T.C.
KALKINMA BAKANLIĞI

ÜLKE KREDİ NOTLARININ BELİRLEYİCİLERİ: TÜRKİYE'NİN KREDİ NOTUNUN ÜLKE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Uzmanlık Tezi

Fatih Bahadır HASPOLAT

EKONOMİK MODELLER VE STRATEJİK ARAŞTIRMALAR GENEL MÜDÜRLÜĞÜ
Şubat 2015

T.C. KALKINMA BAKANLIĞI
Yayın No: 2923

ÜLKE KREDİ NOTLARININ BELİRLEYİCİLERİ:
TÜRKİYE'NİN KREDİ NOTUNUN ÜLKE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Uzmanlık Tezi

Fatih Bahadır HASPOLAT

EKONOMİK MODELLER VE STRATEJİK ARAŞTIRMALAR GENEL MÜDÜRLÜĞÜ
Şubat 2015

ISBN 978-605-9041-28-7

Bu çalışma Kalkınma Bakanlığının görüşlerini yansıtmaz. Sorumluluğu yazara aittir. Yayın ve referans olarak kullanılması Kalkınma Bakanlığının iznini gerektirmez.

Bu tez Müsteşar Yardımcısı Erhan USTA başkanlığında, Şevki EMİNKAHYAGİL, Recep ÇAKAL, Cumhur Menderes BOZ ve Mehmet Cengiz SÜRMELİ'den oluşan Planlama Uzmanlığı Yeterlik Sınav Kurulu tarafından değerlendirilmiştir.

Bu yayın 500 adet basılmıştır.

TEŞEKKÜR

Bu tez çalışmasını hazırlayacak bilgi birikimini ve altyapıyı edinmemde sağladıkları değerli katkılardan dolayı Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürü Sayın Ahmet ÇELENKOĞLU'na ve Ekonomik Modeller Dairesi Başkanı Sayın Hasan YURTOĞLU'na,

Bu tezin oluşmasında öğreticiliği ve yol göstericiliğiyle büyük emek sahibi olan tez danışmanın Planlama Uzmanı Sayın Raif CAN'a,

Tezin analiz kısmında büyük desteklerini aldığım Prof. Dr. Nazire Nergiz DİNÇER'e ve Daire Başkanı Sayın Fatih KAYA'ya,

Tezin bütününe yönelik değerli yorum ve katkıları ve tez sürecindeki destekleri nedeniyle Planlama Uzmanları Sayın Mine ERGÜN BAKDUR'a, Sayın Pınar YAŞAR'a, Sayın Mehmet HONDUR'a ve Sayın Tuncay SERDAROĞLU'na,

Tezin şekil ve içerik yönünden en iyi duruma gelmesinde katkı sağlayan başta Sayın Murat KÖRS olmak üzere tüm değerli dostlarıma ve tez sürecinde göstermiş oldukları anlayış ve destekleri için Ekonomik Modeller Dairesi'ndeki tüm çalışma arkadaşlarıma,

Tez sürecinde büyük sabır ve fedakârlık gösteren ve tezimi ilk okuyan kişi olan sevgili eşime ve varlıkları bana güç veren aileme,

En içten teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

Planlama Uzmanlığı Tezi

ÜLKE KREDİ NOTLARININ BELİRLEYİCİLERİ: TÜRKİYE'NİN KREDİ NOTUNUN ÜLKE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Fatih Bahadır HASPOLAT

Uluslararası finansal ve ekonomik bütünleşmenin artmasıyla birlikte, ülke kredi notları küresel sermaye akımını yönlendiren en önemli unsurlardan biri haline gelmiş ve kredi derecelendirme kuruluşlarının (KDK) küresel ekonomi ve ülke ekonomileri üzerindeki etkileri artmıştır. Bununla birlikte, 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik krizlerde ve 2008 yılında başlayan küresel krizde iyi bir sınav veremeyen KDK'lar, giderek artan eleştirilere maruz kalmaktadır.

