

# 2008 Küresel Krizi ve Sonrası Avrasya Ekonomilerinde Finans Sektörü

Naci Yılmaz, Türkiye İş Bankası, Turkey  
Bora Selçuk, Kadir Has Üniversitesi, Turkey

## Abstract

### Finance Sector in the Eurasia Economies During and After the Global Crisis

As in the other countries around the world, banking systems in Eurasia economies, comprised of Armenia, Azerbaijan, Georgia, Kazakhstan, the Kyrgyz Republic, Tajikistan, Turkmenistan and Uzbekistan, were adversely affected by the 2008 global crisis; A common challenge across most economies is to revive private-sector credit growth. Compared with the high increases of 80 percent in the period immediately prior to the crisis, credit growth has slowed sharply and even turned negative in real terms in a number of economies. Governments in many countries have taken measures to address banking sector stress. The measures for restoring credit growth and thus a high economic growth will be discussed in a part of our work. In the short run, such measures include aiding banks to repair balance sheets and also providing liquidity. In the medium term, measures should promote de-dollarization and the development of local debt markets.

**JEL codes:** G01, G15

## 1 Kriz Sonrası Avrasya Ekonomilerinde Sorunlar ve Canlanma

Küresel krizle ortaya çıkan şiddetli dışsal şoklar 2009'da Kafkasya ve Orta Asya'yı içinde barındıran Avrasya bölgesini olumsuz etkilemiştir. Bununla birlikte, dışsal şokların ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkileri alınan önlemlerle hafifletilmiştir. 2010'da, Küresel ekonomide görülen canlanmayla birlikte Rusya başta Avrasya Bölgesi'nde ekonomik iyileşme beklenmektedir. Bölgede ekonomik büyümenin en güçlü olduğu ülkeler, hükümetlerin destekleyici politikaları terk etmeye başladıkları ve büyümenin belirgin hale geldiği enerji ihracatçıları Türkmenistan ve Özbekistan olmuştur. Kazakistan'da ise nispeten daha yavaş bir büyüme görülmektedir. İyileşmenin henüz belirginlik kazanmadığı enerji ithalatçıları Ermenistan, Gürcistan ve Tacikistan'da sıkı maliye politikaları hedeflenmektedir. Mali kısıtlamalar hükümetlerin hareket alanlarını daraltırken, yapılan yardımlar gerek duyulan mali alanı genişletmektedir.

Avrasya bölgesi 2009'da, mal ve hizmet ihracatında önemli bir gerileme yaşanmıştır. Ayrıca, bölgeye gelen dış kaynak miktarı da 1/3 oranında azalmıştır. Uluslararası finansal piyasalardaki durum, küresel piyasalarla daha fazla bütünleşmiş olan Kazakistan'ı çok etkilemiştir. Ülkede, krizin başlangıcından 2009 sonuna kadar geçen sürede, özel portföy yatırımlarında, ülke dışına büyük bir çıkış gerçekleşirken, Ermenistan ve Gürcistan daha az etkilenmişlerdir. Küresel kriz kaynaklı dışsal şokların ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkileri, siyasi önlemler ve yapılan yardımlarla hafifletilmiştir. Konjonktüre karşı uygulanan maliye ve para politikaları dışsal şokların etkisini hafifletmiştir. Bölgenin enerji ithalatçısı ülkelerinde kayıplar yapılan yardımlar ve yeni vergilerle finanse edilirken, bölgenin enerji ihracatçısı ülkeleri ise yurt içindeki tasarruflara güvenmişlerdir. Ayrıca, 2009 ilk yarısında dolar ve ruble karşısında ulusal paraların değer yitirmesi, yurtiçi talebi ulusal üretime yeniden yönlendirirken, 2009'da mal ve hizmet ithalatı bir çok Avrasya ülkesinde %14 ile %30 arasında azalmıştır. İthalattaki bu azalma düşen petrol fiyatlarından da kaynaklanmıştır. Buna rağmen, enerji ithalatı yapan ülkelerde ekonomik büyüme negatif olmuş; Ermenistan %14'le en fazla küçülen ekonomi olurken, Gürcistan %4 küçülmüştür. Kırgızistan ve Tacikistan'da ekonomik büyüme %2-3

aralığında gerçekleşmiştir. Bununla beraber, pek çok Avrasya enerji ihracatçısı ülke açısından işler daha iyi gitmiştir (IMF, 2010a).

