

## AVRUPA BORÇ KRİZİ VE TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER

Ahmet Ulusoy<sup>1</sup> - Mehmet Ela<sup>2</sup>

### ÖZET

*Avrupa borç krizi, düşük faiz oranlarının yol açtığı kamu ve özel kesim borçlanmalarındaki artışın, finansal krizle birlikte yüksek kamu borçlarına dönüştüğü bir süreci ifade etmektedir. Bu süreçte düşen faizler devletlerin borçlanmasını daha ucuz hale getirmiş ve kamu borçları hızla artmıştır. Aynı süreçte özel kesim harcama ve borçları da artarak konut balonlarının oluşmasını tetiklemiştir. Küresel Finans krizinin etkisi ile uygulanan genişletici politikalar ve bankaların büyük kayıplarını karşılamak amacıyla devletlerce verilen yardım paketleri, ülkelerin borçlarının daha da artmasına ve bazı ülkeler için borçların sürdürülemez hale gelmesine neden olmuştur. Bu bakımdan; çok yönlü, kompleks bir yapıya sahip olan Avrupa borç krizinin incelenmesi Türkiye için öneriler çıkarılması anlamında da önemlidir. Türkiye, güçlü mali disiplini sürdürerek krizlere karşı direncini arttırmalı, bunu yaparken de istikrarlı bir finansal sektör oluşturmaya yönelik düzenleme ve denetimleri elden bırakmamalıdır.*

*Bu çalışmanın amacı, Avrupa borç krizinin gelişim süreci ve nedenlerini ayrıntılı bir şekilde analiz ederek, Türkiye'nin alabileceği önlemlere vurgu yapmak ve öneriler üretmektir.*

**Anahtar kelimeler:** Avrupa Borç Krizi, Avro Bölgesi, Türkiye.

---

<sup>1</sup> Prof. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, aulusoy@ktu.edu.tr

<sup>2</sup> Arş. Gör., Karadeniz Teknik Üniversitesi, SBE, mehmetela@ktu.edu.tr

## EUROPEAN SOVEREIGN DEBT CRISIS AND SUGGESTIONS FOR TURKEY

Ahmet Ulusoy - Mehmet Ela

### ABSTRACT

*European sovereign debt crisis explains the period that low interest rates makes government and private debt high and also financial crisis transform this debt to high sovereign debt. In this period, low interest rates made government borrowing cost cheap and so sovereign debt increased considerably. In same period, private sector consumption and debt rose and this induced the housing bubbles. The expansionary fiscal policy against the effects of global financial crisis and bail-outs given to banks which are problematic made the sovereign debt highest and debt burden unsustainable for some countries. In this respect, it is worthwhile researching the European sovereign debt crisis which is multifaceted and complex and offering suggestions for Turkey. Turkey must maintain the strong fiscal position and increased country resilience against crisis. And Turkey must also maintain banking regulation and supervision which are intended to steady financial sector. The aim of this paper is analyzing the stages of development of European sovereign debt crisis and its reasons; and also emphasizing the actions Turkey can take and offering suggestions for Turkey.*

**Keywords:** European Sovereign Debt Crisis, Euro Area, Turkey.

## 1. GİRİŞ

Günümüze kadar genellikle gelişmekte olan ülkelerde borç krizleri yaşanmıştır. Avrupa borç krizi ise bu eğilimin aksine gelişmiş ülkeler kaynaklıdır. Bu nedenle kriz yerel düzeyde kalmamış, diğer dünya ülkelerini de az ya da çok etkilemiştir. Bu anlamda Avrupa borç krizinin nasıl geliştiği, hangi kaynaklardan beslendiği ve Türkiye'nin bu krizden hangi dersleri alabileceği konusunun irdelenmesi Türkiye'nin krizlere karşı daha güçlü politikalar belirleyebilmesi açısından önem arz etmektedir.

Avrupa borç krizi, oldukça kompleks bir yapıya sahiptir. Bu anlamda gelişim süreci birden çok bileşenden oluşmakta, nedenleri de çeşitli faktörlerden kaynaklanmaktadır. Avro'nun ortak para birimi olarak kullanılmaya başlanması sonrasında düşen faizler nedeniyle borçlanma maliyetleri azalmıştır. Bu durum ise kamu ve özel kesim harcamalarının borçlanmayla finansmanını kolaylaştırmış ve teşvik etmiştir. Küresel finans krizinin etkilerini azaltmaya yönelik olarak devletlerin uyguladığı genişletici politikalar devlet borçlarını arttırmıştır. Diğer yandan Finans krizi nedeniyle bankaların ellerinde bulundurdukları zehirli (toksik) varlıkların değerlerindeki azalma ve belirsizlikler bankaların finansman problemleri yaşamalarına neden olmuştur. Bu problemleri gidermek amacıyla devletlerce bankalara verilen yardımlar ülke borçlarını artıran diğer gelişmelerdir.

2009 yılında Yunanistan'ın bütçe açıklarının gösterilenden fazla olduğuna yönelik açıklamasıyla borçlarının sürdürülebilirliği gündeme gelmiştir. Sonrasında, kredi derecelendirme kuruluşlarının not indirimleri devreye girmiş, ülkelerin borçlanma maliyetleri artmıştır. Tüm bu gelişmeler ise borçların sürdürülemez seviyeye ulaşmasını tetiklemiştir. Bu süreç sonucunda yüksek borçlu ülkelere çeşitli uluslararası kuruluşlarca da desteklenen yardım paketleri verilmiştir.

Avrupa borç krizinin diğer ülkeleri de etkilemesi ekonomik ve finansal olarak birbirine eklenmiş dünya ülkeleri için krizlere karşı güçlü mali ve finansal yapı varlığının ne derece önemli olduğunu göstermektedir. Güçlü mali yapı ve düşük borç yükü düzeyi hem dış kaynaklı krizlere karşı direnci artırmakta, hem de iç kaynaklı bir borç krizi olasılığını azaltmaktadır. Bununla beraber, Avrupa borç krizinden, güçlü mali yapının güçlü finansal yapı ile desteklenmediği sürece krizlere karşı ülke direncinin zayıfladığı sonucunu da çıkartmak mümkündür. Bu düşüncelerden hareketle çalışmada önce Avrupa Borç krizinin gelişimi ve nedenleri detaylandırılmaya çalışılmıştır.

şılmıştır. Sonrasında ise, Türkiye'nin Avrupa Borç krizinden hangi dersleri çıkartabileceği irdelenmiştir.

## 2. AVRUPA BORÇ KRİZİNİN GELİŞİMİ

Avrupa borç krizinin açıkça, yüksek ekonomik moral, geleceğe yönelik iyimser beklentiler ve düşük faiz oranlarının bileşkesi olduğu söylenebilir (Szczygielski, 2011: 5; Tichy, 2012: 98). Şöyle ki, ABD'deki iyimser beklentiler 2000'lerde teknoloji krizinin patlak vermesine neden olmuştur. Buna karşı da Federal Reserve Bank (FED) faiz oranlarını düşürmüştür. Düşen faizler, kâr amacı güden finansal sektörün eşik altı krediler vermesine, bu da konut balonlarının oluşmasına neden olmuştur. Bir süre sonra ABD konut balonunun patlaması birçok ülkede resesyona yol açmıştır. ABD kaynaklı finansal krize karşı bankaların bilançolarındaki toksik varlıklar krize karşı duyarlılıklarını arttırmıştır. Ve bu durum mali açıdan zor durumda kalmaları sonucunu doğurmuştur. Bankaları desteklemek amacıyla devletlerce yardımlar verilmiştir. Bununla birlikte Finans krizinin yol açtığı resesyona karşı alınan genişletici önlemler ülkelerin borç yükünü arttırmıştır. Bu gelişmenin olumsuz ekonomik etkileri ABD ile ekonomik ve finansal yönden yakın entegrasyon içinde olan Avrupa'da fazlasıyla hissedilmiştir.

Borç krizinden önce Avrupa yüksek ekonomik moral mevcuttu. Bunun yanında 1999 sonrası Avro'nun ortak para olarak kullanılması ile birlikte faizler düşmüştür. Avrupa Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesine odaklanması ise düşük faizlerdeki kalıcılığı perçinlemiştir. Düşük faizlerin sonucunda ise bazı Avrupa ülkelerinde (İspanya ve İrlanda gibi) ABD benzeri konut balonları ortaya çıkmıştır. Konut balonlarının patlaması ile bankalar zor durumda kalmış, söz konusu bankalara devlet yardımı kaçınılmaz olmuştur. Diğer yandan bazı ülkelerde yüksek olan kamu borç yükü, ülkelere karşı piyasa güveninin azalmasına ve ülke risk primlerinin artışına yol açmıştır.

Özetle, Avrupa ekonomilerindeki yüksek motivasyon ve düşük faiz oranları borç krizinin ortaya çıkmasına neden olan sürecin en temel belirleyenleridir. Avrupa borç krizinin oldukça karmaşık bir yapıya sahip olması dolayısıyla krizin gelişimine yönelik tek bir açıklama yapmak zordur. Bu anlamda farklı tablolar çizilebilir (Dombert, 2013: 1; Beker, 2014: 1). Çünkü borç krizine neden olan ve krizi besleyen birçok faktör mevcuttur.

Avrupa borç krizinin başlangıcı ABD ve Avro Bölgesi'ndeki ülkelerde yaşanan iyimser beklentiler ve düşük faiz oranlarının neden olduğu kamu ve

özel sektörün aşırı borçlanmasına dayanmaktadır (Szczygielski, 2011: 5; Tichy, 2012: 98; Chinn ve Frieden, 2012: 17; Cayla, 2013: 433-434; Beker, 2014: 1).

Yüksek motivasyon ve iyimserliğin etkisiyle yapısal reformların gecikmesi, mali savurganlıkta artış, verimlilik ve rekabet gücündeki azalma, mali disipline ve mali kurallara riayet edilmemesi, borçları sürdürülemez boyuta taşıyan diğer önemli etkenlerdir (Szczygielski, 2011: 10). Yine, risk yönetimi ve denetiminde yetersizlik kamu ve özel sektör borçlarını artırmıştır (Nielsen, 2011: 135; De Grauwe, 2010:8; Siekmann, 2011: 14)

Global finansal krizle birlikte güven ortamı sarsılmış (Tichy, 2012: 96,102) ve para piyasalarında bozulmalar görülmeye başlanmıştır. Ayrıca yatırımcıların risk iştahı azalmış, Avrupa çevre ülkelerine olan yüksek miktarda sermaye akımı durmuştur. Diğer yandan bankaların borç verme koşullarını sıkılaştırmaları ve bankalar arası piyasaların fonksiyonlarını azaltmaları gibi bir takım gelişmeler yaşanmıştır (Candelon ve Palm, 2010: 90). Bu gelişmeler sonucunda ortaya çıkan kredi daralması, Avrupa ülkelerinin makroekonomik ve finansal yapılarındaki dengesizliklerin açığa çıkmasına neden olmuştur (Panetta, 2011: 9-10; Lane, 2012: 54-55; Gros ve Alcidi, 2010: 8).

Krizin kökeninde yer alan söz konusu finansal dengesizlikler küresel finansal krizin etkisiyle daha da belirginleşmiştir. Ve bu süreç Avrupa borç krizinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Avrupa borç krizinin öngörülmemesi ve Parasal Birlik'in yapısında krize karşı uygulanabilecek herhangi bir prosedürün olmaması, piyasalarda Avrupa ülkelerinin önlemler konusunda yetersiz kalacağına yönelik algıyı arttırmıştır (Szczygielski, 2011: 18). Yeni bir yönetim mekanizması geliştirmenin uzun zaman alması yanında kararsız ve iyi dizayn edilmemiş yardım programları, (özellikle PIIGS<sup>3</sup> ülkelerinde) borçlanma faizlerinin artmasına neden olmuştur. Bu durum ise borç krizinin daha da derinleşmesine yol açmıştır (Tichy, 2012: 95; Hellwig, 2011: 62; Siekmann, 2011: 18)

Avrupa borç krizi gelişim sürecinde kamu ve özel sektörün harcama ve borçlarındaki artış yaşanmıştır. Bunun yanında dış kaynaklı küresel finansal kriz Avro Bölgesi'nde yaşanan bu olumsuz gelişmeleri daha da kötüleştirmiştir. Bu durum Şekil 1'in sağ kısmında gösterilmektedir. Finansal krizden önce Avro Bölgesi'nde faiz oranları düşmüş ve yakınsamıştır. Bu süreç,

---

<sup>3</sup> Portekiz, İrlanda, İspanya, Yunanistan ve İtalya'ya verilen ortak addr.

