

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОДОПЛЕКА ПРОТЕСТНЫХ ВЫСТУПЛЕНИЙ

Ключевые слова: Турция, антиправительственные выступления, процентное лобби, приток (отток) иностранного капитала

Какова экономическая подоплека антиправительственных выступлений в Турции, имевших место в июне 2013 г.? Беспорядки были спровоцированы, по мнению премьер-министра Р.Т. Эрдогана, т.н. процентным лобби. Но действительные проблемы страны заключаются в высокой степени зависимости экономического роста от внешних источников финансирования и как следствие - от колебаний конъюнктуры мирового финансового рынка.

Протесты разразились на фоне снижения темпов роста ВВП: в 2012 г. они немногим превысили 2%, а по итогам 2013 г. (предположительно, к моменту написания статьи они еще не были подведены) составят всего 3,6%, тогда как в 2010 и 2011 гг. турецкая экономика, относительно безболезненно пережив первую волну глобального кризиса, продемонстрировала весьма высокие темпы роста экономики - около 9%¹.

Между тем, опасность торможения для экономик формирующимися (иначе говоря, - быстро растущими) рынками, в т.ч. и экономики Турции, велика. По мнению ряда аналитиков, такие экономики подобны велосипедистам, которые не падают, пока движутся. Релаксация для этих стран опасна и грозит оказаться преддверием масштабного не только экономического, но и общественно-политического кризиса.

Были ли июньские протесты лишь эпизодом, спровоцированным «злой волей» враждебных нынешнему режиму сил, либо могут считаться первыми признаками вступления Турции в менее благополучный период экономического развития?

Ожидаясь придерживаясь версии провокаций со стороны недоброжелателей, премьер Р.Т. Эрдоган указал на «процентное лобби» в качестве «группы влияния», заинтересованной в беспорядках. Закономерен вопрос: можно ли свести сложившуюся ситуацию к действиям этого «лобби», если оно на самом деле существует?

КАК ПОЯВИЛОСЬ «ПРОЦЕНТНОЕ ЛОББИ»...

Само понятие «процентное лобби» подразумевает наличие в стране экономических групп, заинтересованных в повышении процентных ставок по банковским кредитам. Заинтересованность такого рода должна иметь мотивы. Недавнее экономическое прошлое Турции позволяет заподозрить их существование.

Дело в том, что в конце 1980-х гг. турецкая элита сделала выбор в пользу проведения т.н. «расширительной» фискальной политики, т.е. в пользу политики бюджетных дефицитов для оживления внутреннего спроса и поддержания экономического роста. В силу особенностей внутривнутриполитического развития страны отказаться от этого выбора, перейдя к политике сбалансированного бюджета, оказалось сложной задачей, решение которой затянулось до начала 2000-х гг.

Таким образом, на протяжении более 10 лет Турции приходилось изыскивать возможности для финансирования разрастающегося дефицита бюджета. Для этого использовались и новые возможности, открывшиеся благодаря либерализации тогда же - в конце 1980-х гг. - национального финансового рынка. В итоге, возросшие аппетиты государства в отноше-

нии использования заемных средств, поддерживая на высоком уровне процентные ставки на турецком рынке, удовлетворялись уже не только и не столько за счет местных инвесторов, сколько за счет притока краткосрочного капитала из-за рубежа.

Агентские функции по его привлечению в Турцию и дальнейшему использованию для покупки государственных долговых обязательств выполняли турецкие банки. Для них, по образному выражению газеты «Financial Times», наступил благоприятнейший период заключения беспроигрышных пари на рынке казначейских облигаций².

О внимании турецких банков к операциям с этим инструментом, который на протяжении некоторого времени (до наступления очередного финансового кризиса) демонстрировал уникальное сочетание надежности с высокой доходностью, свидетельствовало то обстоятельство, что, по состоянию на 1996 г., банковский сектор был держателем свыше 80% государственных долговых бумаг, эмитированных для размещения на внутреннем рынке³.

Что касается доходов «процентного (банковского) лобби», турецкий эксперт Й.Булут, убежденный в его существовании самими масштабами расходов государства по обслуживанию долга, приводит следующие данные: в период с 1980 по 2004 гг. суммарные процентные выплаты государства по внутренним и внешним долгам превысили \$450 млрд. «Основная беда этой страны - являющаяся объектом манипуляций связь процент-политика-экономика», - резюмирует Булут⁴.