Kalkınma sürecinin hızlandırılması açısından dış finansman ihtiyacı yüksek bir yapıya sahip olan Türkiye ekonomisi için, KDK'ların ve kredi notu (credit rating) belirleme yöntemlerinin iyi analiz edilmesi önem arz etmektedir. Bu çalışmanın amacı, KDK'ların ülkelere verdikleri kredi notlarının sistematiğini inceleyerek tutarlılığını sorgulamak ve kredi notunun belirleyicilerini tespit ederek ülke kredi notunun artırılabilmesi için politika önerileri sunmaktır. Bu kapsamda, tersine mühendislik yöntemiyle yapılan panel veri analizleri sonucunda; kişi başına düşen milli gelirin, yönetişim kalitesinin, cari işlemler dengesinin, büyüme performansının, büyüme beklentilerinin, sanayileşmiş ülke olmanın ve ülke para biriminin rezerv para olarak kullanılmasının ülke notunu artıran faktörler olduğu görülmüştür. Buna karşın, döviz kuru oynaklığı, faiz ödemeleri, borç yükü seviyesi ve geçmişte temerrüt yaşanmış olması ise ülke kredi notunu düşüren etkenler olarak öne çıkmaktadır.

Çalışmanın sonuçları KDK'lara karşı yapılan krizleri öngörememe ve ani not değişimleriyle mevcut krizleri daha da derinleştirme eleştirilerini desteklemektedir. Analizler Türkiye'nin ülke kredi notunun, özellikle 2004 yılından itibaren, sürekli olarak göstergelerin ima ettiği değerin altında kaldığını, 2012 yılındaki kredi notunun ise BBB (Baa2) düzeyinde olması gerektiğini göstermektedir. Analiz sonuçlarından elde edilen ülke kredi notunun belirleyicileri ve KDK'ların Türkiye ekonomisine yönelttiği eleştiriler göz önüne alındığında, yüksek cari işlemler açığı ve düşük yurtiçi tasarruf oranı kredi notunun artmasının önündeki en belirgin problemler olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu problemlerin çözümü için Onuncu Kalkınma Planında yer alan politikaların ve öncelikli dönüşüm programlarının etkin bir şekilde hayata geçirilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu kapsamda, Onuncu Kalkınma Planı politikalarının hayata geçirilmesi ve OVP (2015-2017) hedeflerine ulaşılması ve sonraki yıllarda da bu gelişmelerin devam ettirilmesiyle ülkemizin kredi notunun 2020 yılında "BBB+" düzeyine çıkacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca, yönetim göstergelerinde yaşanacak daha hızlı bir iyileşme sonucunda ise kredi notunun 2020 yılında "A-" düzeyine kadar çıkabileceği öngörülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Ülke Kredi Notu, Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings

ABSTRACT

Planning Expertise Thesis

DETERMINANTS OF SOVEREIGN CREDIT RATINGS: COUNTRY COMPARATIVE ANALYSIS OF TURKEY'S CREDIT RATING

Fatih Bahadır HASPOLAT

With the increasing international financial and economic integration, sovereign credit ratings have become one of the most important elements in directing global capital flows and the effect of credit rating agencies (CRA) on both sovereign economies and the global economy has increased. On the other hand, CRAs have been heavily criticized for their poor performance in the crises of 1990s and the recent global financial crisis that started in 2008.

As Turkey is in need of considerable amount of external financing to accelerate development process, healthy analysis of CRAs and their credit rating methodologies is of critical importance. The aim of this study is to examine the systematic and consistency of sovereign credit ratings given by CRAs and to identify the determinants of sovereign credit ratings and thereby to bring policy recommendations towards increasing credit rating of Turkey. As a result of panel data analysis conducted by reverse engineering methodology within this context, GDP per capita, governance quality, current account balance, growth performance and growth expectations, being an industrialized country and having a reserve currency were identified as factors affecting sovereign credit rating positively. On the other hand; exchange rate volatility, interest payments, debt stock and default occurrences were the factors effecting credit ratings negatively.

The findings of the analyses support the critiques against CRAs about being unable to foresee the economic crises and about deepening the existing crises by making sudden rating cuts. The analyses show that Turkey's credit rating had been below the levels implied by the indicators since 2004 and it should be at BBB (Baa2) level in 2012. Considering the results of the analysis on determinants of credit ratings and the critiques of CRAs on Turkish economy, high current account deficit and low domestic saving rates are identified as the main factors hindering increase of country sovereign credit grade. Implementation of the policies of the Tenth Development Plan and the priority transformation programs effectively are of utmost importance for eliminating these problems. In this context, if the policies set in the Tenth Development Plan are implemented and the economic targets in Medium Term Program (2015-2017) are achieved and sustained in the following years, Turkey's sovereign credit rating is foreseen to increase to "BBB+" level in 2020. Additionally, in case of a faster improvement in the governance indicators, credit rating is predicted to increase to "A-" level in 2020.