	Ortalama					Tahmini	Tahmini
	2000-5	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bölge Ortalaması	9,4	13,6	12,4	6,5	3,5	4,3	4,7
Azerbaycan	11,3	34,5	25	10,8	9,3	2,7	0,6
Ermenistan	11,2	13,2	13,7	6,8	-14,4	1,8	3
Gürcistan	6,4	9,4	12,3	2,3	-4	2	4
Kazakistan	10,3	10,7	8,9	3,2	1,2	2,4	4,2
Kırgızistan	4,1	3,1	8,5	8,4	2,3	4,6	5,3
Özbekistan	5,2	7,3	9,5	9	8,1	8	7
Tacikistan	9,2	7	7,8	7,9	3,4	4	5
Türkmenistan	16,6	11,4	11,6	10,5	4,1	12	12,2

Tablo 1. Avrasya Ülkelerinde Reel GSYH Büyümesi (%) - Kaynak: (IMF, 2010b)

Gelişmeler bölgede erken bir iyileşmenin olduğunu göstermektedir. Pek çok ülkede ihracat 2009 ikinci yarısından itibaren artmaya başlamıştır. Benzer şekilde, yurtdışı kaynaklarda azalmanın yavaşladığını ve hatta 2010 ilk aylarında arttığını gözlenmektedir. Sermaye girişleri olumluya dönse de, hala kriz öncesinden daha düşüktür. Ancak, eğilimler her ülkede tamamen aynı değildir. Bazı ülkelerde bankacılık sektöründeki baskı kredi genişlemesini önleyerek ekonomik canlanmayı yavaşlatmaktadır.

Büyüme belirginleştikçe enerji ihracatçısı ülkeler destekleyici politikaları terk etmeye başlamışlardır. 2010'da Türkmenistan ve Özbekistan'ın sırasıyla %12 ve %8 oranında büyümeleri beklenmektedir. Her iki ülkede de, genişleyici mali politikalar devam etmekte olup, daha sıkı politikalar enflasyon baskısının artmasını önlemede yardımcı olabilir. Azerbaycan'da, petrol-dışı ekonomik büyümenin artmasını beklemekte olup, harcamalarda etkinliği artırarak ve orta vadeli mali sağlamlığı temin ederek, petrol-dışı açığın azaltılması hedeflenmektedir. Kazakistan'daki büyümenin %2'nin az üstünde olacağı beklenmekte olup, 2010 yılına ait bütçesinden ılımlı genişleyici bir mali politikanın uygulanacağı anlaşılmaktadır. Enerji ihracatçısı ülkeler bakımından, orta vadedeki asıl başarı, büyüme ve istihdam artışında devamlılıktır. Türkmenistan'da ise üretimin önümüzdeki yıllarda artması beklenmektedir. Diğer petrol ve doğal gaz ihracatçısı Özbekistan ise farklı ihraç ürünlerine sahiptir. Ancak, bu iki ülke bölge ülkelerine göre olumsuz iş ortamına sahiptirler (IMF, 2010a).

Mali yönden hareket alanları daraltılmış olan enerji ithalatçısı ülkeler, 2010'da ölçülü ayarlamaların yapıldığı bir maliye politikası hedeflemektedir. Ermenistan ve Gürcistan'da, 2010'da bütçe açığının GSMH'ya oranı %2'ye yükselebilir. Kırgızistan'da, son siyasi olayların vergi gelirlerini azaltması beklense de, bütçe üzerindeki ani bir şoka karşı hükümet mali desteklerden yararlanabilir. Yeni başlayan iyileşme ve kriz öncesi dönemin altında kalması muhtemel büyüme oranıyla, hükümetlerin mali teşvikleri sürebilir. Ancak, bir çok ülkede 2009'a göre desteklerin azalması ve kamu borcunun milli gelire oranının hızla artması, hükümetlerin mali hareket alanlarını daraltmaktadır. Dolayısıyla, ek mali destekler konjonktüre karşı yapılan harcamalara ve orta vadede bölgenin büyüme potansiyelini arttırmak için gerekli olan kamu yatırımlarına imkan sağlayabilir. Enerji ithalatçısı ülkelerde, ödemeler dengesi, milli gelirin %8 ile %15'i arasında, yüksek düzeyde açıklar vermektedir. Kısa dönemli borçlanmalar güvenli görülmele beraber, bu tür büyük açıklar dışsal kırılganlık oluşturabilir. Ermenistan ve Gürcistan'daki doğrudan yabancı yatırımlar ödemeler dengesi açıklarının yarısından fazlasını finanse etmekte olup, merkez bankalarının toplam rezervleri artırmaları beklenmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlara daha az güvenen Tacikistan, azalmakta olsa da, imtiyazlı borçlanma dahil desteklerden fayda sağlayabilir.

