Avrupa Borç Krizinin Makroekonomik Etkileri ve Türkiye

The Macroeconomic Effects of European Debt Crisis and Turkey

Prof. Dr. Ahmet Ulusoy (Karadeniz Technical University, Turkey)
Ph. D. Candidate Mehmet Ela (Karadeniz Technical University, Turkey)

Abstract

European sovereign debt crisis is the period that because of low interest rates, government and private debt increased substantially and also financial crisis transform private 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. European sovereign debt crisis affect the world globally with the financial and economic links. Countries implemented fiscal and monetary policies against the recession and unemployment. 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 development of European sovereign debt crisis and its effects; and also emphasizing the actions Turkey can take and offering suggestions for Turkey.

1 Giriş

Avrupa Borç Krizi, kriz öncesi yıllarda görülen düşük faizler ve iyimser ekonomik beklentiler sonucu artan kamu sektörü borcu ile bu süreçte artan özel sektör borcunun bir sonucudur. Nitekim krizden önce düşük faizle borçlanabilen ülkeler, yapısal reformları ertelemiş, mali kuralları önemsememiş ve savurganca bir tutum takınmıştır. Bu suretle kamu borçları önemli derecede artmıştır. Diğer yandan ABD mortgage piyasası toksik varlıklarında bilançolarında bol miktarda bulunduran Avro Alanı bankaları bu durumdan olumsuz etkilenmiş ve yaşanan kredi daralması sonucu batma noktasına gelmişlerdir. Bu bankalara verilen yardım paketlerinden dolayı artan kamu borçları, Yunanistan'ın bütçe açığına ilişkin açıklamasıyla gün yüzüne çıkmıştır. Bu olayın sonucunda global olarak riskten kaçış başlamış, kredi derecelendirme kuruluşlarının da not kırmasıyla Avro Alanı çevre ülkeleri borçlanma maliyetleri hızla artmıştır. Böylece başlayan Avrupa Borç Krizi global olarak ekonomik görünümü etkilemiştir. Avro Alanını genel olarak finansal yolla etkileyen kriz Avro Alanı dışında etkilerini ekonomik yollarla (özelde ise ticari akımla) göstermiştir. Avrupa Borç Krizi sonucunda büyüme oranları düşmüş –Avro Alanında resesyon yaşanmış-, istihdam, enflasyon, global ticaret ve finansal akımlar azalmıştır. Avrupa Borç Krizinin etkilerinden Türkiye de nasibini almış ve Türkiye'de de global etkiler paralelinde negatif etkiler görülmüştür.

Türkiye, finansal yönden Avrupa ülkeleri ile yoğun biçimde ilişkili olmadığından Avrupa borç krizi ülkeyi finansal yönden önemli derecede olumsuz etkilememiştir. Ancak Türkiye ekonomik açıdan Avrupa ile entegre bir ülkedir. Bu açıdan Türkiye'nin Avrupa ülkelerine olan ihracatı ve bu ülkelerden olan sermaye akımları azalmıştır. Ayrıca ülkedeki makroekonomik göstergelerde olumlu görünüm ülkenin krizlere karşı daha dirençli hale gelmesini sağlamıştır.

Bu çalışmada Avrupa Borç Krizinin gelişimi ele alınmış ve krize giden yolda yapılan hatalar tespit edilmeye çalışılmıştır. Ardından Avrupa Borç Krizinin yayılma yolları ve bu yollarla global ekonomiye ve Türkiye'ye etkileri ele alınmıştır. Çalışmanın son bölümünde ise Avrupa Borç Krizinden Türkiye için bazı dersler çıkarılmış ve öneriler yapılmıştır.

2 Avrupa Borç Krizinin Gelişimi

Avro Alanı'nın inşa edilmesi ve Avro'nun ortak para birimi olarak kullanılmaya başlanmasıyla bir yandan yüksek ekonomik moral yaşanırken, diğer yandan faiz oranları oldukça düşük seviyelerde seyretmiştir. Bu süreç tüketimi ve savurganlığı artırmış, Avrupa borç krizine kapı aralamıştır (Tichy, 2012: 98). Krizin fitilini ateşleyen asıl olay ise Küresel Finansal Krizin ortaya çıkmasıdır.

Avro Alanı'na olan piyasa güveninin istikrarlı olması Avro Alanı çevre ülkelerin diğer ülkelerle aynı maliyetlerle borçlanabilmeleri gerekli yapısal reformları erteletmiş, kamu ve özel sektör harcamalarını artırmış ve rekabet güçlerini sınırlamıştır. Bu nedenle de bütçe açıkları ve borçlarında artışlar meydana gelmiştir (De Grauwe, 2010:8).

Küresel Finansal Kriz öncesinde yapısal reformları geciktiren, verimlilik ve rekabetçilikte geride kalan, Maastricht kriterlerine uymakta zorluk çeken Avro Alanı ülkelerinde borç krizi belirtisi görülmemiştir. Ancak, ABD ile finansal ve ekonomik yönden entegre olan Avro Alanı, Küresel Finansal Krizden olumsuz etkilenmiştir.

Global finansal krizle birlikte güven ortamı sarsılmış (Tichy, 2012: 96,102) ve para piyasalarında bozulmalar ve kredi daralması görülmeye başlanmıştır. Ayrıca yatırımcılar riskten kaçmaya başlamış, bu nedenle 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 sonucunda ortaya çıkan kredi daralması, Avrupa ülkelerinin makroekonomik ve finansal yapılarındaki dengesizliklerin açığa çıkmasına neden olmuştur (Lane, 2012: 54-55).

Avro Alanı bankalarının ABD piyasası toksik (zehirli) varlıklarına yatırımları nedeniyle likidite sıkıntısı çekmesi bankaların büyük kayıplar yaşamasına neden olmuştur. Finansal Krizle birlikte çıkan belirsizlik ortamı, bankaların borçlanmalarını da zorlaştırmıştır (Lane, 2012: 55). Batma noktasına gelen bankaları kurtarmak adına yardım paketleri hazırlanmıştır. Verilen yardım paketleri sonucu özel sektör borçları kamu borcuna dönüşmüş (Prinz ve Beck, 2012:186), ülke borçları daha da artmıştır.

Diğer yandan borç düzeyi yüksek olmayan İrlanda ve İspanya'da konut sektörüne verilen kredilerin geri ödenmesinde yaşanan sorunlar özellikle İrlanda bankalarını zor duruma sokmuştur. Kriz öncesi kamu maliyesi güçlü olan İrlanda, bankalara verdiği yardımlar nedeniyle borç krizi yaşayan ülkelere dahil olmuştur.