У действовавшей системы привлечения банков к финансированию бюджетного дефицита были издержки в виде возникновения на рынке большого числа слабых игроков, не способных к существованию вне специфической конъюнктуры того периода. За легкие прибыли 1990-х гг. турецкие банки расплачивались трудным переходом к нормальной банковской деятельности по мере начавшегося на рубеже 1990-х - 2000-х гг. вступления страны в период финансовой стабилизации.

Тогда управление рядом банковских учреждений было передано специально созданному в 2000 г. Агентству по контролю и упорядочению деятельности банков, а в банковской системе произошли масштабные слияния и укрупнения⁵. Иными словами, преимущества периода легких банковских прибылей с лихвой окупились в тяжелый период перестройки банковской системы, казалось бы, обнаружив явные предпочтения банков в пользу дальнейшей деятельности в условиях более или менее стабильно развивающейся экономики. Так что, на сегодня их заинтересованность в повышении процентных ставок далеко не очевидна. Заметим, что все наиболее яркие статис-

тические «разоблачения» упомянутого выше Булута относятся, самое позднее, к середине первого десятилетия 2000-х гг.

...И КАК ОНО ВНОВЬ О СЕБЕ НАПОМНИЛО

Тем не менее, в январе 2012 г. премьер-министр Р.Т.Эрдоган вновь вспомнил о «процентном лобби», подчеркнув, что ему не удастся впредь существовать столь же безмятежно, т.к. будут уменьшены «ножницы» между ставкой кредитования и рыночной процентной ставкой⁶. Заявление премьера вызвало растерянность среди банкиров и экономистов.

На тот момент они и не думали отождествлять себя с «процентным лобби», справедливо полагая, что основные причины поддержания сравнительно высоких процентных ставок - не внутренние, а внешние. Дело в том, что довольно успешное экономическое развитие Турции в 2000-е гг., выразившееся в сокращении бюджетного дефицита и снижении инфляции, проходило на фоне роста дефицита по счету текущих операций платежного баланса, т.е. неуклонно возрасставшего отставания валютных доходов страны от ее расходов.

В 2002 г., на момент прихода к власти правящей Партии справедливости и развития (ПСР), дефицит бюджета был более чем скромным - около \$1,5 млрд. Повышаясь на протяжении 2000-х гг., он составил \$42 млрд в 2008 г. Снизившись в кризисном 2009 г., своего исторического максимума дефицит достиг в 2011 г. - \$77 млрд (более 10% ВВП страны)⁷.

По итогам 2012 г., дефицит по счету текущих операций платежного баланса снизился до \$66 млрд. Однако этот, казалось бы, положительный сдвиг произошел на фоне снижения темпов роста ВВП до 2%⁸.

Таким образом, основной структурный дисбаланс в развитии страны по-прежнему не преодолен: экономический рост происходит при усилении зависимости от внешних источников финансирования. Правда, теперь, когда Турция сумела существенно сократить объемы бюджетного дефицита, их основной потребитель, в отличие от периода 1990-х гг., - частный сектор. Сокращение объемов финансирования извне жестко увязано со снижением темпов роста экономики.

Часть внешних источников финансирования поступает в страну в форме прямых иностранных инвестиций (ПИИ), в привлечении которых Турции также удалось добиться в последние годы заметных успехов. Однако максимальный приток в \$22 млрд наблюдался еще в предкризисном 2007 г. Все последующие годы он был ниже этого уровня. Так, в 2012 г. Турция смогла привлечь лишь \$12 млрд ПИИ⁹.

Очевидно, что основная часть необходимого внешнего финансирования поступает в Турцию через систему портфельных инвестиций, в структуре которых после кризиса 2009 г. устойчиво преобладают различные долговые бумаги, а также в виде иных форм кредитных займов с международного финансового рынка. В итоге возникла прочная привязка финансового рынка Турции, в первую очередь агентов частного сектора, который теперь является держателем около 70% внешней задолженности страны, к процентным ставкам международного рынка и их изменению. Тем более, что значительная часть заемных средств привлекается в виде краткосрочных займов: в 2012 г. на них приходилось около 40% от общего объема задолженности частного сектора¹⁰.

«МАСЛО НА ХЛЕБ ДЕРЖАТЕЛЕЙ ДЕНЕГ»

Что же касается внутренних факторов высоких процентных ставок, среди них особую роль играет по-

литика Центрального банка Турецкой Республики (ЦБТР). До кризиса 2009 г. власти страны стремились к сочетанию высоких процентных ставок с высоким курсом национальной валюты. ЦБТР рассматривал высокую стоимость кредитов в качестве основного инструмента контроля над инфляцией и финансовой стабилизации. Так, в 2005 г. при инфляции в 8% уровень ставки по долгосрочным кредитам составлял в Турции 16%, тогда как в странах ЕС он не превышал 1-2%¹¹. Одновременно обеспечивалась привлекательность турецкого рынка как высокодоходного для иностранных инвесторов.