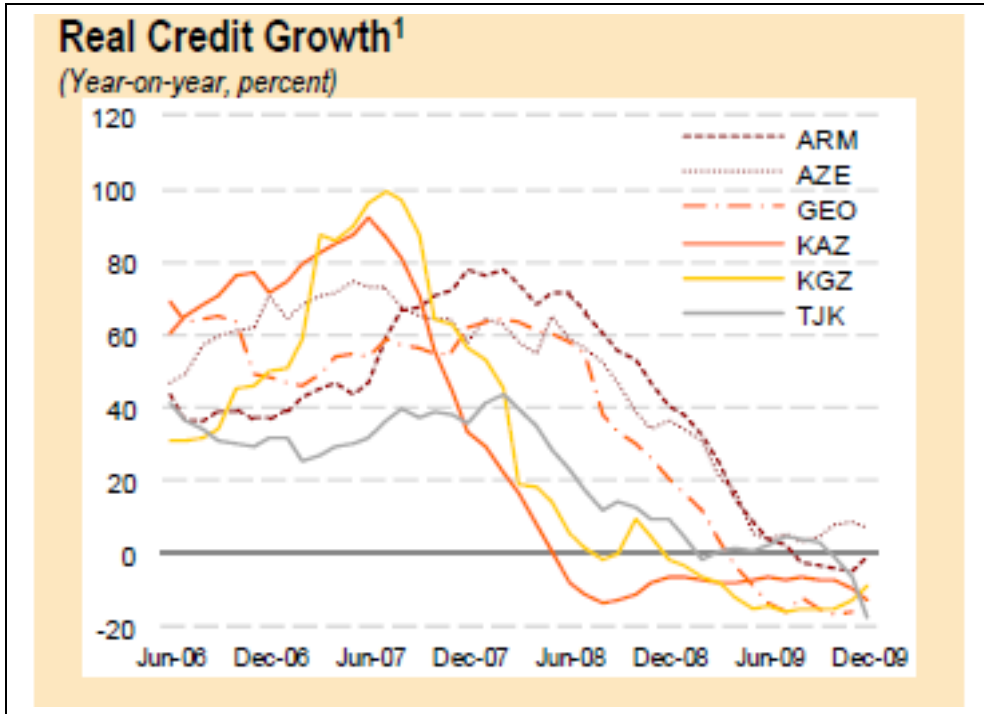
Bu ülkelerde, dış borçların milli gelir içindeki payı artmaktadır. Bölgede iyileşme yaşanırken, cari açığı azaltacak ve dış borçları belli bir düzeyde tutabilecek politikalar uygulanmalıdır. Enflasyonun Batılı ülkelerden yüksek, ama Rusya'yla aynı düzeyde (%10'un

altında) bulunmasına rağmen, 2010'da tekrar yükselebileceği tahmini vardır. Bu enflasyon farkı, kur rejimine bağlı olarak, büyümenin itici gücü olan dış talepte bir yavaşlamaya yol açarak, 2009'dan başlayan rekabet avantajının kaybedilmesine yol açabilir. Avrasya ülkelerinde kur rejimleri farklılıklar göstermiştir. Kriz süresince, bir çok ülke kur çıpasını terk ederek, kendi paralarının dolar ve rubleye karşı değer yitirmesine izin vermişlerdir. Ermenistan ve Gürcistan sadece aşırı dalgalanmalara müdahale eden esnek bir kur rejimi uygulamakta, kurlar rekabetin devamlılığını sağlayacak şekilde düşmektedir. Azerbaycan ve Türkmenistan dolara dayalı bir çıpayla enflasyon farkını sabitleyerek, rekabet gücünü doların ticaret ortaklarının paralarına karşı hareketlerine bağlamışlardır. Kazakistan, rekabet gücünü korurken, merkez bankasının yurt içi hedefleri takip etmesine olanak verecek daha geniş bir banda yönelmiştir. Özbekistan ihracatının desteğiyle kurlara daha yavaş bir değer kaybı uygulamıştır.

