

BORÇ KRİZİNDEKİ GIIPS

Belgin AKÇAY*

*7 Haziran 2013 tarihinde alındı; 20 Aralık 2013 tarihinde revize edildi;
24 Aralık 2013 tarihinde kabul edildi.*

Özet

2007 Ağustos ayında başlayan küresel ekonomik krizin odak noktası, finans ve finansal piyasalardır. 2010 yılında ise, küresel finansal kriz, Avro Bölgesinde devlet borç krizine dönüşmüştür. Yunanistan'dan başlayarak, borç krizi diğer Avro Bölgesi ülkelerinin (özellikle İrlanda, Portekiz ve İspanya) kamu kağıtları üzerinde yoğun baskı yaratmıştır. Böylece Yunanistan'ın sorunları Avro Bölgesini saran bir krize dönüşmüştür. Kriz, bu ülkeleri yüksek bütçe açıkları ve kamu borcu ile vurmuştur. Yine hızla artan cari açık düzeyine ve Avro Bölgesi ortalamasının üzerinde enflasyon oranlarına sahip olan kriz ülkeleri, önce güçlü talep şoku yaşamışlardır. Bu talep şokunun kaynakları ise, kriz ülkeleri arasında farklılık göstermektedir. Kırılgan ekonomik yapıya sahip olan Yunanistan ve Portekiz'de kredi patlaması ile gevşek maliye politikası uygulaması aynı dönemde yaşanmıştır. İrlanda ve İspanya, önce kredi patlaması yaşamışlar ve spekülative konut balonu oluşmuştur. Spekülative balon patladığında, her iki ülke hükümeti de mali sıkıntıya giren bankacılık sektörünü mali destek vermiş ve kamu borç stokunun artmasına zemin hazırlamışlardır. Yaşanan şokların sonucunda, reel döviz kuru değerlenmiş, cari açıklar artmıştır.

Anahtar Kelimeler: *Avro Bölgesi, GIIPS, borç krizi.*

JEL Sınıflandırması: *C45, F32, C45, E52, E61, H63.*

* Prof. Dr., Ankara Üniversitesi, Hukuk Fakültesi.

GIIPS in the Sovereign Debt Crisis

*Received 7 June 2013; revised 20 December 2013;
accepted 24 December 2013.*

Abstract

Finance and financial markets were at the heart of the global economic crisis that began in August 2007. 2010 has seen the transformation of the global financial crisis into a sovereign debt crisis in the Eurozone. Starting from Greece, the debt crisis has put intense pressure on the bonds of other Eurozone countries, most notably Ireland, Portugal and Spain. Thus the Greek problem has become an Eurozone-wide problem. The crisis has hit these countries with large public deficits and debts. It also happens that they have undergone increasingly large current account deficits. Another feature of these countries has been their inflation rates, which have exceeded those in the rest of the Eurozone. All crisis countries have experienced a strong domestic demand shock. This shock, in turn, may have different causes. In Greece and Portugal fiscal policy has been mostly easy during this period along with credit boom. Ireland and Spain have undergone a credit boom and housing price bubble; when the bubble burst, both countries have had to bail banks out. In all these cases, the real exchange rate appreciation and the current deficits appear as consequences of these shocks.

Keywords: Eurozone, GIIPS, sovereign debt crisis.

JEL Classification: C45, F32, C45, E52, E61, H63.

Giriş

Bugün dünyanın en güçlü ve en ileri düzeyde bütünleşmiş ekonomik bloku olan Avrupa Birliği (AB), son beş yılını krizle geçirmiştir ve 2013 yılında da krizin üstesinden geleceği gibi görünmemektedir. Küresel finans krizle başlayan bu süreç, Avrupa Birliği'nin en büyük siyasi ve ekonomik başarılarından biri olan avronun geleceğinin sorgulandığı bir krize evrilmiştir. Avro Bölgesinde özellikle 2010'da başlayan borç krizi ile birlikte, AB çapında taşlar yerinden oynamıştır. Birliğin mimarisi yeniden şekillenirken, daha güçlü bir ekonomik ve parasal birliği sağlama yönünde başlatılan yeniden yapılanma sürecinin maliyeti de hayli yüksek görünmektedir.

Alınan tüm önlemlere rağmen, yaşanan krizi yakın gelecekte sona erdirecek bir çözüme de henüz ulaşılmadığı açıktır ve bunun doğal sonucu, Avrupa ekonomisinin istikrara ne zaman kavuşacağını hala belirsizliğini korumasıdır. Çok sayıda üye ülkenin resesyona girdiği, işsizlik oranının daha önce

görülmemiş düzeylere yükseldiği Avrupa Birliği'nde toplumsal tansiyon da giderek yükselmektedir.

Girdikleri devlet borç krizleriyle dünya gündemine oturan Avro Bölgesi'nin kriz ülkeleri (kısaca GIIPS), borç krizinin yayılmaya başladığı 2010 yılı sonu itibarıyla, Avro Bölgesinin toplam GSYİH'nın 1/3'üne, toplam kamu borcunun ise yaklaşık %40'na sahip idi. Bu çalışmada, Avro Bölgesinin borç krizine giren ülkelerinin kriz öncesi dönemde ekonomilerinde yaşanan benzerlikler ve farklılıklar üzerinde durulmakta ve krize girmelerinin ortak nedenleri analiz edilmektedir.

1. GIIPS'ler ve Avro Bölgesi

Bugün borç krizi ile dünya gündemini meşgul eden Avro Bölgesi, dünyanın en büyük ticaret bloku olan Avrupa Birliği (AB) içinde yer alan ekonomik ve parasal birlik alanıdır. Gönüllülük esasıyla oluşturulmuş ve giderek derinleşen bir uluslararası ekonomik entegrasyon projesi olan AB, 1957 yılında kurulmasına karşılık, ekonomik ve parasal birlik alanının oluşumu AB'nin kuruluşundan yaklaşık 40 yıl sonra gerçekleşmiştir. Halihazırda 27 üyeli AB'nin 17 üyesi, Avro Bölgesinde yer almakta olup ekonomik ve parasal birlik alanı, bugün toplam AB üretiminin 3/4'ünü gerçekleştirmektedir.

Avro Bölgesinin devlet borç krize giren (İrlanda, İspanya, İtalya, Portekiz ve Yunanistan) ve potansiyel kriz ülkesi olarak kabul edilen İtalya, kısaca GIIPS olarak anılmaktadır. İtalya hariç, diğer GIIPS'ler Avrupa Birliği (AB) kurulduktan sonra farklı zamanlarda üye olmuşlardır.¹ İtalya ise, AB'nin kurucu üyelerindedir ve dünyanın en büyük ekonomilerinden oluşan G-8² grubunda yer almaktadır.³ Ancak Yunanistan hariç, GIIPS'lerin tümü 1 Ocak 1999 yılında ekonomik ve parasal birlik oluşturulduğunda Avro Bölgesine katılırken, Yunanistan 2001 yılında parasal birlik üyesi olmuştur.

Bugün 27 üyeli olan AB üyelerinin tümü, Avro Bölgesinde yer almamaktadırlar. Danimarka, İngiltere ve İsveç hariç diğer üye ülkeler, katılım için gereken koşulların tümünü henüz yerine getiremedikleri için Bölgenin dışındadırlar. Aslında GIIPS ülkelerinin hepsi de, Avro Bölgesine katıldıkları tarihte yakınlaşma

¹ İrlanda 1973 yılında, Yunanistan 1981 yılında, İspanya ve Portekiz 1986 yılında AB'ye tam üye olmuşlardır.

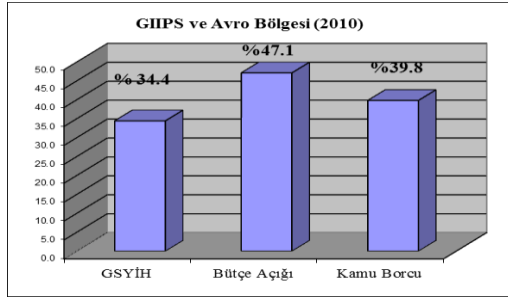
² 1973 yılında yaşanan petrol şoku sonrasında dünyanın en gelişmiş ve demokratik altı ülkesi arasında yapılmaya başlayan toplantılar, 1975 yılında daha düzenli hale getirilmiş (G-6), 1976 yılında Kanada'nın ve 1997 yılında Rusya'nın katılımıyla gruptaki ülke sayısı sekize yükselmiştir (G-8). 2011 yılı sonu itibarıyla G-8 grubu, GSYİH (SAGEP) cinsinden dünya üretiminin %42,5'lük kısmını üreten bir ekonomik büyüklüğe sahiptir.

³ Aslında 2011 yılı sonu itibarıyla ekonomik büyüklük açısından, dünya sıralaması 1970'li yıllardan farklıdır ve Çin ikinci sıradaki ve Brezilya yedinci sıradaki dünyanın büyük ekonomileridir.

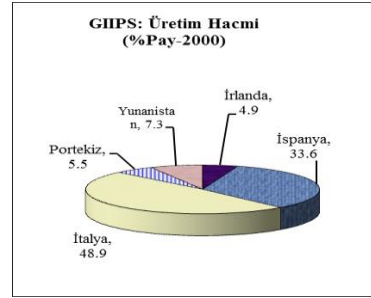
kriterlerinin özellikle mali kriterlerin (kamu borcu ve bütçe açığı kriterleri) tamamını karşılayamamışlardır. Parasal birliğin ilk oluşturulduğu tarihte pek çok AB üyesi, parasal kriterleri ve diğer katılım koşullarını yerine getirmelerine rağmen, mali kriterleri karşılamada sorunları olmuştur. Bu nedenle AB yönetiminin, Avro Bölgesinin ilk oluşum aşamasında bu kriterler esnetilerek uygulanmıştır (Akçay, 2006: 14-32).

Girdikleri devlet borç krizleriyle gerek AB gerek dünya gündemine oturan GIIPS'ler, borç krizinin yayılmaya başladığı 2010 yılı sonu itibarıyla, Avro Bölgesinin 9,2 trilyon avroluk üretim hacmi içinde %34,5 oranında paya sahiptirler (Grafik 1). Özellikle İtalya ve İspanya, parasal birlik alanının üçüncü ve dördüncü büyük ekonomileridir ve toplam GIIPS toplam üretiminin de %80'ninden fazlasına yaratmaktadır (Grafik 2).

Grafik 1



Grafik 2



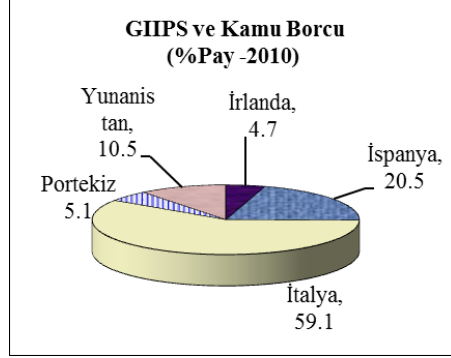
Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

GIIPS'ler, 17 üyeli Avro Bölgesinin 2010 yılı sonu itibarıyla 550 milyar avro olan toplam bütçe açığının yaklaşık yarısına ve 7,8 trilyon avro düzeyindeki toplam kamu borcunun ise yaklaşık %40'na sahiptirler. Öte yandan artan ekonomik entegrasyonun sonucu olarak, aynı yılın başında GIIPS'lerin ihraç ettikleri menkul kıymet stokunun %89'u, Avrupa bankacılık sisteminde, özellikle Avro Bölgesi bankacılık sisteminde tutulmakta idi.⁴ Bu durum, uluslararası piyasalarda GIIPS krizinin Avro Bölgesi krizi olarak algılanmasının başta gelen nedeni olmuştur. GIIPS'lerin toplam kamu borcunun yarısından fazlası ise, İtalya'ya aittir. İkinci sırada ise %20,5 düzeyindeki payı ile İspanya gelmektedir (Grafik 3). Grafik 4'den

⁴ BIS'e göre en çok GIIPS debtini tutan ülkeler, 2010 yılının ilk çeyreğinin sonu itibarıyla (mutlak veriler), Fransa (842 milyar dolar) ve Almanya (652 milyar dolar) idi. Bu ülkeleri İngiltere (380 milyar dolar), Hollanda (208 milyar dolar) ve A.B.D. (140 milyar dolar) takip etmekte idi (Estenssoro, 2010: 2).