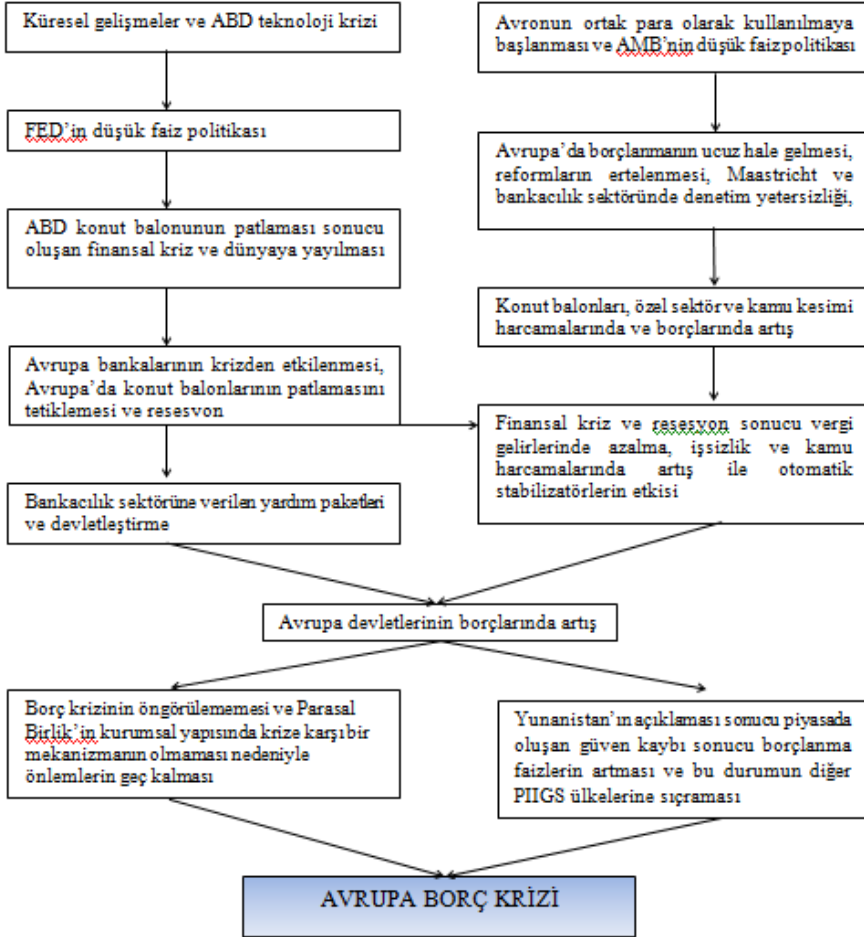
daha kolay borçlanabilmesi nedeniyle kamunun rekabetten ve reformlardan uzak, iç talebe ve konut sektörüne dayalı bir büyüme yolu seçmesiyle sonuçlanmıştır. Bu tercih, devlet borçlarını önemli ölçüde arttırmıştır. Diğer yandan düşük faiz oranları, özel sektör harcamalarını, bankaların özel kesime ve konut sektörüne verdiği kredileri, yani özel kesim borçlarını da artırmıştır.

Finansal krizin bankalara olan olumsuz etkisi yadsınamaz düzeyde idi. Bunun yanında bazı Avro Bölgesi ülkelerinde konut balonunun patlaması ile birlikte bankacılık sektöründe ciddi problemler ve finansman sorunları baş göstermiştir. Bu olumsuz gelişme, hükümetlerin bankalara yönelik yardım paketleri vermelerini zorunlu kılmıştır. Bu yardım paketleri ise, özel sektör borcunu kamu borcuna dönüştüren süreci başlatmıştır (Prinz ve Beck, 2012:186).

Şekil 1'de Avrupa borç krizinin gelişim süreci gösterilmiştir. Şekilden de anlaşılacağı gibi Avrupa borç krizinin tek bir nedeni yoktur. Şeklin sol kısmında finansal kriz ayağı, sağ kısmında ise kamu ve özel kesim borçlarındaki artış ve Avrupa Borç Krizine giden süreç resmedilmeye çalışılmıştır.

Şeklin sağ kısmında yukarıda ayrıntılı olarak değinilen düşük faizlerin, devlet ve özel kesim borçlanmasını arttırmaya yönelik etkisi görülmektedir. Bu bağlamda düşük faiz devlet borçlanmasını arttırmıştır. Diğer yandan düşük faiz sonucu artan özel sektör borcu, bankalara verilen yardım paketleri nedeni ile kamu borcu olmuştur.

Küresel finansal kriz, ülkeleri iki yönden etkilemiştir. **Birincisi**, küresel krizin neden olduğu resesyonu önlemek için uygulanan genişletici maliye politikalarıdır. Bu politika uygulamasıyla bütçe açıkları artmış, vergi gelirleri azalmıştır. Ayrıca otomatik stabilizatörlerin etkisiyle de harcamalar oldukça yüksek düzeylere çıkmıştır. Bu anlamda; sosyal harcamalar ve işsizlik ödeneği yoluyla kamu harcamaları artarken, yaşanan durgunluk nedeniyle de vergi gelirleri azalmıştır (European Commission, 2011:7-9; Chinn ve Frieden, 2012:8; Volz, 2012:5). Sonuçta, artan kamu harcamaları, vergi gelirleri ile karşılanamaz hale gelmiş ve kamu borçları artışı kaçınılmaz olmuştur (Bilkic, Carreras-Painter ve Gries, 2013: 2-29; Volz, 2012: 5; Brok ve Langen, 2012: 191).



Şekil 1: Avrupa Borç Krizinin Gelişimi

Finansal krizin **ikinci etkisi**, bankalara verilen yardım paketleri dolayısıyla olmuştur. Finansal piyasalardaki genişleme, finansal krizden önce oldukça yüksek seviyelerde seyretmiştir (IMF, 2009: 177). Bu yapı, bankaların krizlere karşı kırılganlıklarını artırmıştır. Ayrıca, Avro Bölgesi ülkelerindeki bankaların ABD konut sektörüne dayalı toksik varlıklardan bilançolarında önemli miktarda bulundurmaları kırılganlıklarını daha da artırmıştır. Bu nedenle, yaşanan küresel krizden daha çok Avrupa ülkeleri etkilenmiştir (Baldwin ve Gros, 2010: 11; Brok ve Langen, 2012:191; Overbeek, 2012: 37).

Avro Bölgesi bankalarının birçoğu, bilançolarında bulundukları toksik varlıklar nedeniyle, riske karşı zayıf bilançolar göstermiş, büyük kayıplara uğramışlardır. Yine finansal krizle birlikte, bankaların bilançolarındaki varlıklarının değeri düşmüş; değerleri hakkındaki belirsizlik artmış ve bu nedenle de borçlanmaları zorlaşmıştır (Shambaugh, 2012: 162; Lane, 2012: 55; Candelon ve Palm, 2010; 90; Brok ve Langen, 2012: 191). Diğer yandan birçok Avro Bölgesi bankası, özellikle İspanya ve İrlanda konut sektörüne sağladıkları kredilerin geri ödenmesindeki problemler nedeni ile batma noktasına gelmişlerdir (Brok ve Langen, 2012:191). Tüm bu gelişmeler sonucu devletler, bankaları kurtarmaya yönelik önlemler almak zorunda kalmışlardır.

### 3. AVRUPA BORÇ KRİZİNİN NEDENLERİ

Avrupa borç krizinin nedenleri aslen gelişim sürecinde gizlidir. Ancak süreçte yer alan nedenlerin karmaşıklığı, birbiri ile etkileşim halinde olması ve iç içe geçmişliği nedenlerin ayrı olarak ele alınması gereğini ortaya çıkarmıştır. Avrupa borç krizi çeşitli alt nedenlere dayandırılmakla birlikte burada genel nedenlere değinilecektir. Bu nedenler aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

#### 3.1. Borç Krizinin Öngörülememesi

Avrupa borç krizi, Parasal Birlik'teki ülke liderlerini şoke etmiş ve yanlış ayakta yakalamıştır. Çünkü böyle bir borç krizinin Avro Bölgesi'nde yaşanması beklenmeyen bir durum olarak düşünülmüş; krizin ortaya çıkmasına ihtimal verilmemiştir (Beker, 2014: 3; Prinz ve Beck, 2012:185; Begg, 2012:112; Volz, 2012: 13). Bu nedenle, ülkeler Maastricht Antlaşması'nı imzalarken Avro Bölgesi'nde çıkabilecek bir krize karşı herhangi bir hüküm öngörmemişlerdir (Alphandery, 2011:106). Aksine Lizbon Strateji'nin 125'inci maddesi ve Maastricht Antlaşması'nın 140b'inci maddesinde her ülkenin kendi borcundan sorumlu olduğu belirtilmiştir. Aynı maddelerle, üyelere Avrupa Birliği (AB), Avrupa Merkez Bankası (AMB) veya üye ülkeler tarafından yardım paketi verilmesi de yasaklanmıştır (Beker, 2014:3; Brender, Pisani ve Gagna, 2012: 82). Bu durum ise krize karşı alınacak önlemler konusundaki kararların yavaşlamasına yol açmıştır. Bu anlamda Avro Bölgesi, krize karşı uygulanabilecek herhangi bir mekanizmadan ve krizi yönetebilecek ekonomik ve politik kurumlardan yoksun kalmıştır (Prinz ve Beck, 2012:185; Shambaugh, 2012: 160).



Diğer yandan, borç krizinin göstergeleri niteliğindeki ekonomik gelişmeler ise fark edil(e)memiş ve krizi oluşturan dinamiklere karşı bir anlamda kayıtsız kalınmıştır (Caruana ve Andjiev, 2012: 78). Şöyle ki, Avrupa Konseyi tarafından 2008 yılında % 1,7 ve 2009 yılı için % 1,5 oranında büyüme tahminleri yapılmıştır. Ancak tahminler 2008 yılının yazında revize edilmiş ve büyüme oranları 2008 için %1,2 ve 2009 için %0,1'e düşürülmüştür. Ancak gerçekleşen rakamlar ise tahminlerin çok ötesinde olmuştur. Avro Bölgesi genel olarak 2008 yılında %0,6 büyümüş, 2009 yılında ise %4,1 küçülmüştür (Alogoskoufis, 2012: 25).

Krizin öngörülememesinin bir sonucu ise, Maastricht Antlaşması'nda alınan önlemlerin krizi önlemeye yönelik olup, krizi çözmeye yönelik olmamasıdır (Siekmann, 2011: 18). Bu nedenle krizi çözmeye yönelik karar mekanizmaları çok başlılık göstermiş, güçlü bir çözüm mekanizması oluşturulamamıştır. Alınan önlemler ise yavaş, karasız ve doğaçlama olmuştur. Bu anlamda öncelikle Yunanistan'a yönelik plansız ve doğaçlama önlemler alınmıştır. Bu yeterli görülmeyince Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (EFSM) ve Avrupa Finansal İstikrar Fonu (EFSF) gibi önlemlere başvurulmuştur (Siekmann, 2011: 18; Volz, 2012: 13). Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya'ya yönelik yardım paketleri ise parça parça verilmiştir. Bu önlemlere ise piyasalar duyarsız kalmıştır (Prinz ve Beck, 2012: 185).

### **3.2. Ekonomi Politikalarının Uyumsuzluğu**

Avro Bölgesi düşüncesinin temelinde ekonomik büyüme ve inovasyonu artırma ile üyeler arasında ekonomik yakınsamayı sağlama yatmaktadır. Ancak, bu hedeflerin gerçekleştirilmesinde başarılı olunduğu söylenemez (Dombert, 2013: 1; Halep, 2012: 192). Nitekim amaçların realize edilebilmesi için üyeler arasında ekonomik ve parasal uyumun gerçekleşmesi gerekmiştir. Ancak bu uyum tam olarak sağlanamamıştır. Öyle ki Avro Bölgesi için yakınsamayı sağlayacak yasal bir düzenleme yoktur. Bunun sonucunda, üyeler arasında uygulanan ekonomi politikaları arasında yakınsamadan ziyade bir iraksama görülmüştür (Ioana-Iulica ve Iuliana, 2012: 294). Bu durumun nedeni ise para politikasının tek elden uygulanmasına karşılık, maliye politikalarının ulusal düzeyde uygulanmasıdır (Dombert, 2013: 2).

Politik olarak bağımsız olan AMB, para politikasını yürütmekle sorumlu tutulmuş ve temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. Nitekim AMB, bunda başarılı da olmuş ve enflasyonu %2'ler seviyesinde tutmayı başarmıştır (Baldwin ve Gros, 2010: 2). Ancak enflasyonu düşük

tutmaya odaklanan AMB, ülke ekonomilerindeki farklı gelişmelere karşı politika geliştirmek ve uygulamakta başarısız olmuştur (Brok ve Langen, 2012: 192). Buna ek olarak, bankacılık sektörüne yönelik düzenleme ve denetimler üye ülkelere bırakılmıştır. Bu nedenle oluşan düzenleme ve denetim yetersizliği de politikalarındaki koordinasyon eksikliğini göstermiştir (Pascal Andriescu, 2012: 1588 ).

Maliye politikaları, üye devletlerin sorumluluğuna bırakılmıştır. Yani her ülke kendi gelir ve giderleri ile ilgili politikalara kendisi karar vermektedir (Dombert, 2013:2).Diğer bir ifadeyle harcama ve vergiler hakkındaki politik sorumluluk üye devletlerde kalmıştır (De Grauwe, 2010:4). Ancak ekonomi politikaları konusunda üye ülkeler arasında koordinasyon (Wood, 2012: 33) ve yakınsamayı sağlamak üzere birtakım önlemler alınmıştır (Baldwin ve Gros, 2010: 2):

- İstikrar ve Büyüme Paketi ile bütçe açığı/GSYH'yı %3'ün altında ve borç/GSYH'yı %60'ın altında tutmak amaçlanmıştır.
- AMB'ye bağımsızlık verilmiştir. AMB'nin ülkelerin bütçe açıklarını finanse etmesi yasaklanmıştır.
- Üye ülkelere yardım paketleri verilmesi yasaklanmıştır.

Maliye politikaları üye devletlere bırakılmakla birlikte alınan önlemler yeterince çalışmamış ve üye ülkeler belirlenen mali kurallara uymaktan kaçınmışlardır (De Grauwe, 2010:4). Diğer yandan maliye politikalarının koordinasyonuna yönelik çalışmalar, Avrupa Komisyonu ve Avro Grubu (Avro Bölgesi maliye bakanları) tarafından yapılan resmi olmayan toplantılardan oluşmaktadır (Baldwin ve Gros, 2010: 3). Koordinasyona yönelik olarak 2010 yılında yerini Avrupa 2020 Stratejisi'ne bırakan Lizbon Stratejisi ile gerçekleştirilen çabalar da tavsiye niteliğinde kalmıştır. Üye ülkeler tarafından bu tavsiyelere de uyulmamıştır (Begg, 2012: 108). Bu durum ise, zaten para ve maliye politikalarının farklı mercilere bırakılmasıyla oluşan ekonomi politikalarındaki uyumsuzluğunu daha da arttırmıştır. Nitekim borç krizi, ekonomi politikalarının uyumlaştırılmasının başarılı olmadığını da açıkça göstermiştir (Wood, 2012: 33).

