Merkez Bankasınınca uygulanan genişleyici para politikası döviz kurunun cari değerini ödemeler dengesi bilançosu ile uyumsuz hale getiren yüksek iç emilimin sürdürülmesine yönelik bir istek olarak yorumlandı. Böyle bir yorum sermaye artırımını arttırmış ve iç faiz oranlarının yükselmesini sağlamıştır. Hükümet bu nedenle, sermaye uçuşunun Haziran 1987 ve Şubat 1991 arasında tekrar gerçekleştiği zaman sermaye uçuşunu durdurmak için faiz oranlarını daha da yükseltmek için para arzında ani daralmalara yol açtı (Goeltom, 2007).

Bankacılık sistemindeki rezerv miktarını arttırmak için 1984 yılında özel bir kredi

tesisinin kurulması gerekliliği, Merkez Bankası'nın para arzını hızla kontrol etmek için kurumsallaşmış bir prosedürü olmadığını ortaya koydu. Merkez Bankası'nın vermiş olduğu borç senetlerinin tutarı, Merkez Bankası'nın rezervleri önemli ölçüde artırabilmesi için çok küçüktü. Ekim 1984 deneyimi, BI'yı ticari bankalar tarafından tutulan kambiyo senetlerini alıp satabilecekleri ve rezerv miktarını kontrol etmek için başka bir para piyasası tesisi kurması gerektiği konusunda ikna etti. Buna göre, Şubat 1985'te SBPU (Surat Berharga Pasar Uang) adlı yeni bir para piyasası aracı oluşturuldu. Endonezya üç tür SBPU yarattı: uygun finans kurumları tarafından verilen senetler; uygun finansal kurumların müşterileri tarafından borçlanırken verilen senetler ve üçüncü taraflarca verilen ve uygun finansal kuruluşlar tarafından onaylanan döviz faturaları. SBPU'ların vadeleri başlangıçta bir ila üç ay, daha sonra altı ay olarak belirlendi. Ancak, sonunda, SBPU'ların %98'i bir ila on dört günlük vade tarihine sahip olan senetler şeklindeydi (Booth, 1986; Cole ve diğerleri, 1998).

3.5.1.5. 1988-90 Finansal Reform Paketleri

Diğer mali reformlar, ortak rekabetin artırılması amacıyla Ekim 1988, Aralık 1988 ve Mart 1989'da sunulmuştur. Yeni özel bankaların girişine izin verildi, devlet işletmelerinin özel finans kurumlarına paralarının %50'sine kadar para yatırmalarına izin verildi ve banka dışı finansal kuruluşlara mevduat belgesi verilmesine izin verildi. Jakarta Menkul Kıymetler Borsası'nda firmaların listelenmesi kolaylaştırılarak tasarrufların mobilizasyonu ve yatırımın teşvik edilmesi geliştirilmiştir. Burada, hisse fiyatlarının dengelenmesi için finansal hizmetlerle uğraşan devlet yatırım şirketi PT Danareksa'nın yoğun müdahalelerini durdurmak, küçük firmalar için borsa dışı sermaye piyasası oluşturulması, sigorta, aracılık, risk sermayesi ve tüketici finansmanı faaliyetleri için giriş koşullarının basitleştirilmesi ve özel sektöre borsada yer alma hakkı tanınması amaçlanmıştır (Goeltom, 1995).

1990 Ocak ayında likidite kredi sisteminin kapsamı keskin bir şekilde azaldı ve borç verme ve reeskont oranları piyasa oranlarına yaklaştırıldı. Likidite kredileri, yalnızca çiftçilere, yiyecek alım kooperatiflerine, gıda fiyatlarının dengelenmesi için ulusal pirinç ajansına, yatırım bankalarına ve banka dışı finans kuruluşlarına verilecekti. Ayrıca küçük işletmelere sağlanan likidite kredilerinin azaltılmasını kolaylaştırmak için,

bankalara kredi portföylerinin %20'sini bu işletmelere tahsis etmeleri emredilmiştir (Sitorus ve Srinivas, 2004).

Genel durum incelendiğinde SBI ve SBPU, parasal büyüklükler üzerinde yeterli kontrol sağlamadı çünkü yeterli pazar yoktu. Bu durum 1987 ve 1991'de rupi üzerindeki spekülasyon çalışmaları karşılık olarak para arzıyla sözleşme yapıldığının anlaşılmasıyla ortaya çıktı. Sermaye uçuşu, beklenenden yüksek cari işlemler açığının bildirildiği 1987 yılının ikinci çeyreğinde başladı. Haziran ayında, planlama bakanı devlete ait işletmelere devlet bankalarından 1,3 trilyon rupi çekme ve fonları Merkez Bankası menkul kıymetlerine koyma emri verdi. Bu eylem, 800 milyar rupi açık piyasa enstrümanının bankalara satışı ile banka likiditesini keskin bir şekilde düşürdü ve bankalararası faiz oranlarının Temmuz ayı başlarında %46'ya yükselmesine neden oldu. Likidite sıkıntısı daha sonra bankaları rupi rezerv gereksinimlerini yerine getirmek için yabancı varlıklar satmaya zorladı. Şiddetli kredi sıkışıklığı, özel ajanları hükümetin mevcut döviz kurunun uygulanabilirliğini sağlamak için hazır olduğuna ikna etti ve rupiye karşı spekülasyonlar sona erdi. 1984'te ve 1987'de sermaye uçuşunu sonlandırmak için kullanılan yöntemler yerindeydi. 1984 yılında kredi arzı arttırılırken 1987 yılında azaltıldı. Her iki yöntem de başarılı oldu çünkü genel politika duruşları ve piyasa gelişmeleri, kurların mevcut değerinin ödemeler dengesi ile uyumlu olduğuna ikna edici oldu. Faiz oranları normal seviyelere döndü, çünkü aracılar cari işlemler ve enflasyon oranındaki iyileşmeleri doğru bir şekilde öngörüyorlardı. Cari işlemler açığı 1983'te 6,4 milyar dolardan 1984'te 2,0 milyar dolara, 1986'da 4,1 milyar dolardan 1987'de 2,3 milyar dolara geriledi. Enflasyon oranı 1983'te %12'den 1984'te %9,1'e, 1986 ve 1987'de %9,2'den 1988'de %5,6'ya geriledi (Goeltom, 2007).

1990'larda bakıldığında finansal sistemde hala ciddi kusurlar bulunmaktaydı. Mart 1983'ten 1990'a kadar uygulanan finansal kural dışı düzenleme önlemlerinin büyük değişiklikler getirdiği açıktı. Finansal sistem daha rekabetçi, daha geniş bir hizmet yelpazesi sunuyordu ve yeni finansal araçların geliştirilmesinde daha yaratıcıydı. 1983'ten bu yana yaşanan yüksek miktarda finansal derinleşme, para yerine kullanılan mali araçların "quasi-money" GSYİH'ye oranının davranışından kaynaklanmaktaydı (finansal piyasalardaki karmaşıklığın bir göstergesi). Bu oran 1969'da %1,8'den 1972'de %4,9'a, 1982'de %6,3'a, 1989'da %23,2'ye yükseldi (Woo ve diğerleri, 1994;

Hadad, 1996).

Serbestleşme ise finansal kurumların daha iyi denetlenmesiyle desteklenmedi ve bu nedenle finansal sistemi çökmeye daha duyarlı hale getirdi. 1989'dan 1990'a kadar olan bilanço dışı işlemlerle Bank Duta'da 420 milyon dolarlık döviz kuru kaybının ortaya çıkması serbestleşmenin iyi denetlenmeyerek nelere yol açabileceğinin de göstergesiydi (Goeltom, 1995; Fane, 2000).

3.5.2. 1990'larda Yaşanan Ekonomik Gelişmeler ve Doğu Asya Mali Krizi

Reel döviz kurunun en son devalüe edildiği Eylül 1986'dan 1990'ların başlarına kadar sabit kalması 1980'lerde uygulanan politikaların ve reformların başarısı olarak göze çarpmaktaydı. Ancak 1993'ten sonra döviz kuru politikasının etkinliği zayıfladı ve rupinin değer kazanmasına izin verildi. Ticaret ağırlıklı kur 1994 yılında %16, 1996 yılında ise yaklaşık %20 oranında değer kazandı. Bu değer ihracatın yavaşlamasına katkıda bulundu ve ithalatın artmasıyla da cari açığın önemli ölçüde bozulmasına neden olarak ekonomiyi sarsmaya başladı. 1987-1994 döneminde ortalama GSYİH'nin yaklaşık %2'si olan cari açık 1995 ve 1996 yıllarında %3'ün üzerine çıkmıştır. Dueker ve Fischer (2001), döviz kuru hedeflemesinin güvenilirliğinin, piyasaların ülke ekonomisinin uluslararası olarak rekabetçi olmaya devam edip etmemesiyle alakalı olduğunu savunmuşlardır. Para biriminin dolara göre değer kazanmasının, dünyanın büyük para birimlerinin dolara göre değer kazandığı bir dönemde sürdürülebilir görünebileceği sonucuna varmışlardır. Ancak bu durum işler tersine döndüğünde sürdürülemez hale geliyor. Bu yüzden, Endonezya'nın para sepetinde ağırlıkla yer alan ABD doları, değer kaybederek Mayıs 1995'te Japon Yeni karşısında en düşük seviyeye ulaştığı zaman rupinin değer kazanması ciddi politika açığı olarak dikkate alınmadı. Ancak, bu durum, Mayıs 1995'ten sonra, yen'in değerinin dolara karşı değer kaybetmeye başladığı ve rupinin gücünün, para rejiminin sürdürülebilirliği konusunda şüphe yaratmaya başladığı zamandan itibaren tersine döndü. Endonezya'nın döviz kurundaki düzenli hareketlere olan bağlılığı çok güçlüydü ve yıllarca çok iyi korunuyordu. Hatta bu sayede birçok borçluda sahte bir güvenlik hissi uyandırdı. Dahası, BI rupinin gerçek satın alma gücünü yansıtabilecek şekilde ayarlanan merkezi değer etrafındaki dalgalanmalardan dolayı orta orandan $\pm\%0,15$ oranında çok dar bir

aralık belirlemiştir. Bu dar bant, hükümetin sık politika bildirimleri ve ayarlanabilir sabit kuru koruma taahhüdü ile birleştirilince yerli yatırımcıları yurt dışından borç almaya teşvik etti. Zaman içinde BI, borç alanların maruz kaldıkları iç risklerin farkına varmaya başladı ve 1994 ve 1997 arasında, dış borçlanmanın örtülü maliyetini arttırmaya yönelik gecikmiş bir çaba ile döviz kuru ayarlama bandını beş kez genişletti. Ancak, bandın ilk genişlemesinden sonra bile, alış ve satış döviz kurları arasındaki fark, uluslararası standartlara göre dar, orta orandan yaklaşık olarak $\pm\%1$ 'di. Bu gibi dar aralıkların kullanımı, bazı gelişmekte olan ülkelerde bile daha geniş bantlar ve daha esnek döviz kuru rejimleri benimsedikçe çağdışı hale geldi. Aslında Endonezya daha esnek bir döviz kuru rejimine karşı harekete geçemedi ve 1997 kriziyle daha geniş bir aralık belirlemeye zorlandı ve sonuç olarak da dalgalı kur rejimine geçti (Radalet, 1995; Stern, 2003).

Endonezya'nın 1980'lerin çoğunda ve 1990'larda enflasyonu %5 ile %10 arasında değişmekle birlikte orta derecede yüksekti, ancak tipik olarak %9'a yakındı ve bu oran komşuları Tayland ve Malezya'nın neredeyse iki katıydı. Bu olumsuz durum hükümetin enflasyonu %10'un altında tutma arzusunu güçlendirdi ve BI'nın para politikası olarak enflasyon hedefi belirlemesini sağladı. Daha önce de belirtildiği gibi aşırı likiditeyi azaltmak için BI, kendi parasal enstrümanı olan SBI'yı sattı. Büyüyen sermaye girişlerini absorbe etmek için BI, genel faiz oranlarını artırarak daha yüksek SBI oranları teklif etti. Bu yüksek oranlar daha fazla yabancı sermaye çekerken, yüksek yurtiçi faiz oranları, yerli yatırımcıları yurt içi yatırımları finanse etmek için offshore finans kuruluşlarına yönlendirmiştir. Kısacası, döviz kuru sistemi başlangıçta iyi çalışsa da zamanla yerel ve uluslararası şartlar değiştikçe sabit döviz kuru rejimine bağlılık, birçok Endonezya şirketi tarafından önemli ve büyük sınırlandırılmamış döviz riskine yol açmıştır. Bu şartlar sonunda çok sayıda şirket ve yerel banka iflas edecektir. 1970'lerde kabul edilen politika duruşu, nihayetinde Asya finansal krizi patlak verdiğinde ekonominin kötü hale gelmesine yardımcı olan koşulların bir kısmını oluşturdu (Collins ve diğerleri, 1996; Radalet ve Sachs, 1998; Krugman, 1998; Nasution, 2000).

3.5.2.1 1997-2000 Doğu Asya Mali Krizi Dönemi Para Politikası

1997'nin ortalarında başlayan Endonezya'daki ekonomik ve finansal kriz, bölgedeki diğer etkilenen ülkelere göre daha şiddetli, uzun süreli ve çözülmesi zordu. Rupinin aşırı değer kaybıyla tetiklenen kriz, ekonominin yaşadığı en kötü durgunlukla sonuçlandı. Ekonomi 1998 yılında %13,68 oranında küçülmüş ve yıllık enflasyon oranı 1998'de %77,6 (yıllık bazda) ile çok yüksek bir rakama ulaşmıştır. Bunu, birkaç büyük ölçekli banka ve şirketin batması ve işsizlik oranındaki büyük bir artış izlemiştir. Bu arada, ödemeler dengesi iyi durumdaydı ve rupinin yüksek değer kaybetmesinin bir sonucu olarak cari hesap fazlası ve esas olarak özel borçların yüksek geri ödemesi nedeniyle bir sermaye hesabı fazlası vardı. Olumsuz piyasa hissi, aşırı döviz kuru dalgalanmasına neden oldu rupinin istikrarının korunmasını zorlaştırdı. Zayıflayan rupi, enflasyon üzerindeki etkisiyle makroekonomik istikrarı bozdu ve bu da ekonomik ve finansal istikrarı sağlamak için faiz oranlarının normalin üzerinde artmasına neden oldu. Rupideki değer kaybıyla borç stokunun rupi değeri arttı ve dış borç hizmetinin maliyetini yükselterek mali açığı da etkiledi. Değer kaybı ile başa çıkabilmek için hükümet, rupi bandını genişletti ve hem vadeli hem de spot pazarlara müdahale etti. Bununla birlikte, para birimini savunmanın rupi üzerinde baskı yarattığını fark eden hükümet, nihayet 1997 yılının ortalarında döviz kurunun dalgalanmasına izin verdi. Dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesinden kısa bir süre sonra, hükümet SBPU'ların ihalesi, indirim tesisleri ve repoları kullanarak SBI'lerin satın alınması gibi genişleyici etkileri olan çeşitli parasal araçları askıya almanın yanı sıra, faiz oranlarını keskin bir şekilde artırarak çok sıkı bir para politikası benimsemiştir. Yüksek faiz oranları ve yüksek değer kaybı, kırılğan bankacılığı ve reel sektörleri, bankaların aktif kalitesini kötüleştirerek ve şirket başarısızlıklarına katkıda bulunarak ciddi şekilde etkilemiştir. Banka işlemlerini ve tüm bankacılık sisteminin çöküşünü önlemek için, BI ticari bankalara büyük likidite desteği verdi. Sonuç olarak, geniş para ve baz para Aralık 1997'den Mart 1998'e kadar %30 civarında büyüdü (Kenward, 1999). İnsanların rupiye güvenleri azalırken, zayıflayan bir para birimi, yükselen fiyatlar ve artan para arzı, aşırı enflasyonda patlak verme tehdidinde bulundu. BI'nın temel amacı, ulusal para birimine olan güveni tekrar sağlamaktı. Hiper enflasyonun önlenmesi ve enflasyonun düşürülmesi gerekiyordu. BI ayrıca, eğer fiyatlar istikrar kazanırsa, bunun karşılığında

rupinin diğer para birimlerine karşı değerini güçlendireceğine inanıyordu. Bu hedeflere ulaşmak için önce parasal genişlemenin durdurulması ve BI'nın kendi bilançosu üzerindeki kontrolünü yeniden kazanması gerekiyordu. Tüm merkez bankası para yaratma kaynaklarının kontrol altında tutulması ve BI'nın bankacılık sistemindeki fazla likiditeyi geri alması gerekiyordu. IMF'nin desteğiyle BI, hedef olarak baz parayla sıkı bir para politikası tutumu izledi. Ayrıca merkez bankasının bilanço düzeyinde nicel hedefler belirlendi. BI, yerel varlıkların genişlemesine izin vermedi. Ayrıca, yabancı varlık pozisyonunu korumak için net uluslararası rezervler için bir taban kuruldu. Likidite desteğinin daha da genişlemesini önlemek için, 1998 yılının Nisan ayında BI, reeskont penceresi işlemlerine ve ticari bankaların BI'daki negatif bakiyelerine yüksek bir ceza verdi. Ayrıca, Mayıs 1998'de BI, mevduat faiz oranları ve devlet tarafından garanti edilen bankalararası faiz oranlarına tavan getirdi. Burada uygulanan politikayla bankaların likidite desteğinin kendiliğinden güçlenmesini sağlayacak ihtiyatsız önlemler almalarının engellenmesi amaçladı (Nasution, 1998; Griffith-Jones ve diğerleri, 2001).

SBI'lerin yetersiz piyasası gibi para piyasası araçlarındaki bazı kısıtlamalar nedeniyle, açık piyasa işlemleri ekonomideki tüm fazla likiditeyi tam olarak absorbe edememiştir. Nicel hedefe ulaşmak için açık piyasa operasyonunun iyileştirilmesine yönelik girişimlerde bulunulmuştur. 29 Temmuz 1998'de BI, SBI'lerin açık artırma sistemini değiştirdi ve faiz hedefinden nicel bir hedefe geçti. Ayrıca, eskiden birincil bayilere sınırlanan açık artırma katılımcıları; bankacıları, para komisyoncularını, sermaye piyasasını ve halkı içerecek şekilde genişletildi. Bu değişikliklerin açık artırma katılımcıları arasında daha fazla rekabete izin vermesi amaçlanmıştır, bu nedenle SBI oranının talep ve arz arasındaki etkileşimi daha iyi yansıtması bekleniyordu. Para politikası işlemlerinin geliştirilmesindeki bir diğer yenilik “rupi müdahalesi” oldu. Bankalararası para piyasasında parasal kısıtlamayı ve yumuşak faiz oranlarındaki oynaklığı desteklemek amacıyla kurulmuştur. Buna göre, rupi müdahalesi sadece daraltma aracı olarak değil, aynı zamanda genişleyici bir araç olarak da kullanıldı. Devlet harcamalarından kaynaklanan likidite desteğinin parasal genişlemesini kontrol altına alma girişimleri, aynı zamanda döviz arzını arttıran ve böylece iç para biriminin istikrara kavuşmasına yardımcı olan döviz piyasasındaki sterilizasyonla da desteklendi. Para politikasının, politika hedefi olarak temel parayı kullanmasının 1980'lerde ve 1990'ların başında etkili olduğu görülmesine rağmen, aynı yaklaşımın benimsenmesi

sonraki dönemlerde de zorlandı. Politika yapıcıların M0 büyümesinin kontrol edilmesinin zorluğu konusunda endişeleri vardı. Bu sorunda üç önemli faktörün etkili olduğu iddia edildi. İlk olarak, SBI'lar ve SBPU'lar için para piyasaları nispeten yetersizdi. Sonuç olarak, merkez bankası dolaylı araçları kullanarak ekonominin likiditesini kontrol etmekte zorlandı. İkincisi, belirli dönemlerde, M0 çıktısına göre içseldi. Örneğin, ekonomideki yükseliş dönemlerinde, M0'ın büyümesinin sebebi büyük ölçüde dış borçlanma ve SBI'ların likitleştirilmesiydi. Her ne kadar bu zorunlu olarak M0 büyümesinin tamamen kontrol edilemeyeceği anlamına gelmesede de toplam talebi yavaşlatmak için faiz oranlarında son derece yüksek bir artışa gidilmesi zor bir işti. Üçüncüsü, nominal gelir ve para arasındaki ilişki giderek daha dengesiz hale geldi. Global finansal yenilik ve serbestleşme de bu soruna yol açmıştı. Bu da para politikasını miktar hedefleriyle daha az güvenilir hale getirmiştir. Bu zorlukla karşı karşıya kalan BI, başlangıçta oldukça pragmatik bir yaklaşım izlemiştir. Miktar yaklaşımından ayrılmadan, faiz oranlarının gelişmesine daha fazla önem verilmiştir. Ayrıca, yönetilen döviz kuru rejimi altındaki müdahale bantları, bir miktar esneklik sağlamak ve para politikası üzerindeki yükün bir kısmını hafifletmek amacıyla birkaç kez genişletildi. Ancak bu pratik yaklaşımın para politikasının yeni bir yaklaşıma, yani fiyat (faiz oranı) hedeflemesine dönmesinden önce geçici olduğu düşünülüyordu. Bununla birlikte, ikinci yaklaşım tam olarak uygulanmadan önce, son mali kriz Endonezya'nın para otoritesini uygulamayı ertelemeye ve miktar yaklaşımını aşağıda açıklanan nedenlerle gözden geçirmeye zorladı (Nasution, 2000, Warjiyo ve Agung, 2002).

Maliye Politikası: Maliye politikası reformunun temel hedeflerinden biri, hükümetin kapsamını yeniden tanımlamaktır. Devlete ait işletmelerin özelleştirilmesi, hükümetin mal ve hizmetlerin üretimi ve dağıtımındaki rolünü azaltma sürecinin bir parçasıdır. Aynı zamanda KİT'lerin verimliliğini arttırmak için bir araçtır. 1997'den önce bütçe açığı imtiyazlı krediler olan dış mali yardımlarla finanse edilmişti. Bu yeni kaynaklar arasında Endonezya Bankası Yeniden Yapılanma Ajansı (IBRA) tarafından varlıkların geri kazanımı, devlete ait işletmelerin özelleştirilmesinden elde edilen gelirler ve devlet tahvillerinin iç piyasaya sürülmesi yer alıyordu. Yetkililer ayrıca vergilendirmeden gelir elde etmek için çeşitli tedbirler de getirdiler. Çabalar sınırlı kaldı çünkü Endonezya'daki vergi sistemleri, çoğu gelişmekte olan ekonomide olduğu gibi verimsiz ve esnek değildi. Yoksullara yardımcı olmak için, modern bir sosyal güvenlik

sisteminin yokluğunda, yetkililer sübvansiyonlu fiyatlarla yiyecek ve diğer temel ihtiyaçları sağlamış ve emek yoğunluklu kamu işleri yaratmışlardır. Ancak, etkili bir yönetimin bulunmamasından dolayı sübvansiyonlar ihtiyacı olanlara ulaşamamış ve devlet çıkışlı ürünlerin yerel ve uluslararası fiyatları arasında büyük takozlar yaratarak komşu ülkelere kaçak olarak ihraç edilmesine sebep olmuştur (Cole ve diğerleri, 1998; MacIntyre, 2000).

Kamu Borcuyla Mücadele: Kamu kesimi borcunun büyük kısmı uzun vadeliydi. Ancak, yıllık geri ödeme ve faizi çok yüksekti (yıllık 9 milyar ABD dolarını bulmaktaydı). Paris Kulübü alacaklı ülkeleri, kamu bütçesi ve ödemeler dengesi üzerindeki baskıları hafifletmek için 23 Eylül 1998'de Endonezya'nın dış borcunun geri ödemelerinde 4,2 milyar ABD doları tutarında erteleme kararı aldılar.

Özel Sektör Borçlarıyla Mücadele: Özel sektörün dış borcunun, çok sayıda ve çok çeşitli yabancı borç veren ve iç borçlu olması nedeniyle çözülmesi daha zordu. Yabancı borç verenler; yabancı özel bankaları, kurumsal yatırımcıları ve diğer banka dışı kuruluşları içermektedir. Endonezya bankalarının dış borcu, banka borçlarıyla başa çıkmak için Kore'de kabul edilen program çerçevesinde yeniden düzenlendi. Endonezya bankalarının kısa vadeli ve ticari olmayan borçları 1 ila 4 yıl vadeli olarak yeniden yapılandırıldı. Yeni kredilerdeki faiz oranları LIBOR (Londra Bankalararası Borçlanma Oranı) +%2,75-3,5 arasında değişen bir marj temel alınarak belirlendi. Merkez bankası altında, döviz kuru riskinin korunması ve özel borçlulara döviz mevcudiyeti konusunda güvence sağlamak amacıyla, INDRA adında bir güven kurumu kuruldu. Bu kurum sayesinde yabancı alacaklılarla anlaşma sağlanarak dış borçların 3 yılı ödemesiz olmakla birlikte 8 yıl süreyle yeniden yapılandırılması amaçlanmıştır. Ancak Endonezya'nın sahip olduğu zayıf iflas yasası nedeniyle program çok yavaş ilerlemiştir (Hill ve Shiraishi, 2007).