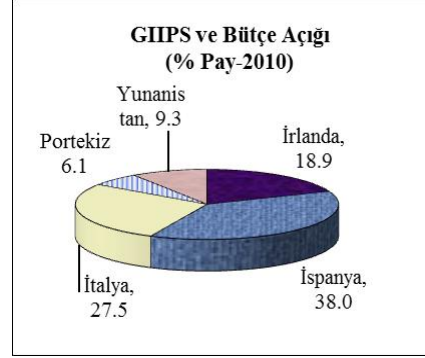
görüldüğü üzere GIIPS'lerin toplam bütçe açığının yarısından fazlası, yine İspanya ve İtalya'ya aittir.

Grafik 3



Kaynak: Eurostat (2010).

Grafik 4



Kaynak: Eurostat (2010).

Avro Bölgesinin ilk borç krizine giren ülkesi olan Yunanistan ise, toplam Avro Bölgesinin borcu ve bütçe açığı içinde çok küçük paya sahiptir (sırasıyla % 4,1 ve % 4,4). Yunan borç krizinin AB'nin supranasyonal kurumlarınca ciddiye alınmaması ve Avro Bölgesinin ileri düzeyde ekonomik entegrasyona sahip bir bölge oluşunun gözardı edilmesi, Yunanistan'ın krize girmesinden kısa bir süre sonra Avro Bölgesini, Yunanistan'a göre yaklaşık 10 kat daha büyük olan ve giderek çevrilebilir olmaktan uzaklaşan bir kamu borç stoku ile karşı karşıya bırakmıştır. Söz konusu dönemde küresel finansal krizin şokunu henüz atlatamamış olan uluslararası finansal piyasalarda, Yunanistan'ın borcunu ödeyemeyeceği endişesinin giderek artmasıyla, uluslararası yatırımcının gözü, yüksek dış borca sahip diğer Avro Bölgesi ülkelerine çevrilmiştir. Uluslararası dereceleme kuruluşlarının (Moody's, Standard and Poors and Fitch) arka arkaya bu ülkelerin de kredi derecelerini düşürmeye başlamalarıyla⁵, Yunan krizi öncesinde en yüksek kredi derecesine sahip olan bu ülkeler, riskli ülkeler grubuna dahil olmuşlardır. Artan fonlama maliyetleriyle, vadesi gelen borçların çevrilebilir olmaktan uzaklaşması sonucunda Avro Bölgesinde borç krizine giren ülke sayısı giderek artmıştır. Sonuçta sırasıyla Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya'nın devletleri temerrüde düşmüştür. Halihazırda İtalyan devletinin resmen temerrüde düşmesi söz konusu

⁵ GIIPS'lerin kredi derecelerinin seyri ile ilgili bkz. BBC News Business (2012a), The Guardian (2011), BBC News Business (2012b).

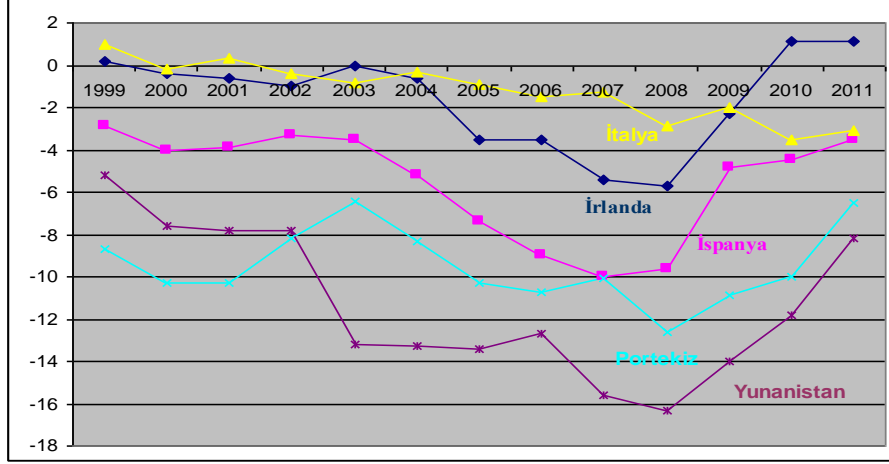
değildir. Ancak İtalya da uluslararası piyasalarca potansiyel kriz ülkesi olarak görülmektedir. Ayrıca uluslararası dereceleme kuruluşlarınca diğer GIIPS'ler gibi riskli ülke kategorisine konulmuştur. Bu nedenle halihazırda diğer temerrüde düşen ve borç krizine giren ülkelerin koşullarında devlet tahvili ihraç etmektedir.

2. GIIPS'lerin Ortak Özellikleri

GIIPS ekonomileri arasında büyüklük açısından ve yaşadıkları ekonomik sorunların düzeyi ve süresi açısından farklılıklar olmasına rağmen, kriz öncesinde büyük ölçüde benzer trendler sergilemişlerdir. Kriz, tüm GIIPS'leri yüksek dış borç ile vurmuştur. Yine tüm GIIPS'ler önce küresel krizin şokuna maruz kalmışlardır.

Kriz öncesi dönemde cari açıkların gösterdiği trend, GIIPS'lerin birinci ortak özelliğidir. Grafik 5'den görüldüğü üzere, GIIPS'lerin tümünde cari açıklar, kriz öncesi dönemde hızla genişleme trendine girmiştir. 2008 yılında bu ülkeler arasında en yüksek cari açık/GSYİH oranına sırasıyla Yunanistan (-%16), Portekiz (-%13) ve İspanya (-%10) sahiptir. Diğer taraftan Portekiz ve Yunanistan, diğer kriz ülkelerinden farklı olarak çok daha uzun süredir yüksek cari açıklara sahip olmuşlardır ve son 10 yıllık dönem dikkate alındığında cari açık oranı, Avro Bölgesi ortalamasının çok üzerinde seyretmiştir. Üstelik 1999 yılından beri her iki ülkenin cari açıklarının GSYİH içindeki payı, iktisat literatüründe genelde bir ekonomi için cari açıkların tehdit oluşturduğu eşik olarak kabul edilen %5 düzeyinin üzerinde kalmış ve genelde çift haneli seviyelerde seyretmiştir.⁶ Diğer kriz ülkelerinde ise, cari açık düzeyinin tehlike sınırını aşması 2000'li yılların ortalarından itibaren söz konusudur. Örneğin İspanya'nın cari açık/GSYİH oranı, tehlike sınırını 2004 yılından itibaren aşarken, İrlanda 2007 yılında geçmiştir. İtalya ise, diğerlerinden farklı olarak her ne kadar 2008 yılından beri cari açıkları düzenli ve hızlı şekilde artış trendi gösterse de, henüz tehlike sınırını aşmamıştır. Ama 2010 yılında ulaştığı -%4 seviyesi, İtalya'nın son 10 yıldan beri, karşı karşıya kaldığı en yüksek cari açık/GSYİH oranıdır.

⁶ Cari açık/GSYİH oranına ilişkin tehlike sınırına ilişkin daha fazla bilgi için bkz. Calvo ve Reinhart, (1999), IMF (2000) .

Grafik 5: GIIPS'lerin Cari açık/GSYİH Rasyosu (%)

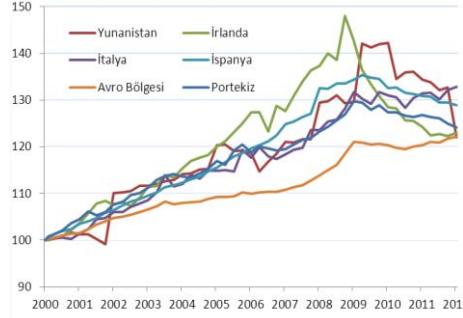
Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

GIIPS ekonomileri arasında ikinci orak özellik, işgücü maliyetlerinde görülmektedir. GIIPS'lerin tümünde, kriz öncesi dönemde işgücü maliyetlerinde düzenli artış yaşanmıştır. Artışın başta gelene nedeni ise, hepsinde de kamu kesiminin, uzun bir süreden beri işgücü verimliliğinin üzerinde yaptığı ücret artışları olmuştur. Doğal olarak özel sektör de, kamu sektörüne paralel hareket etmiştir. Grafik 6'da görüldüğü üzere bir üretim sürecinin başta gelen maliyet kalemlerinden biri olan iş gücü maliyetleri, GIIPS'lerde Avro Bölgesinin ortalamasının üzerinde seyretmiştir. Üretim maliyetlerinin yukarı yönlü hareket etmesinin sonucu, mal ve hizmet fiyatlarının artması olmuştur.⁷ Fiyat artışları Avro ortalamasının üzerinde olmuş ve dolayısıyla kriz öncesi dönemde kriz ülkelerinin tümünde, enflasyon düzeyi Bölge ortalamasının üzerinde seyretmiştir⁸ (Grafik 7)

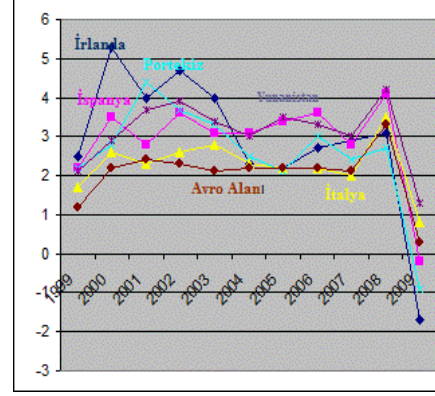
⁷ 2000 yılında enflasyon düzeyi, Avro Bölgesin enflasyon ortalamasının 2,5 katına çıkan İrlanda, en hızlı fiyat artışlarının yaşandığı yaşandığı ülke olmuştur. Bu yıla müteakip 2006 yılına kadar düşüş eğilimi izlese de, 2005 yılı hariç her zaman Avro Bölgesi ortalamasının üzerinde kalmıştır. bkz. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

⁸ GIIPS'ler arasında Portekiz'in enflasyon oranı, sadece 2005 yılında, İtalya'nın ise 2005 ve 2006 yıllarında Avro ortalaması ile aynı düzeydedir. 2001-2011 dönemi dikakte alındığında genelde Avro Bölgesinin üzerinde kalmıştır.

Grafik 6: Birim İşgücü Maliyetleri (*)
(2000=100) (%)



Grafik 7: Enflasyon Düzeyi



(*)Nominal

Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

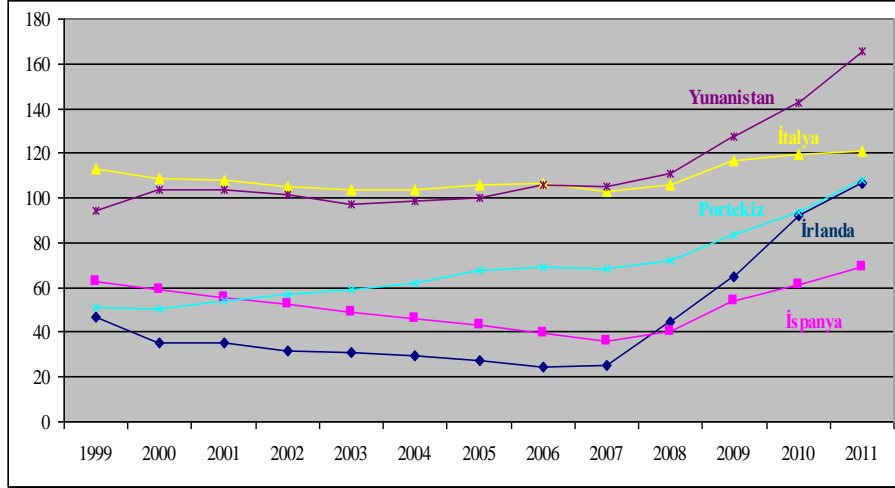
Avro Bölgesinin kriz ülkelerinin üçüncü ortak özelliği, borç krizine girmeden önce kamu borcu ve dış borç stoku açısından benzer trend göstermiş olmalarıdır. GIIPS'lerin tümünde kamu borcu/GSYİH oranı, son yıllarda yükseliş trendinde olup kamu borcuna ilişkin Avro Bölgesinin referans değerinin (%60) oldukça üzerindedir.⁹ 2009 yılı sonu itibarıyla GIIPS'ler arasında en yüksek kamu borcu/GSYİH oranına Yunanistan sahip olmuştur ve bu özelliğini takip eden yıllarda da muhafaza etmiş ve 2011 yılında %165,3 düzeyi ile tarihi rekorunu kırmıştır (Grafik 8). Onu sırasıyla İtalya, Portekiz, İrlanda ve İspanya izlemektedir. Ancak diğer GIIPS'lerden farklı olarak, Yunanistan ve İtalya'nın kamu borcunun düzeyi, sadece kriz öncesi dönemde değil uzun yıllardır referans değerinin çok üzerinde seyretmiştir. Hatta parasal birliğe katılırken de her iki ülke de, Birliğin temel antlaşmalarına göre parasal birliğe dahil olmak için karşılanması gereken yaklaşma kriterleri arasında yer alan kamu borcu kriterini karşılayamamışlardır.¹⁰ Portekiz'in kamu borcu/GSYİH oranı, parasal birliğe dahil olduktan sonra, 2001 yılından itibaren yükselirken, İspanya'nın ve İrlanda'nın kamu borcu, diğer GIIPS'lerden çok daha sonra (2007 yılından itibaren) yükselmeye başlamıştır. 2011

⁹ Bir AB üyesi ülkenin, parasal birlik alanına katılabilmesi için karşılaması gereken kamu borcu kriterine ilişkin referans değer, kamu borcunun GSYİH içindeki payının %60'ını geçmemesidir.