### **3.3. Maastricht Kriterlerine Uyulmaması**

Ülkelerin mali durumlarında olası dengesizlik ve istikrarsızlıkların olabileceğinden hareketle, mali disiplini ve yakınsamayı sağlamak üzere Avrupa Birliği üyelerince Maastricht Antlaşması imzalanmıştır. Maastricht Antlaşması ile ülkelere birtakım sorumluluklar ve kurallar getirilmiştir.

Diğer yandan birliğe katılmak için mali göstergelere yönelik bazı sınırlamalar getirilmiştir. Bunlar; bütçe açığı/GSYH'nın %3'ten az olması ve borç/GSYH'nın %60'dan düşük olması gereğidir. Buna rağmen, Maastricht kriterlerine uyulmaması daha ülkelerin üye olarak Parasal Birlik'e katılımından başlamış, daha sonraki süreçte de devam etmiştir (Rosenthal, 2012:54-56; Wood, 2012:33; De Grauwe, 2010:4). Başka bir ifade ile borç yükü ve bütçe açığı sınırlamalarını aşmış olan ülkeler üyeliğe kabul edilmiştir. İhlaller Avro Bölgesi kurulduktan sonra devam etmiştir.

**Tablo 1:** Seçilmiş EuroAlanı Ülkelerinin Bütçe Açığı ve Borç Sınırını İhlal Sayısı (2000-2007)

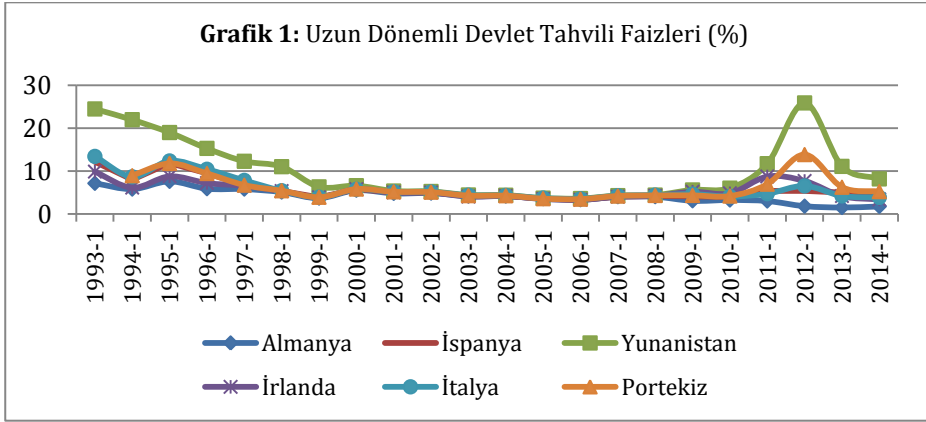
Ülkeler	Avusturya	Fransa	Almanya	Yunanistan	İtalya	Hollanda	Portekiz
Bütçe Açığı(%3)	1	3	5	8	6	1	8
Borç Oranı (%60)	8	5	7	8	8	0	4

**Kaynak:** Eurostat, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (15.05.2014).

Tablo 1'de finansal krizin etkilerini bertaraf etmek üzere 2007 yılından sonraki veriler alınmamış ve Avro'nun kullanıma başlandığı yıllar esas alınmıştır. Tablodan görüleceği gibi Avro Bölgesi'nin hem merkez hem de çevre ülkeleri Maastricht kriterlerini birçok kez ihlal etmişlerdir. Merkez ülkeler olan Almanya ve Fransa'nın ihlal sayıları çevre ülkelere göre düşük olsa da azımsanmayacak düzeydedir. Çevre ülkelerde ise ihlal sayısı oldukça fazladır. Bunlardan Yunanistan, tüm yıllarda her iki kriteri de ihlal etmiştir. Bu durum bize kriterlerin ülkelere göre görmezden gelindiğini ve bu yolla borç birikiminin fitilinin ateşlendiğini göstermektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında merkez ülkelerin kriterleri delmelerine karşı uyarı almamalarının, daha doğrusu, kuralları ihlal etmek için politik ağırlıklarını kullanmalarının payı büyüktür. Çünkü merkez ülkelerin bu davranışı, diğer ülkelere de kriterlere uyulmaması konusunda yeşil ışık yakmıştır (Wood, 2012: 33; Szczygielski, 2011: 15).

### 3.4. Riskin Yanlış Fiyatlanması ve Sermayenin Etkinsiz Dağılımı

Avrupa borç krizinin nedenlerinden bir tanesi de riskin yanlış fiyatlanması ve sermayenin yanlış dağılımıdır (Volz, 2012: 8). Nitekim Maastricht Antlaşması'nın imzalanmasından sonra piyasada Avrupa kuzey ülkelerinin istikrarlı ve zengin yapısının güney ülkelere de yayılacağı düşüncesi hakim olmuştur. Bununla birlikte yatırımcıların Parasal Birlik'i ülke borçlarına garantör olarak görmeleri (Dadush ve Stancil, 2010:9-10; Chinn ve Frieden, 2012:7), PIIGS'e olan güveni artırmıştır. Bu nedenle yatırımcılar Parasal Birlik'teki tüm ülkelerin tahvillerini eşit güvenilirlikte görmüşlerdir. Bunun sonucunda ise PIIGS tahvil faizleri ile Alman devlet tahvil faizi arasında önemli bir fark kalmamıştır (Beker, 2014:1-2).



**Kaynak:** Eurostat, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (15.05.2014).

Grafik 1'den görüldüğü üzere Maastricht Antlaşması'nın imzalanmasının ardından, çevre ülkelere olan zımni güven Avro'nun kullanıma girmesiyle birlikte artmıştır. Bunun sonucunda ülkelerin uzun dönemli devlet tahvil faizleri yakınsamıştır. Nitekim 2002 yılından 2008 yılına kadar çevre ülkeler ve Almanya uzun dönemli devlet tahvil faizleri arasında önemli bir fark kalmamıştır.

Ancak, 2008'in sonlarında Alman tahvil faizleri ile PIIGS ülkeleri tahvil faizleri arasındaki fark açılmaya başlamıştır. Yunanistan'ın bütçe açıklarının daha önceki hükümetçe yanlış belirtildiği yönündeki açıklaması sonrası ise fark daha da artmıştır (Higgins ve Klitgaard, 2011:2). Bu duruma paralel

olarak kredi temettü swaplarının (CDS) risk primlerinde de artışlar görülmüştür. Dolayısıyla PIIGS ülke riski artış göstermiştir (El-Erian, 2012: 32).

Kolayca ulaşılabilen ucuz kredi İrlanda, İspanya ve Portekiz'de özel kesim borçlarını, Yunanistan, İtalya ve Portekiz'de ise kamu borçlarını hızla arttırmıştır. Ülkelerin Avro Bölgesi'ne dahil olması ile faiz oranlarındaki düşüş çevre ülkelere sermaye akımlarını arttırmıştır. Bunun sonucunda İrlanda ve İspanya gibi ülkelere konut balonları, Yunanistan ve Portekiz'de ise kamu harcamaları hızla artmıştır (Hellwig, 2011:68; Volz, 2012:9). Bu durum, Parasal Birlik'teki ülkelerin cari açığını bol olan sermaye ile kapatmalarına ve rekabet için yapılması gereken reform baskısının azalmasına yol açmıştır (Volz, 2012:9). Ülkelerdeki yüksek özel kesim ve kamu kesimi borçları ise, borç krizinin patlak vermesine zemin hazırlamıştır.

### **3.5. Küresel Finansal Krizin Etkileri**

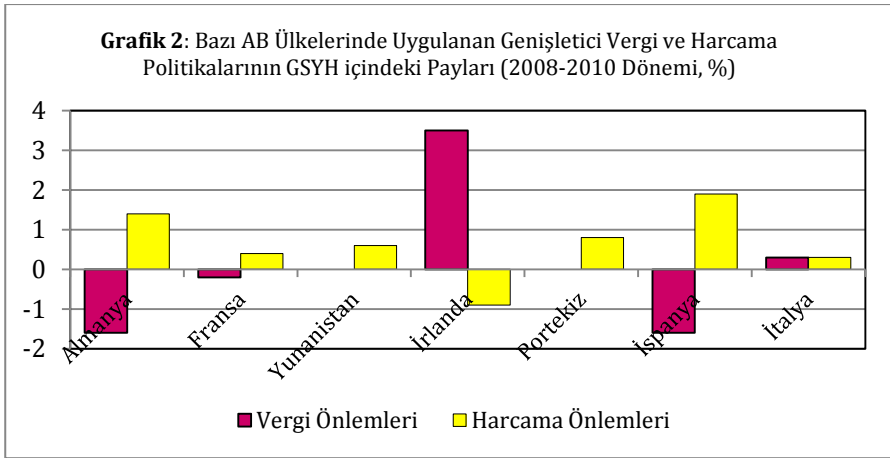
2008 Küresel Finans Krizi, özellikle gelişmiş ülkelere 1929 buhranından sonraki en büyük durgunluğu yaşatmıştır. Ancak söz konusu kriz, daha önce yaşanan finansal krizlerden farklı özellikler taşımaktadır. Önceki krizler bölgesel olarak görülmüş, daha çok gelişmekte olan ülkeleri etkilemiştir. Yayılma alanı da genellikle sınırlı kalmıştır. Fakat 2008 Finans Krizi gelişmiş ülkeler kaynaklıdır ve global niteliğe bürünerek tüm ülkeleri etkilemiştir (Hernandez ve Gamarra, 2011:129).

Küresel Finans Krizi gelişmiş ülkeleri finansal yolla, gelişmekte olan ülkeleri ekonomik yollarla etkilemiştir. Nitekim az gelişmiş ülkelerin bilançolarında mortgage kredisine dayalı toksik varlıklar yer almamıştır. Avrupa bankaları ise bilançolarında bu varlıklardan önemli miktarda bulundurmaktaydılar (Brok ve Langen, 2012: 191; Tichy, 2012: 96). Bu nedenle yaşanan krizden daha çok gelişmiş ülkeler ve Avrupa ülkeleri etkilenmiştir (Baldwin ve Gros, 2010: 11; Overbeek, 2012: 37).

Avrupa bankalarının, finansal krizle birlikte bilançolarındaki varlıklarının değeri düşmüş ve değer belirsizlikleri artmıştır. Bu nedenle de borçlanmaları zorlaştırmıştır (Shambaugh, 2012: 163). Diğer yandan Finansal Kriz sonucu ortaya çıkan durgunluğa karşı bazı ülkeler önlem paketleri açıklamışlardır. Bazı ülkeler de finansman problemleri yaşayan bankalara yardım paketleriyle destek vermek zorunda kalmıştır (Nelson, 2012).

### 3.5.1. İstikrar Paketleri

Küresel finansal kriz, Avro Bölgesi ülkeleri borçlarını iki yolla arttırmıştır. Bunlardan birisi, küresel finansal kriz sonucu yaşanan resesyon nedeniyle talebin ve global ticaretin azalması sonucunda ortaya çıkan vergi kaybıdır. Bunun yanında otomatik stabilizatörlerin devreye girmesi, diğer yandan talebi arttırmak ve ekonomiyi canlandırmak için kamu harcamalarında yaşanan artışlardır (European Commission, 2011:9; SESRIC, 2011:4). Vergilerdeki kayıp ve kamu harcama artışları ülkelerin borçlarında artışlara neden olmuştur (Bilkic, Carreras-Painter ve Gries, 2013:1).



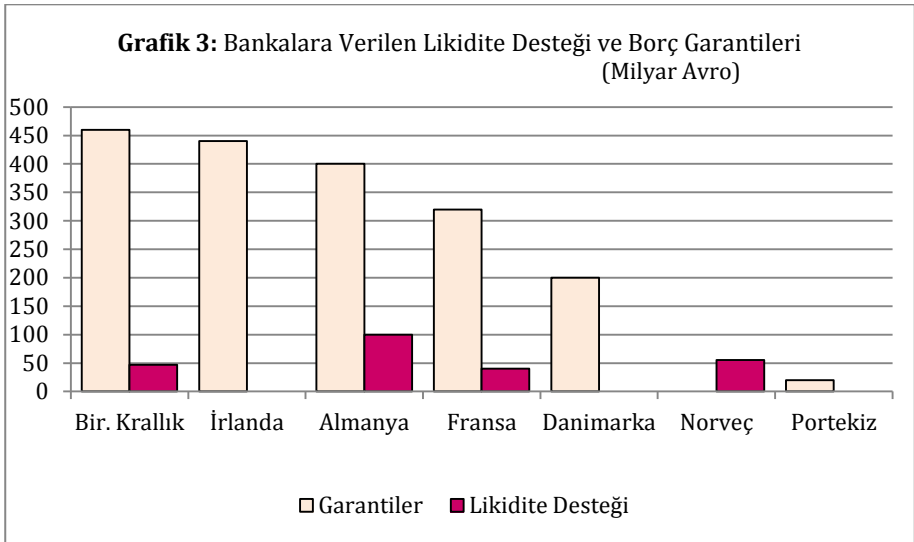
**Kaynak:** OECD (2009:111).

**Not 1:** Yunanistan ve Portekiz'in vergi önlemleri verilerine ulaşamamıştır.

Grafik 2'den görüldüğü üzere, ülkeler (İrlanda ve İtalya hariç) vergilerde önemli ölçüde indirim giderek talebi teşvik etmeye çalışmışlardır. Diğer yandan, İrlanda hariç olmak üzere, ülkelerdeki harcamaların da önemli düzeyde olduğu görülmektedir. Her iki önlem bir arada ele alındığında; bütçe açıklarının ve dolayısıyla ülke borçlarının artış göstermesi beklenen bir durumdur. Nitekim alınan önlemlerin (istikrar paketleri) 2009 yılı için Avrupa Birliği GSYH 'sına oranının %1 civarında olduğu, bunun da bütçe açıkları ve borçları doğrudan etkileyeceği belirtilmektedir (Begg, 2012:109).