Banka Yeniden Yapılandırma Programı: Finansal açıdan sıkıntılı bankacılık sistemi faiz oranlarını düşüremez ve krediyi genişletemez konumdaydı. Hükümet bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmak için iki geniş politika benimsedi. Banka yeniden yapılandırma programının ilk bileşeni, bankaların sermaye tabanını güçlendirmektir. Bankaların riske uyarlanmış sermaye yeterlik oranı (CAR) Kasım 1998'de geçici olarak %4'e düşürüldü ve 2003 yılına kadar asgari %8'e yükseltilmesi

planlandı. Programın ikinci bileşeni, bankacılık sisteminin yönetiminin iyileştirilmesiydi. Bu sebeple Endonezya uluslararası standartlara uygun olarak daha katı ihtiyati kurallar, yönetmelikler ve muhasebe standartları benimsedi. Her büyük bankada uyum direktörü olması gerekmektedir. Ayrıca, ticari bankaların ana hissedarları, yöneticileri ve icra kurulu başkanlarının banka işlerini yürütme konusunda yetkinlik göstermeleri istendi. Bankacılık sistemi o dönemde kısmen ulusallaştırılmış ve büyük özel bankalar IBRA tarafından kontrol edilmekteydi. 1998 başlarında kurulan IBRA, son çare borç veren işlevini üstlendi. IBRA ayrıca finansal olarak sıkıntılı bankaların sorumluluğunu üstlenerek (bankaların hissedarlarıyla birlikte) yeniden yapılanma yoluyla veya diğer bankalarla birleştirilerek acil rehabilitasyon planları hazırladı ve uyguladı. 26 Ocak 1998'de hükümet Endonezya'da yerleşik tüm bankaların (hem yerli hem yabancı) alacaklılarına garantisi sağlamıştır. Garanti planı en az iki yıl boyunca geçerli olacak ve durdurulması 6 ay önceden ilan edilecek ve yerine bir depozito sigortası programı uygulanacaktır. Takipteki alacakları bankalardan satın almak için IBRA kapsamında bir Varlık Yönetim Birimi (AMU) kurulmuştur. Bu durum bankaların mevduat alma ve kredi verme gibi geleneksel faaliyetlerine odaklanmalarını sağlamıştır. Takipteki alacakların satın alınması, bankaların borç verme amacıyla kullanabileceği kaynaklara önemli ölçüde katkı sağlamıştır. IBRA, şirketlere daha iyi yönetim şekli ve yeni sermaye enjekte ederek hem bankaları hem de borçluları korumaya çalışmıştır (Fane ve McLeod, 2002).

Banka yeniden sermayelendirme programı 9 Aralık 1998'de açıklandı. Programın amacı, bankaların sermaye yeterliliği oranını (CAR) %4'e yükseltmekti. Program sadece %-25 ile %4 arasında bir CAR'a sahip olan ulusal ticari bankalar için geçerliydi. Eksi %25'in altında bir CAR'a sahip olan 40 bankanın 30 gün içinde yeni sermaye enjekte etmesi veya kapatılma riski vardı. 10 yabancı banka ve 32 ortak girişim bankası programın dışında tutulmuştu. Hükümet, BI'yı ve 126 ulusal ticari bankayı, 570 trilyon Rupı (yaklaşık 70 milyar ABD Doları) tutarında yani Endonezya'nın GSYİH'sinin yaklaşık %58'ini yeniden sermayeleştirmiştir. Yeniden sermayelendirilmiş bankalar arasında yedi devlet bankası, 49 özel banka (13'ü devlet tarafından üstlenilen dahil) ve 15 il kalkınma bankası yer almaktaydı. Banka sayısı Aralık 1998'de 208'den Haziran 1999'da 167'ye düşmüştür. Yerel ve merkezi hükümetin kontrolündeki banka sayısı ise Haziran 1997'de 34'ten 2000 yılında 48'e yükselmiştir ve pazar payı yaklaşık %73'tür.

Hükümet yeniden yapılandırma programının maliyetlerini düşürmek için yabancı yatırımcıların bankacılık sektörüne katılımını teşvik etti ve yabancıların yerli bankaların %100'üne sahip olmalarına izin verdi (Wariyo ve Agung, 2002; Hill ve Shiraishi, 2007).

3.5.3. 2001 Sonrası Yeni Para Politikası Uygulama Dönemi

Krizden sonra para politikasının yürütülmesinde göze çarpan bir değişiklik, bankaya politika oluşturma ve uygulamada tam özerklik sağlayan yeni BI yasasıydı. İlk olarak, merkez bankasının amacı, rupi değerinin istikrarını yani enflasyon ve döviz kurunun istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye odaklanmaktır. İkincisi, merkez bankasına hem enflasyon hedefini belirlemede (hedef bağımsızlığı) hem de para politikasını yürütmede bağımsızlık kazandırılmıştır (araç bağımsızlığı). Üçüncüsü, para politikası konusundaki kararlar, hükümetten ve diğer taraflardan herhangi bir müdahale olmadan BI'nın yönetim kuruluna aittir. Son olarak, para politikasının hesap verebilirliği ve şeffaflığı için açık bir mekanizma geliştirilerek BI'nın enflasyon hedefini ve para politikası planını yılın başında ilan etmesi ve çeyrek dönemde üç aylık rapor vermesi zorunlu hale getirilmiştir. Bu çerçevede, Endonezya'da gelecekteki para politikası için en uygun çerçeve enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesi için para politikasını bağımsız olarak yürütme ve diğer nominal hedeflerle veya politika hedefleriyle çatışmanın olmaması gibi gerekli iki temel ön koşul yerine getirilmiştir. Yeni kanunla, BI, yıllık enflasyon hedefini ve para politikası planını 2000 yılının başında ilan etmeye başladı (Alamsyah ve diğerleri, 2001).

BI'nın parlamento'ya karşı hesap verebilirliğini karşılamak için, sadece para politikasının gözden geçirilmesini değil aynı zamanda BI'nın bankacılık ve ödeme sistemleri konusundaki diğer görevlerini de içeren üç aylık raporlar sunulmuştur. Bununla birlikte, IMF programı çerçevesinde BI'daki istikrar sürecinde, nihai hedefi elde etmek için bir çapanın yanı sıra operasyonel hedef olarak para tabanını da kabul ettiği vurgulanmalıdır. Banka ayrıca çeşitli parametreleri ve faiz oranlarını da izlemekteydi. Bununla birlikte, uzun vadede, baz paranın operasyon hedefi olarak kullanılmasında, hedefe ulaşılmasındaki zorluklar ve pazara ilettiği zayıf sinyal gibi bazı eksikliklerinin olduğu fark edildi. Para politikasının yönündeki ve politikadaki bu kadar zayıf bir sinyal, açıkça, gelecekteki döviz kuru hareketleriyle ilgili piyasa

beklentilerini sürdürme ihtiyacını karşılamakta başarısız oluyordu. Bu faktörler göz önüne alındığında, BI, Temmuz 2005'te açık enflasyon hedefleme çerçevesini benimsemiştir. Bu çerçeve üç temel özelliğe sahiptir. Birincisi, para politikası, belirli bir zaman diliminde açıkça halka açıklanacak bir enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesine yöneliktir. Bu bağlamda, yeni Merkez Bankası Kanunu uyarınca enflasyon hedefi, BI ile koordine edildikten sonra hükümet tarafından belirlenir. İkinci olarak, para politikasının ileriye dönük olarak uygulanması ve gelecekte enflasyonda oluşabilecek gelişmelere cevap verilmesi gerekmektedir. BI operasyonel düzeyde, BI oranını enflasyondaki gelecekteki eğilime cevap vermek için politika oranı olarak kullanmaktadır. BI oranı, bir aylık SBI'lar için açık piyasa operasyonları aracılığıyla uygulanır, çünkü Endonezya'daki bankalar ve piyasa oyuncuları tarafından bir ölçüt olarak kullanılmaları nedeniyle, para politikası yanıtının sinyalleşmesini güçlendirir ve parasal alanda aktarım mekanizması olarak önemli bir rol oynarlar. Açık enflasyon hedeflemesinin üçüncü özelliği, para politikasının ölçülen hesap verebilirlikle şeffaf bir şekilde uygulanmasıdır. Enflasyon hedeflemesi para politikası için tek bir çerçeveden daha fazlasıdır. Enflasyon hedeflemesi bir merkez bankasının iyi yönetilmesini teşvik eder. Enflasyon hedefini kamuoyuna ilan ederek, merkez bankası başarısını taahhüt eder. Ayrıca şeffaflık sayesinde belirsizlikten kaynaklanan ekonomik maliyet de azalacaktır. Halkla iletişim, halkın merkez bankası para politikasını öngörebilmesi ve para piyasasında oynaklığı tetikleyebilecek sürprizlerden kaçınabilmesi için hayati öneme sahiptir (Chowdhury ve Sireyar, 2004; Goeltom, 2008).

2008 küresel krizi sonrası Endonezya ekonomisi incelendiğinde Endonezya'nın toplam yabancı yatırımı, 2011 hariç, 2010–15 döneminde arttı. Portföy yatırımları bu dönemde Endonezya dış yatırımında önemli bir rol oynamıştır. Hem DYY hem de portföy yatırımları, 2014 yılının ilk çeyreğinde yeniden toparlanmalarından önce, ikinci bölümde bahsedilen taper tantrum (TT) nedeniyle 2013'ün ikinci çeyreğinde azalmıştır. DYY girişleri Endonezya'nın yerel pazarına ve doğal kaynaklarına odaklanma eğilimindedir. Doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı sermaye stokunu artırmış ve Endonezya'nın ekonomik büyümesini teşvik etmiştir. 2010–12 döneminde, brüt sabit sermaye oluşumunun, ihracatın ve iç tüketimin artması ekonominin %6'dan fazla büyümesine neden olmuştur. Jakarta Kompozit Endeksi de önemli ölçüde arttı ve 2013'ün başlarında, devlet tahvillerinden elde edilen gelir 2009'dan bu yana en düşük

seviyesine geriledi. Sonuç olarak, fonlamanın maliyeti azaldı ve böylece şirketler dış fon kaynaklarına erişmek için rekabet etti. Sermaye girişleri ile emtia patlamasının birleşimi kısa vadede ekonomik büyümeyi artırdı ve döviz kurunun değer kazanmasıyla ihracat rekabetçiliğinin azalmasına neden oldu. Ek olarak, artan yatırım ithalatı önemli ölçüde teşvik etti (Basri ve diğerleri, 2016). Petrol üretimindeki düşüş, iç piyasada artan petrol talebi ve yakıt sübvansiyonları nedeniyle petrol ithalatındaki artış ile durum daha da kötüleşti. Sürekli artan yakıt sübvansiyonları bütçe açığının şişmesine neden oldu. Tüm bu faktörlerin birleşimi, 2011 yılının ikinci çeyreğinde cari işlemler açığına neden oldu. FED'in parasal genişleme (QE) politikasını 2010–12 döneminde sürdürmesine rağmen, Rupı değer kaybetmeye başladı. Asıl sebep, Endonezya'nın cari işlemler açığının 2011'de artmaya başlamasıydı. Ekonomik büyümeyi yavaşlatmak ve cari açığı azaltmak için faiz oranlarını yükseltmek yerine, BI oranları düşürdü ve döviz rezervlerini rupiyi savunmak için kullandı. Sonuç olarak, cari işlemler açığı yükselmeye devam etti, rupi zayıfladı ve döviz rezervleri düştü. Bu, hükümetin enerji sübvansiyonlarını azaltma konusundaki etkisizliği nedeniyle daha da şiddetlendi ve dolayısıyla bütçe açığı artmaya devam etti. Mayıs 2013'te FED başkanı menkul kıymet alımlarını azaltmaya başlamasıyla sona eren QE politikasının olasılığına değinmeye başladı. Bu, 22 Mayıs 2013 tarihinde Kongre önünde ifade verdiğinde netleşti. Duyurularla birlikte gelişmekte olan ülkelerde borsa göstergeleri azaldı ve döviz kurları değer kaybetti. Aizenman ve diğerleri (2014), FED başkanının duyurusunun etkisinin, cari işlemler fazlası, yüksek yabancı para rezervleri ve düşük borç ile gelişmekte olan ülkelerde daha fazla hissedildiğini göstermektedir. Açıklamadan bir ay sonra, finansal etki “kırılgan” ülkelerdeki hisse senedi fiyatları ve döviz kurları üzerinde kümülatif olarak daha fazla hissedilir hale geldi (Basu ve diğerleri, 2014). Hem Rupı hem de Rupı döviz kurları değer kaybetmeye başladı ve hisse senetleri ve tahvil piyasalarında erozyon yaşandı. Endonezya'da durum 17 Ağustos 2013'te, BI'nın cari işlemler açığının 9,8 milyar dolara veya GSYİH'nin %4,4'e ulaştığını duyurmasıyla daha da şiddetlendi. Portföy yatırımcıları haberi ciddiye aldılar ve Endonezya finansal piyasası şoka girdi: rupi düştü, borsa endeksi düştü ve devlet tahvili getirileri ve kredi temerrüt takas oranları yükseldi. Endonezya TT'yi idare etme konusunda harcama kaydırtıcı politikalar ve mali ve parasal sıkılaştırma yoluyla harcamaların kısıtlanması gibi politikalar izlemiştir. Endonezya Mundell-Fleming çerçevesine göre, cari işlemler

açığını azaltmak için çoğunlukla parasal sıkılaştırma yoluyla yatırımın azaltılmasını ve yakıt sübvansiyonlarını keserek bütçe açığını azaltarak tasarrufları artırmayı denemiştir. Diğer bir önlem, devlet gelirini (vergileri) artırarak veya devlet harcamalarını azaltarak bütçe fazlasını artırmaktır. Mundell-Fleming çerçevesinin ardındaki mekanizma şu şekildedir: devlet harcamalarındaki artış (bütçe açığı), faiz oranlarının artmasına ve sermaye girişlerinin artmasına neden olacaktır. Sermaye girişleri, döviz kurunun değer kazanmasına yol açarak ihracatta düşüşe ve ithalatta artışa yol açacaktır. Sonuç olarak, cari hesap zayıflar. Diğer taraftan, faiz oranlarındaki artış yatırımları azaltacak ve cari işlemler açığını artıracaktır (Caves ve diğerleri, 1990). Endonezya mali ve parasal sıkılaştırmaya girişti ve döviz kurundaki dalgalanmaya karşı korumak için makro ihtiyati yöntemler kullanarak rupinin belli bir seviyeye kadar değer kaybetmesine izin verdi. Basri (2016), yaptığı araştırmada Endonezya'nın bütçe açığını azaltmanın, ülkenin cari hesap açığını da azalttığını yani harcamaların azaltılmasının veya değiştirilmesinin cari açığı azalttığına işaret etmiştir. Endonezya ayrıca, ikinci ve üçüncü ipoteklere daha düşük bir değere kıyasen kredi oranı da dahil olmak üzere, makro ihtiyati politikalar getirmiştir. Ayrıca, Endonezya ters Tobin vergisi olarak çalışan bir vergi teşviki getirmiştir. Tobin vergisi, sıcak paranın değişkenliğini en aza indirmek için kısa vadeli girişlerin vergilendirilmesini içerirken, Endonezya hükümetinin vergi politikası yatırımcıları uzun vadede karlarını yeniden yatırmaya teşvik etti. Bu politikalar iletişim olarak eşit derecede önemlidir. TT sırasında, hükümet ve merkez bankası yatırımcılara ve medyaya güncellemeler yaparak pazarları sakinleştirdi. O zamanlar Endonezya'da durumun daha da kötüye gidebileceği ve 1997-98 Asya mali krizinin tekrarı olabileceği görüşü dolaşıyordu. Ancak, yatırımcılar ve medya ile iletişim kurarak, BI ve hükümet 1998 yılında koşulların nasıl farklı olduğunu açıklayabildi ve böylece yatırımcıların korkularını hafifletti. Endonezya'nın Finansal Hizmetler Kurumu (OJK), çeşitli düzenlemelerin gevşetilmesi de dahil olmak üzere birçok önlem aldı. Örnek olarak borsadaki geri alım izinleri ve ilk halka arz tekliflerini desteklemek için politikalar koydu. Endonezya tarafından atılan adımların sonuçları beklenenden daha hızlı bir şekilde görülmeye başlandı. Endonezya'da, 2013 yılının üçüncü çeyreğinde cari işlemler açığı 9,8 milyar dolar veya GSYİH'nin %4,4'ünden 8,6 milyar ABD dolarına (GSYİH'nin %4,0'ı) düşmüştür. Dördüncü çeyrekte daha da gerileyerek 4,3 milyar dolar olmuştur (GSYİH'nin %2,1'i). 2013 yılı tamamı için cari

işlemler açığı GSYİH'nin %3,2'sinde gerçekleşmiş ve 2014 yılında %3,0'a düşmüştür. Bu politikaların bir sonucu olarak, ekonomik büyüme 2013'te %5,8'e, 2011'de %6,5'e gerilemiştir. Bu ekonomik büyüme diğer ülkelere göre yüksekti. Endonezya daha önce %6'nın üzerinde büyüme oranlarını açıklamıştı, bu nedenle ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrar üzerine odaklanmasına izin verecek manevra kabiliyeti vardı. Döviz kuru ise cari işlemler açığının düşmesinden dolayı, 2013 sonuna kadar baskı altında kaldı. Para politikasının sıkılaştırılması ve ticaret engellerinin azaltılması, yıl sonunda enflasyonu %8,4'e indirdi. BI, rupinin döviz kurunun piyasayı izlemesine izin verdikten sonra rupinin spot oranı ve teslim edilmeyen vadeli işlemler (NDF) oranı birbirine yaklaştı. Jakarta Bankalararası Dolar Kuru (JISDOR) nihayetinde piyasa oranını yansıttığından, spot ve NDF oranları arasında küçük bir boşluk oluştu. 2014'ün başlarında Singapur'daki Bankalar Birliği NDF oranını sildi ve JISDOR'u Rp/\$ döviz kurları referansı olarak kabul etti. Cari işlemlerdeki gelişmeler devlet tahvili faiz oranlarını olumlu yönde etkiledi. 10 yıllık yerel yönetim tahvili getirisi Eylül 2013'teki %8,9'luk değerden Nisan 2014 itibariyle %7,8'e düştü. Borsa endeksi de Ağustos 2013'teki 3.967 puandan Nisan 2014'te 5.000 puana yükseldi ve rupinin döviz kuru, Ocak 2014'te değer kazandı ve 12.235 Rp'den (Aralık 2013) düşerek ABD doları başına 11.250 Rp'de sabitlendi (Aizenman ve diğerleri, 2015; Ogawa ve Wang, 2016; Basri, 2017).

3.6. 2008 Küresel Finans Krizi ve Kırılgan Beşli Ekonomiler Üzerine Etkisi

2008'de dünya ekonomisi, 1930'lardaki Büyük Buhran'dan bu yana en tehlikeli krizle karşılaştı. 2007'de ABD'deki yüksek ev fiyatları nihayetinde kesin bir şekilde düşmeye başladığında ortaya çıkan bulaşıcılık ilk önce tüm ABD finans sektörüne ve sonra da yurt dışındaki finansal pazarlara hızla yayıldı. Krizin ABD'deki etkilerine bakıldığında, tüm yatırım bankacılığı endüstrisini, ülkenin en büyük sigorta şirketini, devlet tarafından ipotek kredisini kolaylaştırmak için kiralanan iki işletmeyi, ülkenin en büyük konut kredisi firmasını ve iki ticari bankayı çöküntüye uğrattığı söylenebilir. Bu çöküş finansal sektörle sınırlı kalmamış krediye bağımlı hale gelen firmaları da etkilemiştir. Federal kurtarma talebinde bulunan Amerikan otomotiv endüstrisi darbe almış ve daha da kötüsü piyasaya güvensizlik duyan bankalar çoğu işletmenin nakit akışlarını düzenlemek için ihtiyaç duyduğu kredileri ödemelerini durdurmuşlardır.

Dünya genelinde hisse fiyatları düşmüştür. Buna göre ABD'deki Dow Jones Endüstri Ortalaması, 2008'deki değerinin %33,8'ini kaybetmiştir ve yıl sonunda, dünyanın büyük bir bölümünde derin bir durgunluk yaşanmıştır. Yıl sonuna kadar, birçok küçük ülkede ve çoğu Avrupa ülkesinde olduğu gibi Almanya, Japonya ve Çin ekonomileri de durgunluk nedeniyle kilitlenmiş olup, Japonya ve Çin, bu çöküşten büyük ölçüde kaçınmış ancak ihracat pazarları olan ABD ve Avrupa'nın durgunluk yaşaması sebebiyle ürün talepleri kesildiğinden üreticileri zor durumda kalmıştır. Daha az gelişmiş ülkeler de aynı şekilde yurtdışındaki pazarlarını ve büyüme için bağımlı oldukları yabancı yatırımları kaybetmişlerdir (Priewe, 2008; Özbilen, 2014).

Yaşanan krizin sebeplerine bakıldığında en önemli sebebin ABD'li konut kredisi şirketlerinin elverişli olmayan müşterilerine kredi vermesi olduğu görülmektedir. Bu düşük faizli kredilerin bir kısmı, ilk yıllardaki düşük faiz oranlarını sonraki yıllarda çift haneli oranlara taşıyordu. Bazıları da yeniden yapılandırmayı engelleyici cezalar içeriyordu. Bu zor koşullar altında dahi birçok aile geliri ne olursa olsun ya da peşin ödeme yapma kabiliyetleri ne olursa olsun, bir eve sahip olmaları umuduyla kandırılıyorlardı. Kredi kullandıran firmalar aldıkları aylık ödemelerden memnunlardı. Firmalar bu kredileri sık sık bir bankaya ya da Fannie Mae veya Freddie Mac gibi borç verenlerin daha fazla borç vermelerini sağlamak için oluşturulan 2 devlet kurumuna devrettiler. Fannie Mae ve Freddie Mac kurumları da daha sonra bu ipotekleri ipoteğe dayalı menkul kıymetler olarak yatırım bankalarına sattılar ve gelir akışı sağladılar. Daha sonra ipoteğe dayalı menkul kıymetler küçük parçalar halinde çok düşük riskli yatırımlar olarak yatırımcılara satıldı. Sigortacılık sektörüne bakıldığında, kredi temerrüt takasıyla bu tabloya dahil oldukları görülmektedir. Buna göre belirli bir ücret karşılığında sigortacılar ipotek sahibinin temerrütlerinden kaynaklanan zararları üstlenecekleri sigorta poliçeleri sattılar. 2001'de bu türevler tarafından yaklaşık 900 milyar dolarlık kredi sigortalandı, ancak 2008 yılı başında bu miktar toplam 62 trilyon dolara ulaştı. 2006 yılında alt gelir grubuna sağlanan ipotekli konut kredileri miktarı 625 milyar doları bulmuştur. Konut balonu patladığında ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değeri düşmüş ve yatırımcılar daha az getirili ancak daha güvenli olan kamu kağıtlarını tercih etmeye başlamışlardır. Aynı şekilde finans kuruluşlarının ellerinde kalan geri ödenmemiş kredileri (toxic assets) değerinin altında fiyatlarla Asya ülkelerine ve 3. Dünya ülkelerine satmış olmaları bu krizin küresel hale gelmesine neden olmuştur.

2008 yılında yüksek oranlarda ipoteğe dayalı menkul kıymet (İDMK) sahibi olan finans şirketi Bear Stearns'ın JPMorgan tarafından satın alınarak iflastan kurtarılması aynı şekilde İDMK sahibi olan finans kuruluşlarından Lehman Brothers ve Merrill Lynch'in hisse fiyatlarının düşmesine neden oldu. Merrill Lynch'in Bank of America tarafından 50 milyar dolara alınmasından sonra 2008 yılı Eylül ayında ülkenin en önemli finans kuruluşlarından Lehman Brothers alıcı bulamadığından iflas başvurusunda bulundu. Bu durum piyasalarda güven sorunu yaratarak piyasaların nakde dönme çabalarını daha da arttırmasına neden olmuştur (Eroğlu, 2011; Felton ve Reinhart, 2011).

Krizin ana sebeplerine bakıldığında 1970'den beri gelişmiş ülke finans piyasalarında gerekli denetimin sağlanamaması, 1990 itibariyle finans kuruluşlarının riskli faaliyet göstermeleri ve 2000 sonrası gelişmiş ülke iktisat politikalarında görülen kötü yönetim sayılabilir (Doğru, 2015). Krizin sıçradığı Avrupa ülkelerinden İzlanda 2008'in ikinci yarısı itibariyle GSYİH bakımından %65 daralmış İrlanda'da 3 büyük banka iflas etmiştir. ABD'de finans şirketlerine devlet güvencesi getirilmiş, 750 milyar dolarlık yardım paketi sağlanmış ve talebi canlı tutmak için maliye ve para politikalarında gevşemeye gidilmiştir (Čaušević, 2015).

3.6.1. 2008 Krizi'nin Türkiye'ye Etkisi ve Alınan Önlemler

Türkiye'nin kriz eğilimli ekonomik yapısı benzersiz değildi. Diğer gelişmekte olan ekonomilerde olduğu gibi dünya ekonomisinin geri kalanıyla entegrasyon yolunda Türkiye ekonomisinin kaderiydi. Küresel ekonomik krizin ciddi olumsuz etkisi olmasa bile; Türkiye'nin sorunlu büyüme stratejisi nihayetinde bir iç ekonomik krizle sonuçlanacaktı. Nitekim, GSYİH büyüme oranındaki düşüş, küresel kriz Türkiye ekonomisine girmeden önce bile başlamıştı. Daha önce de anlatıldığı üzere 2000 yılında IMF ve Dünya Bankası gözetiminde “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programı uygulanmaya başlanmış ve 2002 yılında göreve gelen yeni hükümet de makroekonomik politikalarını bu program çerçevesinde hazırlamıştı. Bu programın orta vadeli büyüme stratejisi, yabancı sermaye girişlerine dayanıyordu. Türkiye ekonomisi, 2008 yılına kadar hükümetin neoliberal doktrine olan bağlılığı ve küresel ekonominin büyümesi sayesinde yabancı sermayeyi çekmekte başarılı olmuştu. 2001 krizinden sonraki dönemde sağlanan bu başarıyla ekonomi büyük bir oranda büyüdü. Ancak bu büyüme

sürdürülebilirliğin katı unsurlarından yoksun olduğu için yanıltıcıydı. Ekonomide yüksek işsizlik oranları, düşük maliyetli işgücü, gelir dağılımında artan farklar, artan dış açık, sürekli artan cari işlemler açığı, özelleştirme, sabit sermaye yetersizliği ve yabancı sermaye girişleri görülmekteydi. Finansal girişlerin çoğu kısa vadeli büyük yatırımlar olduğundan oldukça güvenilmez bir büyüme kaynağıydı. Aslında Türkiye’de krizin etkili olmasının sebebi kısa vadeli büyük yatırımların kriz sırasında diğer kırılgan beşli ekonomilerde olduğu gibi Türkiye’den de çekilmeleri idi (Rodrik, 2009; Doğru, 2015).