¹⁰ Avro Bölgesine İtalya 1999 yılında, Yunanistan 2001 yılında katılmıştır. Katıldıkları tarihte İtalya'nın kamu borcu/GSYİH oranı %113, Yunanistan'ın ise %103,7'dir.bkz. Akçay (2006: 19).

yılı sonu itibarıyla İspanya hariç tüm kriz ülkelerinin kamu borcu/ GSYİH rasyoları %100'ün üzerindedir.¹¹

Grafik 8: GIIPS ve Kamu Borcu/GSYİH (%)



Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

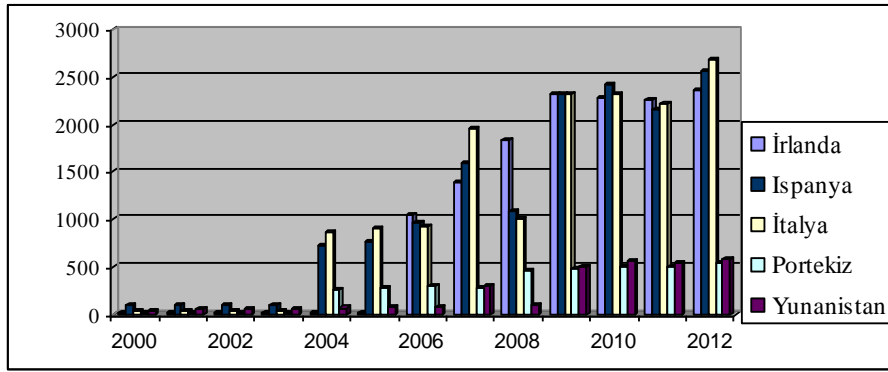
Diğer yandan GIIPS'lerin tümü, yüksek dış borç düzeyine sahiptirler ve son yıllarda ise dış borcun artışı hızlanmıştır. Dış borç stokunun büyüklüğü, ekonomilerinin büyüklüğüne paralel olarak GIIPS'ler arasında farklılık gösterse de, özellikle 2000'li yılların ortalarından itibaren tümünde de borcun büyüme hızı artmıştır. Aslında son yıllarda sadece kriz ülkelerinin değil, Avro Bölgesinin dış borcu önemli artış kaydetmiş¹² ve 2003-2009 döneminde brüt borç stokunda artış oranı, %41,5 düzeyine ulaşmıştır (De Greuwe, 2010:3). Ancak GIIPS'lerin dış borç stokunun artış hızı, Avro ortalamasından çok üzerinde seyretmiştir. 2000 yılında GIIPS'lerin toplam brüt dış borç stoku 201 milyar dolar iken, 2009 yılı sonunda

¹¹ Aslında İspanya'nın kamu borcu/GSYİH oranı da %60 referans değerini üzerine çıkmıştır (2011 yılında %69,3). Ancak AB ortalaması (%82,5) ve Avro Bölgesi ortalamasının (%87,5) altında kalmıştır.

¹² Brüt dış borç, bir ekonominin gelecekte yerleşik olmayanlara ana para ve faiz ödemesini gerektiren gerçek cari yükümlülüklerinin miktarıdır. Bu yükümlülükler kredi, depozit, ticari krediler ve avasların yanında tahvil, senet, para piyasası araçları gibi borçlanma senetlerini (debt securities) kapsamaktadır. Borçlanma senetleri, devlet, bankalar ve özel firmalar tarafından farklı vadelerde ihraç edilebilir. bkz. Dis Diaz (2010: 4).

yaklaşık 9,5 trilyon dolara çıkmıştır (Grafik 9). Toplam borç stokunun yaklaşık 3/4'ü, İtalya, İspanya ve İrlanda'ya aittir ve bu ülkeler, sadece kriz ülkeleri arasında değil, hem Avro Bölgesinin hem de AB'nin diğer üye ülkeleri arasında da en yüksek dış borç stokuna sahip ülkelerdir.¹³ Yine aynı dönemde GIIPS'lerin toplam net dış borcunun GSYİH içindeki payı da, yaklaşık 8 kat büyümüştür.¹⁴

Grafik 9: GIIPS'ler ve Dış Borç (Milyar dolar) (*)



(*)SAGEP bazlı hesaplanmıştır.

Kaynak: <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=sp&v=94> (10.11.2012).

GIIPS'lerin tümünün diğer bir ortak özelliği, giderek azalan dış borç ödeme kapasiteleridir. Düzenli artan dış borçla birlikte, GIIPS'lerin borç ödeme kapasiteleri de giderek azalmıştır. Bilindiği üzere bir ekonominin uluslararası piyasalara duyarlılığının başta gelen göstergesi, dış borcun düzeyidir. Ama piyasalar açısından asıl önemli olan, ülke ekonomisinin dış borcunu ödeyebilme kapasitesidir. Bir ülkenin borcunu ödeyebilme kapasitesi, genelde dış borç/toplam ihracat oranı ile

¹³ 2009 yılı sonu itibarıyla dış borç stoku açısından İtalya (2,33 trilyon dolar), İspanya (2,31 trilyon dolar) ve İrlanda'nın (2,31 trilyon dolar) birbirine yakın borç stokuna sahip iken, takip eden yıllarda bu ülkeler arasındaki fark açılmıştır. 2012 yılına gelindiğinde İtalya'nın (2,7 trilyon dolar) ve İspanya'nın (2,5 trilyon dolar) dış borcu İspanya'nın üzerine çıkmıştır.

¹⁴ 2009 yılı sonu itibarıyla Avro Bölgesi ortalaması %12,6 düzeyinde iken, İspanya'nın net dış borç/GSYİH oranı, %87,2, Portekiz'inki %85,1 ve Yunanistan'ınki %84,6 düzeyine çıkmıştır. Aslında bu dönemde Avro Bölgesi ülkelerinin büyük kısmı, bu düzey de olmasa da net borçlu pozisyonunda idiler. bkz. Dis Diaz (2010: 8).

ölçülmektedir.¹⁵ Bu oran, ülkenin elde ettiği ihracat gelirlerinin, dış borcun ne kadarını karşılayabileceğini göstermektedir. Yapılan ampirik çalışmaların bulgularına göre üst eşiğin, 2 ila 3 aralığında olduğu tesbit edilmiştir. Pek çok ülkede borç krizi, dış borç/toplam ihracat oranı, bu eşiği aştığı zaman ortaya çıktığı görülmüştür (Buzaglo, 2011:79). Tablo 3.1 incelendiğinde, GIIPS'lerin dış borç ödeme kapasitelerinin giderek düştüğü ve uzun süredir bu eşiğin oldukça üzerinde dış borç/ihracat rasyosuna sahip oldukları görülmektedir. 2009 yılı itibarıyla kriz ülkeleri arasında dış borç/toplam ihracat oranı, en düşük olan İtalya bile bu eşiğin üç katı üzerindedir.

Tablo 1: GIIPS ve Brüt Dış Borç/İhracat Oranı(*)

	2005	2006	2007	2008	2009
İrlanda	8,5	12,5	14,9	5,7	16,4
İspanya	5,8	7	8,1	8,1	10,3
İtalya	4,5	5,1	5,7	5,3	7
Portekiz	7	7,6	8,8	8,7	11,7
Yunanistan	6	6,9	8,9	9	13,4

(*)İhracat, toplam mal ve hizmet ihracatını kapsamaktadır.

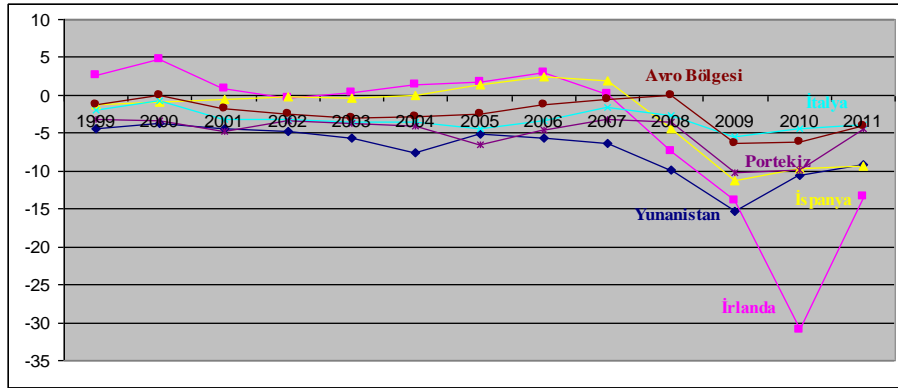
Kaynak: Buzaglo (2011: 79).

Artan dış borcun doğal sonucu olarak, tüm GIIPS'lerde faiz ödemeleri artan trend izlemiştir. Nitekim 2009 yılı sonu itibarıyla, net faiz ödemelerinin GSYİH içindeki payı Avro Bölgesinde ortalama olarak %0,2 düzeyinde iken, kriz ülkelerinde %3'ü aşmıştır (Dis Diaz, 2010: 9). 2003-2009 dönemi dikkate alındığında, 2009 yılında İrlanda hariç diğer GIIPS'lerde net faiz ödemeleri, 2003 yılına göre en az 1,5 kat artmıştır.

¹⁵ Bir ülkenin dış borcunu ödeyebilme kapasitesinin değerlendirilmesinde kullanılan diğer bir gösterge, net dış borç/GSYİH rasyosudur. Gelişmekte olan ülkeleri kapsayan ampirik çalışmaların bulgularına göre, net dış borç/GSYİH rasyosu için eşik 0,5 düzeyidir. Bu düzeyin dış borç/GSYİH oranının bu düzeyin üzerinde olması, ülkenin riskinin artması demektir. Tehlike sınırı ülkenin dış borç/GSYİH rasyosunun 0,5'i aşması ülkenin giderek dış borçlarını ödeyebilme gücünü kaybetmesi demektir. GIIPS'ler bakıldığında, 2010 yılının ilk çeyreğinin sonu itibarıyla, bu oran Portekiz için 2,4, İrlanda için 15, İtalya için 1,6, Yunanistan için 3 ve İspanya için 2,2'dir. Daha fazla bilgi için bkz. Buzaglo (2011: 79).

GIIPS ekonomilerinde görülen diğer bir benzer trend, artan bütçe açıklarıdır (Grafik 10). Ancak benzer trend göstermelerine rağmen, GIIPS'ler arasında kriz öncesi dönemde bütçe pozisyonu açısından önemli farklılıklar söz konusudur. Örneğin İrlanda, diğer kriz ülkelerinin aksine uzun yıllar bütçe fazlası veren ülke iken, 2008 yılından itibaren hem GIIPS'ler arasında hem de Avro Bölgesi ülkeleri arasında bütçe açığı en hızlı artan ülke olmuştur. 2010 yılında ise İrlanda'nın bütçe açığının GSYİH içindeki payı, referans değer on katını aşarak rekor kırmıştır (-%30,9). Öte yandan Yunanistan, Portekiz ve İtalya¹⁶ ise, parasal birliğe dahil olduklarından beri, Avro Bölgesin ortalamasının çok üzerinde bütçe açığı veren ve bütçe açığı/GSYİH oranları düzenli şekilde artan ülkelerdir. İspanya ise, kriz öncesi dönemde 2005 yılından beri genelde bütçe fazlası veren bir ülkedir. Ayrıca Avro Bölgesine katıldığından beri, 2008 yılına gelinceye kadar bütçe açığı/GSYİH oranı genelde Avro Bölgesi ve AB ortalamasının altında kalmıştır. Ancak 2008 yılında, önceki yıl fazla vermiş olan bütçesi, -%4,5 açık vererek rekor kırmış ve takip eden yılda bütçe açığı iki buçuk katı artarak son 20 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2011 yılı sonu itibarıyla GIIPS'ler arasında en yüksek bütçe açığı/GSYİH oranına %13,4 ile İrlanda sahiptir ve İspanya ve Yunanistan, onu takip etmektedir.