### 3.5.2. Banka Yardımları

Küresel finansal krizin Avro Bölgesi ülkelerinin borçlarında artışa neden olan ikinci etkisi ise bankalara verilen yardım paketleri yoluyla olmuştur. Küresel krizden önce birçok Avrupa bankası ellerinde önemli düzeyde toksik varlıklar bulundurmaktaydılar. Bu nedenle, küresel krizin ertesinde finansman problemleri yaşamışlardır. Bu durumun sonucunda ülkeler, bankalara yönelik yardım paketleri açıklamak ve borçlarına garanti vermek zorunda kalmışlardır (European Commission, 2011:9; Tichy, 2012:95). Bankaların yaşadığı problemler özellikle konut balonlarının olduğu İspanya ve İrlanda'da daha yüksek olmuştur. Bu ülkelerde bankalara verilen yardımlar oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır.



**Kaynak:** Pascal Andrisceu (2012:1589); Stancil (2010b:47).

Grafik 3'e bakıldığında, Avrupa'daki birçok ülkenin bankalarına destek vermek zorunda kaldığı görülmektedir. Özellikle banka borçlarına verilen garantiler oldukça yüksek düzeydedir. Örneğin, Birleşik Krallık 460 milyar, İrlanda 440 milyar Avro tutarında banka desteği vermiştir. Bu durum ülke borçlarının bankalara verilen destekler nedeniyle ne derece arttığını, özel bir borcun nasıl kamu borcu haline dönüştüğünü ve krizin bankacılık sektöründen nasıl kamuya sıçradığını (Prinz ve Beck, 2012: 186) göstermesi açısından da önem arz etmektedir.

### **3.6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Başarısızlığı**

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Avrupa borç krizine etkisi aslında finansal krizin ortaya çıkma sürecinde başlamıştır. Krizden önce Avro Bölgesi ülkelerinin yüksek kredi derece notu almaları borçlanmalarını kolaylaştırmıştır. Finansal krizden sonra ise ülkelerin içine düştüğü borç sarmalına karşı yapılan reformlara ve kemer sıkma politikalarına rağmen kredi notları indirilmiştir. Bunun sonucunda tahvil faizleri artmış ve borç krizi derinleşmiştir (El-Erian, 2012:30; Baldwin ve Gros, 2010: 14).

#### **3.6.1. ABD Mortgage Türevlerine Yönelik Başarısızlık**

Kredi derecelendirme kuruluşları, ABD’de mortgage piyasasına dayalı menkul kıymetler ve türevlerine yönelik doğru bir risk değerlendirmesi yapamamıştır (Ashcraft ve diğerleri, 2011:115). Aslına bakılırsa mortgage piyasasına dayalı menkul kıymet türevlerini değerlendirmek oldukça zordu. Çünkü CDO vb. türev ürünlerin yapısı oldukça karmaşıktı ve riski yeterince açık değildi. Bu durum ise piyasayı kredi derecelendirme kuruluşlarının göstergelerine bağımlı hale getirmiştir (Baily, Litan ve Johnson, 2008: 34). Kredi derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymetlere olması gerekenden yüksek notlar vermesi (Schwartz, 2009: 21; Lander ve diğerleri, 2009: 8) piyasaları yanıltmıştır. Bu durum ise birçok Avrupa bankasının bilançolarında yüksek miktarda toksik varlıklardan bulundurmalarına yol açmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının başarısızlığı sonucunda toksik varlıklar tüm Avrupa’ya yayılmıştır. Diğer yandan da bu başarısızlık, küresel finansal krizin patlak vermesine yol açmıştır. Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşları, ABD kaynaklı menkul kıymetleri derecelendirirken borç krizinin altyapısını hazırlamıştır.

#### **3.6.2. Avrupa Ülke Riskine Yönelik Başarısızlık**

Diğer yandan, kredi derecelendirme kuruluşları Avrupa’da borç krizi başlamadan önce birçok Avro Bölgesi ülkesinin kredi notunu arttırmıştır. Bu durum ise ülkelerin daha güvenli olarak görülmesini sağlamış ve borçlanmalarını kolaylaştırmıştır. Birçok ülkede yüksek borç oranları olmasına rağmen bunların sürdürülebilir olduğu düşünülmüştür. Bunun sonucunda kredi notlarında bir indirimin yerine birçok ülke kredi notlarında artış görülmüştür. Dolayısıyla, kredi derecelendirme kuruluşları yine riski yansıtmakta başarısız olmuşlardır (Nielsen, 2011: 165). Bankalara verilen kredi derece notları ise yüksek borç/özsermaye oranına rağmen üst seviyelerde



tutulmuştur (Caruana ve Andjiev, 2012: 74). Bu durum Avrupa'nın topyekûn olarak borçlanmasını kolaylaştırmış ve Avrupa borç krizinin yaşanmasına zemin hazırlamıştır (Szczygielski, 2011: 5).

Avrupa borç krizine, verdikleri yüksek notlarla zemin hazırlayan kredi derecelendirme kuruluşları borç krizinin başlamasıyla not indirimine gitmiştir. Bu durumun sonucunda özellikle PIIGS ülkelerinin tahvil faizleri, dolayısıyla da borçlanma maliyetleri hızla artmıştır (Baldwin ve Gros, 2010: 14; Gartner, Griesbach ve Jung, 2011: 289). Bu durum ise Avrupa borç krizini körüklemiş ve derinleşmesine yol açmıştır. Bu durum Tablo 2'de açık olarak görülebilir.

**Tablo 2:** PIIGS Ülkelerinin Kredi Dereceleri (Yerel Para Cinsinden)

	2007		2009		2010		2011		2013	
	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2
<b>Yunanistan</b>	A1	A	A2	BBB+	Ba1	BB+	Caa1	CC	Caa3	B-
<b>İrlanda</b>	Aaa	AAA	Aa1	AA	Baa1	A	Ba1	BBB+	Ba1	BBB+
<b>Portekiz</b>	Aa2	AA-	Aa2	A+	A1	A-	Ba2	BBB-	Ba3	BB
<b>İspanya</b>	Aaa	AAA	Aaa	AA+	Aa1	AA	A1	AA-	Baa3	BBB-
<b>İtalya</b>	Aa2	A+	Aa2	A+	Aa2	A+	A2	A+	Baa2	A

**Kaynak:** Moody's, <https://www.moody.com/page/lookuparating.aspx>; Standard&Poor's, <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovresearch/en/eu>. (18.05.2014).

**Not 2:** Moody's 2. Standard&Poor's kuruluşlarını ifade etmektedir. Veriler yılsonu geçerli olan kredi derecelerini göstermektedir.

Tablo 2'den de anlaşılacağı gibi özellikle 2009 yılı ile birlikte PIIGS ülkelerinin kredi notlarında düşüşler görülmeye başlanmıştır. Yunanistan hükümet yetkililerinin 2009 yılında bütçe açıklarına yönelik yaptığı açıklama ile kredi notu spekülasyon (yatırım yapılamaz) seviyeye indirilmiştir. Aynı seviyeyi 2010 yılında İrlanda görmüş, 2011 ve 2012 yıllarında ise PIIGS ülkelerin tümünün kredi notları düşürülerek yatırım yapılamaz seviyeye getirilmiştir. Bu görüntü ülkelerin daha pahalı borçlanabileceği anlamına gelmektedir. Nitekim 2009 yılından sonra PIIGS ülkelerinin tahvil faizleri ve CDS primleri artış göstermiştir. Bu durum ise ülkelerin borç kısır döngülerinin daha da derinleşmesine yol açmıştır.

### 3.7. Banka ve Borç Krizlerinin Etkileşimi

Avrupa borç krizinin nedenlerinden bir diğeri ise banka ve borç krizlerinin etkileşim halinde olmasıdır (Welfens, 2011: 17; Schmidt ve Weigert, 2013:565; Dombert, 2013:4). Bu durum, banka ve ülkelerin CDS primleri arasındaki doğru yönlü ilişkide de açık bir şekilde görülmektedir (Bundell-

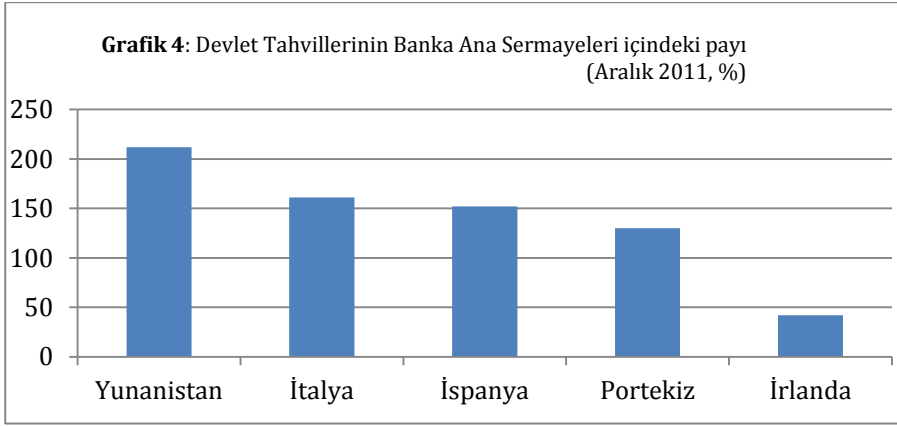
Wignall, 2011:10). Bilançoları zayıf olan bankaların özellikle finansal krizden sonra yaşadığı problemler ile ülkelerin yüksek borç yükü birbirini karşılıklı olarak etkilemiş ve arttırmıştır (Shambaugh, 2012:157). Bu durum ise bankacılık sektöründe yaşanan problemlerin ülkelere, ülke riskinde olan artışların ise bankalara yansımaya neden olmuştur.

Bankacılık ve borç krizleri etkileşiminin ilk ayağı finansal krizle başlamıştır. Finansal kriz sonucunda bankalar arası piyasanın fonksiyonlarının azalması, likidite sıkışıklığı, yatırımcıların risk iştahındaki azalma, borç verme standartlarında sıkılaşıma ve borçlanma maliyetlerinin artması gibi problemler (Mishkin, 2011: 52; Lane, 2012: 54-55; Gros ve Alcidi, 2010:8) bankaların finansman problemi yaşamasına ve batma noktasına gelmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda devletler de bankalara yönelik yardım paketleri vermiş veya devletleştirme yoluna gitmişlerdir (Welfens, 2011: 17). Bu noktada özel borç kamu borcu olmuş (Baldwin ve Gros, 2010: 11) ve ülkelerin borç oranlarında hızlı artışlar meydana gelmiştir. Bu ilişkinin en açık örneğini İspanya ve İrlanda'da görmek mümkündür. Bu ülkelerde küresel krizden ve konut balonlarının patlamasından önce bütçe fazlası verilmekte ve borç oranları makul seviyede idi. Ancak, finansal krizin ve konut balonlarının patlak vermesi ile birlikte bankaların mali durumları bozulmuştur. Bunun sonucunda, ülkeler bankalara verdikleri destekler nedeniyle bütçe açığı vermeye başlamış ve bu nedenle de kamu borçları hızla artmıştır (Baldwin ve Gros, 2010:9; Chinn ve Frieden, 2012:8). Bu noktada finansal kriz bankacılık sisteminden kamuya sıçramıştır. Çünkü bazı ülkeler bu süreç sonunda borçlarını sürdüremez hale gelmişlerdir. Bunun üzerine yatırımcılar ve bankalar da bu ülkelere borç vermede isteksiz hale gelmişlerdir.

Bankacılık ve borç krizleri etkileşiminin ikinci ayağını ülkelerin borçlarındaki artışın, bankacılık sektörüne verdiği zararlar oluşturmaktadır. Nitekim bankacılık ve devletlerin risk primleri birbiri ile aynı yönde hareket etmektedir (Bundell-Wignall, 2011: 10). Bu açıdan bankacılık sektörü eğer elinde yüksek miktarda devlet tahvili bulundurmaktaysa, devletlerde yaşanacak bir borç krizi birçok şekilde bankalara zarar verebilmektedir. Örneğin, ellerinde devlet tahvili bulunduran bankalar, tahvilin ait olduğu ülke riskinde bir artış söz konusu olduğunda tahvillerin piyasa değerinde bir düşüş yaşayabilecektir. Diğer yandan, bankalar devlet tahvillerini merkez bankaları veya tahvil piyasasından fon sağlamada teminat olarak kullan-

maktadır. Ancak ülke riskindeki artış bu tahvillerin teminat olma özelliklerini yitirmesine yol açmaktadır.

Son olarak ülkelerin mali pozisyonlarının zayıflığı, ülkelere ve bankalara olan güveni azaltmaktadır. Bu durumun en açık örneğini Yunanistan, İtalya, Portekiz ve İspanya gibi ülkelerin kredibilitesinde meydana gelen azalmanın bankaların kredi notlarının azaltılmasında görmek mümkündür (Caruana ve Andjiev, 2012: 74). Bunun nedeni, bankaların birçok Avrupa devletinin tahvilleri yanında kendi ülkelerinin devlet tahvillerini bilançolarında bulundurmalarıdır (Shambaugh, 2012:188). Bu durum Grafik 4'te açıkça görülebilir.



**Kaynak:** Blundell-Wignall (2012: 11).

Grafik 4'te görüldüğü üzere PIIGS ülkelerinin bankaları, ana sermayelerine oranla yüksek miktarda kendi devletlerinin tahvillerini ellerinde bulundurmaktadır. Bu durum yukarıda bahsedilen etkileşimin olmasını da kaçınılmaz kılmaktadır. Nitekim bankalar ülkelere verdikleri borçlar nedeniyle daha kırılabilir hale gelmişlerdir. Ayrıca, risk primlerinde de ülkelerinkine paralel olarak artışlar görülmüştür (Blundell-Wignall, 2011: 10).