2008 yılında küresel kriz, hızı ve büyüklüğü bakımından Türkiye’yi sert vurdu. Finansal piyasalar ve ticaret yoluyla yayıldı. Diğer pek çok gelişmekte olan piyasada olduğu gibi, ilk kanalda net sermaye çıkışları, kurdaki değer düşüklüğü, hisse senedi fiyatlarındaki düşüş (2007 yılı sonlarındaki zirve noktasından sonra yaklaşık %60 değer kaybı), yükselen risk primleri ve bankacılık sektöründeki likidite sıkışıklığı yer aldı. İhracat durgunlaştı, sınai üretim ve yatırımda büyük bir daralma yaşandı. Uluslararası ortamdaki bozulma ve büyük belirsizlikler kriz öncesi rekabet gücü kayıplarıyla birleşerek iş ve tüketici güveninde keskin bir kayba yol açtı ve dış talep şokunu artırdı. Hanehalkı tüketimi aniden azalırken, şirketler yatırımlarını azalttı ve stokları büyük ölçüde tüketti. 2008 yılının başından 2009 yılının ortasına kadar GSYİH seviyesindeki düşüş oranı ile Türkiye (%-4,7) OECD ülkeleri arasında krizin en çok etkilediği ülke oldu. Ülkenin ihracatındaki düşüş de OECD ortalamasına yakındı ve iç mali kargaşa yaşanmadı. Türkiye’de ticari güvenin çöküşü, bazı gelişmiş ve gelişmekte olan OECD ekonomilerinden çok daha büyük ve ani oldu. Bu, dış talepteki düşüşle birlikte, yatırımdaki önemli düşüşe (%30’ a yakın) katkıda bulundu. Benzer şekilde, tüketici güveni de azaldı ve OECD ülkelerine kıyasla büyük bir tüketim düşüşüne (%10) neden oldu (Eroğlu, 2011).

Küresel şok ve belirsizliklerin ötesinde, Türkiye’de güven, üç faktörün bir araya gelmesiyle zayıflatılmış görünüyordu. Güven ortamı şirketlerin küresel likidite sıkışıklığı karşısında borçlarının üstesinden gelme konusundaki belirsizliklerden, yabancı yatırımcıların risk iştahındaki düşüşten ve yerel bankaların kredi verme konusundaki ihtiyatlı tepkisinden etkilendi. O dönemde yapılan anketler de kredilerin yeniden yapılandırılmasının işletmelerin kredi talebindeki artışın arkasındaki ana nedenler arasında olduğunu ve bankaların kredi standartlarını önemli ölçüde

sıkılaştırdığını göstermektedir. Finansal olmayan özel sektörün dış borcu krizden önce hızlı bir şekilde artmasına rağmen düşük bir seviyede kalıyordu. GSYİH'deki payı 2004'ten 2008'e kadar neredeyse iki katına çıktı ve %16'ya ulaştı (122,4 milyar \$). Bu borcun da yaklaşık yarısının vadesi 2009 ve 2010 yıllarında dolmaktaydı (sırasıyla toplam borcun %33'ü ve %17'si) ve borç çevirme oranları oldukça düşmüştü (TCMB, 2009). İkincisi, IMF stand-by anlaşmasının Mayıs 2008'de sona ermesinin maliye politikası ile ilgili yarattığı endişelerin belirsizlikleri arttırması oldu. Üçüncüsü de geçmiş krizler sebebiyle krizin hemen başındaki endişe verici ekonomik haberlerin iş adamları ve tüketiciler arasında aşırı karamsarlık dalgasını tetiklemiş olmasıydı (Radrik, 2009; Rawdanowicz, 2010).

3.6.1.1. Para Politikası Önlemleri

Ekonomik büyümedeki hızlı ve büyük ölçüde bozulma, hızlı bir para ve maliye politikası gerekliliğine yol açtı. Gelişmiş makroekonomik çerçeve ve krizden önceki daha iyi ekonomik durum, karşı politikaları mümkün kılmakta etkili oldu. Para politikası önlemlerinin hızlı olması, krizin başlarında piyasaları sakinleştirmek için özellikle önemliydi ve iç piyasa katılımcıları tarafından takdir edildi. Para politikası duruşu önemli ölçüde gevşetildi ve TCMB ana politika faiz oranını Ekim 2008'den Kasım 2009'a kadar 1025 baz puan indirerek %6,5'e düşürdü. Bu indirimler OECD'de ve diğer gelişmekte olan piyasalar arasında gerçekleştirilen en büyük düşüştür. Türkiye'deki nominal faiz oranları düşük seviyelere ulaştı ve reel faiz oranları 2002 yılından kriz dönemine kadar ilk defa sıfıra yaklaştı. Likidite ve borç vermeyi daha da desteklemek için, Türk lirası zorunlu karşılık oranı Ekim 2009'da %6'dan %5'e düşürüldü. Krizin başlarında enflasyon hedefini tehlikeye atmadan böylesine büyük bir para politikası teşviki, büyük bir negatif çıktı açığı ve enerji fiyatlarındaki düşüşle birlikte mümkün olmuştu. Finansal piyasaları istikrara kavuşturma tedbirleri marjinaldi ve genel olarak döviz piyasasının düzgün işleyişini ve yeterli döviz likiditesini sağlayacak operasyonları içermekteydi (Basci, 2012). Ekim 2008'de, TCMB döviz piyasası piyasasında aracı olarak faaliyetlerine devam etti, döviz işlemlerinin limitleri ve vadeleri uzatıldı ve faiz oranları düşürüldü. Bu düzenlemelerin bazı şartları daha sonra Şubat 2009'da değiştirildi. Buna göre döviz mevduatı piyasalarında, bankaların TCMB'den ödünç aldıkları yabancı para mevduatının vadesi bir aydan üç aya kadar

uzatıldı. Ayrıca, TCMB'nin taraf olduğu işlemlerin borç verme faiz oranı ABD Doları için %7'den %5,5'e, Euro için %9'dan %6,5'e düşürüldü. Döviz alım ihaleleri Ekim 2008 ile Ağustos 2009 arasında askıya alındı, döviz satım ihaleleri (Ekim 2008, Mart-Nisan 2009 yıllarında) aracılığıyla ek döviz likiditesi piyasalara enjekte edildi ve döviz mevduatı için zorunlu karşılık oranları 2 puan düşürüldü. Finansal kargaşanın şirket sektöründeki olumsuzluğunu azaltmak için de bazı önlemler alındı. Aralık 2008'de ihracat reeskont kredisi limitleri uzatıldı ve koşulları yumuşatıldı (Eroğlu, 2011; Özbilen, 2014).

3.6.1.2. Mali Önlemler

Mali cephede hükümet, kriz karşısı bir paket uyguladı. Öncelikle harcama önlemleri öngörüldü (altyapı yatırımları, emekli aylığı ve sağlık fonlarına katkılarda azalma ve kamu görevlilerinin maaşlarında artış), ancak gelir önlemleri de alındı (özel tüketimde geçici indirimler ve seçilen mallarda katma değer vergileri). Bu doğrudan gelir ve gider önlemlerinin 2008–10 dönemi için GSYİH'nin %1,8'i civarında olduğu tahmin edilmektedir. Ayrıca, hükümet finansal sektöre garanti ve sigorta planları sunarak (Kredi garanti fonu-KGF'nin oluşturulması) özel sektöre, özellikle de küçük ve orta ölçekli işletmelere borç vermeyi teşvik etmeyi amaçladı. Bütçe açığı 2008 ve 2009 yıllarında GSYİH'nin %4,2 oranında arttı ve bu durum, büyük ölçüde faiz dışı denge bozulmalarıyla açıklandı. Bu açık oranı aynı dönemde OECD'nin ortalama bütçe açığındaki %6,3'lük artıştan düşüktü ve bunun üç sebebi bulunmaktaydı. Öncelikle, Türkiye birçok OECD ülkesinden farklı olarak finansal sektörünü yeniden sermayeleştirmek zorunda değildi. İkincisi, devlet büyüklüğü daha küçüktü ve bu sebeple çıktı düşse bile, mali dengeler üzerindeki etkisi daha sınırlı kalmaktaydı. Üçüncüsü, mali canlandırma miktarının düşük tutulmasıydı çünkü hükümet krizin maliyetini gelirlerini arttırarak tutmaya çalıştı. Özellikle 2009 yılında tütün ve akaryakıt vergileri yükseltildi ve vergi gelirlerini arttırmaya yönelik bir defalık düzenlemeler yapıldı. Yeni önlemler arasında vergi barışı da yer aldı. Bu nedenle, kriz önleme paketi sonuçta mutlak indirimden ziyade vergi gelirlerinin yeniden dağıtılmasını içeriyordu. Hükümetin mali politikaları nedeniyle 2009 yılında bütçe açığı/GSYİH oranı %5,8'e (özelleştirme gelirleri hariç) ve kamu borcu/GSYİH oranı da %45,4'e yükseldi. Ancak GSYİH'nin payı olarak kamu borcu OECD ortalamasının altındaydı (Doğru, 2015).

Genel olarak değerlendirilecek olursa merkez bankasının krize karşı tepkisi zamanında geldi. Ancak alınan kararlar özellikle döviz piyasasında artan gerilimi azaltmak ve likidite sıkıntısını önlemek için gerekli olmasına rağmen, kredi piyasasını canlandırmak için yeterli olmaktan uzaktı. Artan belirsizlikler, dış talepteki keskin düşüş ve üretim üzerindeki bariz olumsuz etkisi ve uluslararası sermaye girişlerinin durması bankacılık sektörünün risk iştahını önemli ölçüde azalttı. Likidite önlemlerinin oynayabileceği rol bu sorunların ele alınmasında oldukça sınırlıydı. 2008'in son çeyreğinden sonra sürmekte olan daralmaya karşı başka yerlerde alınan olağanüstü önlemlere rağmen politika yapımcılar mali teşvik tedbirleri almak için uzun süre beklediler. Beklenen süre krizin Türkiye üzerindeki olumsuz etkisini doğru bir şekilde değerlendirmekle ilgiliydi. Bu durum hem hükümetin üst düzey yetkililerin o dönemki konuşmalarından hem de GSYİH büyüme oranını 2009 yılında %4 olarak alan 2009 bütçesinden açıkça görülmekteydi. Büyüme öngörüsü Nisan 2009'a kadar bozulmadan tutuldu ve ardından 7,6 puan revize edilerek %-3,6 olarak açıklandı (Rawdanowicz, 2010; Ozatay, 2010).

3.6.2. 2008 Krizi'nin Brezilya'ya Etkisi ve Alınan Önlemler

Brezilya, 2008 mali krizinin en çok etkilediği dünyadaki en büyük ekonomilerden ve aynı zamanda krizin etkilerini atlatan ilk ülkelerden biridir. 2008 yılının üçüncü çeyreğine kadar, Brezilya güçlü bir büyüme performansı göstermekteydi ve hükümetin karşı karşıya olduğu temel makroekonomik sorun, artan iç talep ve artan dünya emtia fiyatları karşısında enflasyonun kontrolüydü. Eylül 2008'deki gelişmeler durumu aniden değiştirdi. Uluslararası kredi krizi, yerel kredi arzında keskin bir düşüşe yol açtı ve bu da Brezilya ekonomisine olumsuz bir arz şoku getirdi. Emtia fiyatlarındaki ve dünya ticaretindeki düşüş de Brezilya ihracatçılarına zarar vermekte ve sermaye çıkışlarındaki artışla birlikte, realin dolar karşısında 2008'in sonunda değer kaybetmesine neden oldu. Değer kaybı, likidite kısıtlamaları ve düşen uluslararası talebin bir araya gelmesi, tüketicilerin ve işletmelerin güvenini azalttı ve bu da toplam talepte özellikle de yatırımda keskin bir düşüşe yol açtı. Sonuç olarak 2008'in son çeyreğinde ve 2009'un ilk çeyreğinde Brezilya'nın GSYİH'nin %4,3 oranında düştüğü durgunluk meydana geldi. Brezilya hükümeti, küresel krize ülkenin yakın ekonomik tarihinde benzeri görülmemiş bir genişleyici eylem dizisi ile cevap verdi. 1980'lerin ve 1990'ların

uluslararası krizleri sırasında gerçekleşenlerin aksine, bu kez Brezilyalı yetkililer uluslararası krizin Brezilya finansal sistemini çökertmesini engellemek ve büyümeyi en kısa sürede sürdürmek için bir dizi parasal ve mali karşı-döngüsel eylemi kabul ettiler. Bir yıl sonra, bu iki hedefe ulaşıldığı, yani krizin en kötüsünün Brezilya bankacılık sisteminde önemli bir bozulma olmadan emildiği ve en önemlisi, 2009 yılının ikinci çeyreğinde ekonominin büyümeye devam ettiği, işsizlik oranının artmadığı, reel ücretlerin artmaya devam ettiği ve tüketicilerin ve işletmelerin güvenlerinin arttığı görülmüştür. Nitekim krizin yoğunluğuna rağmen Brezilya ekonomisinin 2009 yılında GSYİH büyüme oranının hala yükseldiği ve 2010 yılında kriz öncesi duruma döndüğü görülmüştür. Brezilya hükümetinin 2008-09 yılındaki politika eylemleri üç gruba ayrılabilir. Birincisi, kriz sırasında ekonomiye yardım eden ve kriz bittikten sonra da devam edecek olan Brezilya makamlarının krizden önce kabul ettiği eylemlerdir. İkincisi, krizin sona ermesi veya zamanla hızlı bir şekilde sona erme eğiliminde olan Brezilya tarafından benimsenen eylemlerdir. Üçüncü eylemler de Brezilya hükümetinin 2008-09'da ekonomiyi istikrara kavuşturması için aldığı ve krizin bitmesiyle devam edecek olan yeni yapısal eylemlerdir (Nassif, 2008; Mesquita ve Toros, 2010).

3.6.2.1. Krizden Önce Kabul Edilen Yapısal Eylemler

Brezilya hükümeti 2003'ten beri ekonomik politikasında bazı yapısal değişiklikler uygulamaktadır. Bu değişikliklerin kapsamı Lula yönetiminin, devletin ekonomik kalkınmayı teşvik etme ve gelir eşitsizliğini azaltma konusunda daha aktif bir rol oynamaya karar vermesiyle 2006'da yürürlüğe girmiştir. Buna göre Brezilya'nın 2008 kriziyle mücadele etmesine yardımcı olan beş yapısal eylem öne çıkmaktadır. Bunlar, sosyal koruma, asgari ücretteki artış, kamu yatırımındaki genişleme, Brezilya'nın yeni sanayi politikasına ilişkin vergi indirimleri ve hükümet harcamalarının yeniden yapılandırılmasıdır. Sosyal koruma mekanizmalarından başlayarak, 2003'ten beri Brezilya hükümeti özellikle fakir ailelere daha fazla kaynak ayırmaktadır. Bu yardımlar sosyal güvenlik yardımları, işsizlik sigortası ve federal hükümetin düşük gelirli bireyler için özel programı olan "Bolsa-Familia" dır. Bu gelir yardımlarının toplam değeri 2002-2008 arasında GSYİH'nin %6,9'dan %8,6'ya yükseldi ve kriz dönemlerinde özel harcanabilir gelir olarak ilerici bir dengeleyici görevi gördü. Bu girişimin doğrudan sonucu, krizin en kötü döneminde özel tüketimdeki küçük düşüş ve sonrasında hızlı iyileşme oldu.

Asgari ücretin real bazında değerindeki kademeli artış Brezilya'nın krizin etkisini yönetmesine de yardımcı oldu. Kriz öncesi yıllarda asgari ücret, gelir dağılımını iyileştirmek ve ortalama ekonomik büyümenin getirdiği verimlilik artışlarının işçilere fayda sağladığını garanti etmek için ortalama ücretten daha fazla arttırılmıştır. Büyümenin yavaşlaması ve kamu maliyesi üzerindeki etkileri olsa bile, Lula yönetimi 2009 (%12) ve 2010 (%8,9) için planlanan asgari ücretin yükselişini sürdürmeye karar verdi. Sosyal güvenlik yardımlarının %60'ı ve işsizlik sigortasının çoğu asgari ücrete bağlı olduğundan, Lula'nın kararının ana sonuçlarından biri, daha önce de belirtildiği gibi ailelere gelir transferini arttırmaktı. Bir diğer önemli sonuç, özellikle enformel sektörde çalışanlar için ekonomide piyasa ücretine zemin koymaktı. Brezilya hükümeti, 2006'dan beri özellikle altyapıdaki yatırım harcamalarını arttırdı. 2007'de bu girişim, yalnızca federal bütçeyi değil aynı zamanda federal olarak kontrol edilen devlet şirketlerinin bütçesini içeren PAC adlı resmi bir program haline geldi. PAC ayrıca, altyapıya özel yatırımları teşvik etmek için bir dizi vergi indirimi, finansal teşvik ve kredi imkanını da içermekte olup, 2008 yılının dördüncü çeyreğine kadar ana hedefine ulaştı, yani ortalama GSYİH büyüme oranı 2003'te %3,2'den 2006-2007 yılında %4,9'a yükseldi. Bu büyüme ivmesi, kamu yatırımlarının genişlemesiyle birlikte gerçekleşti; 2005 ve 2008 yılları arasında federal hükümetin sermaye harcamaları GSYİH'nin %0,5'inden %0,9'una yükselirken, Brezilya ulusal petrol şirketi Petrobras'ın yurt içi yatırımları GSYİH'nin %0,8'inden %1,3'üne yükseldi. 2008 krizi sebebiyle Lula'nın PAC yatırım hedeflerini krize rağmen değiştirmeme kararı toplam yatırımdaki keskin düşüşün önlenmesinde başarılı oldu. Aslında, 2009'da federal hükümet ve Petrobras, Brezilya'daki tüm yatırımların %16'sından doğrudan sorumlu oldular. 2008'de Brezilya hükümeti yeni sanayi politikasını başlattı (Política de Desenvolvimento Produtivo, PDP). Bu inisiyatif, ekonomik sektörler yerine stratejik faaliyetleri teşvik etmeyi amaçlamakta ve temel hedefleri ihracat, yatırım ve ülkenin inovasyon, araştırma ve geliştirme harcamalarını arttırmaktı. Bu hedeflere ulaşmanın ana araçları vergi indirimleri ve finansal teşviklerdi. PDP'nin bir sonucu olarak, Brezilya hükümeti, 2008'de meydana gelen kriz döneminde sanayi sektörünün temel kırılma noktalarının iyi bir haritasını çıkardı. Makroekonomik açıdan, PDP'nin ana etkisi, krize rağmen sürdürülen ve 2009'da GSYİH'nin %0,3'üne tekabül eden vergi indirimleri oldu (Nassif, 2008; Barbosa, 2010).

3.6.2.2. Kriz Döneminde Kabul Edilen Geçici Önlemler

2008 krizinin Brezilya'da oluşturduğu ilk etki kredi kriziydi. Dış kredi limitlerinde Brezilya bankalarına ve firmalarına karşı olan düşüş, yerel acentelerin likidite kısıtlamalarını artırdı ve krizden önce faiz arbitrajından yararlanan Brezilya'nın bazı ana ihracatçıları için büyük kayıplar oluşturdu. Daha spesifik olarak, birçok Brezilyalı firma, ihracat gelirleri ile desteklenen karmaşık faiz arbitrajı sözleşmeleri imzalamak için yerli ve uluslararası faiz oranları arasındaki yüksek farktan yararlandı. Bu türev sözleşmelerinin hacmi, krizin sürecinde Real'in değer kaybetmesi sebebiyle firmaların döviz gelirlerini büyük ölçüde aştığından, Brezilya'daki birçok büyük firma ciddi likidite ve ödeme gücü sorunları ile karşı karşıya kaldı. Bu kayıplar, bankacılık sistemindeki kritik duruma daha fazla sorun kattı. Brezilya hükümeti hem yabancı hem de yerel para birimlerinde likidite sağlayarak kredi krizine derhal müdahale etti (Sabreira ve de Paula, 2010).

Sermaye çıkışları ve Brezilya'nın dış kredi limitlerindeki ani ve önemli düşüş Real'in keskin bir şekilde değer kaybetmesine neden oldu. 2008 yılının son çeyreğinde 22 milyar ABD doları tutarında finansal çıkış gerçekleşti ve Real değer kaybetti. Değer kaybına karşı koymak ve iç döviz piyasasında likidite kısıtını azaltmak için, Brezilya Merkez Bankası (BCB) spot piyasada ABD doları satmak ve uluslararası ihracatçılara geçici kredi olanakları sunmak için uluslararası rezervlerini kullandı. Bu iki eylem, döviz kurundaki spekülasyonlara engel olmak için BCB'nin döviz satarak kendi para birimini aldığı swap operasyonlarıyla tamamlandı. BCB'nin bu eylemleri, krizin en kötü döneminde özel sermaye akımlarının hareketini telafi edemedi, ancak Brezilya şirketleri için döviz cinsinden minimum likidite seviyesini sağlamada başarılı oldu. Krizin en kötü döneminde, BCB'nin toplam döviz müdahaleleri spot piyasada 14,5 milyar ABD doları, kısa vadeli finansmanda Brezilya ihracatçılarına 24,4 milyar ABD doları ve swap işlemlerinde 33 milyar ABD doları olarak gerçekleşti. Brezilya'nın kriz öncesi uluslararası rezervlerinde 210 milyar ABD doları bulunduğu ve döviz müdahaleleri nedeniyle yabancı sermayenin ekonomiye dönmesi sebebiyle yalnızca bu stratejiyi benimseyebileceği de söylenebilirdi (Barbosa, 2010).

İç piyasada, BCB bankaların rezerv gereksinimlerini düşürdü ve 2008 sonunda

para piyasasına GSYİH'nin yaklaşık %3,3'ünü enjekte etti. Bununla birlikte, Brezilya baz faiz oranı krizden hemen sonra düşmediğinden ve bankalar yüksek bir ekonomik belirsizlik ortamında borç vermeye direndiğinden, rezerv gereksinimlerindeki azalmanın çoğu BCB tarafından açık piyasa işlemleri yoluyla geri alındı. Rezerv gereksinimlerindeki azalmanın temel etkisi, küresel krizin Brezilya bankalararası pazarına bulaşmasından kaçınmaktı. İlk başta, yeni rezervlerin çoğu, büyük Brezilya bankalarına, özellikle de mevduatların çoğuna sahip olan ve federal hükümet tarafından desteklenen Brezilya kamu ticari bankalarına yönlendirildi. BCB, zorunlu karşılıkların azaltılmasını, büyük bankaların küçük ve orta ölçekli bankalara borç vermeleri için geçici teşviklerle tamamladı ve küçük ve orta ölçekli bankalarda bulunan mevduatları özel ve geçici olarak sigortalayarak güvence altına aldı. İki eylem iyi sonuç verdi ve Brezilya, finansal piyasalarında herhangi bir iflas olmadan kredi krizinin en kötü dönemini atlattı. Rezerv gereksinimlerindeki azalma finansal krizin kötüleşmesini önledi, ancak Brezilya'daki firmalara ve ailelere kredi arzını artırmak yeterli değildi. Nitekim uluslararası kredi krizi, kredi büyümesinde keskin bir yavaşlama ve Brezilya'da faiz oranlarında önemli bir artışa neden oldu. Yasal kısıtlamalar nedeniyle, BCB alabileceği özel tahvillerin cinsi ve miktarı bakımından çok sınırlıydı. Sonuç olarak, BCB krizin en kötü döneminde son çare olarak uygun borç veremedi. Bu sorunun çözümü, BCB'nin rolünü üstlenen ve kredi krizinin kritik aşaması sırasında son çare olarak borç veren kamu bankalarından geldi. 2009'un başlarında, Brezilya hazinesi, Brezilya Ulusal Kalkınma Bankası'na (BNDES) küçük ve orta ölçekli işletmeler ve ihracat için özel kredi olanakları sunması için GSYİH'nin %3,3'ü oranında özel bir kredi tesisi açtı. 2009 yılında Brezilya hazinesi, Brezilya'nın en büyük iki kamu ticari bankası olan Banco do Brasil (tarım yatırımları için) ve Caixa Econômica Federal'e (konut yatırımları için) faiz oranı sübvansiyonları sundu. Son olarak, özel bankalardan sağlanan kredi arzındaki yavaş büyümeyi telafi etmek için, Brezilya hükümeti ticari bankalarından kriz sırasında kredi vermelerini arttırmalarını istedi. Eylül 2008 ve Temmuz 2009 arasındaki süre göz önüne alındığında Brezilya hükümetinin birleşik eylemleri, Brezilya kamu bankalarının kredi arzını %33 artırdı. Aynı dönemde büyük özel bankalar kredi arzlarını %9,1 oranında artırırken, küçük ve orta ölçekli özel bankalar kredi arzını sabit tuttular. Brezilya politikası ayrıca, ülkenin baz faiz oranındaki önemli bir indirimi de içeriyordu. Bu, ancak BCB'nin döviz kurundaki değer

kayıplarının yaratabileceği enflasyonist etkiye ilişkin endişeleri sona erince geldi. Daha belirgin olarak, 2008 yılının ilk üç çeyreğinde enflasyondaki artış nedeniyle, BCB 10 Eylül 2008'de yani küresel finansal piyasaların çöküşünden beş gün önce yıllık baz faiz oranını %13,75'e yükseltti. Sonraki aylarda, Real'in keskin bir şekilde değer kaybetmesi, BCB'yi ekonomik faaliyet düzeyindeki ani düşüşler karşısında bile faiz oranlarını düşürmekte isteksiz hale getirdi. Lehman Brothers'ın iflasından dört ay sonra ve Ocak 2009 sonunda, kurdaki kayıpların ekonomiye enflasyonist riskler getirmediği netleştiğinde, BCB baz faiz oranını düşürmeye başladı. Toplam indirim 400 baz puandı ve Brezilya'nın nominal baz faiz oranını %8,75 ve beklenen bir yıllık reel faiz oranını 2009 yılının üçüncü çeyreğinde %5,0 olarak bıraktı. Faiz indirimleri ile ekonomik faaliyet üzerindeki etkileri arasındaki gecikmeler göz önüne alındığında Brezilya'nın faiz oranındaki düşüş, 2010'a kadar ülkenin büyüme oranını olumlu yönde etkiledi. Nitekim 2010 yılında GSYİH'de %7,5'lik büyüme gerçekleşti (Tabak ve diğerleri, 2013).