Grafik 10: GIIPS ve Bütçe Açığı/GSYİH Oranı (%)

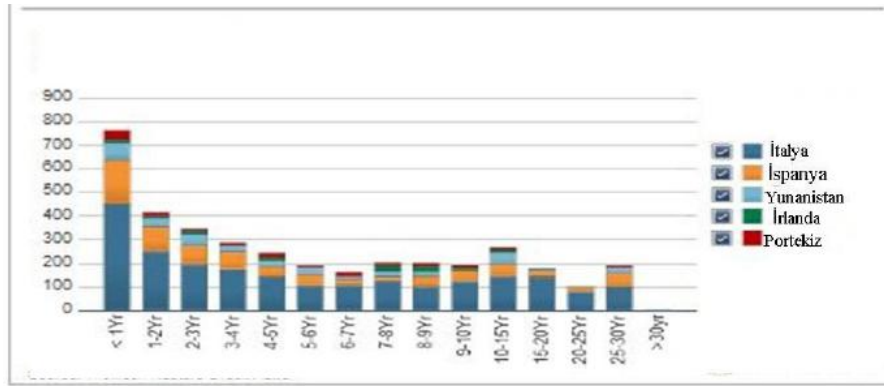


Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

¹⁶ Portekiz ve Yunanistan'dan farklı olarak İtalya, Avro Bölgesine katıldığı ilk iki yıl yakınlama kriterlerinden bütçe kriterine (bütçe açığı/GSYİH) ilişkin belirlenen %3 referans değerini aşmamıştır.

GIIPS'ler arasında diğer bir benzerlik, borcun vade yapısında görülmektedir. Tüm GIIPS'lerde kamu borcunun önemli kısmı, 3 yıl vadenin altındadır ve özellikle 1 yıldan kısa vadeli. Bu ise, GIIPS borcunun dış piyasalardaki gelişmelere duyarlılığının yüksek olması demektir (Grafik 11).

Grafik 11: GIIPS Toplam Devlet Borcunun Vade Yapısı (Milyar Dolar)



Kaynak: Bloomberg (2013). <http://www.bloomberg.com> (Erişim Tarihi: 14.02.2013).

2.GIIPS Krizinin Nedenleri

Farklı tarihte borç krize giren GIIPS'lerden, 2009 yılının son çeyreğinde borç sorunu ile gündeme gelen Yunanistan, ilk krize giren ülke olmuştur. Ardından 2010 yılı Kasım ayından itibaren İrlanda ve 2011 Mart ayının sonunda itibaren Portekiz, yine aynı yılın ortalarında İspanya borç krizine girmiştir. İtalya, GIIPS'ler arasında ekonomisi krizde olan, ama diğer GIIPS'ler gibi devlet borç krizine resmen girmemiş ülkedir.¹⁷

Önceki bölümde açıklandığı üzere krize girmeden önce benzer trendler gösteren GIIPS ekonomilerinin krize girmelerinin kaynaklarının da temelde aynı

¹⁷ Aslında İtalya diğer krizi ülkeleri ile benzer trendler göstermiş olsa da, halihazırda diğer GIIPS'ler gibi AB ve IMF yardımının ahenüz başvurmamıştır. ve kredi derecesi diğerlerinden bir basamak yukarıdadır. Ama riskli ülke grubuna alınmıştır. Ekonomisi girmiş olduğu resesyonist süreçten çıkamamıştır ve devletin CDS spreadleri İspanya ile aynı düzeye ulaşmıştır. Vadesi gelen borçlarının yüksekliği dikkate alındığında, kredi derecesi giderek düşen İtalya'da uluslararası piyasalarda diğer GIIPS'lerle aynı kategoride değerlendirilmekte ve devletin bu yüksek spreadlerden borcunu çeviremeyeceği genel kabul edilmektedir.

olduğu görülmektedir. 2007 yılında A.B.D. kaynaklı başlayan ve kısa sürede küreselleşen kriz ortamının koşulları, yüksek dış borçları nedeniyle uluslararası piyasalardaki gelişmelere duyarlılığı artmış olan GIIPS'lerin kırılgan ekonomik yapıları ile birleşmiştir. İtalya gibi borçlarını, diğer GIIPS'lere göre çok daha kolay çevirebilecek durumda olan ülkeler de, krizin bulaşıcı etkisine maruz kalmışlardır. Krizin bulaşma süreci, GIIPS'lerin ileri düzeyde ekonomik bütünleşmenin olduğu aynı parasal birlik alanının üyesi olmaları nedeniyle görece olarak hızlı olmuştur. Öte yandan GIIPS'ler, para ve döviz kuru politikalarını ulusal düzeyde belirleyebilme gücünden yoksun oldukları için,¹⁸ uluslararası piyasalara olumlu sinyal verebilecekleri bir kredi mercisine sahip değillerdi. Avro Bölgesinin para ve döviz politikalarını belirlemekten sorumlu AMB ise, bekle gör politikası izlemeyi tercih etmiştir (De Grauwe, 2012: 2; Dehesa, 2012: 3-5). Sonuçta yüksek dış borcun eşlik ettiği giderek daha da yükselen kamu borcu ve bütçe açıklarıyla, GIIPS'ler vadesi gelen borçlarını çevirilmesinde giderek daha fazla baskı altına girmişlerdir. Yunanistan'dan başlayarak, İrlanda, Portekiz ve İspanya'nın uluslararası piyasalardan yeni kaynak temin edebilmeleri giderek zorlaşmıştır. Yani Calvo'nun aniden durma (sudden stop) olarak ifade ettiği süreç başlamıştır. Daha ziyade gelişmekte olan ya da gelişen (emerging) ekonomilerde görülen aniden durma olayı, bu defa gelişmiş ekonomiler kategorisinde yer alan ülkelerde yaşanmıştır. Bu ise, gelişmiş ekonomilerde çok uzun zamanda rastlanılmayan bir durumdur.

Bu ülkelerde, bir yandan yabancı sermaye girişleri durmuş ve/veya ülkeden hızla çıkmaya başlamış, diğer yandan hızla daralan üretim hacmi ile cari açıkları daralmaya başlamıştır. Hızla artan işsizlikle karşı karşıya kalmışlardır. Yani Fisherian borç-deflasyon sürecini yaşamaya başlamışlardır.

GIIPS'lerin borç krizine krize girmelerinin ortak nedeni, yaşadıkları talep şokudur. Yurt içi talep şoku, GIIPS ekonomilerinde genel fiyat düzeyinin yükselmesine, reel efektif döviz kurunun değerlendirilmesine rekabet gücünün gerilemesine ve cari hesap dengesinin bozulmasına yol açmıştır.

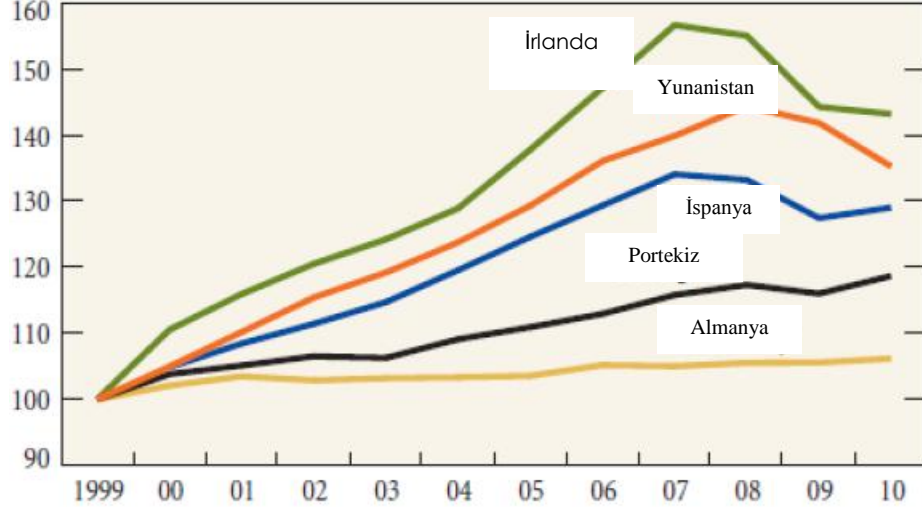
¹⁸Avro Bölgesi'nin ekonomi politikaları için bkz. Akçay (2012: 327-383).

A.Yurt İçi Talep Şoku

Kriz ülkelerinin tümünde yurt içi talep, borç krizi öncesi dönemde Avro Bölgesinin ortalamasının üzerinde artmıştır. 2000'li yılların başından beri aratan yurt içi talebin temelinde, verimliliğin üzerinde yapılan ücret artışları ve düşen faiz oranlarının önceki dönemlere göre daha kolay ödenebilir koşullarda kredi açılabilirdiği bir ortamı yaratmış olması ve sonuçta özel tüketim harcamalarının hızlı yukarı yönlü hareket etmesi yatmaktadır.

Borç krizi öncesi dönemde GIIPS'lerin tümünde kamu sektöründe verimliliğin üzerinde ücret artışları yapılmıştır. Bu ise, özel sektöründe benzer tutum izlemesine yol açmıştır. Artan gelir düzeyi, çoğu GIIPS'lerde toplam tüketim harcamalarını artırıcı etki yapmıştır. Örneğin 2000-2009 döneminde İtalya¹⁹ hariç diğer GIIPS'lerde özel tüketim harcamaları, Avro Bölgesinin ortalamasının oldukça üzerinde büyümüştür. 2008 yılına gelinceye kadar özel tüketim harcamaları genel olarak Avro Bölgesi ortalamasının iki kat üzerinde artan İrlanda, Yunanistan ve İspanya, GIIPS'ler arasında özel tüketim harcamalarının en fazla arttığı ülkeler olmuştur (Eurostat, 2010: 16-17). Yine Almanya ile mukayese edildiğinde Grafik 12, 2000 yılından beri GIIPS'lerin özel tüketim harcamalarındaki artışın yüksekliğini bariz şekilde göstermektedir.

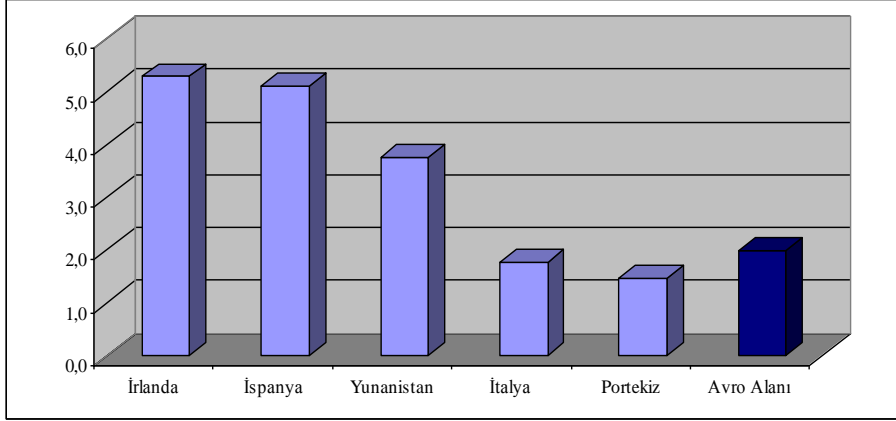
¹⁹ GIIPS'ler arasında İtalyanın özel tüketim harcamalarının önceki yıllara göre değişimi, önceki yıllarla mukayese edildiğinde kriz öncesi dönemde değişiklik göstermemiş ve genelde avro ortalamasının altında kalmıştır. bkz. Eurostat (2010).

Grafik 12: Reel Özel Tüketim Harcamaları (1999=100)

Kaynak: Monacelli (2012: 7).