Как отмечал один из турецких журналистов, «...Центральный банк политикой высоких процентов намазывал масло на хлеб держателей горячих денег», а страна превратилась в «рай для их инвестиций»¹². Притягиваемый высокими доходами спекулятивный краткосрочный капитал охотно приходил на турецкий рынок, обеспечивая удержание на сравнительно высоком уровне курса турецкой лиры по отношению к доллару: с 1,5 лиры за \$1 в 2002 г. он поднялся до 1,3 лиры к 2007 г.¹³

Благоприятную (с точки зрения иностранных инвесторов) «процентную политику», которой Турции удавалось придерживаться и после кризиса как экономике, довольно быстро вступившей в фазу оживления, дополнила стагнация крупнейших западных рынков. В условиях их вялой динамики международный капитал в поисках более высокого инвестиционного дохода охотно приходил на растущий турецкий рынок.

Доступность средств внешних рынков привела к буму потребительского кредитования в Турции на фоне снижения уровня сбережений национальной экономики, который в 2011 и 2012 гг. не дотягивал и до 15% ВВП¹⁴. В 2009 г. объем выданных турецкими банками потребительских кредитов, включая ипотечное кредитование, составил 93 млрд тур. лир, а в 2011 г. он достиг 172 млрд, т.е. почти удвоился. При этом, если в 2002 г. доля потребительских кредитов в общем объеме банковских кредитов составляла 5%, то в последние годы она удерживалась на уровне, близком к 25%¹⁵.

Следует признать, что в условиях вялости внешних рынков (турецкий экспорт смог выйти на предкризисный уровень 2008 г. - \$140 млрд - только в 2011 г.¹⁶) расширение емкости внутреннего рынка, хотя и ценой активного использования внешних заимствований, стало довольно удачной альтернативной моделью развития, которая позволила Турции продемонстрировать неплохие темпы роста в послекризисные годы. Так, в 2010 г. взвешенный вклад потребления домохозяйств в составивший 9% рост ВВП оценивался в 4,7%, а в 2011 г. при росте ВВП в 8,7% - в 5,3%¹⁷.

Однако очевидные издержки избранной модели роста и повышение связанных с ее использованием рисков вынудили Турцию к постепенному отходу от проводившейся экономической политики. В программе развития страны на 2013 г. отмечалось: «...ЦБТР пришлось учитывать в своей кредитно-денежной политике основные тенденции в развитии глобальной экономики, т.к. решения, принятые центральными банками развитых стран в конце 2010 г., имели своим следствием удорожание турецкой лиры и значительное расширение кредитного предложения на внутреннем рынке, обусловив быстрый рост дефицита платежного баланса»¹⁸.

2012 г. ознаменовался охлаждением национально-потребительского рынка: вклад потребления домохозяйств в снизившийся экономический рост оказался отрицательным (-0,5%)¹⁹ «...в результате мер, при-

нятых для стабилизации внутреннего и внешнего спроса»²⁰.

Смена приоритетов в модели экономического развития, очевидно, и вынудила Р.Т.Эрдогана обратить внимание на повышение процентных ставок уже как на отрицательный фактор в практике применения данной модели.

Между тем, полагая объективными причины поддержания процентных ставок в стране на сравнительно высоком уровне, турецкие банки продолжали безмятежно существовать вплоть до конца первой декады июня 2013 г., когда премьер-министр уже прямо обвинил их, заявив, что в некоторых банках «процентное лобби», о котором он говорил, занимается биржевыми спекуляциями: «Итак, я подвожу черту... Это «процентное лобби» посредством биржевых спекуляций пытается нам угрожать. Это нужно хорошо понимать. Мы не намерены кормить их тем, что заработано путем нации»²¹.

Таким образом, Эрдоган выразил свое неудовольствие в связи с начавшимся массивным сбросом турецких ценных бумаг иностранными инвесторами²². За оттоком капитала и снижением денежного предложения последовал рост процентных ставок. Так, например, уровень средневзвешенной процентной ставки по вкладам в турецких лирах вырос с 5,29 в мае 2013 г. до 5,97 в июне и 6,46 - в июле²³.