## 2 Kriz ve Sonrasında Avrasya Bankacılık Sistemi

Dünyanın diğer bölgeleri gibi Avrasya, bölgesindeki bankacılık sistemleri de küresel krizden olumsuz etkilenmiş, kredi genişlemesi hızla yavaşlamıştır. Hükümetler bankacılık sektörünün üzerindeki baskıyı azaltacak önlemler almışlardır. Bu önlemler, kısa vadede, bankaların bilançolarını onarmalarına destek verilmesini ve likidite/sermaye enjeksiyonlarını içermekte, orta vadede, anti-dolarizasyon ve ulusal kredi piyasalarının gelişimini teşvik etmektedir.

### 2.1 Kredi Genişlemesini Yeniden Sağlama



Grafik 1. Avrasya Ülkelerinde Reel Kredi Genişlemesi - Kaynak: (IMF, 2010b)

Kriz öncesi aşırı büyümeden sonra, bölge ülkelerinde kredi genişlemesi önemli ölçüde yavaşlamıştır. Küresel krizin ve sermaye akımlarındaki ani azalışların sonucu olarak, bankaların sorunlu kredilerde artış ve fonlarında keskin bir azalış olmuştur. Bankalar bilançolarını onarmaya odaklanıp, yeni kredi açmaya isteksiz davranmışlardır. Geçmişte krediyle finanse edilmiş yatırımlar uzun süreli yüksek büyümenin önemli itici gücü olduklarından, hükümetler, kredi genişlemesini tekrar sağlamaya çalışmaktadırlar. Küresel

krizin bölge bankacılık sistemlerini olumsuz etkilediği üç kanal vardır: 1) Ödemeler dengesinde oluşan ağır baskılar bazı ülkelerde ulusal paraların değer kaybına sebep olmuştur. Dolar cinsinden borçlanma ve yüksek kur riski, kurların yükselmesiyle, riske karşı korunmasız borçluların ve banka bilançolarının önemli ölçüde zayıflamasına yol açmıştır. 2) Kriz öncesi aşırı kredi genişlemesini tetikleyen banka mevduatı, işçi dövizleri, dış borçlanma gibi unsurlarda yaşanan azalma banka fonlarında keskin bir düşüşe yol açmıştır. 3) Kredi talebindeki azalmanın yanı sıra, ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve yüksek makro ekonomik belirsizlik nedenleriyle kredi arzında da daralma görülmüştür.