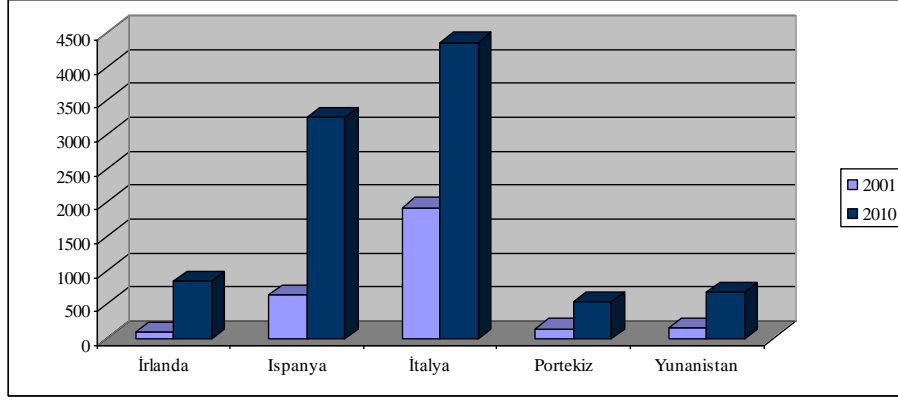
Diğer yandan kriz öncesi dönemde GIIPS'lerde, İtalya ve Portekiz hariç, özel tüketim harcamaları yanında kamu harcamaları da Bölge ortalamasının üzerinde artış göstermiştir. 2001-2008 döneminde Yunanistan İrlanda ve İspanya'nın kamu harcamalarının yıllık büyüme ortalaması, Avro Bölgesi ortalamasının üç ilâ dört kat üzerindedir. Diğer GIIPS'lerden farklı olarak İtalya ve Portekiz'in kamu harcamalarının dönemsel büyümesi, Avro Bölgesi ortalamasına yakın olsa da, aslında bu ülkelerin kamu harcamalarının yıllık büyümesi, 2006 yılına kadar genel olarak Avro Bölgesi ortalamasının üzerinde kalmıştır (Eurostat, 2010: 18-19). Bu trend, tüm GIIPS'lerde ekonomi yönetiminin genel olarak gevşek maliye politikası yaklaşımının benimsendiğini göstermektedir.

Grafik 13: GIIPS'ler ve Kamu Harcamalarında 2001-2008 Döneminde Yıllık Ortalama Değişim (%)



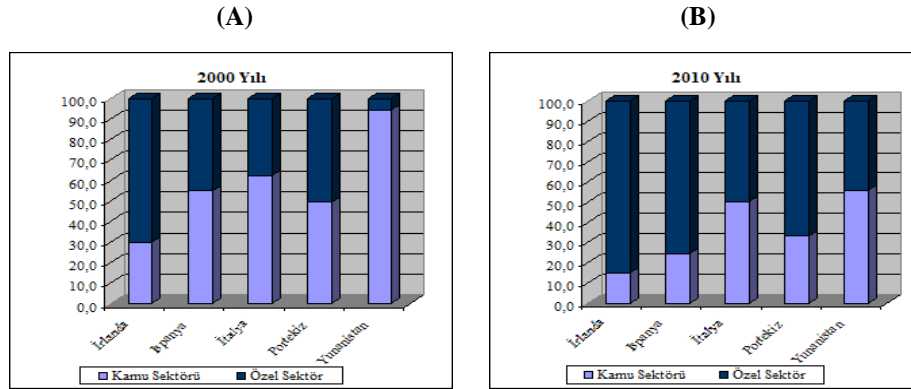
Kaynak: Eurostat (2010: 18-19).

Öte yandan artan tüketim harcamaları, piyasalarda artan fon arzı ile desteklenmiştir. 1980'li yıllardan itibaren sermaye hareketlerinin giderek serbestleştirilmesiyle uluslararası piyasalarda yaşanan likidite bolluğu, fon temininde maliyetleri düşürücü etki yapmıştır. Dolayısıyla dünyanın pek çok ülkesi gibi GIIPS'lerin tümü, uluslararası piyasalardan daha fazla ödünç almışlardır. Son 10 yılda kamu ve özel sektörün menkul kıymet ihracı artmıştır. GIIPS'lerin ihrac ettikleri borçlanma senetlerinin toplamı, 2010 yılında 2001 yılına göre, üç kattan fazla artmıştır (Grafik 14).

Grafik 14: GIIPS ve Borçlanma Senedi İhraçları (Milyar Dolar)

Kaynak: IMF (2003: 121), IMF (2011b: 11).

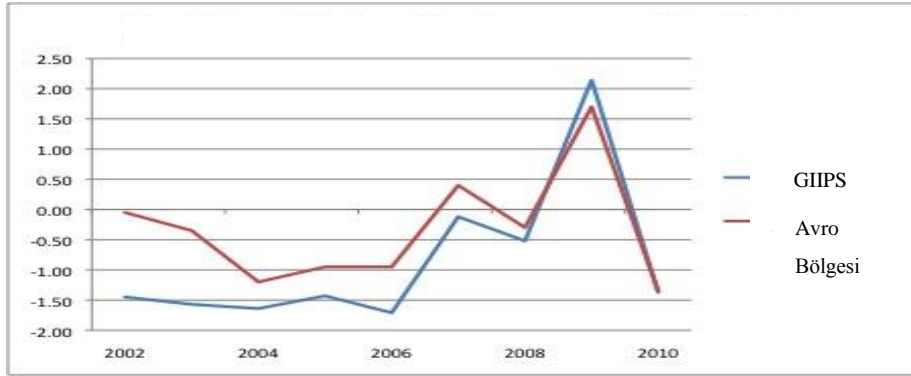
Öte yandan borçlanma senetlerinin ihracında, özel ve kamu sektörünün ihraçlardaki payı, GIIPS'ler arasında farklılık göstermiştir. Örneğin Yunanistan ve İtalya'da kamu sektörü, İrlanda'da ise özel sektör daha fazla borçlanmıştır. Diğerlerinde ise, her iki kesimde yaklaşık aynı oranda borçlanma senedi ihraç etmişlerdir. Ancak tüm GIIPS'lerde menkul kıymet ihracının yapısındaki gelişim benzerdir ve ilerleyen zaman içinde özel sektörün payı giderek artmıştır (Grafik 15).

Grafik 15: Kamu ve Özel Sektörce İhraç Edilen Borçlanma Senetleri (% Pay)

Kaynak: IMF (2003: 121), IMF (2011b: 11).

Diğer yandan ulusal düzeyde gevşek maliye politikasının uygulanması ve kredi arzının genişlemesi ile desteklenen GIIPS'lerdeki yurt içi talepteki artışı, AMB'nınca uygulanan gevşek para politikası ile de desteklenmiştir. Avro Bölgesinde para politikasının belirlenmesinden sorumlu tek mercii olan ve para politikasını enflasyon odaklı belirleyen AMB'nın, parasal birliğin oluşturulmasından itibaren gevşek para politikası izlemesi, düşük faiz seviyesinin uzun süre muhafaza edilmesine katkı yapmıştır. Sonuçta Avro Bölgesinin diğer ülkelerinde olduğu gibi GIIPS'lerde de faiz oranları aşağı yönlü trend izlemiş ve son 20 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Öte yandan GIIPS'lerin parasal birlik oluşturulduğundan beri Avro ortalamasının üzerinde enflasyon oranına sahip olmaları, bu ülke piyasalarında reel faiz oranının da, 2000'li yılların başlarından itibaren 2008 yılına kadar Bölge ortalamasının da altında kalmasına neden olmuştur (Grafik 16). Düşük faiz oranlarının doğal sonucu, tüm GIIPS'lerde artan kredi talebi ve kredi patlaması yaşanması olmuştur.

Grafik 16: Reel Faiz Oranları (%)

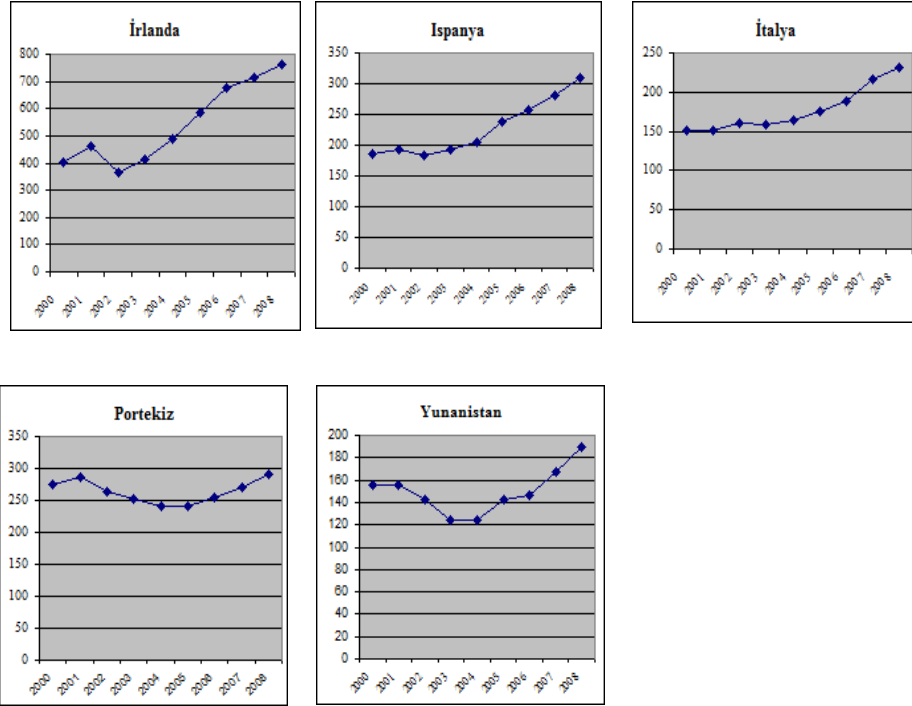


Kaynak: <http://www.cqcabusinessresearch.com/wp-content/uploads/2011/04/Real-Interest-Rates-of-the-Eurozone-and-the-GIIPS.jpg> (10.12.2012).

Düşük faiz ortamında yurt içi piyasalarda kredi talebinin yükselmesiyle yaşanan kredi patlaması (credit boom), tüm krizülkelerinde kredi kurumlarının

aktiflerinin GSYİH içindeki payının düzenli şekilde genişlemesine yol açmıştır (Grafik 17). Portekiz ve Yunanistan'da 2005 yılından itibaren, diğer GIIPS'ler de 2004 yılından itibaren kredi kurumlarının aktifleri hızla büyümüşür. Diğer yandan aktiflerin büyüme hızı, ekonomik büyümenin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.

Grafik 17: Kredi Kurumları (Toplam Aktifler/GSYİH) (%)



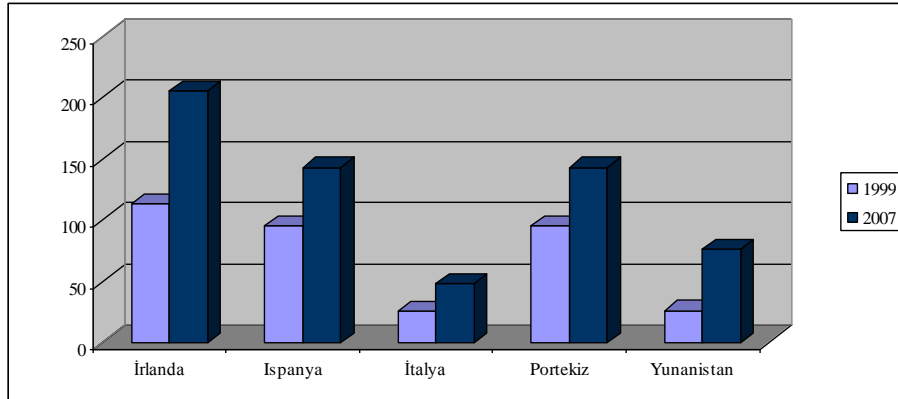
Kaynak: Anand, Gupta ve Dash (2012).

Artan kredi kullanımı, yurt içi talebin yukarı yönlü hareketine ivme kazandırmış ve tüm GIIPS'lerde talep şoku yaşanmasına yol açmıştır. Öte yandan 2000'li yılları bu ülkelerde, diğer üye ülkelerde olduğu gibi bankacılık sektörünün kredi fonlama yöntemlerinin değiştiği yıllardır. Daha önce bu ülkelerde açılan kredinin kaynağını, büyük ölçüde toplanan mevduatlar oluştururken, giderek uluslararası piyalardan alınan ödünçlerle fonlama ağırlık kazanmıştır (De Grauwe,

2011: 2). Dolayısıyla yurt içinde kredi talebi arttıkça, bankacılık sektörünün uluslararası piyasalardan temin ettiği fon hacmi de genişlemiştir.

Yaşanan kredi patlamasına paralel olarak, 2000'li yıllardan itibaren tüm GIIPS'lerde hem reel sektörün hem de hanehalklarının borçluluk oranı artmıştır. Grafik 18, kriz öncesi dönemde tüm GIIPS'lerde, hanehalkı borcunun kullanılabilir gelir içindeki payını göstermektedir. İrlanda, Portekiz ve İspanya, GIIPS'ler arasında hanehalkı borçluluğu en yüksek ülkelerdir. Diğer taraftan diğer GIIPS ülkeleriyle mukayese edildiğinde daha düşük borç/gelir rasyosuna (%75) sahip olmasına rağmen Yunanistan'ın, hanehalkı borcunun kullanılabilir gelir içindeki payı, 1999 yılına göre kriz öncesinde yaklaşık üç kat genişlemiş ve GIIPS'ler arasında hanehalkı borçluluğu en hızlı artan ülke olmuştur. Bu ülkeyi, aynı dönemde hanehalkı borç rasyosunun iki kat arttığı İspanya ve İrlanda izlemektedir. Görüldüğü üzere GIIPS hanehalkları kriz öncesi dönemde artan gelirlerine rağmen daha fazla borçlanarak daha fazla harcamışlardır.