### 3.8. Makroekonomik Dengesizliklerin Göz Ardı Edilmesi

Avro Bölgesi'nin kurulması ile birlikte varılması hedeflenen ülkeler arası yakınsama ve uyum hedefini sağlamada tam olarak başarı sağlanamamıştır. Faizlerin düşük tutulmasının sonucunda, sermayenin üretken sektörlerde kullanılması ve rekabetçiliğin uluslararası olarak artması beklenmiştir. Ancak bu beklenti gerçekleşmemiştir (Halep, 2012: 192). Nitekim ucuz ve kolay alınan

borçlar, verimli sektörler yerine yurtiçi tüketimi ve konut sektörünü desteklemek için kullanılmıştır (Higgins ve Klitgaard, 2011: 1). Bunun nedeni İstikrar ve Büyüme Paketi ve Ekonomi Politikasını Yönlendirici İlkeler (BEPG) gibi anlaşmalarla belirlenen kural ve tavsiyelere ülkelerin uymaması yanında uyum için yeterli baskının ve zorlayıcı düzenlemelerin olmamasıdır (Begg, 2012: 108; Ioana-Iulica ve Iuliana, 2012: 294). Bunun sonucu olarak ülkeler arası makroekonomik dengesizlikler artmıştır. Bu dengesizlikler ise finansal krize kadar göz ardı edilmiştir. Finansal kriz sonrasında makroekonomik dengesizlikler görünür hale gelmiştir (De Corte ve Lageson, 2012: 83).

### **3.8.1. Büyümenin Kaynakları, Ücret ve Rekabet Dengesizlikleri**

Yakınsamayı sağlama amacıyla düşürülen faizler, ülkelerdeki iç talebi artırmıştır. Artan iç talep ise Yunanistan, İrlanda ve İspanya gibi PIIGS ülkelerinde yurtiçi harcamalarda artışa neden olmuştur (Dadush ve Stancil, 2010: 11). Nitekim 1997-2007 yılları arasında hane halkının tüketim harcaması reel olarak İrlanda'da %55, İspanya ve Yunanistan'da ise yaklaşık olarak %35 artmıştır (Higgins ve Klitgaard, 2011: 3).

Bunun yanında, PIIGS'te sanayi sektöründen hizmetler ve konut sektörüne doğru bir kayma meydana gelmiştir. 1997-2007 yılları arasında GSYH'nın %4'ü sanayi sektöründen finansal hizmetler, konut ve ticaret sektörüne kaymıştır. Kuzey Avrupa Ülkelerinde (Avusturya, Belçika, Fransa Almanya ve Hollanda) oran %2'de kalmıştır (Dadush ve Stancil, 2010: 11-12). Diğer yandan örneğin Yunanistan'da sanayinin GSYH içindeki payı aynı periyotta %2,5 azalmıştır (Stancil, 2010a: 25).

Yaşanan sektörel kaymanın yanında artan talep, fiyat ve ücretleri artırmıştır. 1997-2007 yılları arasında hizmet fiyatları PIIGS'te %1,5, Kuzey Ülkelerde %0,5 düzeyinde artmıştır. Aynı periyotta PIIGS'te ücretler yıllık ortalama %5,9, Kuzey Ülkelerde ise %3,2 düzeyinde artmıştır. Bu ücret artışları PIIGS'te verimlilik artışları ile alakasız bir görüntü oluşturmuştur. PIIGS'te birim işçi başına verimlilik artışı yıllık olarak %1,3 iken, Kuzey Ülkelerde oran %1,2'dir. Sonuçta, 1997-2007 yılları arasında birim emek maliyeti PIIGS'te %32 artarken Kuzey Ülkelerinde %12 artmıştır. Tüm bu gelişmeler PIIGS'te rekabet gücünün düşmesine yol açmıştır (Dadush ve Stancil, 2010: 11-12).

**Tablo 3:** Seçilmiş Avro Alanı Ülkelerinin Küresel Rekabet Endeksleri

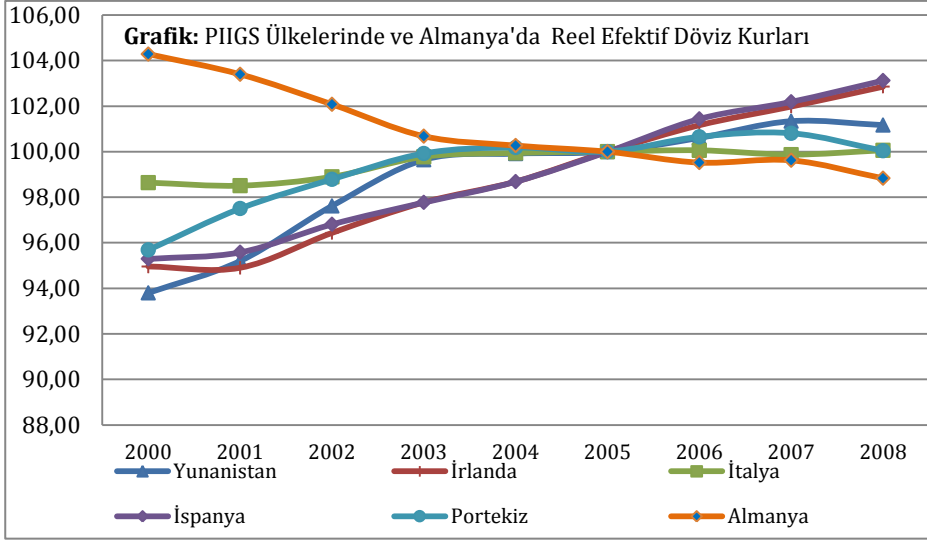
Yıllar Ülkeler	2008-2009 (Sıra/Puan)	2009-2010 (Sıra/Puan)	2010-2011 (Sıra/Puan)	2011-2012 (Sıra/Puan)	2013-2014 (Sıra/Puan)
Almanya	7/5,46	7/5,37	5/5,39	6/5,41	4/5,51
Fransa	16/5,22	16/5,13	15/5,13	18/5,14	23/5,05
İrlanda	22/4,99	25/4,84	29/4,74	29/4,77	28/4,92
İspanya	29/4,72	33/4,59	42/4,49	36/4,54	35/4,57
İtalya	49/4,35	48/4,31	48/4,37	43/4,43	49/4,41
Portekiz	43/4,47	43/4,40	46/4,38	45/4,40	51/4,40
Yunanistan	67/4,11	71/4,04	83/3,99	90/3,92	91/3,93

**Kaynak:** WEF (2008: 10; 2009: 13; 2010: 15; 2011: 15; 2013: 15).

Tablo 3'e bakıldığında Avro Bölgesi ülkeleri arasında rekabetçiliğin oldukça farklılaştığı görülmektedir. Özellikle Yunanistan, Portekiz ve İtalya rekabette dünyanın oldukça gerisinde kalmışlardır. Almanya ve Fransa gibi ülkeler ise rekabetçiliklerini korumuşlardır. Tablo 3, bize Avro Bölgesinin temel hedeflerinden biri olan rekabetçilikteki artış amacı ile (Halep, 2012:192) nasıl tezat bir görüntünün ortaya çıktığını göstermektedir. Nitekim merkez ülkeler bu amaca hizmet ederken PIIGS ülkeleri amacın dışında kalmış ve rekabet güçlerini kaybetmişlerdir.

### 3.8.2. İhracat Performansları ve Cari Açıkta Dengesizlikler

Rekabet gücündeki kayıp, uluslararası talebe uydurulmayan arz yapısı ile birleşerek cari açıkların oluşmasına yol açmıştır (Tichy, 2012: 98). Bunun yanında Avro'nun kullanıma girmesiyle birlikte reel efektif döviz kuru Almanya ve Kuzey Ülkeler lehine işlerken, PIIGS ülkeleri aleyhine gelişmiştir. Bu bağlamda, PIIGS ülkelerinin ihracat performansı artan reel efektif döviz kurundan olumsuz etkilenmiştir (Su, 2013: 183; Bird ve Mandıllaras, 2013: 4; Volz, 2012: 10).



**Kaynak:** European Commission, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/competitiveness/data\\_section\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/data_section_en.htm) (07.05.5014).

Grafik 5'e bakıldığında, Avro'nun kullanılmaya başlanmasıyla birlikte Almanya'nın reel efektif döviz kuru düşerken PIIGS ülkelerinin kurlarının arttığı görülmektedir. Bu durum ülkelerin ihracat performanslarını da farklı yönde etkilemiştir. Almanya bu durumdan olumlu etkilenirken PIIGS ülkeleri olumsuz etkilenmiştir. Aslında Grafik 5, PIIGS ülkelerinin neden ihracatlarının ve rekabetçiliğinin yavaşladığını ve iç talebe yöneldiklerini başka bir bakış açısından görmemize yardım etmektedir.

Yukarıda bahsedilen makroekonomik dengesizlikler sonucunda ülkelerin cari işlemler dengesinde de farklılıklar söz konusu olmuştur. Reformları elden bırakmayan, ücret artışları daha ılımlı olan ve rekabet gücünü koruyan Almanya, Hollanda gibi Kuzey Avrupa Ülkeleri cari fazla vermişlerdir. Buna karşılık birim emek maliyeti hızla yükselen, ekonomik büyümesi daha çok iç talep, konut ve finans sektörüne dayanan çevre ülkeler cari açık vermişlerdir (Bundell-Wignall, 2011: 15; Beker 2014:5; Baldwin ve Gros, 2010:4).

Tablo 4'de merkez ve çevre ülkeler arasında cari açık konusunda da farklılıkların olduğu açık olarak görülmektedir. Nitekim merkez ülkeler olan Almanya ve Fransa cari fazla veya düşük oranda cari açık verirken, PIIGS ülkelerinde (çevre ülke) cari açıklar söz konusudur. Bu durum, büyümenin tek başına yeterli olmadığını, büyüme kaynaklarının da sorgulanması gerektiğini göstermektedir. Nitekim konut sektörüne dayalı büyüyen İspanya ve İrlanda ile iç talebe

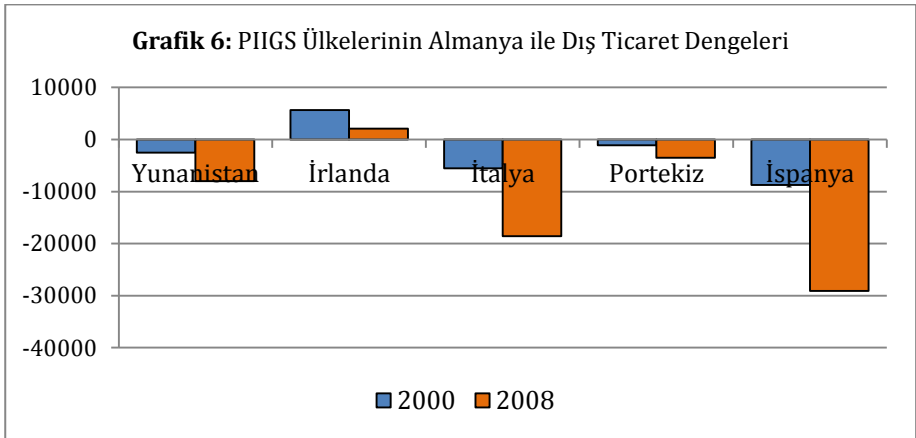
dayalı büyüyen Yunanistan gibi ülkelerin olumlu finansal ortama güvenip ihracata dayalı büyümeyi ve reformları elden bırakmasının neden olduğu sorunlar Tablo 4’de net bir şekilde görülmektedir. Bu anlamda, 2000-2008 yılları arasında GSYH’deki artış yıllık ortalama olarak Almanya’da %1,4 iken, PIIGS ülkelerinde %3 olarak gerçekleşmiştir (Dadush ve Eidelman, 2010:20). Ancak hızlı büyümeye rağmen borç krizine giren yine PIGS ülkeleri olmuştur.

**Tablo 4:** Seçilmiş Avro Alanı Ülkelerinde Cari Denge / GSYH Oranı

Yıllar Ülkeler	2001	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Almanya	-1	1,3	3,9	5,3	6,3	6,6	6,5	6,1	6,1	6,5
Fransa	1,8	1,1	0,2	-0,2	-0,7	-1,1	-1,4	-1,5	-1,5	-1,8
Yunanistan	-6,4	-6,8	-6,7	-8,3	-11,2	-13,6	-13,6	-12,1	-10,4	-7,5
İtalya	0,4	-0,3	-0,7	-0,9	-1,2	-1,9	-2	-2,8	-2,9	-2,3
Portekiz	-9,8	-8,3	-8,4	-9,8	-10,4	-11,1	-11,2	-11,4	-9,5	-6,5
İrlanda	-0,3	-0,5	-1,4	-2,5	-4,1	-4,8	-4,4	-2,3	0	2,3
İspanya	-3,6	-3,6	-5,4	-7,2	-8,8	-9,5	-8,1	-6,3	-4,4	-3,1

**Kaynak:** Eurostat, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/macroeconomic\\_imbalance\\_procedure/indicators](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/macroeconomic_imbalance_procedure/indicators) (07.05.5014).

Diğer yandan merkez ülkeler, örneğin Almanya 2009’daki cari fazlasının yarısını diğer Avrupa ülkelerinden sağlamıştır (Rosenthal, 2012: 56). Bu bağlamda PIIGS’te ise cari açıkların önemli kısmı Almanya’dan olan ithalattan kaynaklanmıştır. Bu açıdan Almanya düşük işgücü maliyeti ve PIIGS’in artan talebi nedeniyle dış ticaret fazlası elde etmiştir (Dadush ve Eidelman, 2010: 20).



**Kaynak:** OECD, [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=BTD\\_ED\\_2010\\_\(10.04.2014\)](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=BTD_ED_2010_(10.04.2014)).

Grafik 6'ya bakıldığında İrlanda hariç olmak üzere PIIGS ülkelerinin tamamının Almanya ile dış ticaretinden açık verdiği görülmektedir. 2000 yılından 2008'e İrlanda'da ikili anlamda ticaret fazlası azalırken, diğer ülkelerde ticaret açıkları artmıştır. Bu durumun nedeni ise Almanya'nın artan rekabet gücü ve bunu sağlamaya yardım eden reformlar, düşük işgücü maliyeti ve döviz kuruunun sağladığı avantajlardır. Bu anlamda Avro'nun kullanılmaya başlanması Almanya gibi merkez ülkeler ile PIIGS ülkelerinin büyüme kaynaklarını, rekabet gücünü ve buna bağlı olarak ihracat performanslarını farklılaştırmıştır. Ayrıca, Avro'nun ortak para olarak kullanımı üye ülkeler arası makroekonomik dengesizliklere neden olmuştur. Sonuçta, borç krizinin ortaya çıkmasından Almanya'yı sorumlu tutan tartışmalar yoğun olarak literatürde yer almaya başlamıştır (Dadush ve Eidelman, 2010).