Avro Alanı çevre ülkelerinde krize karşı alınan genişletici politikalar, ülkelerin ekonomik durumlarının iyileşmesine yol açmış ve yaşanan küçük çaplı krizler önlenmiştir. Ancak alınan önlemlerin bütçeye getirdiği ağır yük ve büyümede yaşanan yavaşlamadan dolayı vergi gelirlerinin azalması nedeniyle devlet borçlarının artış eğilimi sürmüştür (2012:5). Fakat Yunanistan'ın Ekim 2009'da bütçe açıklarının daha önce açıklanandan daha fazla olduğu beyanı ve bütçe açığını yukarı yönde revize etmesi piyasada çevre ülkelere olan güvenin azalmasına yol açmıştır. Bu gelişme Yunanistan'ın borçlanma maliyetlerini artırmış ve bu artışın çevre ülkelere sıçramasına neden olmuştur. Böylece özellikle PIIGS(*) ülkeleri borç sürdürülebilirliğine ilişkin şüpheler artmış, kredi derecelendirme kuruluşlarının not kırmalarının da etkisiyle kamu tahvil faizleri hızla artarak Avrupa Borç Krizini başlatmıştır (Neri ve Ropele, 2015:9).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının not azaltmaları ile borçlanmada büyük zorluk yaşamaya başlayan PIIGS ülkeleri kendilerini ciddi bir borç sorununun içerisinde bulmuştur (El-Erian, 2012:30). Bu durum ise ekonomik koşulları ve işsizlik sorununu daha da ağırlaştırmıştır. Avro Alanı çekirdek ülkeleri de krizden finansal yollar yanında piyasa güveni ve ticaret yolları ile olumsuz etkilenmişlerdir (Neri ve Ropele, 2015:26).

Krizden sonra Avrupa Birliği, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Avrupa Birliği Merkez Bankası (ECB)'nden oluşan Troyka'nın yardım programlarından yararlanan İrlanda, Yunanistan ve İspanya'da kemer sıkma politikaları uygulanması koşulu getirilmiştir. Bunun sonucunda çevre ülkelerde kemer sıkma programları uygulanmaya başlanırken diğer yandan ülkeler ücret ve fiyatlarda düşüşe (iç devalüasyon) zorlanmıştır (De Grauwe, 2014:6). Bu durum ise söz konusu ülkelerin büyümelerinde yavaşlamaya ve resesyona yol açmıştır (De Grauwe ve Ji, 2013). Ancak, mali konsolidasyonun (daralmanın) yoğunluğu 2014'te azalmaya devam etmiş ve 2015'te söz konusu ülkelerde mali konsolidasyonun (kemer sıkma-daraltıcı politikalar) planlanmadığı belirtilmiştir (EC, 2015:14).

ECB'nin faiz indirimleri (birkaç kez) yanında uzun dönem refinansman operasyonları ve varlığa dayalı menkul kıymet alımı programları da açıklanmıştır (IMF; 2013:6). Bu doğrultuda 2015 yılında tahvil alımına (parasal genişleme) başlanmıştır. ECB'nin söz konusu müdahaleleri ise risk primlerinin düşmesine, varlık ve Avronun değerinin artmasına katkı yapmıştır (IMF, 2015).

Avrupa'nın borç krizine giren ekonomilerinde son dönemde iyileşmeler yaşandığı söylenebilir. İş alemi ve tüketici güveniyle yaşanan ihracat artışı ekonomik canlanmayı başlatmıştır. Diğer yandan azalan mali konsolidasyon önlemleri de talebi artırmıştır (IMF, 2014:1-10; European Commission, 2014:8-12; World Bank, 2014:12). Bununla birlikte tüketim ve GSYH halen kriz öncesi döneme göre oldukça düşük düzeydedir. Kredi akışının normal seyrine dönmesi ve düşük petrol fiyatları da ekonomik canlanmayı desteklemektedir.

3 Avrupa Borç Krizinin Makroekonomik Sonuçları

Avrupa borç krizi Avro Alanı ülkeleri ve diğer dünya ülkelerini finansal ve ekonomik açıdan olumsuz etkilemiştir. Avrupa ülkelerinin birbirleriyle sıkı finansal entegrasyon içinde olmaları Avrupa borç krizinden hem finansal hem de ekonomik olarak etkilenmelerine neden olmuştur. Avro Alanı dışındaki ülkeler ise daha çok ekonomik yollarla ve ticaretle etkilenmiştir (Stracca, 2013:3). Avro Alanı, ekonomik kanallar yanında finansal kanallarla da olumsuz etkilenmiştir (Allegret, 2014:1).

Avrupa borç krizi, global üretimde düşüşe ve resesyondan dolayı işsizlikte artışa neden olmuştur. İşsiz düzeyindeki artış ve kredilerde azalma (bunun yanında özel sektörün borçlarını azaltma girişimi-leverage) toplam talebi azaltmıştır. Bu gelişmelerin sonucu olarak global ticaret daralmıştır (Na vd., 2013). Aşağıda Avrupa borç krizinin makroekonomik etkileri ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılacaktır.

3.1 Büyümeye Etkisi

Avrupa Borç Krizinin global olarak en önemli etkisi ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde görülmüştür. Avrupa borç krizi, Avro Alanı kriz ülkeleri kadar alan dışındaki ülkeleri de olumsuz etkilemiştir. Dolayısıyla

Avrupa Borç Krizi büyümeyi sadece yerelde değil global olarak da olumsuz yansıtmıştır (Na vd., 2013; STLOUSFIELD, 2012). Global olarak, gerek finansal gerekse de ekonomik yapıyı (özelde ise ticari akımları) etkileyen Avrupa Borç Krizi, ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olmuştur. Ancak krizin Avro Alanı dışındaki bölge ve ülkelerde büyümeye etkisi daha çok ticari bağlar ile ilişkilidir. Nitekim Avro Alanı'nın diğer bölge ve ülkelerle finansal entegrasyonu bulunsun da, entegrasyon Avro Alanı ülkeleri arasında çok daha fazladır. Dolayısıyla krizin finansal sisteme sıçraması daha çok Avro Alanı için geçerlidir (Allegret, 2014:1). Grafik 3'te bazı ülke grupları ve Türkiye'nin ekonomik büyüme gerçekleştirmeleri yer almaktadır.

Grafik 1: Ekonomik Büyüme Oranları (GSYH Artışı) (%) Kaynak: IMF, 2015b.