Grafik 18: GIIPS ve Borç /Hanehalkı Kullanılabilir Gelir (%)



Kaynak: Glick ve Lansing (2010: 2), Monacelli (2012: 10).

Tüm GIIPS'lerde açılan krediler içinde, özellikle konut kredisi talebi daha yüksek olmuş ve açılan konut kredilerinin miktarı düzenli olarak artmıştır. Örneğin 2000-2007 döneminde reel olarak konut kredilerinin ortalama yıllık büyüme oranı, Yunanistan'da %25,1, İrlanda'da %18,48, İspanya'da 16,19, İtalya'da %13,39 ve

Portekiz'de ise %8,31'dir.²⁰ Böylece diğer GIIPS'lere göre konut kredisi hacminin daha hızlı büyüdüğü Yunanistan'da 2009 yılına gelindiğinde açılan konut kredisinin hacmi, 2000 yılına göre yaklaşık sekiz kat, İrlanda'da altı kat, İspanya'da üç katın üzerinde ve İtalya'da iki kattan daha fazla, Portekiz'de ise iki kata yakın artmıştır.²¹ Sonuçta bu ülkeler, Avro Bölgesi ortalamasının üzerinde büyüme göstermesine rağmen, açılan konut kredilerinin büyüme hızı, ekonomik büyüme hızının üzerinde gerçekleşmiştir.²² Doğal sonuç, GIIPS'lerde konut kredilerinin GSYİH içindeki payının büyümesidir. 2000-2009 döneminde GSYİH içinde konut kredilerinin payının en çok arttığı ülke, Yunanistan'dır ve ardından sırasıyla İrlanda ve İspanya gelmektedir. Ancak konut kredilerine nihai tüketimin yüzdesi olarak baktığımızda, GIIPS'ler arasında farklılık vardır. Nitekim bu oran, 2000 yılında İrlanda'da %60 iken, 2005 yılında %127'ye 2010 yılında %137'ye çıkmıştır. İspanya'da aynı yıllarda sırasıyla %47'den %85 ve %108 düzeyine, Portekiz'in sırasıyla %65, %82, %97'ye, Yunanistan'da %11, %32 ve %48, İtalya'da ise %12, %26, %38'e çıkmıştır (Fieronto, 2012: 6).

Artan konut talebini karşılayabilecek düzeyde yeterli konut arzının olmaması, Portekiz hariç diğer kriz ülkelerinde konut fiyatlarının hızlı yükselişini tetiklemiştir (EMF, 2011, s.24). Üstelik konut fiyat artışları, ekonomik büyüme ve gelir artış hızının üzerinde kalmıştır. (Hillbers, 2008: 14). Böylece İrlanda, İspanya ve Yunanistan, hızla yükselen konut fiyatlarıyla aynı zamanda spekülasyon konut balonunun olduğu GIIPS ülkeleri olmuştur.

Artan taleple birlikte yükselen konut fiyatları, konut yatırımlarını da artırıcı etki yapmış ve Portekiz hariç diğer GIIPS'lerde konut yatırımlarının büyüme hızı artmıştır. Aynı zamanda artan fiyatları, konut sahibi olmak isteyen hanhalklarının, daha fazla borçlanarak konut satın almalarına yol açmıştır. (Grafik 1.16) görüldüğü

²⁰ Aynı dönemde, İspanya ve İrlanda gibi spekülasyon konut balonunun olduğu İngiltere de ise konut kredilerinin yıllık ortalama büyüme oranı, %9,78'dir. bkz. Fieronto (2012: 4).

²¹ Yunanistan'da 2000 yılında açılan konut kredisi stoku, 11,27 milyar avro iken, 2009 yılında 80,6 milyar avroya çıkmıştır. Yine aynı yıllarda İrlanda'da 26,2 milyar avrodan 148,1 milyar avroya; İspanya'da 118,1 milyar avrodan 678,9 milyar avroya; İtalya'da 117 milyar avrodan 330,6 milyar avroya ve Portekiz'de 57,3 milyar avrodan 110,7 milyar avroya yükselmiştir. bkz. EMF (2012: 89).

²² Yunanistan'ın GSYİH'si içinde açılan kredilerin payı 2000 yılında %8,2 düzeyinde iken, 2009 yılında %34'e çıkmış, aynı yıllarda İrlanda'nın %31 düzeyinden %90,3 düzeyine çıkmış; İspanya'nın %29,9 seviyesinden %64,6'ya; İtalya'nın %9,8'den %21,7'ye ve Portekiz'de %41,5 düzeyinden %67,5 seviyesine çıkmıştır. bkz. EMF (2011: 77).

üzere, 2004 yılı sonlarından itibaren itibaren ise, reel faiz oranları yükselmeye başlamış ve buna küresel finansal krizinin yarattığı belirsizlik ortamı da eklenince faiz artışı hızlanmıştır. Yükselen faiz düzeyi, bir yandan konut talebini azaltıcı etki yaparken, diğer yandan bu dönemde artan işsizlikle birlikte konut kredilerinde temerrüt oranlarının artmasına yol açmıştır. Tablo 2'de görüldüğü üzere 2009 yılı sonuna gelindiğinde konut kredilerinde temerrüt oranları, 2007 yılına göre İrlanda ve İspanya'da yaklaşık üç kat, Yunanistan'da ise iki kat artmıştır.²³

Tablo 2: Konut Kredisi Temerrüt Oranlarında Gelişmeler (%)

	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
İrlanda	1,21	1,44	3,6
İspanya	0,72	2,38	2,88
İtalya	1	1,4	-
Portekiz	1,3	1,5	1,7
Yunanistan	3,6	5,3	6,4

Kaynak: Fiorante (2011: 8)

Aynı dönemde bir yandan kredi borcunu ödeyemeyenlerin konutlarını satışa çıkarmaları diğer yandan piyasaya arz edilen yeni konutlara talebin azalması, piyasalarda konut arzının artmasına ve konut fiyatlarının düşmesine yol açmıştır. 2007 yılında İrlanda'da, 2008 yılında İspanya'da oluşan spekülasyon konut balonu patlamıştır. İrlanda'da konut fiyatları 2007 yılının 3. çeyreğinde zirve yaptıktan sonra düşmeye başlamış 2011 yılı sonuna kadar %47 oranında gerilerken, İspanya'da %24 oranında azalmıştır (EMF, 2012: 43, 40). Ancak halihazırda tüm GIIPS'lerde konut fiyatlarında düşüş söz konusudur ve bu düşüş hala devam etmektedir. Igan and Prakash (2012) tarafından yapılan 54 ülkeyi kapsayan çalışmada, yaklaşık 1,5 yıldan az sürede konut fiyatlarında en fazla düşüşün yaşandığı ilk dört ülke

²³ Sıkıntılı kredilerin payı 2008 yılından beri tüm GIIPS'lerde artmıştır. Örneğin Yunanistan'da konut kredileri içinde bu tür kredilerin payı 2008 yılında %5,3 oranında, 2009 yılında %7,4, 2010 yılında %10 ve 2011 yılında %15 oranında artmıştır. bkz. EMF (2012: 40).

GIIPS'lerden oluşmaktadır.²⁴ Borç krizine girmeden önce tüm GIIPS'lerde konut yatırımları hızla azalmış ve konut sektörü küçülmüştür. GIIPS'ler arasında İrlanda, İspanya ve Yunanistan, konut yatırımlarının hızla azaldığı ve inşaat sektörünün en fazla küçüldüğü ülkeler olmuştur.²⁵ Görüldüğü gibi bu ülkelerin konut piyasalarında, A.B.D.'ye benzer gelişmeler yaşanmıştır. Tıpkı A.B.D. subprime mortgage krizinde olduğu gibi bu ülkelerde spekülasyon konut balonu patlamıştır. Yunanistan'ın İrlanda, İspanya ve A.B.D.'den farkı, kamu borcunun çok daha yüksek olmasıdır. Diğer bir fark, büyük ölçüde yüksek kamu borcu nedeniyle Yunanistan spekülasyon konut balonu patlamadan devlet borç krizine girmesidir.

B.Azalan Rekabet Gücü

GIIPS'lerin tümünde, son yıllarda giderek rekabet gücünün gerilemesi krize girilmesine zemin hazırlamıştır. Örneğin 2000-2009 dönemi dikkate alındığında, 2000 yılında global rekabet edebilirlik endeksinde 33. sırada yer alan Yunanistan, 2009 yılında 71. sıraya düşmüştür. İtalya, aynı yıllarda 24. sıradan 49. sıraya, İspanya 23. sıradan 33. sıraya, Portekiz 28. sıradan 43. sıraya gerilemiştir. Dikkate alınan dönemde, kriz ülkeleri arasında global rekabet edebilirlik endeksinde yeri en az değişen ülke, 22. sıradan 25. sıraya düşen İrlanda olmuştur. Ancak İrlanda'nın rekabet gücü düşmeye devam etmektedir, nitekim sıralamadaki yeri 2011 yılında 29. sıra olmuştur (World Economic Form, 2002, 2004, 2008 ve 2012).

Rekabet gücünün azalmasına yol açan nedenlerin başında verimliliğin üzerinde yapılan ücret artışları sonucunda yükselen işgücü maliyetleri ve artan yurt içi talep nedeniyle yukarı yönlü hareket eden fiyat artışları gelmektedir.²⁶ Daha önce belirtildiği gibi GIIPS'lerin tümünde kriz öncesi dönemde enflasyon düzeyi, genel olarak Avro Bölgesi ortalamasının üzerinde seyretmiş ve reel efektif döviz kuru yüksek oranda değerlenmiştir. Ayrıca artan yurt içi talep, konut gibi ticarete konu

²⁴ 2011 yılından 2012 yılının ikinci çeyreğine kadar konut fiyatlarında en fazla düşüş, İrlanda (%17), Yunanistan (%12), Portekiz (%11) ve İspanya (%10,5) da yaşanmıştır. İtalya ise, %6 oranında düşüşle 54 ülke arasında 13. sırada yer almaktadır. bkz. Igan ve Loungani (2012: 26-27).

²⁵ Örneğin Yunanistan'da 2009 yılında inşaat sektörü %23,5 oranında küçülmüştür. bkz. EMF (2012: 39, 43, 46, 53, 59).

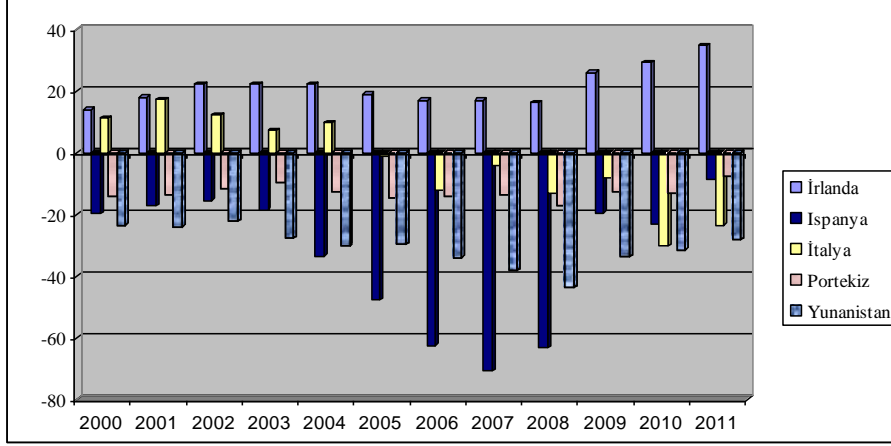
²⁶ 2000 yılında Avro Bölgesinin enflasyon ortalamasını 2,5 katına çıkan İrlanda en hızlı yükselişin yaşadığı ülke olmuştur. Bu yıla müteakip 2006 yılına kadar düşüş eğilimi izlese de, 2005 yılı hariç her zaman Avro Bölgesi ortalamasının üzerinde kalmıştır. bkz. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

olmayan mal talebine yönelik olmuş, ekonominin kaynakları ticarete konu olan mallar yerine ticarete konu olmayan mal üretimine kaymıştır. Öte yandan artan işgücü maliyetleri, genel fiyat düzeyinin yükselişini güçlendirmiş ve ülkelerin uluslararası piyasalarda rekabet gücü olumsuz etkilenmiştir. GIIPS'lerin yukarıda sıralanan yurt içi kaynaklı sorunlarının yanında, uluslararası piyasalardaki gelişmeler de bu ülkelerin rekabet gücünün zayıflamasına katkı yapmıştır. ABD ile Japon para, birimlerinin avro karşısında değer kaybetmesiyle ortak para birimini kullanan ülkelerin reel döviz kurunun değerlendirilmesi, rekabet gücünü zayıflatan diğer bir unsur olmuştur.