Key Words: Credit Rating Agencies, Sovereign Credit Rating, Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

TEŞEKKÜR i
ÖZET ii
ABSTRACT iii
İÇİNDEKİLER iv
TABLOLAR vii
ŞEKİLLER viii
GRAFİKLER ix
KISALTMALAR xi
GİRİŞ 1
1. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜLKE KREDİ NOTUNA İLİŞKİN TEMEL YAKLAŞIMLAR 6
1.1. Derecelendirme Kavramı ve Genel Özellikleri 6
1.2. Derecelendirme kavramının tarihsel gelişimi ve kredi derecelendirme kuruluşları 9
1.2.1. Derecelendirmenin tarihsel gelişimi 9
1.2.2. Küresel ölçekte faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruşları 14
1.2.2.1. Standard & Poor's 16
1.2.2.2. Moody's 20
1.2.2.3. Fitch Ratings 21
1.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Yapılan Eleştiriler 23
1.3.1. Kredi derecelendirme kuruluşlarının not verme yöntemlerinin yeteri kadar şeffaf olmaması 24
1.3.2. Kredi derecelendirme alanında rekabet eksikliği 25
1.3.3. Çıkar çatışması 26
1.3.4. Kredi derecelendirme kuruluşlarının krizleri öngörememeleri ve mevcut krizleri derinleştirmeleri 29
2. ÜLKE RİSKİNİ VE KREDİ NOTUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER 36
2.1. Standard and Poor's Ülke Kredi Notu Ölçüm Yöntemi 37
2.1.1. Kurumsal ve idari etkinlik 38
2.1.2. Ekonomik yapı 40

2.1.3. Dış finansal ilişkiler 41
2.1.4. Mali durum 44
2.1.5. Para politikası ve parasal durum 46
2.2. Moody's Ülke Kredi Notu Ölçüm Yöntemi 48
2.2.1. Ekonomik güç 49
2.2.2. Kurumsal güç 50
2.2.3. Mali güç 51
2.2.4. Şoklara karşı dayanıklılık 52
2.3. Fitch Ratings Ülke Kredi Notu Ölçüm Yöntemi 54
2.3.1. Makroekonomik politikalar ve performans 54
2.3.2. Yapısal özellikler 55
2.3.3. Kamu maliyesi 56
2.3.4. Dış finansman 57
2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Verme Sistemlerinin Değerlendirmesi 58
3. MOODY'S, FITCH ve S&P ÜLKE KREDİ NOTLARININ ANALİZİ 60
3.1. Ülke Kredi Notlarının Modellenmesi Üzerine Yapılmış Çalışmalar 60
3.2. Ülke Kredi Notlarının Modellenmesinde Seçilen Yöntem: Panel Veri Analizi 68
3.2.1. Model ve tahmin yöntemi 71
3.2.2. Panel veri yöntemi 71
a) Rassal etkiler modeli 72
b) Sabit etkiler modeli 73
3.2.3. Veri seti 73
3.2.3.1. Sosyal değişkenler 74
3.2.3.2. Ekonomik değişkenler 82
3.2.4. Ülke kredi notu tahminleri 90
3.2.4.1. S&P ülke kredi notlarının tahmini 90
3.2.4.2. Moody's ülke kredi notlarının tahmini 101
3.2.4.3. Fitch Ratings ülke kredi notlarının tahmini 110
3.2.5. Kredi notu analizlerinin genel değerlendirmesi 116
4. TÜRKİYE'NİN ÜLKE KREDİ NOTU ANALİZİ VE İLERİYE DÖNÜK SENARYOLAR 117

4.1. Derecelendirmenin ve Ülke Kredi Notunun Türkiye'deki Gelişimi 117
4.2. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Analizi 125
4.3. Kredi Notunun Arıtılmasına Yönelik Politika Önerileri 129
4.4. Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018) ve Orta Vadeli Program (2015-2017) Çerçevesinde Ülke Kredi Notu Tahminleri..... 132
5. SONUÇ 134
EKLER 138
KAYNAKLAR 147
DİZİN 156