За спиной антиправительственных протестов, напугавших инвесторов, по мнению премьер-министра, находилось «процентное лобби»: «Молодежь, вы все без собственного ведома используетесь в чужой игре в качестве рядовых добровольцев. Те, кто вышел под лозунгом «Мы - солдаты Мустафы Кемалея», оказались рядовыми «процентного лобби»²⁴.

ИНОСТРАННЫЙ КАПИТАЛ В БАНКАХ - ХОРОШО ИЛИ ПЛОХО?

Банкам пришлось перейти к защите и объяснять, что более высокие проценты по кредитам не столь уже выгодны, поскольку одновременно предполагают повышение ставок по депозитам. В итоге, если банковская маржа (разница по процентам между коммерческими кредитами и одногодичными депозитами) в апреле 2013 г. составляла 4,38 процентных пункта, то в июне - всего 1,69²⁵. Тем не менее, помощник премьер-министра, контролирующий вопросы экономического развития, А.Бабаджан 22 июня выступил с заявлением о том, что в 35 из 45 турецких банков участвует иностранный капитал, причем в 18 банках доля участия более чем существенна - 99-100%²⁶.

Таким образом, личностные характеристики «процентного лобби» получили дальнейшую конкретизацию - это, мол, «непатриотично настроенные» банки с иностранным участием.

Комментируя заявление А.Бабаджана, представители оппозиционной Народно-республиканской партии заявили: «Уважаемый премьер-министр озабочен поиском адреса объявленного тайным врагом «процентного лобби». Так пусть Али Бабаджан даст ответ. Ответ - это положение турецких банков, побивших рекорды прибыли»²⁷.

Между тем, в конце июня 2013 г. Совет рынка капитала разослал посредническим организациям, действующим на фондовой бирже, предписание о подготовке подробной информации о персонале, работавшем в период с 20 мая по 19 июня, и операциях, осуществленных им по запросу иностранных клиентов. По признанию одного из банковских работников, «...это самый масштабный запрос из тех, с которыми он встречался за свою практику. Так как информация концентрируется вокруг зарубежных операций, она

имеет целью подвести к версии, именуемой «процентное лобби»²⁸.

Но если действительно причина произошедшего падения биржи в оттоке иностранного капитала, то, возможно, премьер прав, и действительно существует «процентное лобби» в лице если не всех, то, по крайней мере, тех банков, в капитале которых значительно иностранное участие.

В качестве возражения следует привести аргументы, которые уже многократно повторялись турецкими экономистами и которые обобщил турецкий журналист М.Сонгур: «Экономический рост и экономическая стабилизация в Турции - это пузырь, т.к. они основываются не столько на росте производства, сколько на иностранном капитале. Приток «горячих денег» и краткосрочных инвестиций способен обеспечить непродолжительный положительный эффект, в т.ч. и высокие темпы роста, но в долгосрочном периоде экономика заходит в тупик. Поэтому полагаться следует не на иностранный капитал, а на развитие национального производства, в котором государство должно участвовать само и оказывать поддержку частному сектору». В заключение М.Сонгур отметил: «Теперь, после того как в связи с событиями вокруг парка Гези иностранный капитал начал уходить из страны, правительство принялось жаловаться»²⁹.

Похоже, противники экономического курса Эрдогана правы, т.к. снижение доступности внешнего финансирования, а значит, и повышение процентной ставки на внутреннем рынке, по всей видимости, превратятся в долгосрочную тенденцию в силу изменения международной финансовой конъюнктуры.

Пока трудно сказать, насколько основательно Турция сумела подготовиться к грядущим изменениям. В мае 2013 г. формирующиеся рынки, в т.ч. турецкий, пережили первую волну массивного оттока средств, вызванную информацией о том, что Федеральная резервная система (ФРС) может сократить покупки американских казначейских облигаций, т.е. пойти по пути снижения темпов роста денежного предложения.

В турецкой прессе появились призывы прекратить поиск несуществующего «процентного лобби» и обратить внимание на деятельность ФРС³⁰. Профессор, декан факультета экономики и управления Университета Окан (Стамбул) Т.Берксой на вопрос газеты «Миллиет» - «Процентное лобби, кто это?» - уверенно ответил: «Проценты повышает глава ФРС США», добавив, что, по его мнению, вообще не существует «процентного лобби», которое можно было бы выявить³¹.