#### **4. AVRUPA BORÇ KRİZİNDEN TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER**

Savurganlığın, kamu ve özel kesim harcama ve borçlarının, mali kuralların göz ardı edilmesinin ve yetersiz denetlenen finansal sektörün krizi olan Avrupa borç krizinden tüm ülkeler için az ya da çok çıkarılacak dersler söz konusudur.

Yukarıda kapsamlı bir şekilde ifade edildiği gibi Avrupa borç krizi, devletlerin aşırı harcamasından kaynaklanan bütçe açıklarının yol açtığı sürdürülemez borç yükünün bir sonucudur. Diğer yandan Avrupa borç krizinde sadece kamu borçlarının değil, özel kesim harcama ve kredilerindeki artışın da etkisi vardır. Bu noktadan hareketle bu bölümde, Türkiye için Avrupa borç krizinden çıkarılabilecek dersler ve kriz riskine karşı uygulanabilecek politika önerileri tartışılacaktır.

##### **4.1. Ekonomik Önlemler**

Avrupa borç krizinin temel bileşenlerinden birisi artan bütçe açıkları ve buna paralel olarak oluşan aşırı borç yüküdür. Nitekim Avrupa ülkeleri kurumsallaştırılan mali kurallara uymayarak, reformları yerine getirmeyerek ve rekabet gücünü artırmayarak bir borç sarmalı içine girmişlerdir. Acaba Türkiye'nin bu dönemdeki bütçe açıkları ve borç yükü ne yönde gelişmiştir ya da sorunlu Avrupa Ülkeleri benzeri bir sarmal içine girilmiştir midir? Bu soruya cevap bulabilmek için Tablo 5 oluşturulmuştur.



#### 4.1.1. Güçlü Mali Yapı

Türkiye 2001 krizinin etkilerini gidermeye yönelik aldığı istikrar politikası kararlarıyla başarılı sonuçlar elde etmiştir. Zaman zaman bazı ekonomik göstergelerini Maastricht kriterlerine uyumlu hale getirmeyi başarmıştır. Bu bağlamda, küresel kriz nedeniyle genişletici politikaların uygulandığı 2009 yılında gerçekleşen yüzde 7,0'lık bütçe açığı istisna tutulduğunda, özellikle son yıllarda Maastricht kriterlerini sağlamakta başarılı bir görüntü çizildiği söylenebilir.

Diğer yandan, AB 27'ye bakıldığında son dönemlerde bütçe açığı konusunda Maastricht kriterlerini ihlal ettiği görülmektedir. Çevre ülke örnekleri olarak nitelenen Portekiz ve Yunanistan ise tüm dönemlerde kriterleri ihlal etmiştir. Bu bağlamda, kriz dönemi dışında da bu iki ülkenin bütçe açığı kriterini ihlal ettiği görülmektedir. Türkiye'nin, bütçe açığı konusunda özellikle son dönemde AB 27 ortalamasından, Yunanistan ve Portekiz'den daha iyi bir performans sergilediği görülmektedir.

**Tablo 5:** AB Tanımlı Bütçe Açığı ve Borç Stokunun GSYH'ya Oranı (Türkiye, AB ve Bazı Ülke Grupları)

	2002	2003	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Türkiye M.Y. Bütçe Açığı /GSYH</b>	-10,2	-9,0	-4,4	0,8	-1,5	-2,8	-7,0	-2,6	-1,4	-2,1	-1,2
<b>Türkiye Borç Stoku/GSYH</b>	74,0	67,7	59,6	46,5	39,9	40,0	46,0	42,3	39,1	36,2	36,3
<b>AB 27 Bütçe Açığı/GSYH</b>	-2,6	-3,2	-2,9	-1,5	-0,9	-2,4	-6,9	-6,5	-4,4	-3,9	-3,3
<b>Yunanistan Bütçe Açığı /GSYH</b>	-4,8	-5,6	-7,5	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1	-8,9	-12,7
<b>Portekiz Bütçe Açığı/GSYH</b>	-3,4	-3,7	-4,0	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	-4,9
<b>AB 27 Borç Stoku/GSYH</b>	60,3	61,9	62,2	61,5	58,9	62,2	74,5	80,2	82,7	85,5	87,4
<b>AB 17 Avro Alanı Borç Stoku/GSYH</b>	68,0	69,2	69,6	68,6	66,4	70,2	80,1	85,6	87,5	90,8	92,7
<b>PIIGS Ülkeleri Borç Stoku/GSYH</b>	69,66	68,4	67,98	68,02	68,06	75,02	89,68	102,9	114,76	122,34	130,86

**Kaynak:** Eurostat, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics); Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=-H7deC+LxB18=&mid=116&cid=12&nm=632>. (15,06,2014).

Tablo 5'ten borç stoku/GSYH verilerine bakıldığında; hem AB 27 ve AB 17'nin, hem de PIIGS ülkelerinin Maastricht kriterlerini genel olarak ihlal ettikleri görülmektedir. Öyle ki birçok yılda söz konusu oran Maastricht kriterlerinin iki katını aşmış durumdadır.

Türkiye, küresel krize gelişmiş ülkelere nazaran daha güçlü bir mali yapı ile girmiştir. Bu trende uygun olarak, krize karşı politika alanını genişletmiştir. Şöyle ki Türkiye, borç stoku/GSYH oranı konusunda 2004 sonrasında Maastricht kriteri ile uyumlu bir görüntü çizmiş, 2013 yılında söz konusu oran yüzde 36,3 seviyelerine kadar inmiştir. Bu seviyeleri, küresel krizin etkilerini gidermek için aldığı genişletici politikaların karşı etkisine rağmen gerçekleştirmiştir. Başka bir deyişle, özellikle PIIGS ülkelerinde küresel ekonomik krize karşı alınan politikaların borç göstergelerini bozucu etkisi Türkiye için söz konusu olmamıştır.

Düşük düzeydeki bütçe açığı ve borç göstergelerinin ülkemize sağladığı geniş politika seçeneklerinin önemi tam da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Birçok kaynakta Türkiye'nin güçlü mali yapısının krizlere karşı kırılma eğilimini azalttığı vurgulanmıştır (Moody's, 2014: 45).

Bu anlamda güçlü mali yapı, başta kredi notu ve borçlanma faizleri gibi birçok göstergelyi olumlu etkilemektedir. Güçlü mali yapının sürdürülmesi, globalleşen dünyada her an çıkabilecek bir krize karşı Türkiye'nin daha dirençli olmasını sağlayabilecektir. Bu bilgiler ışığında, Avrupa borç krizinden çıkartılabilecek **birinci ders; krize girme riskini asgariye indirebilme potansiyeli taşıyan güçlü mali yapının korunması gerektiğidir.**

#### 4.1.2. Küresel Rekabet Gücü

Bugün, küreselleşen dünyada, global pazardan pay alma yarışında küresel rekabet gücü önemli bir belirleyici güç haline gelmiştir. Küreselleşme ve serbestleşme sürecinin sonucunda artan uluslararası ticaret, rekabetçiliği global piyasada var olabilmenin önemli bir köşe taşına dönüştürmüştür. Nitekim uluslararası düzeyde kalite ve fiyat açısından rekabet edebilir ürünleri pazarlayabilen ülkeler, ancak rekabetçi yapısını koruyabilen ülkelerdir. Bu açıdan, rekabet gücünü arttırmak, verimliliği ve üretilen mal ve hizmetlerin katma değerini sürekli olarak yükseltmek, refah düzeyini arttırabilmek ve vatandaşların yaşam standartlarını iyileştirebilmektir (Kesbiç, Baldemir ve Doğan, t.y. : 1).

Avrupa borç krizinin temelindeki başka bir etmen rekabet gücündeki gerilemedir. Tablo 6'da Türkiye'nin Küresel rekabet endeksi ele alınmıştır. Tablo 6'ya bakıldığında Türkiye'nin dünyadaki rekabet edebilirlik konumunun gide-

rek güçlendiği gözlenmektedir. Tablo 3 ile birlikte ele alındığında Türkiye'nin Yunanistan'dan daha rekabetçi olduğu, sıralama olarak İtalya ve Portekiz'in hemen ardından geldiği görülmektedir. Türkiye, Avro Bölgesi çevre ülkelerinin son yıllardaki rekabetçilik kayıplarına karşılık rekabetçiliğini arttırmaktadır. Nitekim tablolara göre, rekabetçilikte Türkiye 2008-2009 sürecinde dünyada 63'üncü sıradayken 2013-2014 sürecinde 56'ncı sıraya yükselmiştir. Buna karşılık, Avro Bölgesi çevre ülkeleri rekabetçiliklerini son yıllarda kaybetmişlerdir. Nitekim 2013-2014 sürecinde Yunanistan 91'nci sıraya gerilerken, Portekiz 51'nci İtalya 49'ncü, İspanya 35'nci ve İrlanda 28'nci sıraya gerilemiştir. Rekabet endeksinin bileşenleri konusunda Türkiye hala AB'nin gerisinde olsa da gelişim göstermektedir. Diğer yandan REF-SEDEFED (2014:39) AB'nin ilk 12 üyesi dışında sonradan katılan 16 üye ile Türkiye'yi karşılaştırmıştır. Buna göre Türkiye endeksin "pazar büyüklüğü", "finansal piyasaların gelişmişliği" ve "ürün piyasalarının etkinliği" alt endekslerinde bu 16 üye ülke ortalamasını geride bırakmıştır.

Bu bağlamda Avrupa borç krizinden alınabilecek **ikinci ders; rekabet gücünü artıracak politikalara önem verilmesi gerekliliğidir**. Nitekim kaybedilen rekabet gücü dış ticaret açığı ve dolayısıyla dış borç artışına neden olabilmektedir.

**Tablo 6:** Türkiye'nin Küresel Rekabet Endeksleri

Yıllar Ülkeler	2008-2009 (Sıra/Puan)	2009-2010 (Sıra/Puan)	2010-2011 (Sıra/Puan)	2011-2012 (Sıra/Puan)	2013-2014 (Sıra/Puan)
Türkiye	63/4,15	61/4,16	68/4,49	58/3,62	56/4,75

**Kaynak:** WEF (2008: 12; 2009: 14; 2010: 19; 2011: 15; 2013: 19).

#### 4.1.3. Cari Açık ve Kırılganlık

Avrupa borç krizini yaşayan çevre ülkelere benzer şekilde, özellikle son dönemlerde, Türkiye'de de büyüme daha çok iç talebe bağlı olmuştur (Kalkan, 2011). Nitekim Tablo 7'ye bakıldığında iç talebin 2005 yılında 678 milyar TL'den 2013 yılında iki kattan fazla artarak 1660 milyar TL'ye ulaştığı görülmektedir. Bu artışta özellikle özel tüketimin payı büyüktür. Şöyle ki, özel tüketim, GSYH'nın yüzde 70'ine tekabül etmektedir. Bu oran Yunanistan dışındaki **AB ülkelerinin özel tüketim/GSYH oranından daha fazladır** (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2013: 23).

Özel tüketimdeki artışla beraber tasarruflar da hem düşük düzeydedir, hem de azalma eğilimindedir. Tablo 7'ye bakıldığında, tasarrufların GSYH'ya oranı 2005'te yüzde 15,55 iken, 2012'de yüzde 14,01'e düştüğü görülmekte-

dir. Bu bağlamda alınabilecek üçüncü ders; **Türkiye'de iç talebe yönelik büyümeden ihracat odaklı ve teknolojiye dayalı bir büyümeye geçilmesi gereğidir.**

**Tablo 7:** Türkiye'nin Bazı Temel Göstergeleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kredi Notu (Moody's)*	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba2	Ba2	Ba1	Baa3
Cari Denge/GSYH	-4,5	-6,1	-5,0	-5,4	-2,0	-6,2	-9,7	-7,6	-7,9
Reel Efektif Döviz Kuru	100,0	97,1	103,0	103,4	97,7	107,7	87,7	95,8	97,6
Özel Tüketim / GSYH	71,79	70,52	71,31	69,85	71,47	71,9	71,19	70,23	-
Toplam Yurtiçi Talep (Milyar TL)	678	797	889	974	981	1.153	1.387	1.491	1.660
Toplam Tasarruflar / GSYH	15,55	16,06	15,23	16,25	12,96	13,31	13,86	14,01	-
CDS Primleri**	-	184,75	166,50	411,10	185,00	140,84	286,65	127,03	244,72
AB(28)'e Olan İhracat (Milyar \$)	41,5	48,1	60,75	63,7	47,8	52,9	62,5	59,3	63,0

**Kaynak:** Moody's, <https://www.moody.com/page/lookuparating.aspx>; Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?>; T.C. Kalkınma Bakanlığı, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/index.aspx#>; BDDK (2011b:9); Bloomberg, <http://www.bloomberght.com/piyasa/TURKEY%20CDS%20USD%20SR%205Y%20CORP>; TÜİK, [http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1046](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046) (18.05.2014).

\*Yılsonu verileridir. \*\* 2011,2012 ve 2013 yılları yılsonu verileri olup Bloomberg'den alınmıştır.

Avro Bölgesi çevre ülkelerinin temel hatalarından biri de iç talebe yönelik büyümenin yanında cari açıkların borçlanma ile kapatılmasıdır. Bu anlamda Türkiye'de de durum pek farklı değildir. 2000'li yılların başından itibaren dünyada yaşanan likidite bolluğu, Avrupa ve ABD'de faizlerin düşmesi sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine yol açmıştır. Dünya fon piyasalarında ortaya çıkan bu olumlu iklim, Türkiye'nin de iç talep artışından kaynaklanan cari açığının büyük ölçüde borçlanma ile finansmanını teşvik etmiştir.