Para politikasının 2008'deki çöküşten hemen sonra ekonomik büyümeyi teşvik etme konusundaki gecikmesinin mali politika ile telafi edilmesi gerekiyordu. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren, federal hükümet satışları ve üretimi teşvik etmek için bir dizi vergi indirimi uyguladı. Bu girişimin temel amacı, özellikle dayanıklı tüketim malları stoklarının aşırı birikimini önlemektir. Vergi indirimleri, federal dolaylı vergilerde geçici bir indirimden oluştu ve 2008 yılının Aralık ayında otomotiv sektöründe başladı. 2009 yılında aynı mantık, ev aletleri, sermaye malları ve inşaat sektöründeki girdiler için de genişletildi. Bazı gıda maddelerinde de vergi indirimleri yapıldı ve bu tür geçici girişimlerin doğrudan maliyetleri 2009 yılında GSYİH'nin %0,3'üne ulaştı. Sonuç olarak vergi indirimleri 2009'un başında durgunluğun ciddiyetini azalttı ve o yılın sonunda toparlanma hızını arttırdı.

Kriz döneminde eyaletlerle ilgili de eylemlerde bulunuldu. Buna göre federal hükümet yalnızca 2009 yılı için geçerli olmak kaydıyla, eyalet ve yerel yönetimlere yapılan düzenli bütçe transferlerinin, federal düzeydeki vergi gelirlerindeki düşüşe rağmen, 2008'in nominal değerini koruyacağını garanti etti. Ayrıca su ve atık su ve şehir içi ulaşım ile ilgili ortak yatırım programlarında eyalet ve yerel yönetimlerin harcamalarının bir kısmını da üstlendi. Federal hükümetin geçici mali eylemleri işsizlik

yardımı değerinde bir artışın yanı sıra, 2009 yılı iim makine ve teçhizata yapılan yatırımlar için geçici bir faiz oranı sbvansiyonunu da içermekteydi. İlk eylem 2009 yılının ilk yarısında gerçekleştirildi ve ihracattaki ve yatırımlardaki azalmadan en çok etkilenen sektörlerdeki işçilere yardımcı olmayı amaçladı. İkinci eylem 2009 yılının ikinci yarısında gerçekleştirildi ve firmaların 2010 yılına kadar yatırımları ertelememelerini teşvik etmeyi amaçlıyordu. Bu girişimlerin sonucunda iş piyasasında mütevazı bir toparlanma oldu (Schmalz ve Ebenau, 2012).

2007'den itibaren Brezilya, federal hükümetin kamu yatırımları öncesi ve sonrasında tüm kamu sektörü için birincil fazla hedef belirlediği altın politika kuralının değiştirilmiş bir versiyonunu kabul etti. Bu tür hedeflerin mantığı, faiz dışı fazlalığın kamu borcunun sabit bir GSYİH'ye oranıyla tutarlı bir seviyede kalmasını sağlamak ve aynı zamanda hedefin yalnızca kamu yatırımını artırmak için azaltılmasını sağlamaktı. Yavaş büyüme, vergi indirimleri ve hükümet programlarının sürdürülmesine bağlı olarak daha yüksek harcamalar nedeniyle vergi gelirleri kaybı, yalnızca 2009 ve 2010 için belirlenmiş mali hedeflerin gözden geçirilmesiyle sağlanabildi. 2009 yılı revizyonu, faiz dışı fazla hedefinin kamu yatırımlarından önce GSYİH'nin %3,3'nden %2,5'ine, kamu yatırımlarından sonra GSYİH'nin %2,8'inden %1,6'sına indirgenmesinden ibaretti. 2010 yılı revizyonu, yalnızca kamu yatırımından sonra yapılan rakamları içerdi yani, birincil denge hedefi yatırımdan önce %3,3 olarak korunurken, yatırım sonrası birincil denge hedefi GSYİH'nin %2,8'inden %2,6'ya düşürüldü. Krizin bütçe açığına ve kamu borcuna mali etkisi diğer büyük ekonomilerde olanlara kıyasla kk bir artış yaşatmış olduğuydu. Rakamlarla, Brezilya kamu kesiminin tamamının 12 aylık bütçe açığı, 2008'de GSYİH'nin %2'sinden 2009'un nc çeyreği sonunda %3,5'e yükselirken, net kamu borcu GSYİH'nin %41,8'inden %44'ne yükseldi (Tabak ve diğerleri, 2013).

3.6.2.3. Yeni Yapısal Girişimler

Aslında kriz dönemleri, hükümetlerin ekonomi üzerindeki kalıcı etkileri olan benzeri görülmemiş eylemler gerçekleştirmelerine olanak sağladığı için yapısal değişiklik dönemleridir. Bu, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler için geçerlidir ve Brezilya'nın özel durumunda, 2008'in kş Lula yönetiminin halihazırda hükümetin gündeminde olan bazı girişimleri öngörmesine izin vermiştir. Bu girişimler gelir vergisi

oranlarındaki bir değişiklik, yoksul ve düşük gelirli ailelere yönelik yeni bir konut programı ve ekonominin reel baz faiz oranındaki düşüşü içermekteydi. Kişisel gelir vergisindeki değişiklik 2008 yılı sonunda uygulandı ve sisteme iki yeni gelir parantezinin girişinden oluşmaktaydı. O zamana kadar Brezilya gelir vergisi sadece üç vergi oranına sahipti (0, %15 ve %27,5). Değişimden sonra vergi oranları beşe çıkarıldı (0, %7,5, %15, %22,5 ve %27,5). Yeni gelir parantezleri, haneler tarafından ödenen efektif vergi oranını artırmayacak şekilde sunuldu ve nihai sonucu çoğunlukla orta sınıfa fayda sağlayan daha ilerici bir sistem oldu. Makroekonomik anlamda, kişisel gelir vergisi oranlarındaki değişim, 2009 yılında kişisel harcanabilir gelire GSYİH'nin %0,2'sini enjekte etti (Schmalz ve Ebenau, 2012).

Lula yönetiminin ikinci ve en önemli yeni girişimi, GSYİH'nin %1,2'sine eşit bir sübvansiyonla bir milyon yeni konut inşa etmeyi amaçlayan iddialı bir yeni konut programıydı. Hükümet ve işçilerin katkılarından (FGTS) oluşan özel bir fon, düşük-orta gelirli ailelere pazardan 600.000 konut satın almaları için ön sübvansiyonlar ve uygun faiz oranları sağlayacaktı. Halkın konut finansmanına erişimini artırmak amacıyla programa dahil olan tüm konutların inşası üzerindeki dolaylı vergiler azaltıldı. Yeni konut programı, 2008 yılındaki krizin etkisiyle mücadele için güçlü bir girişimdi, çünkü üretimi, emek ve yerli girdiler yoğunluklu bir sektörü teşvik etmektedir. Aslında, bu girişimin bir sonucu olarak, Brezilya konut yatırımı 2009 yılının ikinci yarısında hızlanmaya başladı ve 2010 yılında ekonominin önde gelen sektörlerinden biri oldu (Barbosa, 2010).

Son olarak, Brezilya'nın dünyadaki finansal krizi absorbe etme ve ondan kurtulma kapasitesi, finansal piyasaların ülke riskine ilişkin algısını değiştirdi. Geçtiğimiz 2008 ve 2009 yılları içerisinde Brezilya hükümeti üç ana derecelendirme kuruluşu tarafından geliştirildi ve 2009 yılının ikinci yarısından itibaren Brezilya bir kez daha yüksek miktarda yabancı sermaye almaya başladı. 2009 yılında ekonomik faaliyet seviyesindeki düşüş ve Reel değerinin artması enflasyonist baskıları azalttı ve BCB'nin yakın tarihte Brezilya tarihinde reel faiz oranını benzeri görülmemiş bir düşük seviyeye indirmesine izin verdi. Düşüşün bir kısmı krizin geçici bir sonucuydu, ancak diğer bir kısmı da ülkenin kriz sırasındaki ekonomik performansı nedeniyle 3 yıllık vadede kalıcı olmasıydı (Lin ve diğerleri, 2012).

3.6.3. 2008 Krizi'nin Güney Afrika'ya Etkisi ve Alınan Önlemler

1994'te demokrasiye yöneldiğinden bu yana, Güney Afrika, Afrika'daki öncü ekonomik güç olma ünvanını arttırdı ve giderek daha fazla küresel yatırımcıyı cezbedi (Freytag ve diğerleri, 2009). Küresel ekonomiye sürekli entegrasyon, verimliliğinde belirgin artışlara neden oldu (Heritage, 2012). Güney Afrika'nın büyümesi makroekonomik istikrar ve küresel bolluktan yararlandığı için 2004'ten 2007'ye kadar güçlüydü. Ancak, 2007 yılının ikinci yarısında ciddi bir elektrik krizi nedeniyle ekonomisi yavaşlamaya başladı (CIA, 2012). 2007'de yaşanan krizin üstüne 2008'deki küresel krizin gerçekleşmesi Güney Afrika'yı vurdu ve ülke 17 yıl içinde ilk durgunluğunu yaşadı ve ekonomi sert bir şekilde yavaşladı. Böylece, Güney Afrika krize daha büyük bir kırılganlık derecesiyle girerek cari açık, yüksek faiz oranları ve yüksek enflasyonla karşı karşıya kaldı (Padayachee, 2016). Yüksek faiz oranları özel tüketimdeki büyümeyi durdurdu (OECD, 2012). Güney Afrika'nın gerilemesi, ihracat talebindeki ani düşüşün yaşandığı üretim ve madencilik sektöründen kaynaklandı. Bu olumsuzluk da özel yatırımlardaki keskin bir düşüşe ve ardından düşen istihdama yansdı. 2008 yılının son çeyreğine ilişkin GSYİH rakamı negatif çıktı, üretim %21,8 oranında azalırken, otomobil endüstrisi yıllık bazda %30'un üzerinde bir düşüş gösterdi ve küresel emtia fiyatları baskı altında kalmaya devam ettiği için madencilik üretimi düşmeye devam etti. Sonuç olarak, iş yaratmada yavaşlama, tüketici harcamalarında düşüş, özel sektöre verilen kredi kullandırımında daralma ve konut fiyatlarında düşüş görüldü (Zini, 2009). İşsizlik krizden önce zaten yüksekti ve 2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren daha da artmaya başladı. Sonuç olarak, büyüme rakamları 2007'de %5'ten 2009'da %2'ye düştü ve keskin büyüme yavaşlaması yaşandı (OECD, 2012). Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senedi Endeksi, 23 Mayıs 2008 tarihinde 32.542 seviyesinden 21 Kasım 2008 tarihinde 18.066 seviyesine geriledi (Padayachee, 2016). Ekim 2008'den sonra sermaye çekilmesi dolayısıyla ülkenin para birimi randa değer kaybı yaşadı (Freytag diğerleri, 2009). Aralık 2008'de krize ortak bir tepki oluşturmak için örgütlü çalışma sektörü, iş dünyası ve hükümet arasında üçlü müzakereler başladı. Bununla birlikte, Güney Afrika'nın üretimdeki düşüşü, mali ihtiyatla ve etkilenmemiş bankacılık sisteminin esnekliği ile mümkün kılınan konjonktürel politika ile yönetildi (OECD, 2012). Ayrıca, sorunları çözmek için,

hükümetin tepkisi hızlı bir şekilde gerçekleştirildi ve bütçede genişlemeye gidilerek konut, eğitim, sosyal koruma, kamu çalışmaları ve sağlık programlarına odaklanıldı (Zini, 2009). OECD'ye (2012) göre, Güney Afrika'nın krizi oldukça sığdı yani üretimdeki düşüş çoğu OECD ülkesinde ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde olduğundan daha küçüktü. Güçlü bankacılık sistemi de ekonomiyi iyi desteklemekteydi. Bankacılık sektörünün güçlü olması borç verenleri riskli krediler için teminat alma konusunda teşvik eden iflas yasaları ve hem düzenleyici hem de bankaların uyguladığı muhafazakâr yaklaşımlardan kaynaklanmaktaydı. Özellikle, Güney Afrika'nın bankacılık sektörünün gücü, finansal kriz sırasında bile güçlü kârlılık, rahat sermaye yastıkları ile takipteki kredilerin düşüklüğü ve ABD ve Avrupa'nın sorunlu varlıklarına doğrudan maruz kalmamayı içeriyordu. Sağlıklı yabancı para rezervleri ve sürekli finansal girişler nedeniyle Güney Afrika, 2009–2010 döneminde %3,9 civarında açığı finanse etme konusunda bir sorun yaşamadı (Baxter, 2009; Zini, 2009).

3.6.3.1. Krize Karşı Alınan Para Politikası Önlemleri

Kriz 2009'da derinleştiğinde, SARB küresel ekonomik krizin büyüme ve istihdam üzerindeki etkisini göz önünde bulundurmaya zorlandı. SARB, 2007 ortasından itibaren %3 ila %6 hedef aralığını geçen bir enflasyon oranıyla karşı karşıyaydı. Enflasyonu durdurmak için, merkez bankası ardışık faiz artırımını turlarından geçti. Krizden önceki dönemlerde SARB repo oranlarında değişikliğe gitmekteydi. SARB enflasyonu hedeflenen seviyeye getirmek için repo oranında artışı uygulayabilmekte ya da ekonomik faaliyeti teşvik etmek için bunun tam tersini yapabilmekteydi. Enflasyonu hedefleme çerçevesine paralel olarak, SARB krizin başlangıcından önceki dönemde repo oranını arttırıyordu. Küresel ekonomik kriz kısa süre sonra Güney Afrika'yı etkilemeye başladı ve 2008'in sonunda Güney Afrika ekonomisi 17 yıldan beri ilk kez resesyona girdi. SARB krize daha uyumlu bir para politikası benimseyerek yanıt verdi ve repo oranını Aralık 2008'de 500 baz puan indirilerek %7'ye düşürdü. Kasım 2010 itibariyle, repo oranı %5,5'e, ana faiz oranı ise %9'a düşürüldü. Bu müdahale SARB'ın hedeflenen bandın dışındaki enflasyon oranlarını tolere edebileceğinin bir işareti gibi görünmekteydi. Nitekim, tüketici fiyatları endeksi 2009 yılında %7,1'e yükselirken, yapılan müdahaleyle 2010 yılında %4,3 olarak hedeflenen bandın içine girdi. 2010 yılındaki faiz indirimlerine bakıldığında oranların 30 yıl içindeki en düşük seviyeler

olduğu görülmektedir. Ancak bu durumun enflasyon tehdidinin düşük olduğu bir dönemde gerçekleştiği de unutulmamalıdır. ABD'deki zararlı finansal araçlara düşük maruz kalma nedeniyle, Güney Afrika, merkez bankalarının bilançolarını kriz sırasında daha geniş ekonomik ve finansal koşulları etkilemek için kullandıkları sıradışı parasal stratejiler kullanmak zorunda değildi. Bu durum Güney Afrika ekonomisini korudu ve finansal riski, olabileceğinden düşük tuttu (Freytag ve diğerleri, 2009; Ngandu, 2010).

3.6.3.2. Mali Müdahale

2010 bütçe incelemesine göre, Güney Afrika durgunluktan çıkarken, politika odağı ekonomiyi istikrara kavuşturmaktan daha uzun vadeli düşüncelere doğru kayıyordu. Hükümet, sıkı bir mali ortamda olsa da toparlanmayı desteklemeye devam etmeyi planlıyordu. İnceleme ayrıca, son iki yılda harcama artışının güçlü olduğunu ve hükümetin GSYİH içindeki payının 2007-2008'de %28,5'ten 2009-2010'da %34,1'e yükseldiğini belirtmekteydi. Bu artış kısmen de olsa ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve işletmelerin ve hanehalklarının en fazla mali desteğe ihtiyaç duyduğu bir zamanda kamu hizmetlerine yapılan harcamaları sürdürmek amaçlı verilen karşı tepkiydi. Daha önceki yıllarda, elverişli ekonomik şartlar, ortalamanın üzerinde vergi tahsilatı ile desteklenen devlet harcamalarında artış sağlamıştı. Ancak, ülke resesyona girerken gelirlerinde belirgin bir düşüş yaşandı. Şirketler tarafından ödenen gelir vergisi, düşük kazanç nedeniyle Şubat 2010 beklentilerinden 21 milyar rand daha düşüktü. İthalatın azalmasıyla gümrük ve tüketim vergileri de azaldı ve bu nedenle bu alandaki gelirlerde 31 milyar rand düşüş gerçekleşti. Toplamda, Şubat ayındaki bütçe öngörüsünden 68,6 milyar rand (yaklaşık 9,5 milyar dolar) daha az vergi geliri elde edildi. O dönemde uluslararası camiada sağlık, eğitim ve diğer hizmetler üzerindeki sosyal harcamaların, bütçe açığının kapanması amacıyla ülkelerce azaltılabileceğine dair büyük endişeler vardı. Güney Afrika'da böyle bir durum yaşanmadı ve sürdürülebilir sosyal politikalara bağlılığın devam etmesi sağlandı (Gordhan, 2009). Buna göre 2010 yılı bütçe çerçevesi, kısa vadeli ekonomik teşvik ihtiyacını uzun vadeli mali sürdürülebilirlik zorunluluğu ile dengeledi. Devlet harcamalarının GSYİH'nin neredeyse %35'ine yükselmesi beklendiğinden, bu durum KKBG üzerinde önemli bir etkiye sahip oldu ve mevcut çabaların karşılıklı bir mali duruşla devam etmesinin sürdürülebilirliği konusundaki endişeleri artırdı. Kamu kesimi borçlanma gereği 2007-2008'de %-0,3'ten 2009-2010'da

GSYİH'nin %11,8'ine yükseldi. 2009-2010 mali yılında harcamalar 126 milyar rand artarken, gelirler ise 34 milyar rand azaldı. KKBG, KİT'lerin finansman ihtiyaçları da eklendiğinde 288 milyar randa yani GSYİH'nin %11,8'ine yükseldi (Ngandu, 2010; Lin ve diğerleri, 2012).

Kısaca özetlemek gerekirse Güney Afrika ekonomisi küresel krizden etkilenmesine rağmen, döviz kuru şoku veya “ani durma” yaşamadı (Freytag ve diğerleri, 2009). Krizin etkisini hafifleten bir diğer önemli faktör de kamu işletmeleri tarafından enerji ve taşımacılıkta önceden onaylanmış iddialı sermaye harcaması planıydı. Bu plan aşağı doğru revize edilmedi ve ekonomideki düşüş sırasında çıktıyı büyük ölçüde destekledi. Aynı zamanda gevşek ama çok gevşek olmayan para politikası izlendi. Yani finansal kriz sırasında, bankalara sermaye desteği veya düşük faiz oranlarını desteklemek için nicel gevşetme gibi acil durum eylemlerine ihtiyaç duyulmadı (Bank, 2011; OECD, 2012).

3.6.4. 2008 Krizi'nin Hindistan'a Etkisi ve Alınan Önlemler

Diğer ülkeler gibi, Hindistan da küresel ekonomiye entegrasyonunun artması nedeniyle krizden etkilendi. GSYİH büyüme oranı, 2006 yılının üçüncü çeyreğindeki %10,6'lık değerinden 2008'in dördüncü çeyreğinde %5,8'e geriledi. Subbarao'nun (2009), belirttiği gibi Hindistan'ın GSYİH'sindeki toplam dış işlemlerin payı 1997-98'de %47 iken 2007-08'de yüzde 117'ye fırladı. Sonuç olarak, Hindistan küresel krizden hem ticaret hem de finansal kanal yoluyla etkilendi. Bununla birlikte, yıllık büyüme oranındaki düşüşü (2006-07'de %9,8'den 2008-09'da %6,7'ye düşmüştür) tümüyle küresel krize bağlamak yanlış olur. Hindistan, Eylül 2008'de, mali krizin etkilerinin hızla artmaya başladığı bir iç krizin ortasındaydı. Kriz arifesinde durum, küresel gıda ve petrol fiyatlarındaki keskin bir yükselişin yol açtığı şiddetli ticaret şokunun olumsuz etkileri ile daha da kötüleşti. Hindistan'ın gıda ürünlerinde dışa olan bağımlılığı görece düşük olsa da ülkenin petrol ve gübre ihtiyacının çok büyük bir kısmı ithalattan karşılanmaktaydı. Küresel finansal krizin genel olumsuz etkisi, bir dizi proaktif politika önlemi ile hafifletildi. Hindistan para politikası, Lehman Brothers'ın çöküşünden bu yana önemli ölçüde daralan yerel likiditeyi artırmayı hedeflerken, maliye politikası, toplam talebi arttırmaya çalıştı. Yabancı sermayeyi ülkeye geri

çekmek için bir dizi politika önlemi başlatıldı. Tüm bu önlemler, büyüme oranındaki düşüşü bir dereceye kadar engelleyebildi ve Nisan 2009'dan bu yana yeni başlayan bir toparlanma belirtisi görüldü. Ancak, orta vadede bir takım politika zorlukları da gündeme geldi (Mohan, 2008).

3.6.4.1. Krizin Etkisi

Mevcut küresel finansal kriz gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarından kaynaklanmasına ve aradaki coğrafi uzaklığa rağmen Hindistan'ı 1997 Asya Mali Krizi'nden daha fazla etkiledi. Bu etkinin en büyük nedeni Hindistan'ın dünyanın geri kalanıyla olan entegrasyonunun artmasıydı. Hindistan'ın sanayi ve ticaret döngüleri son yirmi yılda OECD ülkeleriyle artan bir şekilde ilişkili hale gelmişti. Ayrıca, GSYİH'deki ticaretin payı 1996-97'de %23'ten 2007-08'de %50'ye çıkarken, aynı dönemde brüt sermaye akımının GSYİH'ye oranı %17'den %56'ya çıktı. Dolayısıyla küresel finansal kriz hem cari hem de sermaye hesaplarıyla Hindistan'a iletildi. 2008 öncesi dönemde Hindistan ihracatının Asya'nın gelişmekte olan pazar ekonomilerindeki payında bir artış oldu, ancak Hindistan'ın mallarının ve özellikle hizmet ihracatının en büyük payı hala gelişmiş ülkelere gitmekteydi. 2007-08 döneminde bile Hindistan ihracatının %37'sini büyük OECD ülkeleri oluşturuyordu. Sonuç olarak, bu ülkelerdeki keskin ekonomik yavaşlama Hindistan ihracatını olumsuz yönde etkiledi. Ekim-Mart 2008-09 arasında ürün ihracatı, 2007-08'e kıyasla %19 oranında daraldı. İhracattaki düşüş, 2008-09'un ikinci yarısında emtia fiyatlarındaki düşüşe kısmen bağlı olmakla birlikte esas olarak gelişmiş ülkelerdeki talepte yaşanan düşüşe bağlıydı. Dahası, Hindistan'ın hizmet ihracatı daha fazla esneklik gösterse de olumsuz yönde etkilendiler (Borchert ve Mattoo, 2009). İşletme, finans ve iletişim hizmetlerinde %13,8, %6,4 ve %28,2 oranında düşüş yaşandı. Genel olarak, hizmet ihracatı bir önceki yıla göre %0,53 azaldı. Hindistan için önemli bir döviz kazancı kaynağı olan havale girişleri, 2008 yılında küresel krize rağmen, 2007 yılındaki 37,2 milyar dolarlık değerden 51,6 milyar dolara ulaşarak güçlü bir şekilde büyüdü. Bu değer 2009 yılında gelişmiş ülkelerdeki işsizlikte toparlanma beklentileri sebebiyle 48 milyar dolara geriledi (Mohan, 2008; Nassif, 2008).