TABLOLAR

Sayfa No

Tablo 1.1. Haziran 2012 itibarıyla NRSRO Statüsüne Sahip KDK'lar ve Faaliyet Alanları 15
Tablo 1.2. NRSRO Statüsüne Sahip KDK'ların Derecelendirdikleri Ödemeleri Devam Eden Menkul Değer Sayıları (31 Aralık 2012 itibarıyla) 15
Tablo 1.3. S&P'nin Verdiği Kredi Notları ve Anlamları 17
Tablo 1.4. Moody's'in Verdiği Kredi Notları ve Anlamları 21
Tablo 1.5. Fitch Ratings'in Verdiği Kredi Notları ve Anlamları 22
Tablo 1.6. Kriz Sürecinde S&P'nin Güney Kore Ülke Kredi Notu İndirimleri 32
Tablo 1.7. Kriz Sürecinde Fitch Ratings'in Rusya Ülke Kredi Notu İndirimleri 33
Tablo 1.8. Kriz Sürecinde Fitch Ratings'in Arjantin Ülke Kredi Notu İndirimleri ... 35
Tablo 2.1. 1996-2012 Döneminde Aktif ve Rezerv Para Birimine Sahip Olan Ülkeler 42
Tablo 2.2. S&P'nin Ülke Kredi Notlarında Göz Önüne Aldığı Ana Faktörler 47
Tablo 2.3. Moody's'in Ülke Kredi Notu Belirleme Profili 53
Tablo 2.4. Fitch Ratings'in Ülke Kredi Notunu Belirlemede Kullandığı Ana Değişkenler 58
Tablo 3.1. Afonso'nun 2001 Yılı Kredi Notu Tahminleri ve S&P Kredi Notları 62
Tablo 3.2. Panel Veri Tablosunun Hazırlanışı 70
Tablo 3.3. Moody's Tarafından Notlandırılan Devlet Tahvili Temerrütleri 89
Tablo 3.4. S&P Ülke Kredi Notu Modeli Breusch-Pagan LM Test İstatistikleri Sonuçları 91
Tablo 3.5. S&P Ülke Kredi Notu Modeli Hausman Test İstatistikleri Sonuçları 91
Tablo 3.6. S&P Model Tahminleri 92
Tablo 3.7. S&P Ülke Kredi Notu Modeli F istatistiği Sonuçları 93
Tablo 3.8. S&P Ülke Kredi Notu Modeli Wald İstatistik Testi Sonuçları 93
Tablo 3.9. S&P Ülke Kredi Notu Modeli Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları 94
Tablo 3.10. 2012 Yılı İçin S&P Ülke Kredi Notları ve Model Tahminleri 95
Tablo 3.11: 2007 Yılı İçin S&P Ülke Kredi Notları ve Model Tahminleri 98
Tablo 3.12. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli Breusch-Pagan LM Test İstatistikleri Sonuçları 102
Tablo 3.13. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli Hausman Test İstatistikleri Sonuçları 102
Tablo 3.14. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli F istatistiği Sonuçları 102
Tablo 3.15. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli Wald Test İstatistiği Sonuçları 103
Tablo 3.16. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları 103
Tablo 3.17. Moody's Model Tahminleri 104

Tablo 3.18. 2012 Yılı Moody's Ülke Notları ve Model Tahminleri..... 105
Tablo 3.19. 2007 Yılı İçin Moody's Ülke Notları ve Model Tahminleri 108
Tablo 3.20. Breusch-Pagan LM Test İstatistikleri Sonuçları..... 110
Tablo 3.21. Hausman Test İstatistikleri Sonuçları..... 111
Tablo 3.22. F istatistiği Sonuçları 111
Tablo 3.23. Wald Testi İstatistiği Sonuçları..... 111
Tablo 3.24. Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları 111
Tablo 3.25. Fitch Ratings Model Tahminleri..... 112
Tablo 3.26. 2012 Yılı Fitch Ratings Ülke Kredi Notları ve Model Tahminleri..... 113
Tablo 3.27. 2007 Yılı İçin Fitch Ratings Ülke Kredi Notları ve Model Tahminleri 115
Tablo 4.1. Türkiye'de Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları 120
Tablo 4.2. Türkiye'nin Tarihsel Ülke Kredi Notu Değişimi..... 123