Kolay finanse edilmesi nedeniyle cari açık bir sorun olarak görülmemiştir. Bu gelişmede kredi derecelendirme notundaki artışın da payı büyüktür. Tablo 7'de görüleceği gibi Türkiye'nin kredi notu 2005 yılından itibaren sürekli bir artış içinde olmuştur. Bu durum ise borçlanmayı kolay hale getirmiştir. Uluslararası piyasadaki likidite bolluğu ve kredi derecelerindeki artış sonucunda Türkiye'nin kredi temmetti swaplarının da (CDS) özellikle global krizin başlangıç noktası olan 2007 yılına doğru önemli düzeyde düşüşü gözlemiştir. Finansal krizle birlikte artış gösteren risk primleri (CDS), Avrupa borç krizi dolayısıyla da artış ve dalgalanma göstermiştir. Finansal krizden önce ise düşüş eğilimindeydi.

Finansal kriz ve Avrupa borç krizinden önceki olumlu finansal koşulların de desteklediği iç talebe yönelik büyüme politikası ve reel efektif döviz kurlarındaki artışlar sonucunda cari açık artmıştır. Finansal piyasalardaki

olumlu havanın krizlerle son bulması; cari açıkları önemli bir problem ve bir kırılma göstergesi haline gelmiştir. Çünkü, Avrupa borç krizinden önce uzun vadeli borçlanma ağırlıktayken, kriz sonrasında daha kısa vadeli borçlarla cari açıklar kapatılmıştır. Bu noktada Avrupa borç krizinden alınacak **dördüncü bir ders: cari açığın önlenmesi ve global finansal koşullardaki bozulma ihtimaline karşı bir B planı geliştirmek gerektiğidir.**

#### 4.1.4. İhracatta Ülke Çeşitliliği

Avrupa borç krizinden alınması gereken **beşinci ders: ihracat partnerlerinde çeşitlendirmeye gitme gereğidir.** Nitekim 2009 ve 2010 yıllarında yaşanan Avrupa borç krizi nedeniyle Türkiye'nin AB ülkelerine olan ihracat hacminde ciddi azalma yaşanmıştır (2000-2007 döneminde AB ülkelerinin ihracat içindeki payı yüzde 56 iken, 2008-2011 döneminde yüzde 46.8 seviyesine gerilemiştir). Reel efektif döviz kurlarındaki artışın (bu artış ulusal paranın değerlenmesi demek) ihracat hacmine etkisi olsa da, ihracat hacminde meydana gelen azalışın temel belirleyeni Avrupa borç krizinin neden olduğu durgunluktur. Türkiye, ihracat yaptığı ülke gruplarını çeşitlendirerek Kuzey Afrika, Yakın ve Orta Doğu ülkelerine yaptığı ihracatı arttırmıştır (Soybilgen, 2012:1). Bu açıdan Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkeleri çeşitlendirme çalışması olumlu ve devam ettirilmesi gereken bir politikadır.

Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında; Türkiye'nin olası bir dış kaynaklı krizle baş edebilecek düzeyde güçlü bir mali yapıya sahip olduğu söylenebilir. Nitekim bu argümanı, hem global finansal kriz ve hem de Avrupa borç krizinde yaşanan ekonomik gelişmeler desteklemektedir. Diğer yandan, Türkiye'de kamu kesiminin kısa vadeli dış borcunun olmaması ve borç/GSYH oranlarının makul düzeye çekilmesi iç kaynaklı bir borç krizi riskini de azaltmıştır.

**Sonuç olarak belirtilebilecek en önemli ders ise; kapitalist sistemin doğasında krizlerin yer aldığı ve buna karşı hazırlıklı olunması gerektiğidir. Ayrıca, borç yükü oranları da düşük düzeyde tutulmaya devam edilerek iç kaynaklı olası bir borç krizine fırsat verilmemelidir.**

#### 4.2. Finansal Önlemler

Avrupa borç krizinin diğer güçlü nedeni bankaların zayıf bilançoları ve verdikleri aşırı krediler idi. Dolayısıyla Türkiye bankacılık sektörünün krizlere karşı direncinin yüksekliği de, temeli Küresel Finans krizine dayanan Avrupa borç krizi benzeri bir kriz riskini düşük düzeyde tutacaktır. Bu bağlamda, bankalarca verilen kredilerden takipteki alacaklara bakılabilir. Ta-

kipteki alacaklar çok yüksek olmasa bile, Avrupa borç krizi sürecinde yaşandığı gibi, borçluların gelirinde ani bir düşüşün bankaları zor durumda bırakma olasılığı her zaman vardır.

**Tablo 8:** Takipteki Alacaklar, Kamu Borç Senetleri ve Yabancı Devlet Tahvillerinin Banka Portföylerindeki Payı

	Ara.2010	Ara.2011	Ara.2012	Ara.2013	Mar.2014
<b>Takipteki alacaklar (milyar TL) (Türkiye)</b>	19,9	18,9	23,4	29,6	31,3
<b>Takipteki alacaklar/Toplam kredi (Türkiye)</b>	3,5	2,6	2,7	2,6	-
<b>Takipteki alacaklar/Toplam kredi (AB 27 ortalaması)</b>	6,7	7,5	8,9	10,5	-
<b>Takipteki alacaklar/Toplam kredi (PIIGS Ülkeleri ortalama)</b>	8,3	11,4	15,7	18,4	-

**Kaynak:** BDDK (2014:6,20; 2013:13,35; 2012:6,35; 2011a:12,27; 2010:2,20). World Bank, <http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS>. 15.05.2014.

Tablo 8'e göre takipteki alacaklar miktar olarak son yıllarda artış göstermiştir. Bu durum bankaların verdikleri kredilerin sorgulanması gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Diğer yandan bankaların bilançolarında önemli düzeyde kamu borç senetleri tuttuğu görülmektedir. Bu durum, kamu borçlarından dolayı yaşanabilecek krizin kolayca bankalara sıçrayabileceğinin işaretidir. Bu nedenle yaşanabilecek olası bir devlet borcu krizi, tüm ülkeyi etkileyebilecek durumdadır. Diğer yandan, bankaların takipteki alacaklarının (kredilerinin) toplam alacaklar içindeki payına bakıldığında, Türkiye için oranın düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Söz konusu oran AB 27 ve PIIGS ülkelerinde Türkiye'ye kıyasla oldukça yüksek seviyededir.

Tablo 8 açık olarak Türkiye'de banka kredilerinin AB 27 ve PIIGS ülkelerine göre daha sağlıklı olduğunu yansıtmaktadır. Nitekim 2013 yılı itibarıyla Türkiye'de oran %2,6 iken, AB 27'de %10,5 ve PIIGS'te %18,4'tür. Dolayısıyla Türkiye'de kredi geri ödemelerinde yaşanan problem ciddi risk sayılabilecek düzeyde değildir. Bununla beraber sağlıklı bir finansal yapı için takipteki kredilerin miktarsal artışının frenlenmesi gereği açıktır. Ayrıca, yabancı devlet tahvillerine yapılan yatırımın oldukça cüzi olması ise dış kaynaklı bir krizden finans sektörünün etkilenme riskini de düşük tutmaktadır.

Diğer yandan konut fiyatlarında son yıllarda yıllık %12'ler civarındaki artış (TCMB, 2014), İspanya gibi konut balonu yaşayan ülkelerde krizden önce yaşanan artış oranlarından daha fazladır (Eurostat, 2014). Bu durum konut balonu oluşur mu endişesini dile getirirse de, konut kredilerinde 2013 yılının ortalarından sonra başlayan keskin düşüş ile birlikte temerrüde

düşme riski azalmıştır (BDDK, 2014: 11,30). Ancak yine de **konut fiyatlarının kontrol edilmesinin gerekliliği**, Avrupa borç krizinden çıkarılacak diğer bir önemli ders olarak masada durmaktadır.

Sonuç olarak, Avrupa borç krizinden çıkartılabilecek en önemli finansal ders; **kamu ya da bankacılık sektörlerinden sadece birinin sağlıklı görüntü vermesinin yeterli olmayacağıdır.**

Krizlere karşı direnci arttırabilmek için hem kamu maliyesinin hem de bankacılık sektörünün güçlü olması gerekmektedir. Dolayısıyla, Türkiye’de dış ekonomik denge için rekabet gücünü arttıracak politikalara ağırlık verilmelidir. Bunun yanında, kamu maliyesinin güçlü yapısı sürdürülmeli ve özellikle 2001 krizinden sonra reforme edilen bankacılık sisteminin denetimi daha da arttırılmalıdır. Ancak bu sayede Türkiye krizlere karşı kırılğanlığı azaltıp politika hareket alanını genişletebilir.

## 5. SONUÇ

Avrupa borç krizi hem devletlerin bütçe açığı ve borçlanmalarındaki artış, hem de finansal sektörün yeterince denetlenmemesinden kaynaklanan finansal genişleme sonucu yaşanan banka krizlerinin bir bileşkesidir. Avrupa borç krizini hazırlayan süreçte, Avro Bölgesi çevre ülkeleri gerekli reformları yapmamış ve ücretlerde yüksek artış yaşamışlardır. Bunun sonucunda ise rekabet güçlerini kaybetmişlerdir.

Diğer yandan Avro’nun kullanıma girmesi ve faizlerin düşmesiyle borçlanma daha ucuz hale gelmiş, ülkeler harcamalarını arttırmışlardır. Sonuçta AB ülkelerinin borç yükleri önemli derecede yükselmiştir.

Ayrıca zaten yüksek olan borç yükü, finansal krizin etkilerini aşmaya yönelik genişletici politikalar ve bankalara verilen yardım paketleri nedeniyle daha da artmış ve sürdürülemez hale gelmiştir. Bu bağlamda Türkiye için Avrupa borç krizinden alınması gereken dersler hem ekonomik hem de finansal yapıya ilişkindir.

Global anlamda birbirine entegre olan dünya ekonomilerinin herhangi birinde yaşanacak bir krizin diğerlerini kolayca etkileyebileceği riski göz ardı edilmemeli, olası bir krize karşı hazırlıklı olunmalıdır. Diğer yandan ülke içinde yaşanabilecek olası bir borç krizine fırsat vermemek için de mali yapı güçlü tutulup borç yükü makul seviyelere indirilmelidir. Bu yapılırken finansal sektöre ilişkin düzenleme ve denetimler de elden bırakılmamalıdır. Nitekim Avrupa borç krizi bir kez daha göstermektedir ki bankacılık ve borç krizleri birbirini karşılıklı olarak tetiklemektedir. Dolayısıyla, borç yükü

düşük ve sürdürülebilir olan, mali yapısı güçlü ve finansal piyasaları düzenli bir Türkiye global sistemin bir parçası olarak ayakta kalabilecek, yerelde ise büyümesini istikrarlı ve kesintisiz bir şekilde sürdürebilecektir.

Bunların yanında, Türkiye'de son dönemlerde izlenen yurtiçi talebe dayalı büyüme stratejisinden vazgeçilmelidir. Nitekim, Avrupa borç krizinin temelinde de iç talep artışı ve cari açıkların borçlanma ile finansmanı yatmakta idi. Bu açıdan iç talebin tetiklediği cari açığa karşı yeni politikalar geliştirilmeli, ihracata dönük bir büyüme stratejisi benimsenmelidir. Bunun için de öncelikle borç yükü ve bütçe açığı düşük tutulmalı, ekonominin rekabetçi yapıya kavuşturulmasına önem verilmelidir. Bu yapıldığında Avrupa benzeri bir borç krizi ve istikrarsızlık yaşama ihtimali azalacaktır. Ve borçlanma maliyetlerini etkileyen risk primleri düşük seviyelerde kalarak borçlanma bir problem kaynağı olmaktan çıkacaktır. Risk priminin azalması kredi derecelendirme notlarını da olumlu etkileyerek ülkenin borçlanma kabiliyetini arttıracaktır.

Diğer yandan, Avro Bölgesi çevre ülkelerince göz ardı edilen ihracat partnerleri konusunda çeşitlendirmeye önem verilmeli, yeni pazar arayışı sürdürülmelidir. Böylece dış dünyada yaşanacak bir krizin ihracata etkisi minimum düzeye indirilmiş olacaktır.

Bankacılık sektöründe ise takipteki alacalarda ve konut fiyatlarında yaşanan artış göz ardı edilmemeli, Türkiye'nin büyümesinde önemli yeri olan konut sektörüne verilen kredilere yönelik denetimler arttırılmalıdır. Sonuçta tüm bu önlemler alındığında; Türkiye hem iç hem de dış kaynaklı bir borç krizine karşı direncini arttırmış ve kriz yaşama riskini azaltmış olacaktır.

#### **KAYNAKÇA**

ABREU, M. D. P.; AGARWAL, M.; KADOCHNIKOV, S.; MIKIC, M.; WHALEY, J. ve YONGDING, Y. (2009), *The Effects of The World Financial Crisis on Developing Countries: An Initial Assessment*, CIGI Task Force on Developing Countries, [http://www.cigionline.org/sites/default/files/Task\\_Force\\_1.pdf](http://www.cigionline.org/sites/default/files/Task_Force_1.pdf). 10.02.2014.

ALPHANDERY, E. (2011). The Economic Consequence of the Euro Pact. Franklin Allen, Elena Carletti ve Giancarlo Corsetti (Ed.), *Life in The Eurozone with or without Sovereign Default* içinde (s. 130-114). Philadelphia, USA: FIC Press.

ALOGSKOUFİS, G. (2012). Greece's Sovereign Debt Crisis: Retrospect and Prospect. *Greece Working Paper*, No.54, <http://eprints.lse.ac.uk/42848/1/GreeSE%20No54.pdf>, 25.10.2013.

ASHCRAFT, A., GOLDSMITH-PINKHAM, P., HULL, P. ve VICKERY, J.(2011). Credit Ratings and Security Prices in the Subprime MBS Market. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 101(3), 115-119.