Grafik 1'e göre, Avrupa Borç Krizi özellikle 2010 yılından itibaren global büyüme oranlarını etkilemiştir. Gelişmiş ülkeler kaynaklı olan Avrupa Borç Krizi, dünya GSYH'sının büyük bölümünün gelişmiş ülkelere üretilmesinden dolayı global olarak ekonomik büyümeyi önemli ölçüde etkilemiştir. Avrupa Borç Krizi ile birlikte düşen ihracat rakamları, sabit yatırımlar ve kamu harcamaları global olarak azalmış, bu durum ise ülkelerin büyüme oranlarında bir düşüşü beraberinde getirmiştir. 2013 yılına kadar büyüme oranı Avro Alanı dışındaki ülkelerde pozitif kalırken Avro Alanı negatif büyümüştür (deflasyon yaşamıştır). Bu durum gelişmiş ülkelerin ekonomik büyümesinin artmasını engellemişlerdir (ILO, 2015:15,33).

Türkiye de Avrupa ile olan sıkı ekonomik ilişkilerden dolayı krizden önemli derecede etkilenmiştir. Nitekim Global Finansal Krizin etkilerini hızla atlatan Türkiye'de yeni bir kriz dalgası olan Avrupa Borç Krizi nedeniyle 2010 yılından itibaren büyüme hızları düşük oranlarda kalmaya devam etmiştir.

3.2 İhracata Etkisi

Borç krizleri doğrudan ihracatı etkilemektedir. Nitekim, borç krizleri krizden etkilenen ülkelerin ithalatlarının ve dış ticaret yaptığı diğer ülkelerin ihracatının azalmasına neden olmaktadır (Abiad vd., 2011:6; Kiendrebeogo, 2012). Bu anlamda, Avrupa Borç Krizi, Avro Alanı talebinde ve ekonomik büyümesinde azalışa (Ebrahimi vd., 2014:77) yol açarak hem global hem de Avro alanına yapılan ihracatı azaltmıştır (Na vd., 2013). Azalan ihracatın bir diğer nedeni de düşen emtia fiyatlarıdır. Azalan global talep bir yandan ihracatı azaltırken diğer yandan da yapılan ihracatın getirisini azaltmıştır. Bu durum Grafik 2'den görülebilmektedir.

Grafik 2: Türkiye ve Dünya Ülkelerinin AB'ne İhracatı (Milyar Dolar) Kaynak: IMF, 2015c.

Grafik 2'den görüldüğü üzere, Avrupa Borç Krizi global olarak Avro Alanı'na yapılan ihracatı azaltmıştır. 2011 yılı itibarıyla dünya ülkelerinden Avro Alanı'na yapılan ihracat azalışa geçmiş ve 2014 yılı itibarıyla 6019 milyar dolara ulaşmıştır. Diğer ülke grupları ve bölgelerde de benzer bir durum söz konusudur. Türkiye'nin Avro alanına ihracatı 2012 yılından sonra belirgin olarak farklılaşmakta ve artış eğilimine girmektedir.

3.3 İşsizliğe Etkisi

Avrupa borç krizi, Avro Alanı'nda olduğu kadar dünyada da işsizliğin artışında etkili olmuştur. Bunun nedeni azalan yatırımlar ve talep sonucu yaşanan resesyonun yayılma etkisiyle Avrupa ülkeleriyle ekonomik ilişkileri yoğun olan ülkelere sirayet etmesidir (Na vd., 2013). İşgücü arzındaki artışın devam etmesine rağmen buna

cevap verecek yeni istihdam imkanlarının yetersizliği işsizliğin önümüzdeki dönemde bir problem olarak devam edeceği anlamına gelmektedir. Şöyle ki, 2007-2014 arasında istihdam artışı %1.2 gibi düşük düzeylerde gerçekleşmiştir (ILO, 2015:16). Bu durum ise yaşanan krizlerin izlerini taşımaktadır.

Grafik 3: İşsizlik Oranı (Toplam İşgücüne Oran %) Kaynak: ILO, 2015b; IMF, 2015b.

Grafik 3'e bakıldığında işsizliğin global olarak istikrarlı olduğu göze çarpmaktadır. Avrupa Borç Krizinin global olarak işsizliğe etkisi ılımlı derecede kalmıştır. Ancak yine de dünya işgücünün %5,9'u hala işsizdir. Krizi yaşayan Avro Alanı güney ülkelerinde, son zamanlarda ılımlı istihdam artışına rağmen işsizlik azalmıştır. Ayrıca, Avro Alanı'nda yüksek genç işsizlikten bahsetmek mümkündür (Guerrieri, 2013:51).

Türkiye'de ise 2012 yılından itibaren işsizlik artmaya başlamış ve Avro alanı ortalamalarına yaklaşmıştır. Burada, Türkiye ekonomisindeki büyüme hızlarının Avro Alanından daha yüksek olmasına rağmen işsizlik daha hızlı artmıştır. Bunun nedeni, ekonomik büyümeyle yaratılan iş imkânlarının iş gücüne yeni katılan genç nüfusun istihdamını sağlamanın uzağında olmasıdır.

3.3 Enflasyona Etkisi

Avrupa borç krizinden dolayı, büyüme global olarak yavaşlamıştır. Bu durum, global olarak emtia (commodity) fiyatlarını düşürmüştür (STLOISFED, 2012:1). Diğer yandan petrol fiyatlarındaki düşüş de enflasyonun global olarak düşmesinde rol oynamaktadır (IMF, 2015b:2).

Avrupa Borç Krizi nedeniyle yaşanan resesyon, talebi azaltmış, bu nedenle dış ticaret ve emtia fiyatları düşmüştür. Avro Alanı çevre ülkelerinde ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerde yaşanan deflasyon global olarak düşük fiyat artışının sürmesine katkı yapmaktadır. Benzer şekilde Avro Alanı'nda uygulanan mali konsolidasyon politikaları yanında, yatırımlarda ve tüketimde yaşanan azalma deflasyonun sürmesine yol açmaktadır. Diğer yandan petrol fiyatlarının azalması da gelişmiş ülkelerde enflasyonu aşağı çekmiştir (IMF, 2015b:3). Bu durum Grafik 4'de görülebilmektedir.

Grafik 4: Enflasyon Oranı (Ortalama Tüketici Fiyatları, % Değişim) Kaynak: IMF, 2015b.

Yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkelerde ise yine petrol ve emtia fiyatlarının enflasyon üzerindeki azaltıcı etkisini görmek mümkündür. Ayrıca bu ülkelerde yavaşlayan büyüme enflasyonun düşmesine neden olmaktadır. Ancak krizden dolayı iç tüketimi teşvik eden birçok ülke hedefin üzerinde enflasyon ile karşı karşıya kalmışlardır (IMF, 2015b:25).