Wyplosz (2012)'ın çalışması, GIIPS'lerde reel efektif döviz kurunun diğer Avro Bölgesi ülkelerinin çok üzerinde değerlendirilmiş olduğunu göstermektedir. 1999-2009 döneminde kriz ülkeleri arasında en yüksek kur artışını, İrlanda (%34,1) yaşamış, onu sırasıyla İspanya (%19), İtalya (%17,7), Yunanistan (%14,4) ve Portekiz (%13) izlemektedir (Wyplosz, 2012: 5). Uluslararası piyasalarda rakiplerinin üzerinde artan fiyat düzeyi ve değerlendirilen reel döviz kuru, GIIPS'lerin uluslararası piyasalarda rekabet gücünü olumsuz etkileyerek, İrlanda hariç tüm kriz ülkelerinde dış ticaret açıklarının genişlemesine yol açmıştır. Grafik 17'de görüldüğü üzere, 2000 yılına göre 2008 yılında, İspanya'nın dış ticaret açığı üç katın üzerinde ve Yunanistan'ın iki kat artmıştır.²⁷ 2000 yılında 11,4 milyon avro fazla veren İtalya'nın, 2002 yılından itibaren dış ticaret dengesi olumsuz yönde gelişmeye başlamış ve 2008 yılına gelindiğinde son 20 yılın en yüksek dış ticaret açığını (-17,3 milyon avro) vermiştir. Portekiz'in ise aynı dönemde dış ticaret açığı yaklaşık %23 artmıştır.²⁸ Sonuçta büyüyen dış ticaret açığı, GIIPS'lerin cari açık düzeyinin genişlemesinin kaynaklarından birini oluşturmuştur.

²⁷ 2000 yılında İspanya'nın dış ticaret açığı 19,7 milyar avro ve 2001 yılında 17,2 milyar avro iken, 2008 yılında 63,3 milyar avroya çıkmıştır. Yunanistan'ın ise 2000 yılında, 23,5 milyar avro olan dış ticaret açığı 2008 yılında 43,7 milyar avroya yükselmiştir. bkz. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

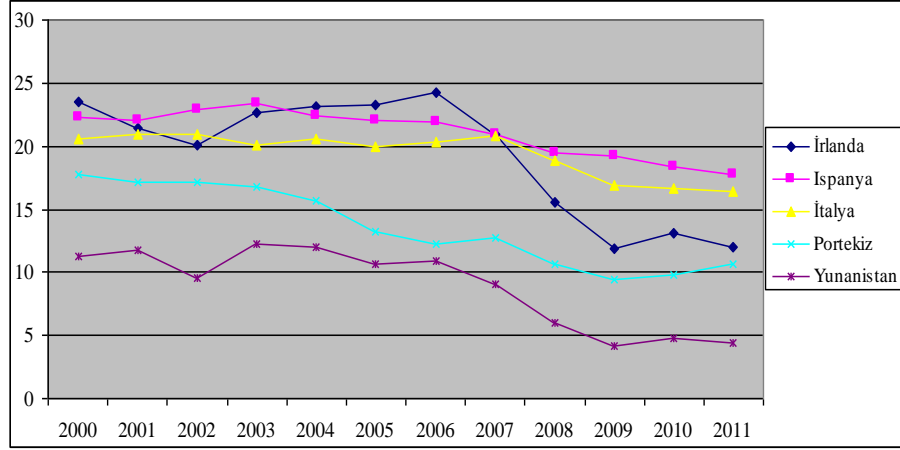
²⁸ İtalya gibi 2000'li yılların başından beri dış ticaret fazlası veren İrlanda'nın dış ticaret fazlası, 2003 yılından itibaren gerileyerek 2008 yılında son yılların en düşük düzeyinde gerçekleşmiştir (16,3 milyon avro). Ancak İtalya'nın aksine henüz dış ticaret dengesinde eksi pozisyona düşmemiştir. 2008 yılından sonra dış ticaret fazlası vermeye devam etmiş ve rekabet gücü sıralamasında yeri gerilese de 2011 yılında son 10 yılın en yüksek fazlasına ulaşmıştır (34,9 milyon avro) bkz. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

Grafik 17: GIIPS'ler ve Dış Ticaret Açığı (Milyon Avro)

Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

Öte yandan yurt içi talebin arttığı dönem, aynı zamanda GIIPS'lerin tümünde toplam tasarruf düzeyinin de gerilediği dönemdir. Tasarruf/GSYİH oranının 2000 yılından itibaren düzenli şekilde düşmesi, yatırım-tasarruf açığının genişlemesine neden olmuştur (Grafik 18). Tasarrufların en hızlı gerilediği kriz ülkeleri, Avro Bölgesinin ilk borç krizine giren ülkeleri olan Yunanistan ve İrlanda'dır. Bu ülkeleri, Portekiz izlemektedir. Her üç ülke de tasarruf /GSYİH oranı, 2000 yılına göre 2009 yılında yarı yarıya azalmıştır.

İrlanda, GIIPS'ler arasında kriz öncesi dönemde ve sonrasında dış ticaret fazlası vermeye devam eden tek ülkedir. Ancak onunda cari açık düzeyi diğer kriz ülkeleri gibi, borç krizi öncesinde hızla artmıştır ve bunun başta gelen nedeni, 2000'li yılların başından itibaren hızla genişleyen tasarruf-yatırım açığıdır.

Grafik 18: GIIPS'ler ve Tasarruf/GSYİH (%)

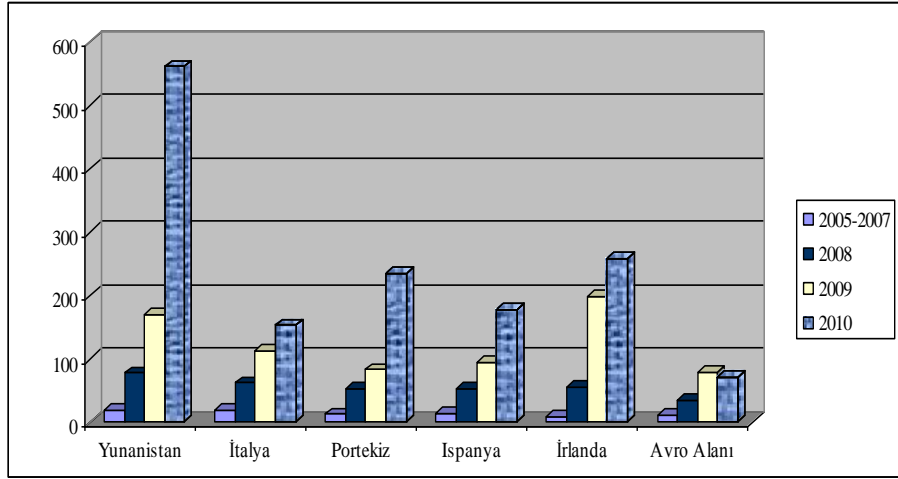
Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (10.11.2012).

Artan tasarruf-yatırım açığı, gerileyen rekabet gücü ile birlikte ülkenin dış kaynak ihtiyacını artırmıştır. GIIPS'lerin tümünde artan cari açıklar, yabancı sermaye girişleri ve yüksek dış borçlanma ile kapatılmıştır. GIIPS'ler arasında dış borçlanmayı yapan kesimin payı, farklılık arz etse de sonuç değişmemiştir. Örneğin İrlanda'da dış borçlanmanın önemli kısmı özel sektöre aitken, Yunanistan'da kamu sektörü tarafından yapılmıştır. Ama hangi kesim tarafından alınmış olursa olsun yüksek borcun ekonomi üzerindeki etkileri aynı olmuş ve nihai olarak tüm GIIPS'lerde kamu borç stokunun artmasına zemin hazırlamıştır. Örneğin Yunanistan'la mukayese edildiğinde oldukça düşük kamu borcuna sahip olan ve dış borcun çok büyük kısmı özel sektöre ait olan İrlanda'da devlet, bankacılık sektöründe başlayan sıkıntılar üzerine, büyük bankaların borçlarına garantiler vermiş ve kefil olmuştur. Dolayısıyla kamu sektörünün borç stoku genişlemiştir. 2010 yılına gelindiğinde 2007 yılına göre, İrlanda'nın kamu borcunun GSYİH içindeki payı yaklaşık dört kat artmıştır.

Aslında küresel finansal krize rağmen Yunan borç krizi öncesinde, ne GIIPS'ler ne de Avro Bölgesi yönetimi için yüksek dış borçlar ve giderek artan kamu borcu endişe konusu olmamıştır. Grafik 19'da görüldüğü gibi, her ne kadar küresel krizin etkisiyle, bu ülkelerin devlet tahvili spreadleri biraz artmış olsa da

tüm GIIPS'ler için, vadesi gelen borçların çevrilebilirliğinde sorun yaşanmamıştır. Ancak 2010 yılından itibaren durum değişmiştir. Uluslararası piyasalarda Yunanistan'a karşı başlayan güven kaybı, hızla diğer ülkelere de yayılmış, bu ülkelerin de dış borçlarını Yunanistan gibi ödeyemeyecekleri kanaati giderek güçlenmiştir. Yunanistan'ın CDS²⁹ spreadleri ve tahvil spreadleri, 2010 yılında zirve yaparken, diğer GIIPS'lerinki de Avro Bölgesi ortalamasının üzerine çıkmaya başlamıştır. 2010 yılının sonlarına doğru İrlanda'dan başlayarak, 2011 yılında Portekiz ve İspanya'nın, 2012 yılından itibaren İtalya'nın spreadleri zirve yapmışlardır (Grafik 20).

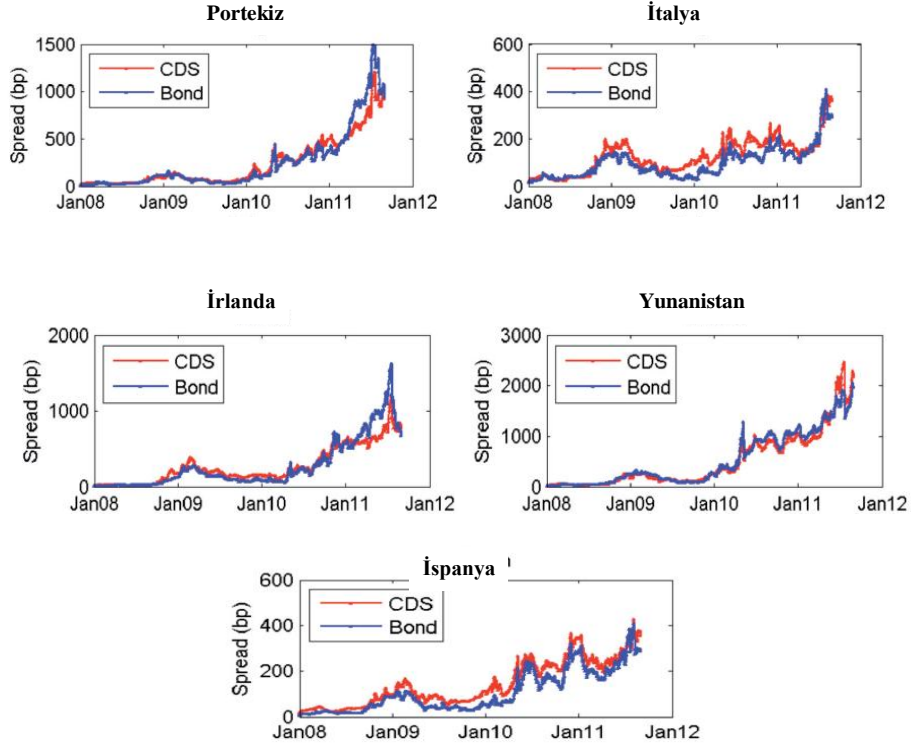
Grafik 19: GIIPS 10 Yıl Vadeli Devlet tahvillerinin Spreadleri (bp)



Kaynak: Aizenman vd (2011).

²⁹ Kredi temerrüt swapları (credit default swaps- CDS), CDS'ler finans kurumlarının kredi riskini, kredi koruması satan tarafa transfer etmek amacıyla kullanılmaktadır. CDS spreadleri, piyasa katılımcıları tarafından piyasadaki risk düzeyini ölçme göstergesi olarak kullanılmaktadır. Daha fazla bilgi için bkz. Kothari (2006).