Hindistan'daki finansal kuruluşlar, daha önce açıklanan ve Amerika'daki finans

kurumlarının düşük fiyatlara sattığı geri ödenmemiş kredilere fazla talep göstermediğinden bu kredilerin sebep olduğu şoklardan büyük ölçüde izole edildi. Ancak, Lehman Brothers'ın çöküşünün hemen ardından bazı Hint bankalarının etkileneceğine ilişkin endişeler vardı. Ancak güçlü sermaye yeterlik oranı (CAR) göz önüne alındığında, bankalar bu zararları emebildiler. Sigorta sektöründe, Amerikan Uluslararası Grubu'nun (AIG) Hindistan'da %26'lık azınlık hissesiyle iki ortak girişimi vardı. Yine, bu şirketler yeterli ödeme gücü marjlarından yararlandı. Bununla birlikte, banka dışı finansal şirketler ve yatırım fonları bir miktar baskı altında kaldı. Finans sektörü, küresel finansal krizin dolaylı etkilerinden de zarar gördü. İlk etki, keskin bir şekilde sıkılaştırılan para piyasasında hissedildi. 2008 yılı Ekim ayında vadesiz kredi oranlarının (call money rates) %20'ye yükselmesiyle sonuçlandı. Çeşitli Hint bankalarının toksik Amerika Birleşik Devletleri varlıklarına maruz kalma konusundaki belirsizlik vadesiz kredi oranlarının artmasına katkıda bulundu. Patnaik ve Shah (2010), küresel para piyasasını kullanan Hintli çok uluslu şirketlerin Lehman Brothers'ın çöküşünden sonra rezervlerindeki azalmadan dolayı, Hindistan'da borç aldıklarını ve ülke dışına çıkardıklarını ve böylece para piyasasını sıkılaştırdıklarını öne sürmüşlerdir. Bu noktada RBI sıkı para politikası duruşunu tersine çevirdi ve bir dizi tedbirle ekonomiye likidite enjekte etmeye başladı. Bu da vadesiz kredi oranlarının azalmasına neden oldu. Bununla birlikte, politika faizlerinin düşürülmesini, tedarik normlarının gevşetilmesini ve maruz kalma risklerini azaltmayı içeren önlemlere rağmen, kredi büyüme oranı Ekim 2008'de %30'dan Mart 2009'da %17'ye ve Ekim 2009'da %10'a düşmüştür. Gıda dışı banka kredisi, 2008-09 döneminde bir önceki yıla göre yaklaşık %5 oranında azalırken, banka dışı kaynakların ticari sektöre akışı %20'den daha fazla azalmıştır (Prasad ve Reddy, 2009).

İç likidite krizinin yanı sıra, küresel finansal kriz, yabancı sermaye girişlerinde keskin bir düşüşe neden oldu. Net sermaye girişi, 2007-08'de 108 milyar dolardan, artan riskten kaçınmanın bir sonucu olarak 2008-09'da 9,1 milyar dolara düştü. Küresel krize rağmen net DYY girişi sağlam kaldı ve 2008-09 döneminde 15,4 milyar dolardan 17,5 milyar dolara yükseldi, ancak sermaye hesabının diğer bileşenleri keskin bir düşüşe tanık oldu. Portföy yatırım akışlarında tersine dönme gerçekleşti. Buna göre 2007-08 döneminde 29,6 milyar dolarlık net girişten 2008-09'da 14 milyar dolarlık net çıkış gerçekleşti. Son olarak, yüksek büyüme döneminde, Hindistan kurumsal sektörü cazip

borçlanma oranları nedeniyle giderek artan bir şekilde dış ticari borçlanmalara başvuruyordu. Hindistan'a net dış ticari borçlanma girişi 2006-07'de 16,1 milyar dolar, 2007-08'de 22,6 milyar dolar olarak gerçekleşti. Bununla birlikte, gelişmiş ekonomilerde koşullar kötüleştiğinden küresel likidite için sorunlar yaşandı ve 8,2 milyar dolara geriledi. Sonuç olarak, ticaret sektörüne yabancı kaynaklardan gelen toplam kaynak akışı azaldı ve küresel krizin hem cari hem de sermaye hesabı kanallarından aktarılmasının Hindistan ekonomisi üzerinde derin bir etkisi oldu. En geniş seviyede, genel GSYİH büyüme oranı, Nisan-Eylül 2008 döneminde %7,8'den Ekim-Mart 2008-09 döneminde %5,8'e düştü. 2008-09 yılının ikinci yarısında imalat sektörü %0,3 oranında daraldı. Yatırım büyümesi neredeyse yarı yarıya azaldı ve Ekim-Mart 2008-09 döneminde %10,9'dan %5,7'ye düşerken, özel tüketim artışı %3,3'ten %2,5'e geriledi. Yatırım büyüme oranındaki yavaşlama, sermaye malı alımlarının azalmasına neden oldu. 2008-09'un ikinci yarısında sermaye mallarının hem üretimi hem de ithalatı önemli ölçüde daraldı. Gayrimenkul sektöründeki yavaşlama ve likidite krizi, inşaat sektörünü de olumsuz etkiledi. Öte yandan, kamu çalışanları için ücret revizyonu, artan gelişim harcamaları ve diğer mali teşvik önlemleri de dahil olmak üzere hükümetin toplam talebi teşvik etmek için aldığı önlemler nedeniyle bireysel ve sosyal hizmetlerin büyüme hızı iki katına çıktı. Bu durum 2008-09'un ikinci yarısında devlet harcamalarındaki %35,9 artıştan da anlaşılmaktaydı. İş kayıplarına bakıldığında Ekim ve Aralık 2008 arasında yarım milyondan fazla iş kaybı olduğu, Nisan-Haziran 2009 döneminde ihracat endüstrilerindeki yaklaşık 167.000 işçinin işlerini kaybettiği ve otomotiv sektöründeki daralma nedeniyle 70.000 iş kaybı olduğu yapılan çalışmalarla ortaya kondu (Lin ve diğerleri, 2012).

3.6.4.2. Krize Karşı Alınan Önlemler

Hintli politika yapıcılar krizin olumsuz etkilerini azaltmak için hızlı ve kararlı bir şekilde hareket ettiler. Likidite kısıtlamaları para piyasasında sıkışıklığa ve vadesiz kredi oranlarının yükselmesine neden olduğundan, RBI likidite enjekte etmeye yönelik bir dizi önlem getirmiştir. Ağustos 2008 ve Ocak 2009 arasında, zorunlu karşılık oranı %9'dan %5'e düşürüldü. Bu hamle para çarpanını Mart 2008'de 4,3'ten Nisan 2009'da 5,3'e yükselterek geniş para arzında artış sağlamıştır. Kriz öncesi birkaç yıl boyunca RBI, yabancı sermaye girişlerinin etkisini sterilize etmek için büyük miktarda Piyasa

İstikrar Programı (MSS) tahvili çıkarmıştı. Kriz sonrası dönemde, RBI bu tahvilleri piyasaya sürerek likidite enjekte etti. Sonuç olarak, RBI'nın bilançosu, küresel eğilimin aksine olağandışı bir artış göstermedi. RBI tarafından başlatılan diğer tedbir de disonibilite oranındaki düşüşle bankaların kredi faaliyetlerini genişletmelerini sağlamaktı. RBI ayrıca kredi genişlemesini teşvik etmek için çeşitli politika oranlarını keskin bir şekilde azalttı. Repo oranı %9'dan %4,75'e düşürülürken, ters repo oranı %6'dan %3,25'e düşürüldü. RBI ayrıca, günlük likidite ayarlama tesisi altındaki repolar aracılığıyla likidite sağlanmasının yanı sıra, ikincil piyasada doğrudan devlet menkul kıymetlerinin alımını içeren geleneksel açık piyasa işlemlerine de (APİ) başvurdu. Bununla birlikte, zayıf bir aktarım mekanizması ve artan risk isteksizliği nedeniyle, politika faizlerinin düşürülmesi, perakende oranlarındaki düşüşe tam anlamıyla dönüşmedi. Mohanty'nin (2009) belirttiği gibi, kamu kesimi bankalarının ağırlıklı ortalama referans faiz oranlı kredi faiz oranı sadece iki puanlık bir düşüş gösterdi (Mart 2008'de %14'ten Haziran 2009'da %12,1'e geriledi). Son olarak, emlak, küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ'ler) ve ihracat gibi sorunlu bazı sektörler için krediye kolay erişim sağlamak için birtakım refinansman pencereleri açıldı. Mohanty (2009), bu önlemler sonucunda gerçekleşen likidite enjeksiyonunun 5,6 trilyon R, ya da GSYİH'nin %10,5'i olduğunu tahmin etmektedir (Acharya, 2012).

Para politikası önlemlerinin çoğu yeterli likidite sağlamayı amaçlarken, mali önlemler toplam talebi arttırmaya çalışmıştır. Hindistan'da krizin yayılmasından önce bir dizi mali tedbir açıklandı ve uygulandı. Bunlar arasında, küçük ve marjinal çiftçiler için mevcut çiftlik kredilerinden feragat, memur maaşlarında artış ve tüm ülkeyi kapsayacak şekilde Ulusal Kırsal İstihdam Garanti Planının genişletilmesi yer almaktadır. Hükümet, 2008 yılının ilk yarısında uluslararası emtia fiyatlarındaki keskin yükselişin yerel perakende fiyatlarını olumsuz etkilemesini önlemek için, büyük bir gıda ve gübre sübvansiyonu sundu. Gıda sübvansiyon faturası başlangıçta tahmini olarak 327 milyar rupiden 436 milyar rupiye (GSYİH'nin %0,82'si) yükselirken, gübre sübvansiyon faturası ikiye katlandı (310 milyar rupiden 758 milyar rupiye yani GSYİH'nin %1,43'ü). Ek olarak, Hükümet, küresel ham petrol fiyatlarındaki artışın piyasaya etkisini azaltmak için çok sayıda petrol bonusu yayınladı. Krizin yayılmasıyla birlikte, Hindistan, diğer birçok ülke gibi, toplam talebi artırmak için bir miktar mali önlem almaya başladı. Tedbirlerin çoğu, talebi arttırmak ve istihdam ve kamu varlıkları yaratmak için kamu

projelerine yapılan harcamaları artırmak için vergi indirimi şeklini aldı. Bu önlemler, petrol dışı ürünler üzerindeki tüketim vergisindeki dört puanlık genel bir düşüş, hizmet vergisinin iki puanlık azalması ve 2008-09'da 200 milyar rupi ek harcama için onay verilmesini içermekteydi. Ayrıca, Hükümet, Borç Konsolidasyon ve Yardımlaşma Tesisi (DCRF) ilkelerini 2008-09 için gevşeterek, ülkedeki çeşitli eyaletlerin sermaye harcaması için 300 milyar rupi ek borç almasına izin verdi. Hükümet ayrıca, krizden olumsuz yönde etkilenen seçilmiş sektörleri hedef alan bazı tedbirler getirmiştir. Örneğin, el tezgâhları, halılar ve el sanatları, tekstil ürünleri, mücevher ve kuyumculuk, deniz ürünleri ve KOBİ'ler gibi emek yoğunluk ihracat sektörlerine, en az 7 faiz oranına tabi olmak üzere, 31 Mart 2009 tarihine kadar sevkiyat öncesi ve sevkiyat sonrası ihracat kredisi için yıllık %2 faiz sübvansiyonu sağlandı. Hindistan'ın politika yapıcıları sermaye akımlarındaki ani bir duruşun etkisiyle rupide oluşan aşağı yönlü baskıyı telafi etmek için bir dizi adım attı. Rupinin kontrollü bir şekilde değer kaybetmesine izin verildi. Böylece rupi üzerinde oluşabilecek ve dış borç ve ödemeler dengesi için feci sonuçlar doğuracak spekülasyon ataklarına karşı önlem alınmış oldu. Sermaye çıkışının bir kısmı rezervlerin düşürülmesi ile karşılandı. Eylül 2008 ve Mart 2009 arasında, RBI 29 milyar dolarlık rezerv sattı. Ayrıca, yabancı sermayeyi çekmek için yerleşik olmayan Hint (NRI) mevduatlarındaki faiz oranları kademeli olarak 100 ila 175 baz puan artırıldı. Ayrıca, şirket tahvillerine yapılan yabancı sermaye yatırım tavanı 3 milyar dolardan 15 milyar dolara çıkarılırken dış ticari borçlanma için normlar gevşetildi (Bajpai, 2011).

Proaktif politika yapımına cevap olarak, Hindistan ekonomisi Nisan 2009'da belirgin bir iyileşme göstermeye başladı. Ekonomisi 2009'un ilk yarısında %7 büyüdü. İmalat sektörü, 2008-09'un ikinci yarısındaki %0,3'lük daralmaya kıyasla %6,3 oranında büyüyerek güçlü bir toparlanma kaydetti. Vergi indirimi ve memur maaş zamları, dayanıklı tüketici eşyalarına olan talebi Mart ve Aralık 2009 arasında %21,7 oranında arttırdı. Artan harcamalar, sermaye ve ara mal talebini de sırasıyla %6,4 ve %11,6 oranında arttırdı. Mal ihracatı Kasım ve Aralık 2009'da olumlu bir canlanma yaşadı. İthalat, krizin başlamasından bu yana ilk kez Aralık 2009'da da büyüme kaydetti. Yapılan anketler sonucunda iş güven endekslerinde de çok olumlu artışlar kaydedildi. Buna İş Güven Endeksi bir önceki çeyreğe göre 2009-10'un ikinci çeyreğinde %21,2 oranında arttı (Gupta, 2008).

3.6.5. 2008 Krizi'nin Endonezya'ya Etkisi ve Alınan Önlemler

Finansal kriz, güven azalmasıyla Endonezya'yı da etkiledi. Sonuç olarak, gelişmekte olan piyasalar dış finansmana erişim sağlamada zorluk çektiler. Bu durum, gelişmekte olan piyasa finansal ürünleri için yatırımcı iştahı kaybından dolayı uluslararası tahvil ihracı üzerindeki verim artışına neden oldu. Endonezya ve diğer gelişmekte olan piyasalarda, finansal kriz kendini kur değerinde ve borsa değerinde bir düşüş olarak gösterdi. Endonezya borsa endeksi Şubat 2008'de 2.700 seviyesine yükseldi. Ancak, Merrill Lynch'in devralınması, Lehman'ın iflası ve AIG ile ilgili endişeler yükselen piyasaları önemli ölçüde etkiledi. Eylül ve Ekim 2008'de küresel finansal piyasalardaki türbülans, Endonezya Menkul Kıymetler Borsası (IDX) endeksini Eylül ayının başından Kasım 2008'e kadar yaklaşık %50 oranında azalttı. 2008 yılının son çeyreğinde Endonezya sermaye piyasasında yabancı yatırımcıların varlıklarının elden çıkarılmasıyla rupi üzerinde daha fazla baskı oluştu. Rupi, Ekim ve Kasım 2008 arasında ABD dolarına karşı değerinin %28'ini kaybederken, volatilitesinde de önemli bir artış yaşandı. Basri ve Siregar (2009), finansal sektör üzerindeki etkinin önemli olmasına rağmen, Endonezya bankacılık sektörünün krizin baskılarını ele alma konusunda nispeten başarılı olduğunu göstermektedir. Sermaye Yeterliliği Oranı (CAR) %21,6'dan %16,8'e geriledi ve aktif karlılığı (ROA) Ocak-Kasım 2008 arasında %3,2'den %2,6'ya düştü. İstisnai olarak ülkede faaliyet gösteren Bank Century battı. Hükümet ve BI, ulusal ekonomi üzerindeki sistemik bir etkiden kaçınmaya karar verdi. Banka kredisi 2008 yılının sonunda yavaş bir hızla da olsa artmaya devam etti, ancak 2009'da kredilerde %32'den %10'a keskin bir düşüş meydana geldi. Bir diğer dikkat çeken noktada piyasalardaki güven ortamıdır. Gunawan ve diğerleri (2009), bankalar arası borçlanma ve borç verme oranında görülen %59,3 daralmayla (Aralık 2007'de 206 trilyon rupiden Aralık 2008'de 83,8 trilyon rupiye geriledi) bankalar arasındaki güvenin de azaldığını göstermektedir. Bu dönemde bankalar arası oranlardaki artışa eşlik eden fon tabanlarını genişletme ihtiyacı bankalar arasında keskin rekabet doğurdu ve bu da faiz oranlarını yükseltti. Ticari bankalarda bir aylık mevduat oranları, Aralık 2008'de %16'ya ulaştı ve bu oran mevduat sigorta şirketi (LPS) tarafından belirlenen %9,75 garantili maksimum orandan önemli ölçüde yüksekti. Endonezya hükümeti ve BI'nın politikası gereği o dönemde sadece 2 milyar Rp'ye kadar mevduat sigortası garantisi

verildi. Aynı zamanda, Singapur ve Malezya gibi ülkeler tam garanti verdiklerinden oluşan durum Endonezya'daki mevduattan Singapur, Malezya ve tam garanti veren diğer ülkelere tahkim riski yarattı. Ayrıca mevduat sahipleri güven sorunundan dolayı paralarını büyük bankalara ya da devlet bankalarına harcadılar, böylece bankacılık sistemindeki likidite dengesizliği ve segmentasyon sorununu derinleştirdiler (Djaja, 2009).

Küresel daralma ve küresel pazardaki sıkı likidite sonrasında, küresel ticaret hacmi de azaldı. Küresel ticaret hacmi düştüğünde, tüm ülkelerin ihracatında yavaşlama meydana geldi. Sonuç olarak, Endonezya'da dahil olmak üzere gelişmekte olan piyasalarda büyüme bakımında önemli bir düşüş yaşandı. Gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki büyüme, 2008 yılında %6,1'den 2009 yılında %2,4'e düştü (IMF, 2010). Krizin ekonomik büyüme üzerine etkisine bakıldığında Endonezya için 2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren belirginleştiği görülmektedir. 2008 yılının dördüncü çeyreğinde, ekonomik büyüme yıllık bazda %5,2'ye geriledi. Yine de Endonezya'daki büyüme bir bütün olarak %6,1'e ulaştı (Basri ve Rahardja, 2011).

3.6.5.1. Krize Karşı Alınan Önlemler

Küresel ekonomideki kötüleşen koşullara cevap olarak, Endonezya hükümeti hem reaktif hem de proaktif önlemler aldı. Hükümet ve merkez bankası finansal piyasa istikrarını korumak ve iç talep artışını normal yıllık oranlarında tutmak için mali bir teşvik sağlayarak ortak çaba sarf etti. Bu önlemler sayesinde Endonezya ekonomisi, Güneydoğu Asya bölgesinde 2009 yılı büyüme tahminleri açısından olumlu sonuçlar alan tek ülke olmayı başardı (Djaja, 2009).

3.6.5.1.1. Finansal Piyasa İstikrarını Korumak

Finansal sistemde risk algılamasının değişmesi ve yeniden fiyatlandırma süreci nedeniyle yabancı yatırımcılar gelişmekte olan piyasalardan uzaklaştılar ve bu durum uluslararası ve iç pazarlarda likidite krizi yarattı. Likidite sorunlarını çözmek için hükümet ve BI bazı politikalar izledi.

BI gecelik repo oranını 200 baz puan düşürerek Eylül 2008 sonunda %12,25'ten

%10,25'e çekti. Aynı zamanda ticari bankaların fonlarda tuttuğu gecelik BI oranı %7,25'ten %8,25'e çıkarıldı. Aralık ayında ise gecelik repo oranı %10,25'ten %9,75'e düşürüldü ve gecelik BI oranı %8,25'ten %8,75'e yükseldi. Döviz swaplarının vadesi de yedi günden bir aya uzatıldı. Rezerv gereklilikleri rupi için %9,08'den %7,5'e, döviz rezervleri içinse %3'ten %1'e düşürüldü. Ticari bankaların devlet rezervlerini veya SBI'lerini yani toplam rupi yataklarının %2,5'ini ikincil rezerv olarak kullanmalarını sağlamak için yeni düzenlemeler getirildi. Bu şekilde ellerinde yüksek miktarda SBI'leri olan büyük bankaların kredi konusunda cömert davranmaları hedeflendi. Ayrıca kısa vadeli dış kredilerin günlük bakiyesi üzerindeki limitler gevşetildi. Daha önce, ticari bankaların günlük bakiyeyi sermayelerinin en fazla %30'uyla sınırlaması gerekiyordu. Bir diğer önlem de devlete ait işletmelerin yerel bankalara döviz rezervi koymalarını zorunlu kılmaktı (Djaja, 2009).

Hükümet ve merkez bankasının piyasalardaki güvensizliği yok etmek ve spekülasyon eylemleri azaltmak için de bazı önlemler aldı. Başlarda bahsedildiği üzere en önemlilerinden birisi hükümet tarafından garanti edilen bankacılık sistemindeki mevduat miktarının 100 milyon rupiden 2 milyar rupiye yükseltilmesiydi. Ayrıca devlet tahvillerinde ve devlete ait işletmelerin özkaynaklarında geri alım programı hazırlandı. Maliye Bakanlığı, 41 milyar rupi (3,89 milyar ABD Doları) değerinde tahvil geri aldı. Devlete ait şirketler de Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'ndaki geri alımları Devlet Yatırım Merkezi (PIP) aracılığıyla üstlendi. O dönemde yaklaşık 4 trilyon rupilik fon yönetildi. Bunun 2,5 trilyonu PIP tarafından altyapıyı geliştirme için rezerv fon olarak kalan 1,5 trilyonu da devlete ait varlık yönetim şirketi (PPA) tarafından yönetildi. Piyasaya yabancı para rezervinin sürülmesiyle Temmuz 2008 sonunda 60,6 milyar dolar olan yabancı para rezervi 2008'in sonu itibarıyla 51,6 milyar ABD doları seviyesine geriledi. Rezervlerin azalmaya başlamasıyla merkez bankası rupiyi desteklemek için döviz piyasasına müdahaleden vazgeçti ve rupide oluşabilecek oynaklıkların önüne geçmeye odaklandı. Sermaye piyasasında açığa satışlar konusunda bazı kısıtlamalar getirildi ve spekülasyonları engellemek için döviz alım satım işlemlerinin 100.000 ABD Doları ile sınırlandırılması kararlaştırıldı. Endonezyalılar için, limitler, spot, vadeli ve türev piyasalardaki tüm işlemleri etkilemekteydi. Ayrıca döviz satın alırken bankalara vergi mükelleflerinin sicil numaralarının da verilmesi gerekiyordu. Yabancılar içinse bu durum sadece spot piyasadaki alımlar için geçerliydi. 5 Ocak 2009 tarihinde Ticaret

Bakanlığı tarafından, rupiyi (ve ödemeler dengesini) desteklemek için bazı ürünlerin ihracat ödemelerinin yurtiçi bankalarda akreditif (L/C) kullanılarak yapılmasına dair düzenleme yapıldı. L/C gereksinimi olan ürünler kahve, ham hurma yağı, kakao, kauçuk, madencilik ürünleri ve kalaydı (Tambunan, 2011).

BI'nın finansal piyasa koşullarını istikrara kavuşturma çabalarının bir kısmı, rupinin çok fazla değer kaybetmesini önlerken enflasyondaki baskıları uzak tutuyordu. Enflasyon oranı, temel emtia fiyatlarındaki artış nedeniyle, 2008 yılı ortasından itibaren artış göstererek, Eylül 2008'de %12,14'e (yıllık bazda) ulaştı ve yurt içi alım gücünü düşürdü. Bu şartlar altında merkez bankası faiz oranını %9,5'e yükseltti. Bu şekilde bölgedeki ve dünyadaki diğer merkez bankalarının küresel kriz tehdidi karşısında faiz oranlarını düşürmelerinin aksine bir karar alınmış oldu. Ancak, o dönemden sonra baskı hafifledi ve BI bankacılık sektörü borç verme oranlarını düşürebilmek için Aralık 2008'de daha düşük bir faiz oranı testi başlatarak 4 Mart 2009 itibariyle banka faiz oranını %7,75 seviyesine düşürdü (Titiharuw ve diğerleri, 2009).

3.6.5.2. Mali Teşvik Paketleri

2008 yılının son üç ayındaki son verileri değerlendiren hükümet, 2009 yılında en kötüsüne hazırlandı ve beklenen büyüme rakamlarını %4-%5'ten %4-%4,7'ye çekti. Hükümet beklenen yatırım artışının %5,9'a düşeceğini ve ihracat artışının durgun olacağını hatta %3 oranında bir düşüş yaşanabileceğini tahmin etti. 2009 yılı devlet bütçesi de küresel krizin işsizlik seviyeleri ve yoksulluğun azaltılması üzerindeki etkilerine karşı koyabilmek için ek bir mali teşvik paketi ile revize edildi. 24 Şubat 2009'da önerilen orijinal pakete 2 trilyon rupi eklenerek toplam 73,3 trilyonluk (GSYİH'nin %2,6'sı) paket onaylandı. Buna göre tüketim büyümesini %4'ün üstünde tutmak için hane halkı satın alma gücünü korumak hedeflendi (hedeflenen tüketim artışı %4,7 olarak belirlenmiştir). Burada, dağıtım kanallarının iyileştirilmesi yoluyla enerji ve temel emtia fiyatlarının düşürülerek arz yönlü enflasyonun nispeten yıllık (%6-7) oranında tutulması, kişisel gelir vergisi oranının düşürülmesi yoluyla hane halklarına vergi tasarrufu sağlayarak vergisiz gelirin 15,8 milyon rupi/yıl (daha önce 13,2 milyon / yıl) seviyesine yükseltilmesi, yemeklik yağ ve fosil olmayan yakıt/biyoyakıtlar için devlet kaynaklı satış vergisi getirilmesi, yemeklik yağ ve genel ilaçlar için doğrudan

sübvansiyon sağlamak amaçlandı. Hane halkı satın alma gücünü teşvik etmek için hükümet, 25,91 trilyon rupi tutarında bir bütçe hazırladı. Buna ek olarak, devlet memurlarının (emekli memurlar dahil) ve asker ve polislerin maaşlarını %15'e kadar artırarak ve bir aylık ikramiye teklif etmenin yanı sıra 18,2 milyon haneye iki ay boyunca aylık 100.000 rupi tutarında doğrudan nakit transferi dağıtılması sağlandı (Hur ve diğerleri, 2010).