ПРИЧИНЫ «ХРУПКОСТИ» ТУРЕЦКОЙ ЭКОНОМИКИ

Рейтинговое агентство *Morgan Staley* включило экономику Турции в группу т.н. пяти «хрупких» экономик, куда вошли также экономики Бразилии, Индии, ЮАР и Индонезии³². Для всех них общим оказалась высокая степень зависимости от притока краткосрочного иностранного капитала. На его начавшийся отток они отреагировали быстрой и заметной девальвацией национальной валюты. Так, к сентябрю 2013 г. турецкая лира в годовом исчислении потеряла 10% стоимости.

Тогда же журнал *Economist* рассчитал для развивающихся рынков значение т.н. «индекса замораживания притока капитала» (*capital freeze index*), который отражает степень уязвимости национального рынка в случае прекращения притока внешнего финансирования. Турции было присвоено самое высокое значение индекса (около 18 при предельном

уровне риска 20), свидетельствующее о максимальном уровне риска среди развивающихся (растущих) рынков.

В группу стран высокого риска, кроме Турции, вошли также Румыния, Польша, Мексика, Колумбия, Перу, Аргентина, Индонезия и Чили со значениями индекса от 12 до 14³³. Так что Турции предстоит пережить весьма неблагоприятные изменения международной финансовой конъюнктуры, которые могут обернуться для экономики страны серьезным испытанием на способность сохранить ранее обретенные достижения.

Как следует из текста «Программы среднесрочного развития Турции на 2014-2016 гг.», принятой в рамках реализации нового X пятилетнего плана развития Турции, руководство страны осознает остроту проблемы дефицита платежного баланса и необходимость принятия мер для ее решения.

С этой целью предполагается повысить уровень сбережений национальной экономики, постепенно снижать высокий уровень зависимости национально-го производства от импорта и наращивать экспорт. Согласно программе, размер дефицита с предполагаемых по итогам 2013 г. 7,1% ВВП снизится до 5,5% к концу периода ее действия³⁴. Однако оппозиция не преминула заметить, что, не предусматривая глубоких структурных изменений, программа нацелена на снижение дефицита платежного баланса при повышении темпов роста экономики.

Действительно, согласно программе, темпы роста в 2014 г. должны составить 4%, а в 2015 и 2016 гг. - 5%³⁵. Как отмечалось выше, для нынешней турецкой модели роста эти цели являются взаимоисключающими. «В случае если эти цели будут достигнуты, наша экономическая элита продемонстрирует успехи, которые войдут в мировую экономическую литературу» - иронизирует ответственный за вопросы экономического развития Демократической партии Турции А.Сезер³⁶.

Справедливости ради, следует сказать, что определенные структурные изменения руководство страны запланировало и даже уже начало их осуществлять. Так, поставленная задача снижения зависимости экономики страны от импорта опирается на обширную программу поддержки инвестиций, имеющих импортзамещающий характер. Но справедливо и то, что большая часть мер, предусмотренных программой, нацелена на извлечение дополнительных валютных доходов в рамках сложившейся товарной структуры экспорта за счет улучшения системы его организации и расширения географии³⁷. В контексте последних заявлений экономического характера в данном тезисе больше инерции повторяемости, чем реальной основы. Благоприятным для Турции фактором может оказаться разве что рост спроса на ее экспортные товары в странах Западной Европы.

Итак, главная угроза стабильному экономическому развитию Турции - прочная привязка ныне используемой модели к внешним источникам финансирования, а значит, - и чувствительность национальной экономики к конъюнктурным колебаниям международного финансового рынка. Грядущие возможные изменения в этой сфере наверняка станут серьезным вызовом для турецкой экономики. Достаточно ли ее потенциал и сможет ли она им эффективно распорядиться, чтобы противостоять изменениям конъюнктуры и сохранить способность к росту?

Дать ответ на этот вопрос пока не представляется возможным. Вероятно, обращение к враждебному образу «процентного лобби» стало невольным проявлением неуверенности самого премьера в прочности экономических достижений страны. Тогда этот образ

появился весьма своевременно, чтобы помочь правительству найти объяснение причин не только минувших, но и грядущих неурядиц.

1 Ekonomik Rapor 2012 (Экономический отчет Союза палат и бирж Турции - 2012). Ankara, TOBB, 2013, s. 206; Orta Vadeli Program (2014-2016) (Среднесрочная программа (2014-2016) минэкономразвития Турции). Ankara, T.C. Kalkinma Bakanlığı. 2013, s. 5 - <http://www.bumko.gov.tr/TR,42/orta-vadeli-program.html>

2 Financial Times, 12.12.1997.

3 Forum. Ankara. 1996, s. 10.

4 «Faiz lobisi masaldır diyenler, iyi okuyun lütfen! (Пусть внимательно прочитают утверждающие, что процентное лобби - выдумка) // Star Gazetesi, 02.09.2012.