Grafik 20: GIIPS'lerde CDS ve Tahvil Spreadleri (5 yıl vadeli) (bp.)



Kaynak: O'Kane (2012: 8).

3. Sonuç

Görüldüğü gibi aynı anda devlet borç krizine girmeyen GIIPS'lerin tümü, kriz öncesinde farklı düzeylere sahip olsalar da, benzer trendler (yüksek cari açık, yüksek dış borç, yüksek kamu borcu, düşen tasarruf düzeyi vb.) sergilemişlerdir ve krize girmelerine kaynaklık eden benzer şokları (yurt içi talep şoku ve küresel kriz şoku) yaşamışlardır.

Avro Bölgesinin ilk devlet borç krizine giren ülkesi olan ve Bölgenin gerek toplam üretimi gerek toplam kamu borcu içinde küçük bir paya sahip olan

Yunanistan'ın karşı karşıya kaldığı devlet borç krizi, kısa sürede dış borcu yüksek diğer parasal birlik ülkelerine de yayılmıştır. Böylece İspanya ve İtalya gibi büyük ekonomilere de krizin bulaşmasıyla, Avro Bölgesinin toplam üretiminin 1/3'ünü karşılayan ülkeler, borç krizi ile karşı karşıya kalmışlardır. Tümü gelişmiş ülkeler grubunda yer alan GIIPS'ler, 2010 yılına kadar kredi dereceleme kuruluşlarınca verilen en yüksek kredi derecesine (AAA) sahip ülkelerdir. Diğer bir deyişle Yunan krizi öncesinde GIIPS'ler, uluslararası piyasada ülke riskinin en düşük olduğu ülkelerdir. GIIPS'lerle birlikte, uzun zamandır daha ziyade gelişen ekonomilere özgü bir olay olarak görülen borç krizine, ilk kez gelişmiş ülkeler maruz kalmıştır.

Aslında GIIPS'lerin büyük kısmı Yunan şoku öncesinde de sıkıntıda idi. Örneğin Yunanistan'la aynı dönemde spekülasyon konut balonunun oluştuğu diğer iki ülke ekonomisinde (İrlanda ve İspanya) Yunanistan'ın aksine spekülasyon konut balonu patlamıştır. İrlanda'da 2007 yılının son çeyreğinde ve İspanya'da 2008 yılının başında spekülasyon konut balonu patlamıştır. Spekülasyon balon şokunun piyasalarda neden olduğu sıkıntılara, önce 2008 yılında küreselleşen finansal kriz şoku eklenmiştir. Portekiz ise, Yunanistan'a benzer şekilde yüksek cari açıkları, yüksek dış borcu ve bütçe açıklarının sonucunda kırılmalı bir ekonomik yapıyla küresel krize yakalanmıştır. İtalya ise, gerileyen rekabet gücü yanında yüksek hem kamu borcu hem de dış borçla küresel krizin olumsuz koşullarına maruz kalmıştır. Yani Yunan şoku yaşanmadan önce de diğer GIIPS ekonomileri sıkıntıda idi. Ancak Yunan krizi öncesinde farklı olan, yüksek dış borç stokuna sahip olmalarına rağmen bu ülkelerin borçlarını çevirmede herhangi sorunla karşılaşmamış olmalarıdır ve yüksek kredi derecelerini muhafaza etmeleridir. Bu sonuçta, dünyanın en güçlü ekonomik blokunun içinde yer almalarının ve parasal birlik alanının oluşturulduğundan beri makroekonomik istikrara sahip olmasının rolü yadsınamaz. Ancak Yunan krizi, küresel kriz şokunun yarattığı koşullarla bir araya gelmiş ve pek çoğu zaten resesyona girmiş ya da girmek üzere olan diğer GIIPS ekonomilerinin sorunlarının ağırlaşmasına yol açmıştır.

Yunan şoku, tüm GIIPS'ler için borçlanma maliyetlerini yukarı çekilmesine ve uluslararası piyasalarda GIIPS menkul kıymetlerinin değerinin düşmesine zemin hazırlamıştır. Yunan şokunun ardından uluslararası piyasalar, diğer GIIPS'leri riski

yüksek ekonomiler olarak görmeye başlamışlardır. Sonuçta 2010 yılından itibaren uluslararası dereceleme kuruluşları, Yunanistan'dan başlayarak, diğer GIIPS'lerin de kredi derecelerini de düşürmeye başlamıştır. İrlanda, ardından Portekiz ve İspanya'da kamu sektörü, Yunanistan gibi borcunu çeviremez konuma gelmiş ve temerrüde düşmüşlerdir. Bu ülkelerin ardından krizin bulaşıcı etkisiyle,³⁰ ekonomisi diğer GIIPS'lerden daha güçlü olmasına ve vergi gelirleri dış borcunu karşılayabilecek pozisyonda olmasına rağmen Avro Bölgesi'nin en yüksek dış borca sahip ülkesi olan İtalya'nın menkul kıymetlerinin değeri uluslararası piyasalarda düşmeye başlamış ve devlet tahvillerinin spreadleri İspanya düzeyine ulaşmıştır. Sonunda uluslararası dereceleme kuruluşlarınca İtalya'nın da kredi notu düşürülerek, riskli ülke grubuna konulmuştur. Düşen kredi dereceleriyle, GIIPS'lerin uluslararası piyasalara ihraç ettikleri menkul kıymetlerinde hızla değer kaybetmesine neden olmuş; ardından bu kağıtları portföylerinde önemli miktarda tutan yerli ve yabancı bankalar mali sıkıntıya girmişlerdir. Böylece GIIPS'ler devlet borç krizlerine ek olarak bankacılık krizleri de yaşamaya başlamışlardır.

Avro Bölgesi yönetiminin IMF ile birlikte 2010 yılı Mayıs ayından itibaren krizi önlemek amacıyla önlemler almaya başlamasına rağmen, GIIPS'lere karşı uluslararası piyasalarda henüz güven tesis edilememiş olup tümü de hala riskli bölgede görülmektedir.

KAYNAKÇA

Aizenman, J., Hutchison, M. M. & Jinjark, Y. (2011). What is the Risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Pricing of Risk. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 17407.

Akçay, B. (2006). Avrupa Para Sisteminden Ekonomik Parasal Birliğe. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 21(242), 14-32.

³⁰ Yunanistan borç krizi daha fazla bilgi için bkz. Akçay (2013: 122-169) ve Yunan krizinin yayılmasına ilişkin ise bkz. Akçay ve Çamlıca (2013: 56-121).

- Akçay, B. (2012). Ekonomik ve Parasal Birlik. B.Akçay ve G. Özçelik (eds.), *Lizbon Antlaşması Sonrasında Avrupa Birliği: Serbest Dolaşım ve Politikalar*, Seçkin Yayıncılık, Ankara, ss. 327-382.
- Akçay, B. (2013). Yunan Borç Krizi. B.Akçay (ed.), *Avrupayı Saran Kriz*, Seçkin Yayıncılık, Ankara, ss. 122-179.
- Akçay, B. & Çamlıca, F. (2013). Yunan Borç Krizinin Avro Krizine Dönüşüm Nedenleri. B.Akçay (ed.), *Avrupayı Saran Kriz*, Seçkin Yayıncılık, Ankara, ss. 56-121.
- Anand, M. R., Gupta, G. L. & Dash, R. (2012). The Eurozone Crisis: Its Dimension and Implications. *Ministry of Finance, Government of India, Working Paper*, January.
- BBC News Business (2012a). Moody's cuts Italy's debt rating, 13 July, <http://www.bbc.co.uk/news/business-18824246> (Erişim Tarihi: 11. 12.2012).
- BBC News Business (2012b). Spain credit rating cut by S&P, 10 October, <http://www.bbc.co.uk/news/business-19905747> (Erişim Tarihi: 11.12.2012).
- Bloomberg (2013). <http://www.bloomberg.com> (Erişim Tarihi: 14.02.2013).
- Buzaglo, J. (2011). The Eurozone crisis: Looking through the financial fog with Keynesian glasses. *Real World Economics Review*, (58), 77-82.
- Calvo, G. A. & Reinhart, C. M. (1999). *When Capital Inflows come to Sudden Stop: Consequences and Policy Options*, Center of for International Economics, Department of Economics, University of Maryland.
- Dadush, U. (2010). *Paradigm Lost: The Euro in Crisis*, Carnegie Endowment, http://carnegieendowment.org/files/Paradigm_Lost2.pdf (Erişim Tarihi: 17.11.2012).
- De Grauwe, P. (2010). Crisis in Eurozone and How to Deal With It? *CEPS Policy Paper*, February.
- De Grauwe, P. (2011). A Fragile Eurozone in Search of a Better Governance. *CESifo Working Papers*, No.3467, May.
- De Grauwe, Paul (2012). A Self-Inflicted Crisis. *CEPS Commentary*, 31 May.
- Dehesa, G. de la (2012). A Self-Inflicted Crisis? Design and Management Failures Leading to the Eurozone Crisis. *Goup of Thirty Occasional Paper* No. 86.

- Dis Diaz, J. (2010). The External Debts Statistics of Euro Area. Final Version 12 October, paper presented in *IFC Conference on Initiatives to address data Gaps Revealed by the Financial Crisis* 25-26 August, <http://www.bis.org/ifc/events/5ifcconf/dias.pdf> (Erişim Tarihi: 01.12.2011).
- EMF (2006). *Hypostat 2005*, November.
- EMF (2012). *Hypostat 2011*, November.
- Estenssoro, A. (2010). European Sovereign Debt Remains Largely a European Problem. *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St Louis, October, <http://www.stlouisfed.org/publications/re/articles/?id=2017> (Erişim Tarihi: 09.10.2012).
- Eurostat (2010). *EU Economic Data Pocketbook*, 4th Quarter, December.
- Fieronto, A. (2011). A Torrent of Mortgage Defaults. *ECRI Commentary Note No.5*.
- Fieronto, A. (2012). Where is the EU household sector in the deleveraging Cycle?. European Credit Research Institute (ECRI), *ECRI Commentary Note*, No.10, May.
- Glick, R. & Lansing, K. J. (2010). Global Household Leverage, House Prices, and Consumption. *FRBSF Economic Letter*, January 11, 1-5.
- Hilbers, P., Hoffmaister, A. W., Banerji, A. & Shi, H. (2008). House Price Developments in Europe: A Comparison, *IMF Working Paper*, No.211, October. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (Erişim Tarihi: 10.11.2012).
- <http://www.cqcabusinessresearch.com/wp-content/uploads/2011/04/Real-Interest-Rates-of-the-Eurozone-and-the-GIIPS.jpg> (Erişim Tarihi: 10.12.2012)
- <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=sp&v=94> (10.11.2012).
- Igan, D. & Loungani, P. (2012). *Global House Prices Still Showing Down Trend*, September 17.
- IMF (2003). *Global Financial Stability Report*, March.
- IMF (2011a). *Global Financial Stability Report*, (Section: Statistical Appendix) March.
- IMF (2011b). *Global Financial Stability Report*, (Section: Statistical Appendix) October.
- IMF (2012a). *Global Financial Stability Report*, (Section: Statistical Appendix) April.

- IMF (2012b). *World Economic Outlook*, (Section: Statistical Appendix), October.
- Kothari, V. (2006). *Securization-The Financial Instrument of the Future*, Wiley Finance, Singapore: John Wiley&Sons.
- O’Kane, D. (2012). *The Link between Eurozone Sovereign Debt and CDS Prices*, EDH EDHEC Risk Institute, January.
- The Guardian (2011). Portugal's credit rating downgraded to junk status, 6 July 2011, <http://www.guardian.co.uk/world/2011/jul/06/portugal-credit-rating-junk-status> (Erişim Tarihi: 11.12.2012).
- World Bank (2012). *World Development Indicators Database (WDI)*, <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=12&id=4&CNO=2> (Erişim Tarihi: 16.12 2012).
- World Economic Form (2002) *The Global Competitiveness Report*, Switzerland, Oxford University Press.
- World Economic Form (2004) *The Global Competitiveness Report*, Switzerland, Oxford University Press.
- World Economic Form (2008) *The Global Competitiveness Report*, Switzerland, Oxford University Press.
- World Economic Form (2012) *The Global Competitiveness Report*, Switzerland, Oxford University Press.
- Wyplosz, C. (2012). *Eurozone Crisis. About Public Debt, not Competitiveness*, The Graduate Institute, 27 August.