Türkiye’de enflasyon Avrupa Borç Krizi’nden etkilenmekle birlikte inişli çıkışlı bir görünüm arz etmiştir. Genel eğilimin aksine 2011 yılında düşen enflasyon oranı 2012’de artmış ve 2013’te tekrar azalışa geçmiştir. 2014 yılında yine artan enflasyon oranının temel nedenleri arasında döviz kurunda artış, parasal genişleme ve gıda fiyatlarında artış sayılabilmektedir (IMF, 2015b: 52). Burada, Türkiye’deki enflasyon oranlarının bütün ülke grupları ortalamalarının üzerinde seyrettiğini de belirtmek gerekir.

3.4 Finansal Akımlara Etkisi

Avrupa Borç Krizi, uluslararası risk algısını arttırmış ve finansal akımların seyrini değiştirmiştir. Bu açıdan sermaye akışı ile kamu ve özel sektör borçlanmaları Avrupa Borç Krizinden etkilenmiş, net sermaye akışı 2009 yılı itibarıyla düşüş eğilimi gösterirken, Avro Alanı dışında borç akışı seyri önemli bir değişikliğe uğramamıştır.

Avrupa Borç Krizi ile yükselen risk algısı global olarak yatırımcıların riskten kaçınmaları nedeniyle net sermaye akımlarını da azaltmıştır. Krizin sermaye akımlarına etkisi 2010 yılından itibaren görülmeye başlanmış, net sermaye akımları hızla azalmıştır.

Grafik 5: Net Sermaye Akımları (Portföy+DYY) (Milyar Dolar) **Kaynak:** World Bank, 2015a; IMF, 2015b.

Grafik 5’den görüldüğü üzere net sermaye akımları, gelişmiş ülkelerde 2009 yılından itibaren sert biçimde düşmüştür. 2011 yılından itibaren toparlanan net sermaye akımı 2012’den itibaren inişli çıkışlı bir grafik çizmiştir. Avro Alanı’nda net sermaye akımlarında istikrarsız bir yapı göze çarpmaktadır. 2010’da portföy yatırımlarında net çıkışın azalmasıyla dengelenen net sermaye akımı bu tarihten sonra portföy yatırımlarında net çıkışın azalması ve net girişin başlamasıyla toparlanmıştır. Türkiye’de ise 2009’dan itibaren ılımlı biçimde azalan net sermaye akımı pozitif kalmayı sürdürmüş ve 2011 yılından itibaren toparlanma sürecine girmiştir. Bu süreçte Türkiye net sermaye girişine sahne olmuştur.

Avrupa Borç Krizi, finansal sistemi de etkileyerek borç akımının azalmasına yol açmıştır. Avro Alanı’nda kriz süresince azalan krediler, özellikle PIIGS’te kendisini hissettirmiştir. Söz konusu ülkelerde bankalar, daha az borç vermeye başlamış ve kredi faizini yükseltmişlerdir (Acharya vd., 2014:3). Kamu kağıtlarını bilançolarında bulunduran bankaların bu durumdan olumsuz etkilenmesi ve sonuçta ortaya çıkan kredi daralması, Avro Alanı için güçlü şekilde kendini hissettirmiştir (Allegret vd., 2014:1). Diğer ülkelerde de yukarıda bahsedilen kamu kağıtları-banka ilişkisi söz konusu olsa da (Stracca, 2013:3) Avro Alanı asıl kredi problemini yaşayan bölgedir.

Grafik 6: Net Dış Borç Akımı (Milyar \$) **Kaynak:** World Bank, 2015b.

Grafik 6’dan görüldüğü gibi, Avrupa Borç Krizi sonucunda net dış borç akımı azalmıştır. Diğer bir ifade ile alınan dış borçlarda azalma (veya geri ödemelerde artış) yaşanmıştır. Net dış borç akımında azalışı miktar olarak en çok yaşayan kesimler üst orta gelirli ülkeler ile düşük ve orta gelirli ülkeler olurken alt orta gelirli ülkelerde önemli bir azalma yaşanmamıştır. Avrupa ve Merkez Asya’da net dış borç akımı 2011 sonrası azalırken 2012’den itibaren artışa geçmiştir. Türkiye’de ise 2011’de azalan net dış borç akımı 2012 itibarıyla artarak kriz öncesi seviyesini aşmıştır.

Grafik 7: Bazı Ülke Grubu ve Türkiye'de Kamu ve Kamu Garantili Dış Borçlanma **Kaynak:** World Bank, 2015b.

Avrupa Borç Krizi kamu borçlanma maliyetlerini olumlu yönde etkilemiştir. Orta gelirli ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerde yıl içinde yapılan kamu ve kamu garantili borçlanma faizleri dönem boyunca azalırken, orta üst gelirli ülkelerde sadece 2011 yılında artış söz konusudur. Avrupa ve Merkez Asya'da 2009'dan itibaren artan faizler 2011 yılından itibaren düşüş eğilimine girmiştir. Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da ise 2009 yılından itibaren artan faizler 2012'den itibaren düşmüştür. Türkiye'de ise söz konusu faiz, 2011 yılına kadar düşüş göstermiş ve 2012'de yükseldikten sonra tekrar düşüş trendine girmiştir. Kamu borçlanma faizinin düşmesinde özellikle gelişmiş ülkeler için son yıllarda düşen enflasyon ve enflasyon beklentisinin etkisi söz konusudur (IMF, 2015b:8).

4 Avrupa Borç Krizinden Çıkarılacak Dersler

Avrupa Borç Krizi, kamu sektöründe aşırı borçlanmanın ve yapısal reformların görmezden gelinmesinin sonucudur. Bu anlamda artan bütçe açıkları, mali kurallara uyulmaması, ertelenen reformlar ve rekabetçiliğin kaybedilmesi sonucunda Avro Alanı bir borç sarmalı içerisine girmiştir (Ulusoy ve Ela, 2014:102). Avrupa Borç Krizine girilmeden hemen önce uygulanan genişletici politikalar, krizin başlamasıyla yerini daraltıcı politikalara bırakmıştır. Dolayısıyla kriz sürecinde aşırı artan bütçe açıkları ve borç göstergeleri, Avro Alanı ülkelerinin politika alanında daralmaya neden olmuştur. Bu bağlamda borç krizine girmemek ve krizden etkilenmemek (direnci arttırmak) için, Avrupa borç krizi tecrübesi de dikkate alınarak, aşağıdaki öneriler sunulmuştur.