Daha fazla işçi işten çıkarılmasını önlemek için reel sektör direncinin ve rekabetçiliğin artırılması için de bazı önlemler alındı. Buna göre işletme gelir vergisi tarifesi gevşetildi, ithal edilen hammaddeler ve bazı endüstriler için sermaye malları üzerindeki vergiler sıfırlandı, petrol/gaz arama faaliyetlerinde katma değer vergisi sübvansiyon edildi, jeotermal şirketlerdeki gelir vergisi tarifesini düşürüldü, bir yıllık bir süre için aylık maksimum 5 milyon rupi alan işçilere devlet kaynaklı gelir vergisi verildi, dizel yakıt fiyatını 300 rupi/litre olarak sabitlendi, endüstriyel elektrik tarifesini düşürüldü ve su tedarik şirketlerinin kredi ödemeleri için bir faiz ödeme planını sübvansiyon edildi.

İhracat faaliyetleri ile ilgili olarak, BI ayrıca, ticari bankaların ihracat alacaklarını merkez bankasına satmalarına izin vererek daha hızlı ödeme almalarını sağlayan yeni bir düzenleme getirdi. Yeni düzenlemenin rupideki değer kaybı baskılarını yönetmek için döviz talebini azaltmada yardımcı olması hedeflendi. Hükümet ayrıca 2008'de 27,9 trilyon rupi olan tarımsal sübvansiyonları 33,4 trilyon rupiye yükseltti. Bunun yanında 2009 yılında yoksullar için pirinç programına devam etmeyi ve temel emtialarda makul derecede sabit fiyatları korumak için doğrudan geleneksel pazarlarda sübvansiyon edilmiş yemeklik yağ ve soya fasulyesi satmayı teklif etti (Doraisami, 2011).

Mali teşvik paketinin, devlet gelirini 77,6 milyar ABD dolarına düşüreceği ve devlet harcamalarını 89,6 milyar ABD dolarına yükselteceği öngörüldü. Ocak 2009'un sonunda hükümet, açık finansman planının bir parçası olarak 3 milyar dolar değerinde orta vadeli tahviller çıkardı. Maliye Bakanlığı ayrıca yeni perakende İslami tahvil ihracı gerçekleştirdi ve 5,56 trilyon IDR (496,4 milyon ABD Doları) toplamayı başardı. 5 Mart 2009 tarihinde, Maliye Bakanlığı Endonezya'nın Avustralya'dan (1 milyar dolar), Dünya Bankası'ndan (2 milyar dolar), ABD'den (1 milyar dolar) ve Japonya'dan (1,5 milyar dolar) toplam 5,5 milyar ABD doları tutarında kredi alacağını açıkladı (Jha ve

diğerleri, 2010).

2009 yılının ikinci çeyreğinde, küresel ekonomi iyileşme belirtileri gösterince diğer kırılğan beşli ülkelerin incelenmesinde de görüleceği üzere ekonomik iyileşme gelişmekte olan pazarlarda daha hızlı gerçekleşti. Gelişmiş ülkelerdeki iyileşmenin yavaş olması Avrupa'daki yavaş toparlanmaya bağlıydı. Küresel ekonominin toparlanmasıyla birlikte Endonezya ihracatı büyüdü. Parasal olarak enflasyon kontrol edildi ve 2009 yılında enflasyon (%2,8) 2000'den bu yana en düşük seviyesine ulaştı. Bu düşük enflasyon alım gücünü artırdı ve makroekonomik istikrarı olumlu yönde etkiledi ve bu da dış yatırımın Endonezya'ya akışını sağladı. Sonuç olarak rupi de değer kazandı. 2009 yılında küresel ekonominin negatif büyüme gösterdiği ortamda Endonezya %4,5 oranında büyüdü ve Çin ve Hindistan'dan sonra en hızlı büyüyen üçüncü G-20 ülkesi oldu. Küresel krizin Endonezya ekonomisi üzerindeki etkisini sınırlamaya yardımcı olan bir diğer faktör, iç talepteki destek oldu. Endonezya'daki toplam ihracatın GSYİH üzerindeki payı %29'du ve Singapur (%234), Tayvan (%74) ve Güney Kore (%45) gibi ülkelere oranla çok daha düşüktü. Bu durum iç talebin önemini vurgulamakta ve Endonezya'nın özellikle ihracatta azalmalar meydana geldiğinde neden diğer ülkelere göre daha az etkilendiğini göstermektedir (Kumar ve Soumya, 2011; Basri ve Rahardja, 2011).

SONUÇ

1980’li yıllarda kırılğan beşli ekonomilerin politikaları incelendiğinde Türkiye’de 1980 reformlarının dikkat çektiği görülmektedir. Bu dönemde karma ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçildiği ve döviz piyasasında dengesizliğin ortadan kaldırılması için kısıtlayıcı para ve maliye politikalarının kabul edildiği görülmektedir. Ayrıca sabit nominal faiz kurları ve faiz tabanları yerine uluslararası rekabetçiliği korumak ve özel tasarrufları teşvik etmek için reel döviz kuru ve reel faiz hedefleri belirlendiği anlaşılmaktadır. 1984 sonrasında reel faiz oranlarının yatırım için ciddi engel teşkil ettiği ve bankalararası rekabet eksikliği sebebiyle serbestleşen faiz oranları düşük tutulduğundan TCMB’nin faiz oranları üzerindeki otoritesine devam etti görülmüştür. 1984 sonrasında üstün ihracat performansı nedeniyle borç kriziyle karşılaşan diğer ülkelere kıyasla yatırım, üretim ve istihdamdaki büyümede daha iyi durumda olduğu kanısına varılmıştır. Ülkenin dış fonlarının ana kaynağını ise IMF ve Dünya Bankası kredilerinin oluşturduğu anlaşılmıştır.

O dönemlerde askeri yönetime sahip Brezilya’nın ise sanayileşmeyi desteklemek için kapsamlı altyapı inşa ettiği görülmüştür. Bu durumun ithal ikameci sanayileşme anlayışından farklı olduğu anlaşılmaktadır çünkü sanayileşme için yapılan harcamaların finansmanının gelişmiş ülkelerin dış bankacılık kurumlarından milyarlarca dolarlık borçlarla finanse edilmekle kalmayarak sanayileşme için gerekli ekipmanların da gelişmiş ülkelere ithal edildiği görülmektedir. Brezilya’nın petrol ithal eden ülkeler konumunda olmasının ve 80 öncesi yaşanan petrol krizi nedeniyle fiyatların artmasının Brezilya’nın petrol faturasını katlayarak cari açığın artmasına sebep olduğu anlaşılmaktadır. Ülkeni finansman ihtiyacı için ABD ve Batı Avrupalı bankalardan değişken faiz oranlarıyla borç almasının faiz artırımını dolayısıyla ülkeyi daha da zora soktuğu görülmektedir. Ayrıca, hükümetin mali açığı para basarak finanse etmeye çalışmasının yüksek ve kalıcı enflasyona neden olduğu anlaşılmaktadır. Genel olarak fiyatların, ücretlerin ve döviz kurunun dondurulmasını içeren çeşitli planların enflasyonu sıfıra yaklaştırsa da Brezilya ekonomisinin çökmesine ve 1987 yılında ülkenin moratoryum ilan etmesine neden olduğu görülmektedir.

1980’li yıllar öncesinde Güney Afrika’da Türkiye’nin de 1980 öncesi uygulamış

olduğu faiz oranı kontrollerine ek olarak kredi tavanı ve nakit rezerv gereksinimini içeren para politikası uygulandığı görülmektedir. 1977 yılında ise açık piyasa işlemleri ve değişken nakit rezerv gereklilikleri ile tanımlanan faiz politikasına geçildiği ve 1980'lerin ilk yıllarına kadar bu politikanın kullanıldığı daha sonra ise 1998 yılına kadar reeskont oranının kullanılmasına vurgu yapılarak önceden ilan edilmiş M3 parasal hedefinin kullanıldığı görülmüştür. 1979 sonrasında düşük rezervler nedeniyle merkez bankasının müdahale alanı sınırlı olsa da altın madenciliği endüstrisinin karlılığını ve istikrarını koruma amaçlı döviz piyasalarına müdahalelerde bulunduğu görülmüştür. Güney Afrika'da yalnızca 1985 yılında egemen borç krizi meydana geldiği ve krizin nedeninin de ülke siyasetine ve ekonomisine olan güvensizlik nedeniyle yerleşiklerin sermayelerini yurtdışına göndermelerini mümkün kılan piyasaların kuralsızlaştırılmasını içeren faktörlerin olduğu anlaşılmaktadır.

Hindistan'da ise 1985 yılına kadar kredi planlamasının uygulandığı görülmüştür. 1980 öncesi petrol krizinin aynı dönemde yaşanan kuraklıkla birleşmesinin enflasyonu arttırdığı ve merkez bankasının disponibilitate, zorunlu karşılık ve faiz oranlarını yükselterek geçici hazine bonolarıyla bütçe açığını parasallaştırdığı görülmektedir. 1985 sonrasında Güney Afrika'ya benzer şekilde para arzının kontrolü yoluyla enflasyonun yönetildiği parasal hedefleme dönemine geçildiği ve işletme hedefi olarak rezerv para (M0), orta hedef olarak geniş paranın (M3) kullanıldığı görülmektedir. Hindistan hükümetinin 1980'li yıllarda bütçe açığını kısmak amaçlı mali politikalara diğer kırılgan beşli ülkelere nazaran daha bağlı kaldığı görülmektedir. Türkiye ve Brezilya'da ise yaşanan siyasi sürecin mali baskınlıkta gevşemeye neden olduğu görülmektedir.

Endonezya'ya bakıldığında ise diğer kırılgan beşli ülkelerin aksine petrol krizlerinin OPEC üyesi olması ve petrol ihraç etmesi sebebiyle ekonomiyi olumlu etkilediği görülmektedir. Petrol krizi her ne kadar küresel durgunluğa karşı koruma sağlasa da 1982 yılından itibaren ülkeyi etkilediği anlaşılmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta ülkenin petrol kriziyle olmasa da krizin küresel piyasalarda yarattığı durgunluk nedeniyle krizden etkilendiğidir. 1982 yılından sonra diğer ülkelerle benzer şekilde cari açıkta artış meydana geldiği ve ödemeler dengesi krizine karşı kamu yatırım programlarının kesilerek para politikasının sıkılaştırıldığı görülmektedir. Finansal sistemin sermaye uçuşunu engellemek için serbest bırakılması ve vergi

sisteminin kaynak yaratmak için yeniden düzenlenmesi gibi önlemler alındığı görülmektedir. Vergi sisteminin yeniden düzenlenmesi Türkiye'nin de aynı mali uygulamayı gerçekleştirmesi sebebiyle iki ülkenin mali politikalarında bütçe açığını kapatmak için benzer önlemler aldığını göstermektedir. Ülkenin o dönemki dış borcunun orta ve uzun vadeli borçlar olması Brezilya'nın o dönemki değişken faizli borçlarıyla karşılaştırıldığında bir avantaj olarak görülse de dış borcun %40'ından fazlasının yen cinsinden olması ve yenin ABD doları karşısında değer kazanmasıyla borçlarının artmasına neden olduğu anlaşılmaktadır. Dış borçtaki olumsuz tablonun açığa çıkmasının bir başka nedeninin de devlet bankalarının hükümet desteğiyle ticari bankalardan daha uygun kredi kullandırmaları ve bu durumun finans sistemini kaotik duruma sokması olarak anlaşılmıştır. 1983 yılında Türkiye ve Güney Afrika'ya nazaran geç de olsa kredi tavanlarının kaldırıldığı ve borç verme faiz oranlarının serbest bırakıldığı görülmektedir. 1984 itibariyle BI'nın, RBI'ya benzer şekilde kendi borç tahvillerini sattığı ve finansal kuruluşların borç alabilmesi için reeskont penceresi açtığı görülmektedir. 1986 yılında petrol fiyatlarının düşmeye başlamasıyla Endonezya GSMH'sinde %16'ya yakın kayıp yaşandığı ve rupinin devalüe edilerek yerel bir sermaye piyasasının gelişiminin hızlandığı görülmektedir. İthalat üzerindeki nicel kısıtlamalar terkedilerek ihracatçıların küresel piyasa fiyatları üzerinden girdi almalarının önünün açıldığı ve ihracatta petrol türevi ürünler dışındaki ürünlerde %350'lere varan artış gerçekleştiği görülmektedir. Bu bağlamda bakıldığında Endonezya'da politika yapıcıların piyasayı iyi okudukları ve bu dönemde diğer ülkelerin aksine doğru zamanda para birimini devalüe ederek ihracatta rekabetçiliği arttırdığı söylenebilir. Bu durumun mali kısıtlamalarla birlikte dış borçtaki tablonun bir miktar iyileşmesine neden olduğu anlaşılmaktadır. Kırılgan beşli ülkelerde ve özellikle Brezilya'nın sıkça karşılaştığı bütçe açığındaki artışın temel nedenlerinden birinin para birimlerinin normalde olduğundan daha değerli tutulması ve bu uğurda gerekirse merkez bankası rezervlerinin kullanılması olduğu görülmektedir. Bu tutumun da ihracatta rekabet edilebilirliği düşürdüğü ve serbestleşmenin de yardımıyla ithalatın artarak bütçe açığını arttırdığı anlaşılmaktadır. Sonuçta da para biriminin zorunlu olarak devalüe edildiği görülmektedir. Benzer bir durum 1989 yılı sonrasında sermaye akımındaki serbestleşme nedeniyle liranın değer kazanmasıyla da görülmüştür. Yaşanan bu durumun gümrük vergileriyle birleşerek ithalat patlamasına neden olduğu ve 1994

krizine giden süreci başlattığı görülmektedir. Endonezya'nın döviz kurunun değerini iyi öngörmüş olmasıyla sancılı süreci çok iyi atlattığı söylenebilir. Son olarak, 1989'da Endonezya'da devlet kurumlarının paralarının %50'sine kadar olan kısımlarının özel finans kurumlarına yatırılmasına izin verildiği ve özel sektöre borsada yer alma hakkı tanınarak küçük firmalar için borsa dışı sermaye piyasası oluşturulduğu görülmektedir.

Türkiye ekonomisi ele alındığında ekonominin yaşadığı iç borç sıkıntıları nedeniyle 90'lı yılların başında 3 aylık hazine bonolarını sattığı görülmektedir. Türkiye'nin 1986 yılından sonra zorunlu karşılık oranlarından vazgeçerek açık piyasa işlemlerine geçtiği, 1993 yılında ise hazine ve KİT'lerin borçlarının silinmesiyle merkez bankasının o dönemde hazine bonusu ihraç edemez hale geldiği görülmektedir. Merkez bankasının pariteyi piyasa oranının altında döviz satarak savunmasının bankaların eksik pozisyonlarını kapatmalarını sağladığı ancak ülke rezervlerinin de yarısının harcanmasına neden olduğu görülmüştür. 5 Nisan kararlarıyla KİT fiyatlarında artış yapılarak fiyatların dondurulduğu gözlemlenmiştir. Bu kararların kısmen de olsa aynı dönemde Brezilya'da uygulanan Collor planlarıyla ticaretin serbestleştirilmesi, devlet şirketlerinin özelleştirilmesi ve fiyatların dondurulması gibi konularda benzerlik taşıdığı gözlemlenmiştir. 1990'larda diğer kırılmalı beşli ülkelerde olduğu gibi Türkiye'nin de IMF ile anlaşmalar yaparak serbestleşmenin yarattığı ithalat patlaması ve oluşan cari açıkla mücadele ettiği görülmektedir.

Borç krizi dönemlerine bakıldığında Hindistan haricinde diğer ülkelerin birincil finansman kaynağının dış ticari bankalar olduğu ve Türkiye ve Brezilya'nın sıklıkla IMF kredilerine başvurduğu görülmektedir. 1990'lardan sonra ise tüm kırılmalı beşli ülkelerde finansman ihtiyacının borçlanma senedi ihraç edilerek karşılandığı anlaşılmaktadır. Hindistan'da ise 1980'ler ve 90'larda bankacılık sektörünün yurtdışında finansal varlık tutmasına izin verilmediği, bireyler ve firmaların döviz cinsinden borçlanmayı arttırmadığı gözlemlenmiştir. Hindistan'da bankacılık krizi yaşanmasa da 1990'larda yaşanan Körfez savaşına bağlı olarak ülkenin petrol ithalatının sektöre uğraması ve yaşanan siyasi krizler nedeniyle ödemeler dengesi krizi yaşandığı anlaşılmaktadır. 1990'ların sonlarında ise Hindistan'ın nükleer denemeler sebebiyle uğradığı yaptırımların ve Asya Mali Krizinin aşılmasında en önemli etmenlerin başında yerleşik olmayan Hindistanlılara yüksek miktarda tahvil ihracı yapılması ve 90'lı

yıllarda ülke ekonomisinin IMF ile yakın ilişkileri bulunan teknokratlara emanet edilmesi olduğu görülmektedir.

Türkiye’de 1996 yılında disponibilite ve mevduat munzam karşılıkları oranlarının düşürülmesinin zorunlu karşılık oranları politikasını pasif hale getirdiği anlaşılmaktadır. Diğer kırılğan beşli ülkelerin aksine 90’lı yılların sonunda IMF ile yapılan anlaşmadaki sıkıntıların mali gevşemenin yanında 2001 krizine neden olan etken olduğu gözlemlenmiştir. Farklı şekillerde de olsa yanlış IMF politikasının Doğu Asya Mali krizinin etkileriyle mücadelede Brezilya’yı da aşırı değerli para biriminin korunması noktasında olumsuz etkilediği görülmektedir. Bunun yanında o dönemde Türkiye’nin dış dengesinin ve borç alma yeteneğinin Hindistan ve Endonezya’ya göre daha kötü durumda olduğu anlaşılmaktadır. 2001 yılında Türkiye’de yaşanan krizin ihracatta dış rekabetçilik kaybı nedeniyle oluşması bakımından daha önce anlatılan kırılğan beşli ülkelerin iç borç krizlerine benzerlik gösterdiği söylenebilir. TCMB’nin 2001 sonrasında araç bağımsızlığına sahip olması ve döviz kuru çapasına dayalı istikrar programı yerine örtük enflasyon hedeflemesine geçmesi ve 2000’li yılların ortalarından sonra disponibilite uygulamasına son vererek açık enflasyon hedeflemesine geçmesi Hindistan hariç diğer kırılğan beşli ülkelerle benzerlikler olduğunu yansıtmıştır. Hindistan’da 2015 yılı itibariyle örtük enflasyon hedeflemesine geçildiği görülmektedir. Enflasyon hedeflemesinde incelenen tüm ülkelerin TÜFE’yi hedeflediği yalnızca Güney Afrika’nın konut faizi çıkarılmış TÜFE’yi hedeflediği görülmüştür. 2001 öncesinde kırılğan beşli ekonomilerde yaşanan krizlerin en önemli nedenlerinden birisinin uygulanan sabit veya sürünen kur rejimleri olduğu görülmüş ve bunun sonucunda 2000’li yıllardan sonra tüm kırılğan beşli ülkelerin dalgalı kur rejimine geçtiği görülmüştür.

2008 krizinin ana sebeplerine bakıldığında 1970’den beri gelişmiş ülke finans piyasalarında gerekli denetimin sağlanamaması, 1990 itibariyle finans kuruluşlarının riskli faaliyet göstermeleri ve 2000 sonrası gelişmiş ülke iktisat politikalarında görülen kötü yönetim sayılabilir. Krizin küresel hale gelmesinin nedenininse finans kuruluşlarının ellerinde kalan geri ödenmemiş kredilerin (toxic assets) değerinin altında fiyatlarla Asya ülkelerine ve 3. Dünya ülkelerine satmalarından ve piyasalarda yaşanan durgunlukla birlikte oluşan sermaye çıkışlarından kaynaklandığı görülmektedir. Krizin

kırılgan beşli ekonomileri oluşan küresel durgunluk sonrası yaşanan kısa vadeli büyük yatırımların ülke dışına çekilmeleri sebebiyle etkilediği görülmektedir. Kırılgan beşli ekonomilerin hepsinde net sermaye çıkışları, kurdaki değer düşüklüğü, hisse senedi fiyatlarındaki düşüş, yükselen risk primleri ve bankacılık sektöründeki likidite sıkışıklığının görüldüğü anlaşılmaktadır. Küresel krizin meydana geldiği dönemden sonra merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları, ekonominin kırılganlıklarını dikkate almakta, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi az sayıda alanda yoğunlaşmakta, ancak ortaya konan araçların bütüncül bir çerçevede oluşturduğu görülmektedir. Endonezya hariç tüm kırılgan beşli ülkelerde kriz sonrası para politikası duruşunun önemli ölçüde gevşetildiği ve ana politika faiz oranlarının merkez bankalarınca düşürüldüğü görülmektedir. Endonezya’da ise diğer merkez bankalarının aksine faiz artırımına gidildiği görülmüştür. Ülkelerin para politikalarının yanında mali teşvik paketleri açıklayarak ve yatırımlarını arttırarak ekonomiyi canlandırmaya çalıştıkları görülmüştür. Krizden çıkışta en önemli etkenin ülkelerin finans sektörlerinin ABD’li finans şirketleri tarafından satılan kredilere maruz kalmamaları olduğu anlaşılmaktadır.

Kriz sonrası dönemde portföy yatırımlarının getirisi yüksek olan gelişmekte olan ekonomilere doğru kaydığı görülmektedir. Sermaye akışının gerçekleştiği ülkelerin aynı durumun devam edeceğini düşünerek oluşan sermayenin kur üzerindeki etkisine karşı tedbirsiz kaldıkları görülmüştür. Sonuç olarak iç talebin arttığı ve bunun da cari işlemler açığına sebep olduğu söylenebilir. Aynı zamanda kısa vadeli borçlanmaların bu ülkelerin müdahale alanını kısıtladığı ve ekonomilerini kırılgan hale getirdiği anlaşılmaktadır. Taper tantrum sürecinde gelişmekte olan pazarlardaki yatırımların satılması ve yatırım çıkışlarının çoğunlukla Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye’den gelmesi de bu ülkelerin diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha kırılgan ekonomik yapıya sahip olduklarını göstermektedir.

Sonuç olarak, ülkelerin yaşadıkları krizlere bakıldığında sıkı denetlenen ve likidite sorunu olmayan finans sistemi ve bağlı kalınan uzun vadeli mali tedbirlerin güçlü bir ekonomik yapının sağlanabilmesi açısından para politikalarıyla birlikte önem arz ettiği anlaşılmaktadır.

KAYNAKÇA

Acharya, S. (2002). Macroeconomic Management in the Nineties. *Economic and Political Weekly*, 1515-1538.

Acharya, S. N. (2012). *India After the Global Crisis*. Orient Blackswan.

Afonso, J. R., Araújo, E. C., & Fajardo, B. G. (2016). The Role of Fiscal and Monetary Policies in the Brazilian Economy: Understanding Recent Institutional Reforms And Economic Changes. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 62, 41-55.

African National Congress. (1994). The Reconstruction and Development Programme: A Policy Framework. African National Congress.

Agung, J. (1998). Financial Deregulation and the Bank Lending Channel in Developing Countries: The Case Of Indonesia. *Asian Economic Journal*, 12(3), 273-294.

Ahluwalia, M. S. (2002). India's Vulnerability to External Crisis: An Assessment. *Macroeconomics and Monetary Policy: Issues for a Reforming Economy*, 91-125.

Ahmed, S. (1989). Indonesia: External Shocks, Policy Response and Adjustment Performance. *Report No. IDP 3a, Asia Regional Series, World Bank, Washington, DC*.

Aizenman, J., Binici, M., & Hutchison, M. M. (2014). *The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets* (No. w19980). National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J., Binici, N. M., & Hutchison, M. M. (2015). Research Centre for International Economics.

Akçay, M. (1997). *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*, DPT Basılmamış Uzmanlık Tezi.

Akel, V. (2015). Kırılgan Beşli Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Eşbütünlüşme Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11 (24), 75-96.

Aker, H. A. (2009). *Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği*. Vergi Denetmenleri Derneği.

Akın, E.E (2005). Özün Önceliği İlkesinin Ters Repo İşlemlerinin Ticari İşletmeler Tarafından Muhasebeleştirilmesi Üzerine Etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2, 427-438

Akyüz, Y., & Boratav, K. (2003). The Making of the Turkish Financial Crisis. *World Development*, 31(9), 1549-1566.

Alamsyah, H., Joseph, C., Agung, J., & Zulverdy, D. (2001). Framework for Implementing Inflation Targeting in Indonesia. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 37(3), 309-324.

Aleem, A. (2010). Transmission Mechanism of Monetary Policy in India. *Journal of Asian Economics*, 21(2), 186-197.

Alper, K., Kara, H., & Yorukoglu, M. (2013). Reserve Options Mechanism. *Central Bank Review*, 13(1), 1.

Altay, N. O., & Altin, O. (2008). Türkiye’de Kamu Harcamalarının Ekonomik Büyüme ve Yatırımlar Üzerine Etkilerinin Analizi (1980–2005). *Ege Academic Review*, 8(1), 267-285.

Amann, E., & Baer, W. (2006). Economic Orthodoxy Versus Social Development? The dilemmas facing Brazil's labour government. *Oxford Development Studies*, 34(2), 219-241.

Anand, R., Ding, D., & Tulin, V. (2014). *Food Inflation in India: The Role for Monetary Policy* (No. 14-178). International Monetary Fund.

Anand, R., Kothari, S., & Kumar, N. (2016). *South Africa: Labor Market Dynamics and Inequality*. International Monetary Fund.

Arıcan, E., Okay, G. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi Journal of Economic Policy Researches*, 1, 1-50.

Ariyoshi, M. A., Kirilenko, M. A., Ötker, M. I., Laurens, M. B., Kriljenko, M. J. I. C., & Habermeier, M. K. F. (2000). *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization* (No. 190). International Monetary Fund.