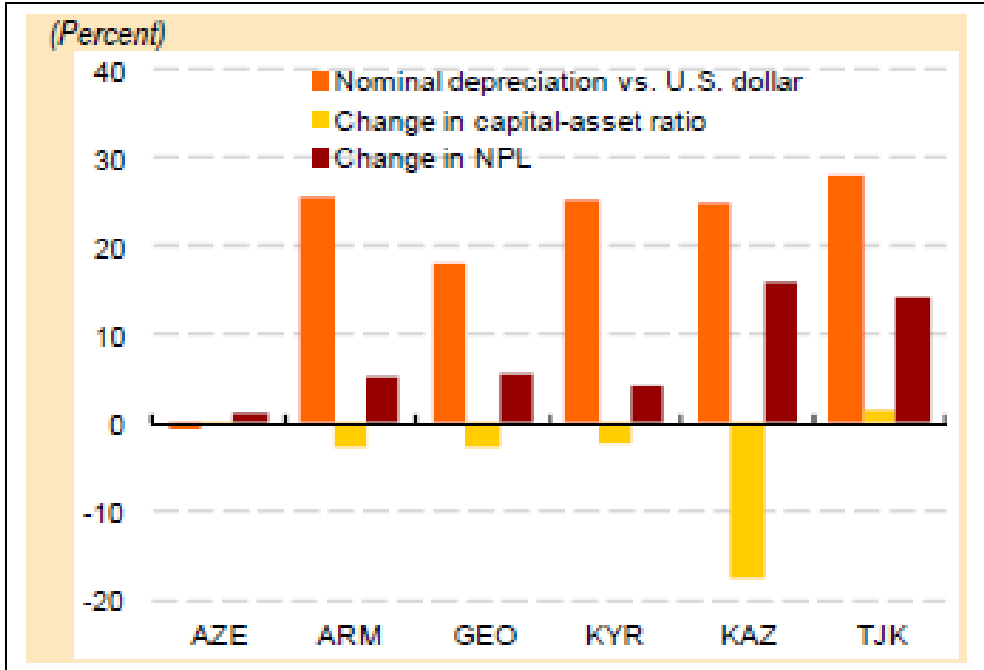
Krizden çıkarken yapılabilecekler şöyle özetlenebilir; 1) Ülkeler krizden çıktıkça, ekonomi iyileştikçe, fonlar tekrar artacak ve makroekonomik belirsizlikler azalacaktır. Ekonomi arz yönlü, ekonomi büyümeye başlayıp özel sektör yatırım projelerine yöneldikçe, talep yönlü kredi genişlemesini de teşvik edebilir. Ayrıca, büyüme odaklı para ve maliye politikaları bu genişlemeyi artırabilir. 2) Ekonomik iyileşmeyi hızlandırmayı hedefleyen politikalar, zararları muhasebeleştirerek bilançoları onarma ve sermaye desteği sağlama sürecinde bankalara yardımcı olmalıdır. 3) Yeterli mali imkanı olan devletin, bankaların kaynak yetersizliğini gidermek amacıyla, geçici likidite enjeksiyonu yapması, yeniden kredi genişlemesine yardımcı olabilir. 4) Orta vadede, ani dalgalanmalar sonucu oluşan kur riskine karşı kırılganlığı azaltmak için dolar kullanımından kaçınma teşvik edilmelidir. Dolar karşılığı aynı zamanda para politikasının etkinliğini artırabilir. Bölgede ekonomik istikrarın dolar karşılığını olumlu etkilediği görülmüştür. Ayrıca, kur riskine açık borçlulara döviz cinsinden kredi verildiğinde daha yüksek sermaye ayrılmasını zorunlu kılan ve böylece dolaylı kur riskini de dikkate alan düzenlemeler, kur riskinin doğru fiyatlanmasını teşvik edebilir. 5) Bazı ülkelerde, daha esnek bir kur rejimi uygulanması, bankaların, müşterilerin dolar risklerini daha net görmelerini sağlayabilir. 6) Yerleşikler ulusal kredi piyasalarının gelişmesiyle ulusal para cinsinden finansal araçlara yönelebilir. Bu piyasalar, bankaların kaynaklarını çeşitlendirmelerine ve bunlarda olabilecek münferit dalgalanmalara karşı kırılganlığın azalmasına da yol açabilir.

IMF, EBRD ve Gürcistan Ulusal Bankası'nın Nisan 2010'da düzenledikleri "Kafkasya ve Avrupa Birliği'nin Doğu Komşularında Sürdürülebilir Kredi Genişlemesi" konferansında, bölge ülkelerinden özel ve kamu sektörü temsilcileri bir araya gelmiş ve şu tespitler yapılmıştır: 1) Bölge ülkelerinde, kredi balonu patlaması süreci yaşanmıştır. Kredilerde görülen ciddi daralma hem arzdaki ve hem de talepteki değişimlerden kaynaklanmıştır. 2) Kısa vadede, ulusal sermaye piyasasının sığılığı, ekonomide yüksek dolar kullanımı ve bankaların yüksek risk iştahı sonucu, para dolaşımı mekanizmasında ortaya çıkan yetersizlik nedeniyle, kredileri canlandırmak için klasik para politikasının etkinliğinin sınırlı olduğunu ifade edebilmiş, yeni seçeneklerin tartışılması gerektiğini ifade etmişlerdir (Glodniuk, 2005). 3) Orta vadede, balonun tekrar patlaması döngüsel hareketinden kaçınmaya ve dolar kullanımının azaltılmasına ihtiyaç olduğu fikri oluştu (IMF, 2010a). Bölge ülkeleri, 2008'den önceki yüksek kredi genişlemesiyle değil, ayrıca tarihsel seviyelerinin de üstünde gerçekleşen hızlı ve sürekli bir kredi genişlemesi yaşamıştır. Ancak, küresel kriz bölgeyi vurduğunda bu süreç aniden sona ermiştir. 2007'den sonra, reel kredi genişlemesinde, ortalama yüzde 63'lük keskin bir düşüş yaşanmıştır. Bu azalma, Baltık ülkeleri ile BDT ülkelerinde görülen eğilim ile benzerlik göstermiştir (IMF, 2010b).