4.1 Güçlü Mali Yapı

Güçlü mali yapı, bir yandan krize girme olasılığını azaltırken diğer yandan krizlere karşı politika alanını genişletmektedir. Bu kapsamda Avrupa Borç Krizi tecrübelerinden yararlanmak adına Türkiye'nin ekonomik göstergelerindeki gelişmelerin Avro Alanı kriz ülkeleri ile karşılaştırması yapılmış ve Türkiye için dersler çıkartılmaya çalışılmıştır. Bu düşünceden hareketle Tablo 1 oluşturulmuştur.

	2003	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Türkiye M.Y. Bütçe Açığı /GSYH	-9,0	-4,4	0,8	-1,5	-2,8	-7,0	-2,6	-1,4	-2,1	-1,2	-1,3
Türkiye Borç Stoku/GSYH	67,7	59,6	46,5	39,9	40,0	46,0	42,3	39,1	36,2	36,3	33,5
AB 27 Bütçe Açığı/GSYH	-3,2	-2,9	-1,5	-0,9	-2,4	-6,9	-6,5	-4,4	-3,9	-3,3	-2,9
Yunanistan Bütçe Açığı /GSYH	-5,6	-7,5	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1	-8,9	-12,7	-3,5
Portekiz Bütçe Açığı/GSYH	-3,7	-4,0	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	-4,9	-4,5
AB 27 Borç Stoku/GSYH	61,9	62,2	61,5	58,9	62,2	74,5	80,2	82,7	85,5	87,4	86,9
AB 17 Avro Alanı Borç Stoku/GSYH	69,2	69,6	68,6	66,4	70,2	80,1	85,6	87,5	90,8	92,7	92,2
PIIGS Ülkeleri Borç Stoku/GSYH	68,4	67,9	68,0	68,0	75,0	89,6	102,	114,	122,	130,	129,

Tablo 1: AB Tanımlı Bütçe Açığı ve Borç Stokunun GSYH'ya Oranı **Kaynak:** Eurostat, 2015; HM, 2015.

Avrupa Borç Krizi'nin temelleri Tablo 1'e bakıldığında daha iyi anlaşılabilir. Tabloya göre, küresel kriz öncesi bile Yunanistan ve Portekiz bütçe açığı/GSYH oranı Maastricht kriterlerinin üzerindedir. Global Finansal Krizin etkisiyle uygulanan genişletici politikalar ve banka kurtarma paketleri sonucunda bütçe açığı ve borç yükü artmıştır. Daha sonra uygulanan daraltıcı politikalar (mali konsolidasyon) sonucunda bütçe açığı azalırken borç

stoku/GSYH oranında artış gerek AB 27 ve AB 17 gerekse de PIIGS ülkelerinde devam etmiştir. Bunun temel nedeni GSYH'nin azalması yanında kamu gelirlerinin de düşmesidir (De Grauwe, 2014:9).

Türkiye, 2001 ekonomik krizinin etkilerine karşı aldığı ekonomik istikrar politikalarıyla başarılı sonuçlar elde etmiştir. Bu durum Tablo 1'de yer alan bütçe ve borç oranlarına da yansımıştır. Nitekim 2004 yılından itibaren hem borç/GSYH hem de bütçe açığı/GSYH oranını Maastricht kriterlerine uydurmayı başarmıştır. 2009 yılında verilen yüksek bütçe açığı ise Global Finansal Krize karşı alınan önlemlerin bir sonucudur. Açıkça Türkiye son yıllarda mali disiplini sağlamış ve güçlü mali yapı ile ekonomik motivasyondan/güvenden üst düzeyde yararlanmıştır.

Global Finansal Krizden etkilenen Avro Alanı ülkeleri bu etkileri bertaraf etmek adına genişletici politikalar uygulamış, ancak bozulan mali dengeyi sağlamaları mümkün olmamıştır. Buna karşılık gelişmekte olan ülkelerin birçoğu, krize karşı genişletici önlemler alıp başarılı olmuşlardır. Avro Alanında yüksek bütçe açığı ve borçlanma bir yandan ülke riskini arttırarak ülkelerin borçlanma maliyetlerini arttırmış, diğer yandan da politika alanını kısıtlayarak krize müdahale etme kabiliyetini azaltmıştır. Ayrıca, kısa vadeli, yabancı para cinsinden ve değişken oranlı borca sahip ülkelerin dış şoklara karşı daha kırılgan olduğu göz önüne alındığında (IMF, 1998:80,83), Türkiye'nin kamu sektörü borcunun genelde uzun vadeli ve GSYH'ya oranla makul seviyede olmasının önemi bir kez daha ortaya çıkmıştır.

Bu bakımdan Türkiye, güçlü mali yapısı ile söz konusu krizi atlattırıştır. Buna ilaveten Global Kriz Türkiye ekonomisinde negatif etki yapmasına karşın, Türkiye bir kriz ülkesi olmaktan kısa sürede kurtulmuştur, denebilir. Önümüzdeki dönemlerde de Türkiye daha ucuza borçlanabilmek ve borç krizine girmemek adına güçlü mali yapısını korumalıdır. Güçlü mali yapı iç ve dış şoklara karşı ülkenin kırılganlığını da azaltacaktır. Nitekim önemli kredi derecelendirme kuruluşlarından birinin değerlendirilmesinde "Türkiye'nin güçlü mali yapısının krizlere karşı kırılganlığı azalttığı" vurgulanmıştır (Moody's, 2014:45).

4.2 Küresel Rekabet Gücü

Küreselleşme ve dışa açılma ile global pazardan pay alabilmek için rekabetçi yapıyı güçlendirmek gerekiyor. Küreselleşme ile birlikte artan uluslararası ticaret akımları, rekabetçiliği global piyasada var olabilmenin anahtarı haline getirmiştir. Bu açıdan bakıldığında rekabet gücünü arttırmak; verimliliği ve üretilen mal ve hizmetlerin katma değerini yükseltmek, refah düzeyini arttırabilmek ve vatandaşların yaşam standartlarını iyileştirebilmektir (Ulusoy ve Ela, 2014:102).

Avrupa borç krizinin temelinde yer alan en önemli faktörlerden birisi rekabetçiliğin Avro Alanı çevre ülkelerinde gerilemesidir. Bu açıdan Tablo 2'ye bakıldığında Avro Alanı çevre ülkeleri olan İrlanda, İspanya, İtalya, Portekiz ve Yunanistan rekabetçilikte oldukça geri kalmışlardır. Krizle birlikte işgücü ücretlerinde düşüşe zorlanan söz konusu ülkeler, yapısal reformlarla da rekabetçiliği desteklemeye çalışmaktadırlar. Bu durum Tablo 2'ye de yansımıştır.