Aron, J., & Muellbauer, J. (2002). Estimating Monetary Policy Rules for South Africa. *Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series*, 4, 427-476.

Arslan, H. B. (2009). 'Kriz-Büyüme-İstihdam' Üçgeninde 1994 ve 2001 Krizleri. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 64(2), 31-42.

Aslaner, O., Ciplak, U., Kara, H., & Küçüksaraç, D. (2015). Reserve Options Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer?. *Central Bank Review*, 15(1), 1.

Ataç, E. (2007). *Maliye Politikası* (No. 123). Anadolu Üniversitesi.

Aydın, Z. (2013). Global Crisis, Turkey and the Regulation of Economic Crisis. *Capital & Class*, 37(1), 95-109.

Ayres, J., Garcia, M., Guillén, D. A., & Kehoe, P. J. (2019). *The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016* (No. w25421). National Bureau of Economic Research.

Aziakpono, M. J., & Wilson, M. K. (2013). *Interest Rate Pass-Through and Monetary Policy Regimes in South Africa*. AERC.

Azis, I. J. (1989). *Export Performance and Employment Effect*. Ministry of Education and Culture, Republic of Indonesia.

Bacha, E. (1994). O Fisco e a Inflação: Uma Interpretação do Caso Brasileiro. *Revista de Economia Política*, 14(1), 5-17.

Baer, W. (2001). *Brazilian Economy, The: Growth and Development: Growth and Development*. ABC-CLIO.

Bag, S., & Gupta, A. (2010). Performance of Indian Economy During 1970-2010: A Productivity Perspective. *BR Ambedkar College, Delhi University*.

Bahar, O., & Erdoğan, E. (2011). 1994 ve 2000 Krizleri Sonrasında Türkiye’de Uygulanan Finansal Regülasyon Politikaları. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (27), 26-44.

Bajpai, N. (2011). Global Financial Crisis, its Impact on India and the Policy Response.

Baker, D. (2011). *The End of Loser Liberalism: Making Markets Progressive*. lulu.com.

Balduzzi, P., Bertola, G., Foresi, S., & Klapper, L. (1997). *Interest Rate Targeting and the Dynamics of Short-Term Rates* (No. w5944). National Bureau of Economic Research.

Baliño, M. T. J., Enoch, M. C., & Alexander, M. W. E. (1995). *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy* (No. 126). International monetary fund.

Baliño, T. J. (1997). *Instruments of Monetary Management: Issues and Country Experiences*. International Monetary Fund.

Banco Central do Brasil. (2019). Erişim Tarihi: 01.07.2019, <https://www.bcb.gov.br/en>.

Banerjee, A., Galiani, S., Levinsohn, J., McLaren, Z., & Woolard, I. (2008). Why Has Unemployment Risen in the New South Africa? 1. *Economics of Transition*, 16(4), 715-740.

Bank Indonesia. (2019). Erişim Tarihi: 01.07.2019, <https://www.bi.go.id/en/Default.aspx>.

Bank, S. A. R. (2011). The International Banking Crisis and Domestic Financial Intermediation in Emerging Market Economies: Issues for South Africa. *BIS Papers chapters*, 54, 365-376.

Bank, S. A. R. (2015). South African Reserve Bank. Erişim Tarihi: 01.07.2019, <https://www.resbank.co.za>.

Barbosa, N. (2010). Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09. *Journal of Globalization and Development*, 1(1).

Barışık, S. (2004). Merkez Bankası Bağımsızlığı, Makroekonomik Etkileri ve 2001 Tarihli TCMB Kanununun Yansımaları. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 59(03).

Barichello, R., & Flatters, F. (1991). Trade Policy Reform in Indonesia. *Reforming Economic Systems in Developing Countries, Harvard Institute for International Development, Cambridge MA*, 271-291.

Barone, B., & Spratt, S. (2015). *Development Banks from the BRICS* (No. IDS Evidence Report; 111). IDS.

Barro, R. J. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 407-443.

Basci, E. (2012). Monetary Policy of Central Bank of the Republic of Turkey After Global Financial Crisis. *Insight Turkey*, 14(2), 23.

Basri, M. C. (2016). The Fed's Tapering Talk: A Short Statement's Long Impact on Indonesia. *Ash Center Occasional Papers. Ash Center, Harvard University*.

Basri, M. C. (2017). India and Indonesia: Lessons Learned from the 2013 Taper Tantrum. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 53(2), 137-160.

Basri, M. C., & Rahardja, S. (2011). Mild Crisis, Half Hearted Fiscal Stimulus: Indonesia During the GFC. *Assessment on the Impact of Stimulus, Fiscal Transparency and Fiscal Risk*, 169-211.

Basri, M. C., & Siregar, R. Y. (2009). Navigating Policy Responses at the National Level in the Midst of the Global Financial Crisis: The experience of Indonesia. *Asian Economic Papers*, 8(3), 1-35.

Basri, M. C., Rahardja, S., & Fitriana, S. N. (2016). Not a Trap, But Slow Transition? Indonesia's Pursuit to High Income Status. *Asian Economic Papers*, 15(2), 1-22.

Basu, K., Eichengreen, B., & Gupta, P. (2014). *From Tapering to Tightening: The Impact of the Fed's Exit on India*. The World Bank.

Başçı, E., & Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 9-25.

Batabyal, A. A. (2002). Conversations with Indian Economists by VN Balasubramanyam. *Agriculture and Human Values*, 19(2), 165-166.

BAT–Banks Association of Turkey (2015). *The Banking System in Turkey: Yearly Statistics 1959–2014*, July 2015, Istanbul: BAT.

BAT–Banks Association of Turkey (2017). *Banks in Turkey 2016*, Istanbul: BAT.

Bedirhanoglu, P., H. Cömert, I. Eren, I. Erol, D. Demiröz, N. Erdem, A. R. Güngen, T. Marois, A. Topal, O. Türel, G. Yalman, E. Yeldan, and E. Voyvoda (2013) *Comparative Perspective on Financial System in the EU: Country Report on Turkey*, FESSUD Studies in Financial Systems No. 11.

Baxter, R. (2009). The Global Economic Crisis and Its Impact on South Africa and the Country's Mining Industry. *Conference Papers of the South African Reserve Bank Conference Series on Challenges for Monetary Policy-Makers in Emerging Markets*, South Africa, 105-116.

Bayat, T., Kayhan, S., & Taşar, İ. (2018). Re-Visiting Fisher Effect for Fragile Five Economies. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 7(2), 203-218.

Bayraktar, Y., Taha, E. G. R. I., & Yildiz, F. (2016). A Causal Relationship Between Oil Prices Current Account Deficit, and Economic Growth: An Empirical Analysis from Fragile Five Countries. *Ecoforum Journal*, 5(3).

Bean, C. R. (1983). Targeting Nominal Income: An Appraisal. *The Economic Journal*, 93(372), 806-819.

Beck, T., Crivelli, J. M., & Summerhill, W. (2005). *State Bank Transformation in Brazil-Choices and Consequences*. The World Bank.

Belge, M., Kaya, H. (2017). Türkiye’de Para Politikalarının Kredi Kanalı Aktarımı: Var Yaklaşımı, *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2(3), 185-208.

Benes, M. J., Clinton, K., George, A., John, J., Kamenik, O., Laxton, M. D., & Wang, H. (2017). *Inflation-Forecast Targeting for India: An Outline of the Analytical Framework*. International Monetary Fund.

Benigno, G., & Benigno, P. (2003). Price Stability in Open Economies. *The Review of Economic Studies*, 70(4), 743-764.

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 27-48.

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (2001). Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?. *American Economic Review*, 91(2), 253-257.

Berument, H., & Malatyali, K. (2000). The Implicit Reaction Function of the Central Bank of the Republic of Turkey. *Applied Economics Letters*, 7(7), 425-430.

Bhaduri, A., & Nayyar, D. (2000). *The Intelligent Person's Guide to Liberalization*. Penguin UK.

Bhattacharya, K. (2006). Monetary Policy Approaches in India. *Press & Communications CH 4002 Basel, Switzerland*, 74.

Bhorat, H., & Kanbur, S. R. (2006). *Poverty and Policy in Post-Apartheid South Africa*. HSRC press.

Boivin, J., Kiley, M. T., & Mishkin, F. S. (2010). How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?. *Handbook of Monetary Economics* (Vol. 3, pp. 369-422). Elsevier.

Booth, A. (1986). Survey of Recent Developments. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 22(3), 1-26.

Boratav, K. (2008). *Türkiye İktisat Tarihi, 1908-2007*. İmge kitabevi.

Borchert, I., & Mattoo, A. (2009). *The Crisis-Resilience of Services Trade*. The World Bank.

Bortis, H. (2003). 19. Keynes and the Classics: Notes on the Monetary Theory of Production. *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*, 411.

Bosworth, B., Collins, S. M., & Virmani, A. (2007). *Sources of Growth in the Indian Economy* (No. w12901). National Bureau of Economic Research.

Bradlow, D. (2016). Don't Waste a Serious Crisis: Lessons from South Africa's Debt Crisis.

Branson, W. H. (1975). Monetarist and Keynesian Models of the Transmission of Inflation. *The American Economic Review*, 115-119.

Burgess, R., Pande, R., & Wong, G. (2005). Banking for the Poor: Evidence from India. *Journal of the European Economic Association*, 3(2-3), 268-278.

Capie, F., CAPER, R., Fischer, S., Goodhart, C., & Schnadt, N. (1994). *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge University Press.

Casale, D., & Posel, D. (2002). The Continued Feminisation of the Labour Force in South Africa: An Analysis of Recent Data and Trends 1. *South African Journal of Economics*, 70(1), 156-184.

Cassel, G., & McCabe, J. (1923). *Theory of Social Economy*.

Čaušević, F. (2015). *The Global Crisis of 2008 and Keynes's General Theory*. Springer.

Caves, R. E., Frankel, J. A., & Jones, R. W. (1990). *World Trade and Payments: an Introduction*. Addison-Wesley Educational Publishers.

Celasun, O. (1999). *The 1994 Currency Crisis in Turkey*. The World Bank.

Cerra, V., & Saxena, S. C. (2000). What Caused the 1991 Currency Crisis.

Cesur, F. (2010). *Para ve Para Teorileri*. Kriter Yayınevi, İstanbul.

Chandavarkar, A. (2005). Towards an Independent Federal Reserve Bank of India: A Political Economy Agenda for Reconstitution. *Economic and Political Weekly*, 3837-3845.

Chick, V. (1986). The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest. Economics of Societes. *Cahiers de l'ISMEA, Serie Monnaie et Production*, 3.

Chowdhury, A., & Siregar, H. (2004). Indonesia's Monetary Policy Dilemma: Constraints of Inflation Targeting. *The Journal of Developing Areas*, 137-153.

Christiano, L. J., & Eichenbaum, M. (1992). *Liquidity Effects and the Monetary Transmission Mechanism* (No. w3974). National Bureau of Economic Research.

Christmann, P., & Carrera, H. (2001). Brazil: The Real Plan (A).

CIA. (2012). The World Factbook.

Cole, D., Cole, D. C., & Slade, B. F. (1998). *Building a Modern Financial System: The Indonesian Experience*. Cambridge University Press.

Collins, S. M., Bosworth, B. P., & Rodrik, D. (1996). Economic Growth in East Asia: Accumulation Versus Assimilation. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996(2), 135-203.

Considera, C. M., & Corrêa, P. (2001). The Political Economy of Antitrust in Brazil: From Price Control to Competition Policy. *Annual Proceedings-Fordham Corporate Law Institute* (pp. 533-568). Kluwer Academic Publishers.

Corbridge, S., & Harriss, J. (2013). *Reinventing India: Liberalization, Hindu Nationalism and Popular Democracy*. John Wiley & Sons.

Corder, C. K. (1997). The Reconstruction and Development Programme: Success or Failure?. *Social Indicators Research*, 41(1-3), 183-203.

Crowther, G. (1946). *An Outline of Money*.

Çelebi, E. (2011). Türkiye’de Devalüasyon Uygulamaları (1923-2000). *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 2(1), 55-66.

Çetin, M.Ö. (2016). TCMB Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(4), 14, 67-101

Çevik, F. (2016). Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(57), 710-718.

Çeviş, İ., & Ceylan, R. (2015). Kırılgan Beşlide Satın Alma Gücü Paritesi (SAGP) Hipotezinin Test Edilmesi. *Journal of Yasar University*, 10(37).

Da Fonseca, M. A. (1998). Brazil's Real Plan. *Journal of Latin American Studies*, 30(3), 619-639.

Danışman, S. (2012). Türk Bankacılık Sistemi İçinde Merkez Bankası’nın Rolü ve Önemi.

Darby, M. R. (1987). Wealth effect. *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, 4, 883-884.

Davidson, P. (2011). *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Edward Elgar Publishing.

de Oliveira, R. V. (2019). *Crisis and Social Regression in Brazil: A New Moment of the Social Question*. Springer.

de Paula, L. F. (2003). The Legacy of the Real Plan and an Alternative Agenda for the Brazilian Economy. *Investigación Económica*, 62(244), 57-92.

de Paula, L. F., & Ferrari, F. (2015). A Critical Analysis of the Macroeconomic Policies in Brazil from Lula da Silva to Dilma Rousseff (2003-2014). *Brazilian Keynesian Review*, 1(2), 218-227.

Delice, G. (2015). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir Geçmişin İzlerinden Tarihe Kayıt Düşmek. *Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 1(2), 21-55.

Denburg, T. F. (1986). *Macroeconomics*, Second Printing.

Diaz-Alejandro, C. F., Cooper, R. N., & Dornbusch, R. (1983). Some Aspects of the 1982-83 Brazilian Payments Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1983(2), 515-552.

Dick, H. W. (2002). *The Emergence of a National Economy: An Economic History of Indonesia, 1800-2000*. University of Hawaii Press.

Dillinger, W. (1998). Brazil's State Debt Crisis: Lessons Learned. *Economica*, 44.

Djaja, K. (2009). Impact of the Global Financial and Economic Crisis on Indonesia. A Rapid Assessment. *ILO, Secretary Coordinating Ministry for Economic Affairs, Indonesia*.

Doğru, B. (2015). *Türkiye'nin Yakın Dönem Ekonomik Krizleri 1994, 2001, 2008* (Vol. 80). Hiperlink.

Doraisami, A. (2011). The Global Financial Crisis: Countercyclical Fiscal Policy Issues and Challenges in Malaysia, Indonesia, the Philippines, and Singapore.

Dreze, J., & Sen, A. (1999). India: Economic Development and Social Opportunity. *OUP Catalogue*.

Du Plessis, S., & Smit, B. (2006). *Economic growth in South Africa since 1994* (No. 01/2006). Stellenbosch University, Department of Economics.

Dueker, M., & Fischer, A. M. (2001). The Mechanics of a Successful Exchange-Rate Peg: Lessons for Emerging Markets.

Dufour, M., & Orhangazi, Ö. (2009). The 2000–2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?. *Review of Political Economy*, 21(1), 101-122.

Edwards, L., Flowerday, W., Rankin, N., Roberts, G., & Schöer, V. (2014). Restructuring of the South African Economy: 1994–2014.

Eichner, A. S., & Kregel, J. A. (1975). An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics. *Journal of Economic Literature*, 13(4), 1293-1314.

Ekinci, A. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 6(2), 71-96.

Ekinci, N. K. (1997). Financial Liberalization Under External Debt Constraints. *Experiences with Financial Liberalization* (pp. 243-266). Springer, Dordrecht.

Elias, S., & Noone, C. (2011). The Growth and Development of the Indonesian Economy. *RBA Bulletin*, 33-43.

Ergün, S. (2010). Arjantin. *Ekonomik İstikrarsızlık Tarihi: İnişler ve Çıkışlar, Akademik Bakış Dergisi*, (20), 1-18.

Eroğlu, İ. & Eroğlu, N. (2012). Monetary Transmission Channels and a Assessment within the Framework of the 2008 Global Financial Crisis. *African Journal of Business Management*, C.6 (29), 8554-8563.

Eroğlu, N. (2011). Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi (1. bs.). *İstanbul: Der Yayınları*.

Eroğlu, Ö. (2004). Para Teorisi ve Politikası Ders Notları. Süleyman Demirel Üniversitesi.

Eroğlu, Z. A. (2001). Türk Bankacılık Sisteminde Kaynak Maliyeti. *MSPD Çalışma Raporları*, (2001/5).

Erturk, K. A. (2001). Overcapacity and the East Asian Crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(2), 253-275.

Fane, G. (2000). Survey of Recent Developments. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 36(1), 13-45.

Fane, G., & McLeod, R. H. (2002). Banking Collapse and Restructuring in Indonesia, 1997-2001. *Cato J.*, 22, 277.

Felton, A., & Reinhart, C. (2011). *The First Global Financial Crisis of the 21st Century Part II: June–December, 2008*. Centre for Economic Policy Research.

Ferreira, A., & Tullio, G. (2002). The Brazilian Exchange Rate Crisis of January 1999. *Journal of Latin American Studies*, 34(1), 143-164.

Ferreira de Mendonca, H. (2008). Macroeconomic Effects of Central Bank Transparency: The Case of Brazil. *Cato J.*, 28, 117.

Fırat, E. (2009). Türkiye’de 1980 Sonrası Yaşanan Üç Büyük Kriz ve Sonuçlarının Ekonomi-Politiği. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(17), 501-524.

Fieleke, N. S. (1996). International Capital Movements: How Shocking Are They?. *New England Economic Review*, 41-61.

Franko, P. (2018). *The Puzzle of Latin American Economic Development*. Rowman & Littlefield.

Freytag, A., Voll, S., & Draper, P. (2009). *Global Financial Crisis, Protectionism and Current Account Deficit: South Africa on the Brink?* (No. 8). Working Papers on Global Financial Markets.

Friedman, M. (1956). The Quantity Theory of Money: A Restatement. *Studies in the Quantity Theory of Money*, 5.

Friedman, M. (1995). The Role of Monetary Policy. In *Essential Readings in Economics* (pp. 215-231). Palgrave, London.

Friedman, M., & Schwartz, A. J. (2008). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.

Fuentes, C. J. R. (2005). *Regional Monetary Policy*. Routledge.

Galano III, A. (1994). International Monetary Fund Response to the Brazilian Debt Crisis: Whether the Effects of Conditionality Have Undermined Brazil's National Sovereignty. *Pace Int'l L. Rev.*, 6, 323.

Gelb, S. (1984). The Origins of the South African Reserve Bank.

Gelb, S. (Ed.). (1991). *South Africa's Economic Crisis*. New Africa Books.

Ghosh, A. (2006). Pathways Through Financial Crisis: India. *Global Governance*, 12, 413.

Gocer, I., & Akin, T. (2016). The Effects of Saving-Investment Gap on Economic Growth in the Fragile Five: A New Generation Econometric Analysis. *Ege Academic Review*, 16(2), 197-210.

Goeltom, M. S. (1995). *Indonesia's Financial Liberalization: An Empirical Analysis of 1981-88 Panel Data*. Institute of Southeast Asian.

Goeltom, M. S. (2007). Economic and Fiscal Reforms: The Experience of Indonesia, 1980–1996. *Essays in Macroeconomic Policy: The Indonesian Experience*, 489-506.

Goeltom, M. S. (2008). The Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia. *Participants in the Meeting* (p. 309).

Goodhart, C. (1989). The Conduct of Monetary Policy. *The Economic Journal*, 99(396), 293-346.

Gordhan, P. (2009). *Our Response to the Economic Crisis*. Pretoria: National Treasury.

Gökbudak, N. (1996). *Central Bank Independence, the Bundesbank Experience and the Central Bank of the Republic of Turkey*. Institute of European Finance, University of Wales.

Griffith-Jones, S., Montes, M. F., & Nasution, A. (2001). *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*. OUP Oxford.

Gunawan, A. H., Arman, H., & Hendranata, A. (2009). Indonesia 2009 Economic Outlook: Slowing, Not Falling. *PT Bank Danamon Indonesia, Jakarta, 7*.

Gupta, A. S. (2008). Sustaining growth in a period of global downturn: The case of India. *The Financial and Economic Crisis*, 149.

Gücenme, Ü. (1994). *Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler*. Türkiye Bankalar Birliği.

Güneş, H. (1990), *Türkiye'de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği*, İTO Yayınları s. 20 – 21.

Gürkaynak, R., Levin, A., & Swanson, E. (2006). *Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the US, UK and Sweden* (No. 5808). CEPR Discussion Papers.

Hadad, M. D. (1996). *Bank Behaviour in a Changing Regulatory Environment: Study of Indonesia, 1983-1993* (Doctoral dissertation, Monash University).

Hall, R. E., & Mankiw, N. G. (1994). Nominal Income Targeting. *Monetary Policy* (pp. 71-94). The University of Chicago Press.

Hanival, S., & Maia, J. (2008). An Overview of the Performance of the South African Economy Since 1994. *Pretoria: The Presidency, Government of South Africa*.

Harris, L. (1986). South Africa's External Debt Crisis. *Third World Quarterly*, 8(3), 793-817.

Hart, K., & Padayachee, V. (2013). A History of South African Capitalism in National and Global Perspective. *Transformation: Critical Perspectives on Southern Africa*, 81(1), 55-85.

Hassan, S., & Loewald, C. (2013). Nominal GDP Targeting and the Monetary Policy Framework. *South African Reserve Bank Working Paper, WP/13/05, September*.

- Heritage Foundation. (2012). Index of Economic Freedom.
- Heymans, C. (1995). A Lifelong Task: The RDP in Perspective. *Indicator South Africa*, 13(1), 57-64.
- Hicks, J. (1963). *The Theory of Wages*. Springer.
- Hill, H., & Shiraishi, T. (2007). Indonesia After the Asian Crisis. *Asian Economic Policy Review*, 2(1), 123-141.
- Hodgman, D. R. (1972). Selective Credit Controls. *Journal of Money, Credit and Banking*, 4(2), 342-359.
- Hofman, B., Rodrick-Jones, E., & Thee, K. W. (2004). Indonesia: Rapid Growth, Weak Institutions. *World Bank Shanghai Conference*, http://www.worldbank.org/wbi/reducing_poverty/case-Indonesia-PovertyReduction.html.
- Hollander, S. (1973). *The Economics of Adam Smith*. University of Toronto Press.
- Hollander, S. (1985). *The Economics of John Stuart Mill*.
- Hollander, S. (2013). *Essays on Classical and Marxian Political Economy: Collected Essays IV*. Routledge.
- Hur, S. K., Jha, S., Park, D., & Quising, P. (2010). Did Fiscal Stimulus Lift Developing Asia Out of the Global Crisis? A Preliminary Empirical Investigation. *Asian Development Bank Economics Working Paper Series*, (215).
- IMF. (2010). 'World Economic Outlook, October 2010'.
- Imoisi, A. I., Olatunji, L. M., & Ekpenyong, B. I. (2013). Monetary Policy and Its Implications for Balance of Payments Stability in Nigeria; 1980–2010. *International Journal of Economics and Finance*, 5(3), 196-204.
- Jalan, B. (1992). Balance of Payments, 1956-1991. *The Indian Economy: Problems and Prospects*, 171.
- Jevons, W. S. (1886). *Letters & Journal of W. Stanley Jevons*. Macmillan.

Jha, S., Mallick, S., Park, D., & Quising, P. (2010). Effectiveness of Countercyclical Fiscal Policy: Time-Series Evidence from Developing Asia. *Asian Development Bank Economics Working Paper Series*, (211).

Jones, S., & Inggs, J. (1994). An Overview of the South African Economy in the 1980s. *South African Journal of Economic History*, 9(2), 1-18.

Jones, S., & Inggs, J. (2003). The South African Economy in the 1990s. *South African Journal of Economic History*, 18(1-2), 1-15.

Joshi, V. (2003). India and the Impossible Trinity. *World Economy*, 26(4), 555-583.

Joshi, V., & Little, I. M. D. (1994). *India: Macroeconomics and Political Economy, 1964-1991*. The World Bank.

Kalaycı, Ş. (2002). Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(2).

Kaldor, N. (1957). A Model of Economic Growth. *The Economic Journal*, 67(268), 591-624.

Karabıyık, İ., & Uçar, M. (2010). Türkiye'de 1980 Sonrası Uygulanan IMF Destekli İstikrar Programlarının Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi. *Akademik İncelemeler Dergisi (AID)*, 5(2), 37-58.

Karpuz, E. (2012). Ödeme Sistemleri ve Araçlarının Artan Kullanımı: Kredi Kartı Kullanımının Para Politikası Etkinliğine Etkisi. *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi*, Nisan, Ankara.

Kasapoğlu, Ö. (2007). Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama. *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Şubat, Ankara.

Kayhan, S., Bayat, T., Dejan, A., & Taşar, İ. (2017). The Relation between Fiscal and Current Account Deficits: The Case of Fragile Five. *Asian Journal of Economic Modelling*, 5(3), 318-330.

Kenward, L. R. (1999). Assessing Vulnerability to Financial Crisis: Evidence from Indonesia. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 35(3), 71-95.

Keynes, J. M. (1930). *A Treatise on Money in Two Volumes. 1.: The Pure Theory of Money. 2.: The Applied Theory of Money*. London: Macmillan & Co.

Keynes, J. M. (1937). The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223.

Kibritçiöğlü, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001.

Klein, N. (2012). *Estimating the Implicit Inflation Target of the South African Reserve Bank* (No. 12/177). International Monetary Fund.

Koçyiğit, D. (2009). Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.

Kohli, A. (1990). *Democracy and Discontent: India's Growing Crisis of Governability*. Cambridge University Press.

Kohli, A. (2006A). Politics of Economic Growth in India, 1980-2005: Part I: The 1980s. *Economic and Political Weekly*, 1251-1259.

Kohli, A. (2006B). Politics of Economic Growth in India, 1980-2005: Part II: The 1990s and beyond. *Economic and Political Weekly*, 1361-1370.