## 2.2 Küresel Kriz Aracı Olarak Yaygın Dolar Kullanımı

Bölgede doların yaygın kullanımı artmıştır. 2002-07 döneminde, yabancı para cinsinden mevduat ve kredilerin oranı en düşüğü Kazakistan'da %40'tan, en yükseği Gürcistan'da %80'e bir aralıkta gerçekleşmiştir. Ayrıca, bu dönemde, bölge ülkelerinde iyileşen makro ekonomik istikrar ve Ermenistan ile Gürcistan gibi bazı ülkelerde uzun süreli ulusal paranın değer kazanması nedeniyle dolar'dan kaçış süreci başlamıştır. Krize girerken dolar'dan kaçış süreci tamamlanmadığı için bankacılık sistemleri kurdaki ani ve büyük dalgalanmalara karşı kırılgan hale gelmiştir. İki ana tür kırılganlık ortaya çıkmıştır: 1) Bilançoda döviz varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki bir uyumsuzluktan kaynaklanan doğrudan kur riski. Böylece, net

pozisyon açığı olan bankalar, ulusal paranın değer kaybetmesi durumunda, aniden zarar etmişlerdir. 2) Riske karşı iyi korunmayan yurt içi borçlulara yabancı para cinsinden kredi verilmesiyle oluşan dolaylı kur riski. Böylece, kredi alanların döviz borçlarını geri ödemede yetersiz kalmaları ve aktif kalitesinin bozulması sonucu banka bilançoları zayıflamıştır. Krizden önce, sadece Ermenistan bankaları açık pozisyona sahip olduklarından kurlar arttığında doğrudan kur riskine maruz kalmışlardır. Bu açık pozisyon, kriz öncesi kurlar artmadan döviz kredileri ile dengelenmeyen dolar mevduatında görülen ani artışın sonucudur. Diğer taraftan, geri kalan ülkeler ise dövizde uzun pozisyona sahiptiler. Ancak, altı bölge ülkesinin tamamı, önemli miktarlarda dövizle kredi verdikleri için, dolaylı kur riskine maruz kalmışlardır. Bu riskin derecesi bankalardan kredi alan reel sektör firmalarının döviz cinsinden nakit akışlarının hacmine göre değişmektedir. Bu nakit akışları (ihracat ve işçi dövizleri toplamı) döviz kredileri ile karşılaştırıldığında, dolaylı kur riskine önemli ölçüde maruz kaldığı görülmektedir (IMF, 2010b).



Grafik 2. Kurlar, Sermaye/Aktif Oranı, Sorunlu Kredi Artışı- Kaynak: (IMF, 2010b)

Ruble'nin, 2008 Temmuz ile 2009 Şubatı arasında, dolara karşı %55'e varan değer kaybının ardından, Azerbaycan hariç, bölge ülkeleri kendi paralarını %18-25 arasında devalüe ettiler. Özellikle dolaylı kur riskine maruz kalınmasıyla oluşan bu devalüasyonlar, ekonomik canlılığın azalmasıyla birleşince, banka bilançolarını zayıflattı. Ülkelerin çoğunda, Sermaye/Aktif oranında %2'den fazla azalışlar ve Sorunlu Krediler/Krediler oranında (NPL) %4'ten fazla artışlar görülmüştür. Özellikle Kazakistan ve Tacikistan ağır zararlar uğramışlar ve NPL oranları %14 ile 16 arasında artmıştır. Tacikistan, uluslararası finans kuruluşlarından bankalarına aktarılan sermaye desteğiyle olumsuz etkilerden kurtulmuştur. Azerbaycan'da NPL oranında artış yaşansa da, kurlar istikrarlı tutulduğundan, ani sermaye kaybı gerçekleşmedi (IMF, 2010b).