ŞEKİLLER

Sayfa No

Şekil 1.1. S&P'nin 2012 Yılı İtibarıyla Ülkelere Verdiği Kredi Notlarının Dağılımı19
Şekil 1.2. Kredi Derecelendirme Süreci..... 25
Şekil 2.1. Standard and Poor's Kuruluşunun Ülke Kredi Notu Belirleme Çerçevesi 38
Şekil 2.2. Moody's'in Ülke Kredi Notunu Belirleme Çerçevesi 48

GRAFİKLER

Sayfa No

Grafik 1.1. 2012 Yılı İtibarıyla KDK'ların Toplam Pazardan Aldıkları Pay Oranları 16
Grafik 1.2. Üç Büyük KDK'nın 1996-2012 Dönemi Ülkeler İtibarıyla Not Ortalamaları..... 23
Grafik 2.1. 1983 -2012 Dönemi Notuna Göre 5 Yıllık Kredilerin Temerrüt Oranları ..... (Yüzde) 5
Grafik 3.1. 1996-2012 Dönemi Yolsuzluğun Önlenmesi Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları..... 75
Grafik 3.2. 1996-2012 Dönemi Yönetim Etkinliği Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları..... 77
Grafik 3.3. 1996-2012 Dönemi Politik İstikrar Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları..... 77
Grafik 3.4. 1996-2012 Dönemi Hukukun Üstünlüğü Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları..... 79
Grafik 3.5. 1996-2012 Dönemi Mevzuat Kalitesi Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları..... 80
Grafik 3.6. 1996-2012 Dönemi İfade Özgürlüğü ve Şeffaflık Puanı ve Kredi Notu Ortalamaları..... 81
Grafik 3.7. 1996-2012 Dönemi Kişi Başına Düşen Milli Gelir ve Kredi Notu Ortalamaları..... 82
Grafik 3.8. 1996-2012 Dönemi Enflasyon ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları 84
Grafik 3.9. Ülkelerin 1996-2012 Dönemi Ortalama Cari Denge ve Ülke Kredi Notları 85
Grafik 3.10. 1996-2012 Dönemi Genel Devlet Brüt Borç Stokunun GSYH'ya Oranı ve Kredi Notu Ortalamaları..... 87
Grafik 3.11. 1996-2012 Dönemi Sermaye Yatırımları ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları..... 88
Grafik 3.12. Belçika Ülke Kredi Notu 96
Grafik 3.13. İngiltere Ülke Kredi Notu..... 96
Grafik 3.14. Japonya Ülke Kredi Notu 97
Grafik 3.15. Çek Cum. Ülke Kredi Notu 97
Grafik 3.16. İspanya Ülke Kredi Notu 99
Grafik 3.17. Portekiz Ülke Kredi Notu 99
Grafik 3.18. 2012 Yılı İçin Türkiye'nin S&P Kredi Notunun Belirleyicileri 101
Grafik 3.19. Hollanda Ülke Kredi Notu (Moody's)..... 106
Grafik 3.20. Avusturya Ülke Kredi Notu (Moody's)..... 106
Grafik 3.21. Yunanistan Ülke Kredi Notu (Moody's) 107
Grafik 3.22. Portekiz Ülke Kredi Notu (Moody's) 107

Grafik 3.23. 2012 Yılı İçin Moody's Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri 109
Grafik 3.24. Fitch Ratings Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri..... 114
Grafik 4.1. Üç Büyük KDK'nın 1992 Yılından İtibaren Türkiye'ye Verdikleri Kredi Notları..... 125
Grafik 4.2: Moody's ve Fitch Ratings'in Türkiye Kredi Notları ve Model Tahminleri 126
Grafik 4.3. Türkiye Ülke Kredi Notu..... 128
Grafik 4.4. Brezilya Ülke Kredi Notu..... 128
Grafik 4.5. Endonezya Ülke Kredi Notu..... 128
Grafik 4.6. G. Afrika Ülke Kredi Notu 128
Grafik 4.7. Farklı Senaryolarla İleriye Dönük Kredi Notu Tahminleri 133