5 См. подробнее: *Ульчиенко Н.Ю.* Экономика Турции в условиях либерализации. М., 2002. С. 74-86.

6 *Songur M.* Kim bu Başbakan'ın hedefindeki «Faiz lobisi» (Кто это «процентное лобби», на которое нацелен премьер-министр) - <http://www.odatv.com/n.php?n=kim-bu-basbakanin-hedefindeki-faiz-lobisi-0906131200>

7 Ekonomik Rapor 2003. Ankara, TOBB, 2004, s. 109; Ekonomik Rapor 2010., 2011, s. 14; Ekonomik Rapor 2012., s. 207.

8 Ekonomik Rapor 2012., s. 206, 207.

9 Ibidem.

10 Ibid., s. 171.

11 Подсчитано по: *Dilekli S., Eraslan T.* AB üyesi ülkelerde ve aday ülkelerde ekonomik gelişmeler (Экономическое развитие в странах ЕС и странах-кандидатах). Ankara. 2007 - www.dpt.gov.tr

12 Faiz lobisini buldum galiba (Возможно, я нашел процентное лобби) // Milliyet, 24.06.2013.

13 Составлено по: Ekonomik Rapor 2006., 2007, s. 102; Ekonomik Rapor 2008., 2009, s. 133.

14 2013 Yılı Programı (Годовая программа развития Турции на 2013 г., принятая Советом министров 4 октября 2012 г.). Ankara. 2012, s. 22 - <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/01/20130112M1-1.htm>

15 *Bankalarımız 2009* (Наши банки 2009). Ankara, TCBB, 2010, s. 1-39; *Banks in Turkey 2010*. Ankara. The Banks Association of Turkey. 2011, p. 1-39; *Banks in Turkey 2011., 2012*, p. 1-41.

16 Ekonomik Rapor 2012., s. 207.

17 Ibid., s. 60.

18 2013 Yılı Program., s. 42.

19 Ekonomik Rapor 2012., s. 60.

20 Orta Vadeli Program., s. 4.

21 *Songur M.* Op. cit.

22 SPK'dan lobiye incelenme (Исследование лобби Советом рынка капиталов) // Milliyet, 26.06.2013.

23 <http://www.tcmb.gov.tr/>

24 Faiz lobisini buldum...

25 Ibidem.

26 Ali Babacan: 49bankamın 35'inde yabancı hissesi var (Али Бабаджап: у 35 из 49 банков есть иностранные держатели акций) // Milliyet, 22.06.2013.

27 Ibidem.

28 SPK'dan lobiye incelenmesi...

29 *Songur M.* Op. cit.

30 См., например: «Faiz lobisini» bırak, Fed'in haraketine bak! (Оставьте «процентное лобби» и посмотрите на действия Фредерзера) // Milliyet, 05.07.2013.

31 Gerçek faiz lobisi FED Başkanı Ben Bernanke (Настоящее процентное лобби - глава Фредерзера Бен Бернанке) // Milliyet, 01.07.2013.

32 Morgan Stanley Presents: 'The Fragile Five' - The Most Troubled Currencies In Emerging Markets/Business Insider, 24.09.2013 - <http://www.businessinsider.com/morgan-stanley-fragile-5-emerging-markets-2013-9?op=1#ixzz2ijwWTpuO>; http://www.businessinsider.com/morgan-stanley-fragile-5-emerging-markets-2013-9?pundits_only=0&get_all_comments=1&no_reply_filter=1#comment-5241feddecad04fa1b8b4574

33 The capital-freeze index, again. This spreadsheet is different. An error, an apology and a revision // The Economist, 21/09/2013 - <http://lb-stage.economist.com/news/finance-and-economics/21586569-error-apology-and-revision-spreadsheet-different>

34 Orta Vadeli Program., s. 10.

35 Ibid., s. 9.

36 *Sezer A.* Hedeflerin tamamı iyimser (Цели полностью оптимистичны). DP Basın Merkezi. 10.10.2013 - <http://aydinsezer.us1.list-manage1.com/track/click?u=d98669145faaa34eca806a5f9&id=73adb1ffc&e=ad420c7a25>

37 Orta Vadeli Program., s. 19-20.