Yıllar Ülkeler	2006-2007 Sıra/Puan	2008-2009 Sıra/Puan	2009-2010 Sıra/Puan	2010-2011 Sıra/Puan	2011-2012 Sıra/Puan	2013-2014 Sıra/Puan	2014-2015 Sıra/Puan
Almanya	9/5,75	7/5,46	7/5,37	5/5,39	6/5,41	4/5,51	5/5,49
Fransa	15/5,66	16/5,22	16/5,13	15/5,13	18/5,14	23/5,05	23/5,08
İrlanda	23/5,46	22/4,99	25/4,84	29/4,74	29/4,77	28/4,92	25/4,98
İspanya	25/5,42	29/4,72	33/4,59	42/4,49	36/4,54	35/4,57	35/4,55
İtalya	48/4,70	49/4,35	48/4,31	48/4,37	43/4,43	49/4,41	49/4,42
Portekiz	34/5,22	43/4,47	43/4,40	46/4,38	45/4,40	51/4,40	36/4,54
Yunanistan	40/4,96	67/4,11	71/4,04	83/3,99	90/3,92	91/3,93	81/4,04
Türkiye	59/4,14	63/4,15	61/4,16	68/4,49	58/3,62	56/4,75	45/4,46

Tablo 2: Seçilmiş Avro Alanı Ülkelerinin Küresel Rekabet Endeksleri **Kaynak:** WEF (2006:19; 2008:10; 2009:13; 2010:15; 2011:15; 2013:15; 2014:13).

Tablo 2'ye göre Avro Alanı çevre ülkeleri, borç krizinden hemen önce rekabetçiliklerini kaybetmişlerdir. Artan iç taleple birlikte düşen rekabetçilik gücü ülkelerin cari açıklarının artmasına yol açmıştır (Comujnale ve Hessel, 2014:1). Cari açıklar ise çevre ülkelerin borçlarını arttırmıştır (ECB, 2012:10). Son dönemlerde ise yapılan reformlar ve ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte rekabetçiliğin arttığı göze çarpmaktadır.

Türkiye, kriz öncesinde ve kriz süresince rekabetçilik sıralamasında gerilemesine karşın, puan olarak 2013 dönemi hariç, artış yaşamıştır. Diğer yandan PIIGS ülkeleri ile karşılaştırıldığında, PIIGS ülkelerinde rekabetçilik azalırken Türkiye'nin rekabetçiliğinin son zamanlarda arttığı görülmektedir. Bu bakımdan Türkiye, rekabetçiliğini arttıracak politikalara önem vermelidir. Böylece bir yandan cari açıkta düzelme sağlanarak kırılganlık azaltılabilecek, diğer yandan da borçlanma düzeyini kontrol altında tutarak politika alanı genişletebilecektir.

4.3 Güçlü Finansal Sistem

Avrupa Borç Krizinin temel nedenlerinden birisi olan denetim yetersizliği güçlü finansal sistemin borç krizini önlemek için önemini ortaya çıkarmıştır. Nitekim Avro Alanı bankalarının konut sektörüne verdikleri aşırı kredilerin geri dönmemesi ve bilançolarındaki toksik varlıklardan dolayı uğradıkları kayıplar sonucu birçok banka batma noktasına gelmiş ve söz konusu bankalara devletlerce kurtarma paketleri verilmiştir. Bu durum sonucunda özel borçlar kamu borcuna dönüşmüş (Brok ve Langen, 2012:191) ve kamu borçları aşırı derecede artmıştır. Bu açıdan bakıldığında Türkiye’de bankacılık sektörünün krizlere karşı direncinin artırılması Avrupa Borç Krizi benzeri bir krizi önlemek için önemlidir. Finansal sistemin ne ölçüde sorun yaşadığını anlayabilmek için takipteki alacaklara bakmak gerekir. Türkiye’de bankacılık sisteminde takipteki alacaklar Tablo 3’de verilmiştir.

	Ara.2010	Ara.2011	Ara.2012	Ara.2013	Ara.2014
Takipteki alacaklar (milyar TL) (Türkiye)	19,9	18,9	23,4	29,6	36
Takipteki alacaklar/Toplam kredi (Türkiye)	3,5	2,6	2,7	2,6	-
Takipteki alacaklar/Toplam kredi (AB 27 ortalaması)	6,7	7,5	8,9	10,5	-
Takipteki alacaklar/Toplam kredi (PIIGS Ülkeleri ortalama)	8,3	11,4	15,7	18,4	18

Tablo 3: Takipteki Alacaklar *Kaynak: BDDK (2014b:2; 2014a:6,20; 2013:13,35; 2012:6,35; 2011a:12,27; 2010:2,20). World Bank, 2015b.*

Tablo 3’e göre, takipteki alacaklar miktar olarak son yıllarda artış göstermiştir. Takipteki alacakların artması, verilen kredilerin sorgulanması gerekliliğini ortaya koymaktadır. Çünkü Avrupa Borç Krizinin temelinde ABD konut piyasasından doğan krizle birlikte İspanya ve İrlanda’da konut piyasasında verilen kredilerin geri dönmemesi yatmaktadır. Ancak konut fiyatlarında yıllık %18 düzeylerine ulaşan artış oranı (TCMB, 2015) İspanya’da krizden önce yaşanan konut balonu (konut fiyatı artışı)’ndan daha fazladır (Ulusoy ve Ela, 2014:106). Son yıllarda Türkiye’de verilen konut kredisi artmakla birlikte temerrüt riskini ortaya koyan takibe dönüşme oranının konut kredileri için düşük kalması (BDDK, 2014b:15), konut balonunu Türkiye için önemli bir problem olmaktan çıkarmaktadır. Ancak bu durum Türkiye’de inşaat sektörü bazlı büyümenin sorgulanmasının ve konut fiyatlarının kontrol edilmesinin gerekliliğini gözardı etmek anlamına gelmemektedir.