Kriz, banka fonlarında ciddi azalmalara yol açtı. Fonlardaki azalmanın kredi darlığına önemli etkisi olmuştur. Yurtiçi mevduat azalması kısa süreli kredi darlığının %20'sini, yurt dışı fonlardaki azalma %5'ini oluşturdu. Böylece, son 10 yıldır yabancı tasarruflara yöneldiler de, bölge bankalarının, asıl fon kaynağı olarak, yurt içi mevduatlara dayanması, kredi daralmasını engelledi. Üretimdeki dalgalanmaların önemli ölçüde kredileri etkilediği görülmüştür. Krizden

sonra kredilerin daralmasına neden olan iki farklı hareket vardır; Kredi talebinde azalma ve Makro ekonomik kötüleşmeyle birlikte ekonomiye duyulan güvenin kaybolması sonucu kredi arzında azalma.

### 2.3 Küresel Kriz Sonrası Önlemler

Bölge ülkeleri, kredilerin daralması karşısında, kriz karşıtı para politikaları izlemişlerdir. Bankalara doğrudan likidite sağlanması ve mevduat garantisinin artırılması gibi önlemlerin yanı sıra zorunlu karşılık ve politika faiz oranları indirilmiştir. Özel sektöre verilen kredilerin aynı kalması ve kredi faizlerinin politika faizi kadar düşmemiş olması dikkat çekmektedir. Hatta, kredi faizleri Gürcistan'da 78, Azerbaycan'da 232 baz puan artmıştır. Ayrıca, bazı ülkelerde, kur riskini azaltmak için risk azaltmak ve kredi genişlemesini teşvik arasında denge gözetilen önlemler alınmıştır. Hükümetler, kredi genişlemesini sağlamak amacıyla, bankaların bilançolarını düzeltmelerine yardımcı olacak politikalar uygulamalı; zararları ortaya koymalı ve sorunlu kredilerle uğraşmalıdır. Devlet fonlama sorunlarının üstesinden gelmek için yapacağı geçici likidite enjeksiyonuyla kredi büyümesini eski haline çevirebilir. Orta vadede, dolar cinsi işlemlerin azaltılması, kur riskinden kaynaklanan kırılganlıkları azaltabilir. Dolar'dan kaçış uzun süreli makro ekonomik istikrar dönemleri sağlayabilir. Ayrıca, ulusal kredi piyasalarını geliştirmek ve riske karşı korunmayan kredi borçlularına yabancı para cinsinden açılacak krediler için daha yüksek sermaye karşılığı isteyerek kur riskine karşı uygun fiyatlamayı sağlayıcı şeffaf düzenlemeler yapmak dolardan kaçış sürecini kolaylaştırabilir (IMF, 2009).

### 3 Sonuç

Bölge ülkelerinde, küresel krizle birlikte kredi balonunun patlaması süreci yaşanmıştır. Kredilerde görülen ciddi daralma hem arzdaki ve hem de talepteki değişimlerden kaynaklanmıştır. Kısa vadede, ulusal sermaye piyasasının sığılığı, ekonomide yüksek dolarizasyon ve bankaların yüksek risk iştahı sonucu, kredileri canlandırmak için klasik para politikalarının etkinliği sınırlı kalmıştır. Bölge ülkelerinin büyük cari işlem açıklıklarının, maruz kalılabilecek dış şoklardan kaynaklanan kırılganlıkları azaltmak amacıyla, iyi yönetilmeye ihtiyacı vardır. Krizde artış gösteren ve kredi genişlemesini sınırlayan finansal baskı bölge ülkelerinde görünümünü olumsuz etkilemiştir. Bankaların bilançolarını düzeltmelerine yardımcı olacak politikalar üretilmelidir. Ayrıca, makro ekonomik istikrarı ve destekleyici yasal düzenlemeleri sürdürerek, dolardan kaçış sürecine devam etmelidir. Kısa vadede, büyümeyi desteklemek için genişleyici para ve maliye politikaları yanında, likidite enjeksiyonu dahil, yeniden yapılandırma tedbirleri, özel sektöre duyulan güveni canlandırabilir.

### KAYNAKÇA

- (1) Golodniuk. Inna, (2005). "Financial Systems and Financial Reforms in CIS Countries", **Center for Social and Economic Research Studies and Analysis** No. 306
- (2) IMF, (2010a). "Sees Early Signs of Rebound in Central Asia, Caucasus", **IMF Survey Magazine**.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/CAR052510A.htm>
- (3) IMF, (2010b). **Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia**. IMF Publication
- (4) IMF, (2010b). **World Economic Outlook**. IMF Publication
- (5) IMF, (2009). **The Implication of the Global Financial Crisis for Low-Income Countries**. IMF Publication