- BALDWIN, R. ve GROS, D. (2010). Introduction: The Euro in Crisis– What to do?. Richard Baldwin, Daniel Gros and Luc Leaven (Ed.), *Completing The Eurozone Rescue What More Needs to be Done* içinde (s. 1-25).VoxEU Kitap, [http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/Eurozone\\_Rescue.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/Eurozone_Rescue.pdf), 18.11.2013.
- BAILY, N.M., LITAN, R.E. JOHNSON, M.S. (2008).The Origins of the Financial Crisis. *Brookings Fixing Finance Series*, Paper 3, 1-47.
- BDDK (2014). *Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü*. Sayı 2014/2. <https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSSGG/TBSSGG.aspx>. 12.06.2014.
- BDDK (2013). *Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü*. Sayı 2014/1. <https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSSGG/TBSSGG.aspx>. 12.06.2014.
- BDDK (2012). *Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü*. Sayı 2013/1. <https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSSGG/TBSSGG.aspx>. 12.06.2014.
- BDDK (2011a). *Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü*. Sayı 2012/1. <https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSSGG/TBSSGG.aspx>. 12.06.2014.
- BDDK (2011b). *Finansal Piyasalar Raporu*. Sayı 21, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/9679\\_fpr\\_mart\\_2011.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/9679_fpr_mart_2011.pdf) (12.06.2014).
- BDDK (2010). *Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü*. Sayı 2011/1. <https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSSGG/TBSSGG.aspx>. 12.06.2014.
- BEGG, I. (2012). The EU's Response to the Global Financial Crisis and Sovereign Debt Crisis. *Asia Europe Journal*, 9(2-4), 107-124.
- BEKER, V.A. (2014), The European Debt Crisis: Causes and Consequences. *Journal of Stock&forex Trading*, 3(2), 1-9.
- BİLKİC, N.,CARRERAS PAINTER, B. ve GRİES, T. (2013). Unsustainable Sovereign Debt-İs The Euro Crisis Only The Tip Of The İceberg. *International Economics and Economic Policy*, 10(1), 1-45.
- BİRD, G. ve MANDİLARAS, A. (2013). Financial Imbalances and Output Crises in Europe: Will The Fİscal Compact Help or Hinder?.*Journal of Economic Policy Reform*, 16(1), 1-16.
- BRENDER, A.,PİSANİ, F. ve GAGNA, E. (2012). *The Sovereign Debt Crisis Placing a Curb on Growth*. Paris: CEPS Publishing.
- BROK, E. ve LANGEN, W.(2012). Sustainable Growth for Europe: The Four Crisis and a Call For Reform. *European View*, 11, 189-199.
- BUNDELL-WİGNALL, A. (2011). Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2, 1-23.
- CANDELON, B. ve PALM, F.C. (2010). Banking and Debt Crises in Europe: The Dangerous Liaisons. *De Economist*,158(1), 81-99.
- CARUANA, J. ve ANDJİEV, S. (2012). Sovereign Credithworthiness and Financial Stability: An International Perspective. *Financial Stability Review*, 16, 71-85.
- CAYLA, D. (2013). European Debt Crisis: How a Public Debt Restructuring Can Solve a Pricate Debt Issue. *Journal of Economicİssues*, 47(2), 427-436.
- CHİNN, M.D. ve Frieden, J.A. (2012). The Eurozone in Crisis: Origins and Prospects. *La Folette School WorkingPaper*, No. 2010-001, 1-11.

DADUSH, U. ve EIDELMAN V. (2010). Germany: Europe's Pride or Europe's Problem?. Uri Dadush (Ed.), *Paradigm Lost The Euro in Crisis* içinde (s. 17-21). Carnegie Endowment, [http://carnegieendowment.org/files/Paradigm\\_Lost2.pdf](http://carnegieendowment.org/files/Paradigm_Lost2.pdf). 06.03.2014.

DADUSH, U. ve STANCİL, B. (2010). Europe's Debt Crisis: Morethan a Fiscal Problem. Uri Dadush (Ed.), *Paradigm Lost The Euro in Crisis* içinde (s. 9-15). Carnegie Endowment, [http://carnegieendowment.org/files/Paradigm\\_Lost2.pdf](http://carnegieendowment.org/files/Paradigm_Lost2.pdf). 06.03.2014.

DE CORTE, S. ve LAGESON, J. (2012). Leading Europe Beyond the Crisis. *European View*, 11, 89-93.

DE GRAUWE, P. (2010). The Financial Crisis and the Future of Eurozone. *Bruges European Economic Policy Briefing*, No. 21, 1-12.

DOMBERT, A. (2013). The European Sovereign Debt Crisis- Past, Present and Future. <http://www.bis.org/review/r130827a.pdf>. 05.05.2014.

EL-ERİAN, M. (2012). When Western Sovereign Risk is in Play. *Financial Stability Review*, 16, 29-36.

European Commission (2011). *Quarterly Report on the Euro Area*. 10(3), [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qr\\_euro\\_area/2011/pdf/qrea3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2011/pdf/qrea3_en.pdf). 30.03.2014.

Eurostat (2014). <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=0&language=en&pcode=tipsho10&tableSelection=1>. 01.06.2014.

GARTNER, M, GRİESBACH, B. ve JUNG, F. (2011). PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies. *International Adv Econ Res*, 17, 288-299.

GROS, D. ve ALCİDİ, C. (2010). The Impact of the Financial Crisis on the Real Economy. *Intereconomics*, 1, 4-10.

HALEP, M. (2012). Sovereign Debt Crisis in the Eurozone- Towards an Inevitable Reforming of the Euro Institutions. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, XII(2), 192-197.

HELLWİG, M. (2011). Quo Vadis, Euroland? European Monetary Union Between Crisis and Reform. Franklin Allen, Elena Carletti ve Giancarlo Corsetti (Ed.), *Life in The Eurozone with or without Sovereign Default* içinde (s. 59-76). Philadelphia, USA: FIC Press.

HERNANDEZ, L. ve GAMARRA, B. (2011), Debt Sustainability and Debt Distress in the Wake of theOngoing Financial Crisis: The Case of IDA-Only African Countries. Carlos A. PrimoBraga ve Gallina A. Vincelette (Ed.) *SovereignDebtand Financial Crisis* içinde (s.129-173), The World Bank, Washington, ABD.

HİGGİNS, M. ve KLİTGAARD, T. (2011). Euro Area Sovereign Debt Crisis. *Current Issues in Economics and Finance*, 17(5), 1-11.

IMF (International MonetaryFund) (2009).*Global Financial Stability Report Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/text.pdf>, 15.10.2013.

IOANA-IULİCA, V. ve IULİANA, T. (2012). The PIIGS Group of Sovereign Debt. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, XII(2), 294-297.

KALKAN, S. (2011). Cari İşlemler Açığında Neler Oluyor? Bu Defa Farklı mı, Yoksa Aynı mı?. *Tepav Değerlendirme Notu*, [http://www.tepav.org.tr/upload/files/1298360666-9.Cari\\_Islemler\\_Aciginda\\_Neler\\_Oluyor.pdf](http://www.tepav.org.tr/upload/files/1298360666-9.Cari_Islemler_Aciginda_Neler_Oluyor.pdf). 25.06.2014.

KESBİÇ, C.Y., BALDEMİR, E. ve DOĞAN, S. (t.y.). Rekabet Gücü Ölçümü ve Önemi: Türk Tarım Sektörü için Bir Analiz. [http://www2.kafkas.edu.tr/duyurular/web\\_katalog/hayvancilik\\_kat1/tarimiktanaliz.pdf](http://www2.kafkas.edu.tr/duyurular/web_katalog/hayvancilik_kat1/tarimiktanaliz.pdf), 01.07.2014.

LANDER, G.H., Barker, K, Zabelina, M. ve Williams, T.A. (2009), Subprime Mortgage Tremors: An International Issue. *International Advances in Economic Research*, 15(1), 1-16.

LANE, P. R. (2012). The European Sovereign DebtCrisis. *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-67.

MISHKIN, F.M. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to Global Financial Crisis. *The Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49-70.

Moody's (2014), *External Vulnerabilities, Exposures, Mitigates and Credit Supports*, Moody's Investors Service Special Com-

ment, [https://www.moodys.com/research/Emerging-Market-Sovereign-Research-Series-External-Vulnerabilities-Exposures-Mitigants-and--PBC\\_165831](https://www.moodys.com/research/Emerging-Market-Sovereign-Research-Series-External-Vulnerabilities-Exposures-Mitigants-and--PBC_165831). 06.04.2014.

NELSON, R.M. (2012). Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress. *Cornell University ILR Scholl Key Workplace Documents*, [http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/key\\_workplace](http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/key_workplace). 01.02.2014.

NIELSEN, E.F. (2011). The European Crisis: A View from the Market. Franklin Allen, Elena Carletti ve Giancarlo Corsetti (Ed.), *Life in The Eurozone with or without Sovereign Default* içinde (s. 133-138). Philadelphia, USA: FIC Press.

OECD (2009). *Economic Outlook Interim Report*.

<http://www.oecd.org/economy/outlook/42421337.pdf>. 23.12.2013.

OVERBEEK, H. (2012). Sovereign Debt Crisis in Euroland: Root Causes and Implications for European Integration. *The International Spectator: Italian Journal of International Affairs*, 47(1), 30-48.

PANETTA, F. (2011). Life in the Eurozone with or Without Sovereign Default. Franklin Allen, Elena Carletti ve Giancarlo Corsetti (Ed.), *Life in The Eurozone with or without Sovereign Default* içinde (s. 9-12). Philadelphia, USA: FIC Press.

PASCAL ANDRIÈSCU, M. (2012). Eurozone Sovereign Debt Crisis: Causes and Solutions. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, XII(2), 1588-1593.

PRINZ, A. ve BECK, H. (2012). Fighting Debt Explosion in the European Sovereign Debt Crisis. *Intereconomics*, 3, 185-189.1

REF-SEDEFED (2014). *Türkiye'nin Küresel Rekabet Düzeyi. Küresel Endekslerde Türkiye'nin Rekabet Gücüne İlişkin Bir Değerlendirme*. İstanbul: Lansman Özel Baskısı.

ROSENTHAL, J. (2012). Germany and the Euro Crisis. *World Affairs*, 175(1), 53-61.

SCHMİDT, C.M. ve WEİGERT, B.(2013). Weathering the Crisis and Beyond: Perspectives for the EuroArea. *International Tax Public Finance*, 20, 564-595.

SCHWARTZ, A. J. (2009). Origins of the Financial Market Crisis of 2008. *Cato Journal*, 29(1), 19-24.

SESRIC (2011). *The Eurozone Debt Crisis: A Second Wave of the Global Crisis*. Sesric Reports on the Global Financial Crisis, 2011(1), SR/GFC/11-8.

SHAMBAUGH, J. C. (2012).TheEuro's Three Crises. *Brooking Papers on Economic Activity*, [http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/spring%202012/2012a\\_shambaugh.pdf](http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/spring%202012/2012a_shambaugh.pdf), 19.10.2013

SIEKMANN, H. (2011). Life in the Eurozone with or Without Sovereign Default –The Current Situation-. Franklin Allen, Elena Carletti ve Giancarlo Corsetti (Ed.), *Life in The Eurozone with or without Sovereign Default* içinde (s. 13-40). Philadelphia, USA: FIC Press.

SOYBİLGİN, B. (2012). Arap Baharı ve Avrupa Borç Krizi İhracatı Teğet Geçti. *Betam Araştırma Notu*, No. 12/126.

STANCİL, B. (2010a). Why Greece has to Restructure its Debt. Uri Dadush (Ed.), *Paradigm Lost The Euro in Crisis* içinde (s. 25-29). Carnegie Endowment, [http://carnegieendowment.org/files/Paradigm\\_Lost2.pdf](http://carnegieendowment.org/files/Paradigm_Lost2.pdf). 06.03.2014.

STANCİL, B. (2010b). Ireland: From Bubble to Broke. Uri Dadush (Ed.), *Paradigm Lost The Euro in Crisis* içinde (s. 43-49). Carnegie Endowment, [http://carnegieendowment.org/files/Paradigm\\_Lost2.pdf](http://carnegieendowment.org/files/Paradigm_Lost2.pdf). 06.03.2014.

SU, H. (2013). Is the Euro Still a Success Story? An Asian İnterpretation of the Eurozone Sovereign Debt Crisis. *Asia Europe Journal*, 11, 179-188.

SZCZYGIELSKI, P. (2012). Examining the Dynamics of European Debt Crisis: Projections and Lessons Learned for Portugal, *Contraditorio Policy Paper*, No. 11/15, 1-68.

T.C. Kalkınma Bakanlığı (2013). *Uluslararası Ekonomik Göstergeler*. <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Uluslar%20Aras%20Ekonomik%20Gstergeler/Attachments/9/UluslararasıC4%B1%20Ekonomik%20G%C3%B6stergeler-2013.pdf>. 01.07.2014.

TCMB (2014). *Konut Fiyat Endeksi*, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kfe/KFE.pdf> (04.07.2014).

TİCHY, G. (2012). The Sovereign Debt Crisis: Causes and Consequences. *Austrian Economic Quarterly*, 2, 95-107.

VOLZ, U. (2012). Lessons of the European Crisis for Regional Monetary and Financial Integration in East Asia, *ADBİ Working Papers*, No. 347, <http://www.adbi.org/files/2012.02.21.wp347.lessons.European.crisis.east.asia.pdf>, 20.10.2013.

WEF (World Economic Forum). (2013). *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, Genova, Switzerland, <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>. 15.11.2013.

WEF (World Economic Forum). (2011). *The Global Competitiveness Report 2011-2012*, Genova, Switzerland, <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>. 15.11.2013.

WEF (World Economic Forum). (2010). *The Global Competitiveness Report 2010-2011*, Genova, Switzerland, <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>. 15.11.2013.

WEF (World Economic Forum). (2009). *The Global Competitiveness Report 2009-2010*, Genova, Switzerland, <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>. 15.11.2013.

WEF (World Economic Forum). (2008). *The Global Competitiveness Report 2013-2014*, Genova, Switzerland, <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>. 15.11.2013.

WELFENS, P. J. J. (2011). From the Transatlantic Banking Crisis to the Euro Crisis. *International Economics and Economic Policy*, 8, 15-29

WOOD, S. (2012). The Euro Crisis. *Policy*, 28(1), 32-37.