4.4 İhracat Çeşitlendirmesi

Dışa açıklığın, dış şoklara karşı kırılganlığı artırıp artırmadığı literatürde tartışmalı (bkz. Calderon vd., 2008; Cavallo ve Frankel, 2008) olsa da dış şoklara karşı kırılganlığa etkisi ihracatın yapısına (çeşitliliğine) bağlıdır (Haddad vd., 2012). Bu anlamda ihracat fiyatları, gümrük tarifeleri ve uluslararası taşıma maliyetlerinde azalma, ihracat potansiyelini artırmaktadır. Ayrıca, firmalara ihracat kolaylığı (trade facilitation) sağlanması, ihracatta pazara erişimi kolaylaştırmaktadır (Shepherd, 2010). Diğer yandan ihracatta coğrafi çeşitlilik (ihracat yapılan ülke çeşitliliği) yanında ürün çeşitliliği de ihracatı artıran ve dış şoklara karşı kırılganlığı azaltan diğer bir faktördür (Haddad vd., 2012).

Bu bağlamda, Avrupa Borç Krizi sonucunda Türkiye’nin Avro Alanı’na ihracatının azalması (Tablo 1) bir yandan ihracatın büyümeye katkısını azaltırken diğer yandan Avro Alanı’na ihracat yapan sektörlerde istihdamı olumsuz etkilemektedir. Bu etkileri bertaraf etmek adına Türkiye ihracatta coğrafi çeşitlendirmeye giderek Kuzey Afrika, Yakın ve Orta Doğu ülkelerine ihracatı artırmıştır. Ancak coğrafi çeşitlendirme tek başına yeterli değildir. Nitekim Kuzey Afrika ve Orta Doğu ülkeleri ile Avrupa Birliği ülkeleri tüketicilerinin talep ettikleri ürünler farklılaşabilmektedir (Vural, 2012:52). Bu açıdan Türkiye’de yapılan ihracatta coğrafi çeşitlendirme yanında ürün çeşitlendirmesine de önem vermek ülkenin Avrupa Borç Krizi gibi dış şoklara karşı direncini arttıracak (ya da kırılganlığını azaltacak) ve bu açıdan ülkenin büyüme oranları krizlerden daha az etkilenecektir.

5 Sonuç

Avrupa Borç Krizi, Avro Alanı ülkelerinde gerek kamu sektörü ve gerekse de özel sektörün aşırı borçlanması bir sonucudur. Borçlanma sürecinde özel sektöre aşırı kredi verilirken, kamu sektörü de düşük faizler dolayısıyla yapısal reformları ertelemiş ve bu nedenle rekabetçiliği azaltmış, cari açığı ve borçları artırmıştır.

Ayrıca, ABD mortgage piyasası toksik kağıtlarından bilançolarında bulunduran Avro Alanı bankaları Global Finansal Krizden olumsuz etkilenmiş ve devletlerce bu bankalara kurtarma paketleri verilmiştir. Bu yolla daha da artan kamu borçları artık sürdürülemez olmuş, Yunanistan’ın açıklamasıyla artan risk algısı sonucunda sermaye özellikle PIIGS ülkelerinden kaçmış ve bu ülkelerin borçlanma maliyetleri artmıştır. Böylece Avro Alanı krize girerek ekonomileri global olarak etkilemiştir.

Avrupa Borç Krizi, global ekonomiyi genel olarak finansal ve ekonomik (özellikle ticari akımlar) yolla etkilemişken, Avro Alanı daha çok finansal yolla krizden etkilenmiştir. Avro Alanı dışındaki ülkeler ise çoğunlukla ticaret kanalıyla krizden etkilenmişlerdir. Bu etkileşim sonucunda global olarak ekonomik büyüme, ihracat, istihdam, enflasyon ve finansal akımlar azalmıştır. Tüm dünyayı etkileyen Avrupa Borç Krizinin Türkiye'ye etkisi ise genel eğilime yakındır. Nitekim Türkiye'nin ihracatı ve büyümesi Avrupa Borç Krizinden etkilenerek azalmış, işsizlik artmış, enflasyon belli dönemlerde azalmıştır. Belirtmekte yarar var ki, Türkiye Avrupa Borç Krizinden etkilenmesine rağmen içsel bazı dinamikler (gıda fiyatları artışı, hızla artan işgücü, iç talebe yönelik büyüme gibi) krizin etkisinin netleşmesini önlemiştir.

Diğer yandan düşen enflasyon global olarak devletlerin uzun dönem borçlanma faizinin azalmasına zemin hazırlamıştır. Özel sektöre verilen yurtiçi kredilerde ise Avro Alanı'nın aksine bir azalma olmamış, birçok ülkede artış yaşanmıştır. Dolayısıyla Avrupa Borç Krizi, daha çok gelişmiş ülkeleri (özelde ise Avro Alanını) finansal yolla, Avro dışındaki ülkeleri ekonomik yolla olumsuz etkilemiştir.

Türkiye, Avrupa Borç Krizinden negatif etkilenmiş ve krize karşı birtakım önlemler almıştır. Türkiye'nin güçlü mali yapısı ve jeopolitik konumunun yardımıyla alınan önlemlerin önümüzdeki dönemlerde de sürdürülebilmesi, Türkiye'de bir borç krizinin yaşanma ihtimalinin azaltılması ve krizlere karşı direncinin artırılması için bazı öneriler sunulabilir.

Bunlar; güçlü mali yapının sürdürülerek krizlere karşı politika alanını genişletilmesi ve krize girme ihtimalinin azaltılması; rekabetçiliğin arttırılarak cari açık ve borçlanmanın azaltılması, bu yolla güçlü mali yapının korunması ve makroekonomik kırılganlığın azaltılması; güçlü ve iyi denetlenen finansal sektör ile özel sektörden kamuya sıçrayabilecek olası bir -Avro Alanı benzeri- krizin önlenmesi; ihracatta çeşitlendirmeye gidilerek olası bir dış şokun (krizin) ticari yolla ülkeye vereceği zararı azaltmaktır.

(*)**PIIGS**, ekonomik kriz içindeki ülkeler Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya'yı belirtmek için son dönemde kullanılan kısaltmadır.