Kolsuz, G., & Yeldan, A. E. (2014). 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynaklarının Ayrıştırılması. *Çalışma ve Toplum*, 40(1).

Kolte, A., & Simonetti, B. (2018). A Contrary View on Indian Economic Crisis of 1991.

Krugman, P. (1998). Bubble, Boom, Crash: Theoretical Notes on Asia's Crisis.

Kumar, R., & Soumya, A. (2011). Assessment of the Impact of Stimulus, Fiscal Transparency and Fiscal Risk: Evidences from India. *Stimulus, Fiscal Transparency and Fiscal Risk*, 335.

Kurien, C. T. (1989). Indian Economy in the 1980s and on to the 1990s. *Economic and Political Weekly*, 787-798.

Kurt, S., & Berber, M. (2008). Türkiye'de Dışa Açıklık ve Ekonomik Büyüme. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(2), 57-80.

Levy Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2010). Monetary and Exchange Rate Policies. *Handbook of Development Economics*, 5, 4215-4281.

Lewis, W. A. (2013). *Theory of Economic Growth*. Routledge.

Lin, C. Y. Y., Edvinsson, L., Chen, J., & Beding, T. (2012). *National Intellectual Capital and the Financial Crisis in Brazil, Russia, India, China, Korea, and South Africa*. Springer Science & Business Media.

Lindsey, D. E., & Wallich, H. C. (1991). Monetary Policy. *The World of Economics* (pp. 460-474). Palgrave Macmillan, London.

Lombard, A. (2008). The Implementation of the White Paper for Social Welfare: A Ten-Year Review.

Lopes, F. L. (2003). Notes on the Brazilian Crisis of 1997-99. *Brazilian Journal of Political Economy*, 23(3), 91.

Lord, J. (2013). EM Currencies: The Fragile Five. *Morgan Stanley Research*, 1.

Love, J., & Baer, W. (2009). *Brazil Under Lula: Economy, Politics, and Society Under the Worker-President*. Springer.

MacIntyre, A. (2000). Funny Money: Fiscal Policy, Rent-Seeking and Economic Performance in Indonesia. *Rents, Rent-Seeking and Economic Development: Theory and Evidence in Asia*, 248-73.

Macovei, M. (2009). *Growth and Economic Crises in Turkey: Leaving Behind a Turbulent Past?* (No. 386). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

Malik, J. M. (1991). India's Response to the Gulf Crisis: Implications for Indian Foreign Policy. *Asian Survey*, 31(9), 847-861.

Mallick, I., & Marjit, S. (2008). *Financial Intermediation in a Less Developed Economy: The History of the United Bank of India*. SAGE Publications India.

Malthus, T. R. (1817). *An Essay on the Principle of Population, as It Affects the Future Improvement of Society. With Remarks on the Speculations of Mr. Godwin, M. Condorcet, and Other Writers. By TR Malthus*.

Mangır, F., & Ertem, C. (2016). Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Nominal GSYİH Hedeflemesi: Karşılaştırmalı Bir Analiz. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(31), 162-185.

Markovic, B. (2006). Bank Capital Channels in the Monetary Transmission Mechanism. *Bank of England Working Paper*, No. 313.

Marois, T. (2012). *States, Banks and Crisis: Emerging Finance Capitalism in Mexico and Turkey*. Edward Elgar Publishing.

Marois, T., & Güngen, A. R. (2018). The Neoliberal Restructuring of Banking in Turkey Since 2001. *The Political Economy of Financial Transformation in Turkey*, 135-161.

Marois, T., & Muñoz-Martínez, H. (2016). Navigating the Aftermath of Crisis and Risk in Mexico and Turkey. *Risking Capitalism* (pp. 165-194). Emerald Group Publishing Limited.

Martínez, G. O. (2008). Inflation Targeting. *Bank of Canada a Festschrift in Honor of David Dodge, Bank of Canada, November.*

Mason, W. E., & Buto, W. N. (2012). *Classical Versus Neoclassical Monetary Theories: The Roots, Ruts, and Resilience of Monetarism—and Keynesianism.* Springer Science & Business Media.

Matthews, R. C. (1968). Why Has Britain Had Full Employment Since the War?. *The Economic Journal*, 78(311), 555-569.

McConnell, C. R., Brue, S. L., & Flynn, S. M. (2009). *Economics: Principles, Problems, and Policies.* Boston McGraw-Hill/Irwin.

McLeod, R. H. (Ed.). (1994). *Indonesia Assessment 1994: Finance as a Key Sector in Indonesia's Development.* Institute of Southeast Asian.

Meade, J. E. (1978). The Meaning of Internal Balance. *Economic Journal*, 88, pp. 423-435.

Meier, G. M., & Baldwin, R. (1968). *Desenvolvimento Economico Teoria, Historia, Politica.* Mestre Jou.

Meltzer, A. H. (1995). Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 49-72.

Menger, C. (1871). *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre.* Hölder-Pichler-Tempsky.

Mesquita, M., & Torós, M. (2010). Brazil and the 2008 Panic. *BIS Papers*, 54, 113-120.

Meyer, D. F., de Jongh, J., & Van Wyngaard, D. (2018). An Assessment of the Effectiveness of Monetary Policy in South Africa. *Acta Universitatis Danubius. Economica*, 14(6).

Mill, J. S. (1869). *On Liberty.* Longmans, Green, Reader, and Dyer.

Minsky, H. P. (1996). The Essential Characteristics of Post Keynesian Economics. *Money in Motion* (pp. 70-88). Palgrave Macmillan, London.

Mishkin Frederic, S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Mishkin Frederic–Addison Wesley Longman.

Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.

Mishkin, F. S. (2007). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Pearson education.

Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1998). *Inflation Targeting: Lessons from Four Countries* (No. w6126). National Bureau of Economic Research.

Mohan, R. (2008). Global Financial Crisis and Key Risks: Impact on India and Asia. *RBI Bulletin*, 2003-2022.

Mohanty, D. (2009). Global Financial Crisis and Monetary Policy Response in India. *Speech delivered at the 3rd*.

Mohanty, D. (2010). Monetary Policy Framework in India–Experience with Multiple-Indicators Approach. *Speech at the Orissa Economic Association, Orissa, 21*.

Moodle.unob.cz. (2019). *Economics I*. Erişim Tarihi: 01.07.2019, https://moodle.unob.cz/pluginfile.php/42636/mod_resource/content/1/13th%20Chapter%20Monetary%20Policy.pdf.

Mosler, W. (1997). Full Employment and Price Stability. *Journal of Post Keynesian Economics*, 20(2), 167-182.

Nagaraj, R. (2000). Indian Economy Since 1980: Virtuous Growth or Polarisation?. *Economic and Political Weekly*, 2831-2839.

Narayan, P. K. (2007). Is Money Targeting an Option for Bank Indonesia?. *Journal of Asian Economics*, 18(5), 726-738.

Nassif, A. (2008). Brazil and India in the Global Economic Crisis: Immediate Impacts and Economic Policy Responses. *The Financial and Economic Crisis of 2009*, 171-201.

Nassif, A. (2017). An Analysis of Brazil's Economic Situation: 2014-2017, The Short-Term Outlook and Policy Alternatives. *Brazilian Keynesian Review*, 3(1), 95-108.

Nasution, A. (1998). The Meltdown of the Indonesian Economy in 1997-1998: Causes and Responses.

Nasution, A. (2000). The Meltdown of the Indonesian Economy. *ASEAN Economic Bulletin*, 17(2).

Nattrass, N. (2011). The New Growth Path: Game Changing Vision or Cop-Out?. *South African Journal of Science*, 107(3-4), 01-08.

Nayar, B. R. (1998). Political Structure and India's Economic Reforms of the 1990s. *Pacific Affairs*, 335-358.

Nayyar, D. (2002). Capital Controls and the World Financial Authority. *International Capital Markets: Systems in Transition*, 99.

Ncube, M., & Ndou, E. (2013). *Monetary Policy and the Economy in South Africa*. Springer.

Ngandu, S., Altman, M., Cross, C., Jacobs, P., Hart, T., & Matshe, I. (2010). The Socio-Economic Impact of the Global Downturn on South Africa: Responses and Policy Implications.

Niehans, J. (1987). Classical Monetary Theory, New and Old. *Journal of Money, Credit and Banking*, 19(4), 409-424.

OECD. (2012). South Africa: Economic Forecast Summary, OECD.

Ogawa, E., & Wang, Z. (2016). Effects of Quantitative Easing Monetary Policy Exit Strategy on East Asian Currencies. *The Developing Economies*, 54(1), 103-129.

Oktar, S., & Dalyancı, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(2), 1-22.

Orhan, O., Erdoğan, S. (2007). *Para Politikası*, Yazıt Yayın, Ankara.

Ozatay, F. (2010). Europe: Counter-Cyclical Policies in Light of the Global Financial Crisis: The Case of Turkey. *Journal of Globalization and Development*, 1(1).

Ozkan, F. G. (2005). Currency and Financial Crises in Turkey 2000–2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?. *World Economy*, 28(4), 541-572.

Önder, E., Taş, N., & Hepsen, A. (2015). Economic Performance Evaluation of Fragile 5 Countries after the Great Recession of 2008-2009 using Analytic Network Process and Topsis Methods. *Journal of Applied Finance & Banking*, 5(1), 1-17.

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

Örnek, İ. (2009). Türkiye’de Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişi. *Maliye Dergisi*, 156, 104-125.

Özatay, F. (1996). The Lessons from the 1994 Crisis in Turkey: Public Debt (mis) Management and Confidence Crisis. *Yapı Kredi Economic Review*, 7(1), 21-37.

Özatay, F., & Sak, G. (2002). The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey. *Brookings Trade Forum* (pp. 121-160).

Özbek, O. (2008). Ekonomik Kriz Belirtisi Olarak Cari Açık-Büyüme İlişkisi. *Araştırma raporu. İzmir: Ticaret Odası Ar-Ge Bülteni, Şubat*.

Özbilen, Ş. (2014). *Para Politikası*. Gazi Kitabevi, Ankara.

Özker, A. N. (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Selektif (Tercihli) Kredi Politikalarında Yapısal Uyum ve Sektörel Gelişme. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 6(10), 124-141.

Özmucur, S., & Esmer, Y. (1988). *Total Factor Productivity in Turkey: A Longitudinal and Comparative Analysis of Total Factor Productivity Growth in Turkish Manufacturing Industries, 1970-1985*. Boğaziçi University.

Özyurt, H. (2006). *Para Teorisi ve Politikası*, Derya Kitabevi, Trabzon.

Padayachee, V. (2016). Global Economic Recession: Effects and Implications for South Africa at a Time of Political Challenges. *Claves de la Economia Mundial*.

Panagariya, A. (2005). India in the 1980s and the 1990s: A Triumph of Reforms. *India's and China's Recent Experience with Reform and Growth* (pp. 170-200). Palgrave Macmillan, London.

Pasinetti, L. L. (1962). Rate of Profit and Income Distribution in Relation to the Rate of Economic Growth. *The Review of Economic Studies*, 29(4), 267-279.

Patinkin, D. (1948). Price Flexibility and Full Employment. *American Economic Review*, 38(4), 543-564.

Patnaik, I., & Shah, A. (2010). Why India Choked When Lehman Broke. *India Policy Forum* (Vol. 6, No. 1, pp. 39-72). National Council of Applied Economic Research.

Patra, M. D., & Ray, P. (2010). *Inflation Expectations and Monetary Policy in India: An Empirical Exploration* (No. 10-84). International Monetary Fund.

Pearce, D. W. (1986). *Macmillan Dictionary of Modern Economics*. Macmillan International Higher Education.

Pedersen, J. D. (2008). *Globalization, Development and the State: The Performance of India and Brazil Since 1990*. Springer.

Peter, N. (2005). The Monetary Transmission Mechanism. *Boston College, Department of Economics*, 1-14.

Petty, W. (1751). *Political Arithmetic; Or, A Discourse Concerning the Extent and Value of Lands, People, Buildings; Husbandry, Manufacture, Commerce, Fishery,*

Artizans, Seamen, Soldiers; Publick Revenues, Interest, Taxes, Superlucration, Registries, Banks; Valuation of Men Increasing of Seamen, of Militia's, Harbours, Situation, Shipping Power at Sea, Etc: As the Same Related to Every Country in General, But More Particular to the Territories of His Majesty of Great Britain, and His Neighbours of Holland, Zealand, and ... (No. 205). Robert and Andrew Foulis.

Pétursson, T. G. (2000). Exchange Rate Or Inflation Targeting in Monetary Policy?. *Monetary Bulletin*, 1, 36-45.

Pierce, D. G., & Tysome, P. J. (2014). *Monetary Economics: Theories, Evidence and Policy*. Butterworth-Heinemann.

Prasad, A., & Reddy, C. P. (2009). Global Financial Crisis and Its Impact on India. *Journal of Social Sciences*, 21(1), 1-5.

Prawiro, R. (1998). Indonesia's Struggle for Economic Development: Pragmatism in Action. *OUP Catalogue*.

Priewe, J. (2008). What Went Wrong? Alternative Interpretations of the Global Financial Crisis. *The Financial and Economic Crisis of, 2009*, 17-52.

Radelet, S. (1995). Indonesian Foreign Debt: Headed for a Crisis or Financing Sustainable Growth?. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 31(3), 39-72.

Radelet, S. C. (1996). *Measuring the Real Exchange Rate and Its Relationship to Exports: An Application to Indonesia* (Vol. 529). Harvard Institute for International Development, Harvard University.

Radelet, S., & Sachs, J. (1998). *The Onset of the East Asian Financial Crisis* (No. w6680). National Bureau of Economic Research.

Radelet, S., Sachs, J. D., Cooper, R. N., & Bosworth, B. P. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(1), 1-90.

Raj, J., Khundrakpam, J. K., & Das, D. (2011). *An Empirical Analysis of Monetary and Fiscal Policy Interaction in India* (No. id: 4504).

Rangarajan, C. (1991). Recent Exchange Rate Adjustments: Causes and Consequences'. *Reserve Bank of India Bulletin*, 45.

Rao, P. (2006). Monetary Policy: Its Impact on the Profitability of Banks in India. *International Business and Economics Research Journal*, 5(3), 15.

Rawdanowicz, Ł. (2010). The 2008-09 Crisis in Turkey.

Reitzes, M. (2009). The Impact of Democracy on Development: The Case of South Africa.

Reserve Bank of India. (2019). Erişim Tarihi: 01.07.2019, <https://www.rbi.org.in/Scripts/AboutusDisplay.aspx>.

Ricardo, D. (1817). *On the Principles of Political Economy and Taxation: London*.

Riedel, J. (1993). *Economic Crises and Long-Term Growth in Turkey*. Washington, DC: World Bank.

Robinson, J. (1978). Keynes and Ricardo. *Journal of Post Keynesian Economics*, 1(1), 12-18.

Rodrigues, J., C. Santos, A., & Teles, N. (2016). Semi-Peripheral Financialisation: the Case of Portugal. *Review of International Political Economy*, 23(3), 480-510.

Rodrik, D. (2009). *The Turkish Economy After the Crisis* (No. 2009/9). Discussion Paper.

Rodrik, D., & Subramanian, A. (2004). *From "Hindu Growth" to Productivity Surge: The Mystery of the Indian Growth Transition* (No. w10376). National Bureau of Economic Research.

Roett, R. (2011). *The New Brazil*. Brookings Institution Press.

Rowan, D. C. (1983). *Output, Inflation and Growth: Introduction to Macroeconomics*. Springer.

Rutherford, D. (2013). *Routledge Dictionary of Economics*. Routledge.

Sachs, J., & Times, F. (1999). Self-Inflicted Wounds. *Financial Times*, 21.

Sağlam, Y. (2006). Keynesyen Tüketim Fonksiyonunun Türkiye Uygulaması. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(6).

Samuelson, P. A. (1948). *Foundations of Economic Analysis*.

Sathye, M. (2003). Efficiency of Banks in a Developing Economy: The Case of India. *European Journal of Operational Research*, 148(3), 662-671.

Sato, Y. (2005). Bank Restructuring and Financial Institution Reform in Indonesia. *The Developing Economies*, 43(1), 91-120.

Say, J. B. (1836). *A Treatise on Political Economy: Or the Production, Distribution, and Consumption of Wealth*. Grigg & Elliot.

Schelkle, W. (2005). *Constitution and Erosion of a Monetary Economy: Problems of India's Development Since Independence*. Routledge.

Schmalz, S., & Ebenau, M. (2012). After Neoliberalism? Brazil, India, and China in the Global Economic Crisis. *Globalizations*, 9(4), 487-501.

Shah, A., & Thomas, S. (2001). The Evolution of the Securities Markets in India in the 1990s. *Indian Council for Research on International Economic Relations, New Delhi*.

Shastri, V. (1997). The Politics of Economic Liberalization in India. *Contemporary South Asia*, 6(1), 27-56.

Sicsú, J. (1996). *A URV e sua função de alinhar preços relativos*. Univ. Federal, Inst. de Economia Industrial.

Siebrits, F. K., Du Plessis, S. A., & Calitz, E. (2014). Fiscal Sustainability in South Africa: Will History Repeat Itself?. *Studies in Economics and Econometrics*, 38(3), 55-78.

Singh, C. (2014). Inflation Targeting in India: Select Issues. *IIM Bangalore Research Paper*, (475).

Skousen, M. (2015). *The Big Three in Economics: Adam Smith, Karl Marx, and John Maynard Keynes: Adam Smith, Karl Marx, and John Maynard Keynes*. Routledge.

Smith, A. (1776). 1976. An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. *Edited by RH Campbell and AS Sinner. New York: Oxford University Press*.

Smith, A. (1937). The Wealth of Nations. Modern Library. *New York, 423*.

Sobreira, R., & de Paula, L. F. (2010). The 2008 Financial Crisis and Banking Behavior in Brazil: The Role of the Prudential Regulation. *Journal of Innovation Economics Management*, (2), 77-93.

South Africa Credit Rating. (2019). Erişim Tarihi: 01.07.2019, <http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/south-africa/>.

South African Reserve Bank. (2019). Erişim Tarihi: 01.07.2019, <https://www.resbank.co.za/AboutUs/History/Background/Pages/Background-Home.aspx>.

Srinivas, P. S., & Sitorus, D. (2004). The Role of State Owned Banks in Indonesia. *Ponencia Presentada en la Sexta Conferencia Anual: Financial Markets and Development Conference, World Bank and IMF, Washington, DC*.

Staub, R. B., e Souza, G. D. S., & Tabak, B. M. (2010). Evolution of Bank Efficiency in Brazil: A DEA Approach. *European Journal of Operational Research*, 202(1), 204-213.

Stern, J. J. (2003). The Rise and Fall of the Indonesian Economy.

Subbarao, D. (2009). Impact of the Global Financial Crisis on India: Collateral Damage and Response. *Symposium on The Global Economic Crisis and Challenges for the Asian Economy in a Changing World. Organized by the Institute for International Monetary Affairs, Tokyo* (Vol. 18).

Şahin, S. (2011). *Para Politikalarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği* (Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).

Tabak, B. M., Laiz, M. T., & Cajueiro, D. O. (2013). Financial Stability and Monetary Policy-The Case of Brazil. *Revista Brasileira de Economia*, 67(4), 431-441.

Takeda, T., Rocha, F., & Nakane, M. I. (2005). The Reaction of Bank Lending to Monetary Policy in Brazil. *Revista Brasileira de Economia*, 59(1), 107-126.

Tambunan, T. T. H. (2011). The Impact of the 2008-2009 Global Economic Crisis on a Developing Country's Economy: Studies from Indonesia. *Journal of Business and Economics*, 2(3), 175-197.

Tanzi, V. (1998). Government Role and the Efficiency of Policy Instruments. *Public Finance in a Changing World* (pp. 51-69). Palgrave Macmillan, London.

Taylor, J. B. (1985). What Would Nominal GNP Targeting Do to the Business Cycle?. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (Vol. 22, pp. 61-84). North-Holland.

TCMB. (2019). Erişim Tarihi: 01.07.2019, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN>.

TCMB-Core Functions. (2019). Erişim Tarihi: 01.07.2019, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Core+Functions>.

Telatar, E. (2002). *Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin İçin?*. İmaj Yayıncılık.

Thorbecke, E. (1991). *Adjustment, Growth and Income Distribution in Indonesia*. *World Development*, 19(11), 1595-1614.

Thornton, J. (1985). The Role of Rediscount Quotas: Note. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(3), 387-390.

Titiharuw, I. S., Soesastro, H., & Atje, R. (2009). Global Financial Crisis Discussion Series.

Tobin, J. (1980). Asset Accumulation and Economic Activity, Yrjö Jahnsson Lectures.

Toshniwal, G. (2012). Brazil and Russia During the Financial Crisis: A Tale of Two Commodity Exporters. *Harv. Bus. L. Rev.*, 2, 199.

Towe, C. (2001). India and the Asia Crisis. *India at the Crossroads--Sustaining Growth and Reducing Poverty*, 11.

Tswamuno, D. T., Pardee, S., & Wunnava, P. V. (2007). Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience. *International Journal of Applied Economics*, 4(2), 75-89.

Tuncer, İ., & Özüğurlu, Y. (2004). *Türkiye Ekonomisinde Büyüme ve Sektörel Üretkenlik Analizleri: Bölgesel Karşılaştırmalar, 1980-2000* (No. 2004/24). Discussion Paper.

Tusiad. (1988). The Public-Private Balance in the Post-1980 Era. *Istanbul: Turkish Industrialists' and Businessmen's Association*.

Uçak, A. G. H. (2004). Enflasyon Hedeflemesi ve Alternatif Para Politikası Hedeflemelerine Göre Değerlendirilmesi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(1).

Unver, M., & Dogru, B. (2015). The Determinants of Economic Fragility: Case of the Fragile Five Countries.

Uygur, E. (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri* (No. 2001/1). Discussion Paper.

Van der Merwe, E. J. (1999). Monetary Policy Operating Procedures in South Africa. *BIS Policy Papers*, (5), 228-57.

Varshney, A. (1998). Mass politics or Elite Politics? India's Economic Reforms in Comparative Perspective. *The Journal of Policy Reform*, 2(4), 301-335.

Vasudevan, A. (2002). Evolving Monetary Policy in India: Some Perspectives. *Economic and Political Weekly*, 1055-1061.

Vernengo, M. (2011). The Brazilian Economy after Lula: What to Expect?. *Cesifo Forum* (Vol. 12, No. 1, pp. 17-22). München: ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München.

Visser, W. (2004). Shifting RDP into GEAR: The ANC Government's Dilemma in Providing an Equitable System for Social Security for the New South Africa. *40th ITH Linzer Konferenz* (Vol. 17).

Voyvoda, E., & Yeldan, E. (2006). Macroeconomics of Twin-Targeting in Turkey: A General Equilibrium Analysis. *Unpublished Manuscript*.

Walras, L. (1896). *Éléments d'économie politique pure, ou, Théorie de la richesse sociale*. F. Rouge.

Warjiyo, P., & Agung, J. (2002). Monetary Policy Transmission in Indonesia: An Overview. *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia*, Bank Indonesia, Jakarta.

Weizsäcker, C. C. (1978). Das Problem der Vollbeschäftigung heute. *Zeitschrijfi für Wirstschajis und Sozialwissenschaften*, 98, 33-5.

West, K. D. (1986). Targeting Nominal Income: A Note.

White, W. R. (2006). Fiyat İstikramı Yeterli Midir?. *Bankacılar Dergisi*, (59), 116-125.

Wie, T. K. (Ed.). (2003). *Recollections: the Indonesian Economy, 1950s-1990s* (Vol. 12). Institute of Southeast Asian Studies.

Wolff, R. D., & Resnick, S. A. (2012). *Contending Economic Theories: Neoclassical, Keynesian, and Marxian*. MIT Press.

Woo, W. T., Glassburner, B., & Nasution, A. (1994). *Macroeconomic Policies, Crises, and Long-Term Growth in Indonesia, 1965-90*. The World Bank.

Woodford, M. (2011). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.

World Bank. (1983). *Indonesia: Foundations for Sustained Growth*. Washington, D.C.

World Bank. (1984). *Turkey: Trade Policy Issues in the Structural Adjustment Process*. Washington, D.C.

World Bank. (1986). *Turkey: Trade Policy Issues in the Structural Adjustment Process*. Washington, D.C.

World Bank. (1990). *Indonesia: Foundations for Sustained Growth*. Washington, D.C.

Wray, L. R. (2009). The Social and Economic Importance of Full Employment.

Yalman, G., Marois, T., & Gürgen, A. (2019). *The Political Economy of Financial Transformation in Turkey*. Routledge.

Yamazawa, I. (1998). The Asian Economic Crisis and Japan. *The Developing Economies*, 36(3), 332-351.

Yeldan, E. (2016). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*. İletişim Yayınları.

Yılmaz, A., & Karataş, T. (2009). Türkiye Ekonomisinde 2001 Krizi Sonrası Süreçte Cari İşlemler Açığının Nedenleri Üzerine Bir İnceleme. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(2), 69-96.

Yılmaz, C. B. (2012). Türkiye’de Enflasyon Beklentilerini Belirleyen Makroekonomik Unsurlar.

Yılmaz, Ö. G. (2005). Türkiye Ekonomisinde Büyüme ile İşsizlik Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, (2), 63-76.

Yildirim, Z. (2016). Global Financial Conditions and Asset Markets: Evidence from Fragile Emerging Economies. *Economic Modelling*, 57, 208-220.

Yücel, F. (2006). Dış Ticaretin Belirleyicileri Üzerine Teorik Bir Yaklaşım. *Sosyoekonomi*, 47.

Zini, M. (2009). *Update on the Impact of the Financial Crisis on South Africa*. World Bank.