Kaynakça

- Abiad, Mishra ve Topalova, 2011. "How Does Trade Evolve in the Aftermath of Financial Crises?", *IMF Working Paper*. **WP/11/3**.
- Acharya, Elsert, Eufinger ve Hirsch, 2014. "Real Effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans", <http://www.cepr.org>.
- Allegret, Raymond ve Houda, (2014). "The Impact of the Global and Eurozone Crises on European Banks Stocks Some evidence of Shift Contagion", *Economix Working Paper*, **No. 2014-24**.
- Arısoy, 2012. "Türkiye Ekonomisinde İktisadi Güven Endeksleri ve Seçilmiş Makro Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Var Analizi", *Maliye Dergisi*, 162, p. 304-315.
- BDDK, 2014b. Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Sayı2014/2. www.bddk.org.tr (10.06.2015).
- BDDK, 2014a,2013, 2012, 2011a, 2010. Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü. www.bddk.org (01.012015).
- BDDK, 2011b.. Finansal Piyasalar Raporu. Sayı 21, <http://www.bddk.org.tr> (12.06.2014).
- BDDK, 2004. Bankacılık Sektörü Temel Değerlendirme Raporu Haziran 2004. <https://www.bddk.org.tr> (10.06.2015).
- Brok ve Langen, 2012. "Sustainable Growth for Europe: The Four Crisis and a Call For Reform", *European Wiew*, **11**, p.189-199.
- Candelon. ve Palm 2010. "Banking and Debt Crises in Europe: The Dangerous Liaisons", *De Economist*, 158(1), p. 81-99.
- Caruana ve Andjiev, 2012. Sovereign Creditworthiness and Financial Stability: An International Perspective. *Financial Stability Review*, **16**, 71-85.
- Comunale, ve Hessel, 2014. "Current Account Imbalances in the Euro Area: Competitiveness or Financial cycle?" *DNB Working Paper*, **No. 443**.
- Calderón, Loayza, Norman ve Schmidt-Hebbel, 2008. "Does Openness Imply Greater Vulnerability? Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality", *Journal of International Money and Finance*, **27**, p. 1430-1452.
- Cavallo ve Frankel, 2008. "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality", *Journal of International Money and Finance*, **27**, p. 1430-1452.
- De Grauwe 2010. "The Financial Crisis and the Future of Eurozone". *Bruges European Economic Policy Briefing*, **No. 21**, pp. 1-12.
- De Grauwe, 2014. "Macroeconomic Policies in the Eurozone since the Sovereign Debt Crisis", *Euroforum KU Leuven*.
- De Grauwe ve Ji, 2013. "Panic-Driven Austerity in the Eurozone and Its Implications", <http://www.voxeu.org> (10.09.2014).
- European Commission, 2014. "European Economic Forecast" *European Economy*, **3/2014**. <http://ec.europa.eu> (08.08.2014).

- European Commission, 2015. "Commission Staff Working Document", *Report on the Euro Area*.
- European Commission, 2010. Regional Economic Outlook. October. <http://ec.europa.eu>
- Everett, 2015. "International Liquidity and the European Sovereign Debt Crisis: Was Euro Area Unconventional Monetary Policy Successful?", *Grant-in-Aid for Scientific research Working Paper*, No. 23.
- Ebrahimi, Zamani ve Tayebi, 2014. "Effects of European Sovereign Debt (Leverage) Crisis on Bilateral Trade Flows", *International Journal of Business and Development Studies*, 6(2), p. 59-80.
- Eurostat, 2015. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics
- El-Erian, 2012. "When Western Sovereign Risk is in Play" *Financial Stability Review*, 16, 29-36.
- European Comission, 2012. "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy* 9|2012.
- Guerrieri, 2013. "The Rise of Unemployment in the Eurozone: The Worst of the Crisis is Not Over" in Think Tank 20: The G-20 and Central Banks in the New World of Unconvetional Policy, p.51-54.
- Haddad, Lim, Pancaro, ve Saborowski, 2012. "Trade Openness Reduces Growth Volatility When Countries AreWell Diversified", *ECB Working Paper Series* No. 1491.
- Hazine Müsteşarlığı, 2015. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?>
- IMF, 2015c. Direction of Trade Statistics, <http://elibrary-data.imf.org/DataReport.aspx?c=1449304&d=33061&e=170921> (Erişim: 30.06.2015).
- IMF, 2015b. **World Economic Outlook**. April 2015, IMF, Washington.
- IMF, 2010. Regional Economic Outlook. <http://www.imf.org>.
- ILO, 2015a. **World Employment and Social Outlook**. ILO Publishing, Washington.
- IMF 1998. "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability" in *World Economic Outlook Financial Crises: Causes and Indicators*, p. 74-79.
- Kiendrebeogo, 2012. "How do Financial Crises affect Trade Flows". *University of Auvergne Working Paper*.
- Lane, (2012). "The European Sovereign DebtCrisis", *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3), p. 49-67.
- Moody's, 2014. External Vulnerabilities, Exposures, Mitigates and Credit Supports, Moody's Investors Service Special Com-ment, <https://www.moodys.com> (06.04.2014).
- NIELSEN, 2015. Consumer Confidence Report Quarter 4 2014. <http://www.nielsen.com>.
- Neri ve Ropele, 2015. "The Macroeconomic Effects of the Sovereign Debt Crisis in the Euro Area", *Banca D'Italia Working Papers*, Number 1007.
- Na Minjun ve Wen, 2013. "Impacts of the Euro Sovereign Debt Crisis on Global Trade and Economic Growth: A General Equilibrium Analysis Based on GTAP Model", *Chinese Economy of Sciences Working Paper*.
- Prinz ve Beck, 2012. "Fighting Debt Explosion in the European Sovereign Debt Crisis", *Intereconomics*, 3, p. 185-189.
- Schmidt ve Weigert, 2013. "Weathering the Crisis and Beyond: Perspectives for the EuroArea". *International Tax Public Finance*, 20, 564-595.
- STLOISFED, 2012. The Global Economy and the European Sovereign Debt Crisis. *OMFIF Golden Series Lecture*. London.
- Stracca, 2013. "The Global Effects of the Euro Debt Crisis", *ECB Working Paper Series*. No 1573.
- Shepherd, 2010. "Geographical Diversification of Developing Country Exports", *World Development* 38(9), p. 1217-1228.
- Tichy, 2012. "The Sovereign Debt Crisis: Causes and Consequences", *Austrian Economic Quarterly*, 2, 95-107.
- Ulusoy ve Ela, 2014. "Avrupa Borç Krizi ve Türkiye İçin Öneriler", *Emek ve Toplum*. 3(3), p. 77-114.
- Volz, 2012. "Lessons of the European Crisis for Regional Monetary and Financial Integration in East Asia", *ADB Working Papers*, No. 347.
- WEF, (2006, 2008, 2009, 2010, 201, 2013, 2014). **The Global Competitiveness Report**, Genova.
- World Bank, 2014. Turkey Regular Economic Note, December 2014.
- World Bank, 2015a. **International Debt Statistics**. The World Bank Publishing, Washington.
- World Bank 2015b. <http://data.worldbank.org/indicator/global>.
- Vural (2012). "Krizin Türkiye'ye Yansıması", in AB Krizi ve Türkiye'ye Olası Yansımaları, p. 51-56.
- TCMB,2015. Konut Fiyat Endeksi, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kfe/KFE.pdf> (04.07.2014).