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)
BLUE	En İyi Doğrusal Yansız Tahmin Edici (Best Linear Unbiased Estimator)
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EKK	En Küçük Kareler
ESRC	Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Konseyi (Economic And Social Research Council)
FED	Amerikan Merkez Bankası (Federal Reserve)
FGLS	Uygun Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalized Least Squares)
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDK	Kredi Derecelendirme Kuruluşu
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
LM	Lagrange Çarpanı (Lagrangian Multiplier)
NRSRO	Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations)
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organization for Economic Cooperation and Development)
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of Petroleum Exporting Countries)
OVP	Orta Vadeli Program
RE	Rassal Etkiler
SE	Sabit Etkiler

SAGP	Satın Alma Gücü Paritesi
S&P	Standard & Poor's Kredi Derecelendirme Kuruluşu
SEC	ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (U.S. Securities and Exchange Commission)
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TDK	Türk Dil Kurumu
WB	Dünya Bankası (World Bank)
WDI	Dünya Kalkınma Göstergeleri (World Development Indicators)
WGI	Dünya Yönetişim Göstergeleri (Worldwide Governance Indicators)
WEO	Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook)

GİRİŞ

Kökleri 19. yüzyılın ortalarına kadar uzanan kredi derecelendirmesi kavramı özellikle son 20 yılda giderek hızlanan küreselleşme süreciyle birlikte dünya ekonomisinin en önemli faktörlerinden birisi haline gelmiştir. 20. yüzyılın sonlarından itibaren dünya çapında artan ekonomik ve finansal bütünleşme, yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri için yeni fırsatlar meydana getirmiştir. Bu fırsatlar, borçlanıcıların yükümlülüklerini yerine getirememe ihtimalinde ise büyük risklere dönüşebilmektedir.

Finansal piyasalardaki küreselleşme ve derinleşmeyle birlikte, dünyanın bir ucundaki tasarruf sahipleri dünyanın diğer bir ucunda borçlanmak isteyen bir kurum veya devlete çeşitli finansal aracılar ve araçlar sayesinde kredi verebilmektedir. Buna karşın, tasarruf sahiplerinin her borçlanıcı kurum veya devletin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği hakkında tam bilgiye sahip olması mümkün değildir. Finansal piyasaların sürdürülebilirliğinin sağlanması ve güven ortamının devam etmesi için ise borçlanıcı kurum ve ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirme kapasitelerinin ve mevcut risklerin tasarruf sahipleri tarafından bilinmesi gerekmektedir. Bu ihtiyaç başlı başına ayrı bir iş alanı oluşturmakta ve kredi derecelendirme kuruluşlarına (KDK) talebi doğurmaktadır. KDK'lar üstlendikleri rol itibarıyla, uluslararası finansal bütünleşme ve küreselleşmeyle birlikte küresel sermayenin yönlendiricisi konumuna gelmiştir.

KDK'lar borçlanmak isteyen özel sektör kuruluşlarını değerlendirdikleri gibi uluslararası piyasalardan borç almak isteyen devletlerin ve kamu kuruluşlarının da kredi risklerini değerlendirip not vermektedir. Mevcut finansal sistemde uluslararası piyasalardan borçlanmak isteyen kuruluş veya devletler KDK'lardan kendilerine kredi notu vermelerini talep etmekte ve aldıkları kredi notuna göre piyasalardan borçlanabilmektedir. Borçlanıcıların KDK'lardan aldıkları kredi notları, kendilerinin borç yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğine dair risk durumunu ifade etmektedir.

Kredi notları ülkeleri birçok yönden etkilemektedir. Öncelikle verilen kredi notu ülkelerin risk durumunu gösterdiğinden, borçlanıcı ülkenin ödeyeceği risk primini belirlemektedir. Düşük kredi notuna sahip ülkeler yüksek risk algısı

taşıdığından, uluslararası piyasalardan yüksek kredi notuna sahip ülkelere göre ancak daha yüksek faizle borçlanabilmektedir. Ülke kredi notları sadece kamunun borçlanmasını değil aynı zamanda özel sektör borçlanmasını ve özel sektörün yabancı yatırımcılar açısından cazibesini de dolaylı olarak etkilemektedir. Örneğin; Moody's 1998 yılının Kasım ayında Japonya'nın ülke kredi notunu düşürdüğünde tüm diğer Japon kamu ve özel sektör bono ve tahvil ihraççılarının kredi notlarını da düşürmüştür (Jüttner ve McCarthy, 2000). Her ne kadar ülke kredi notu kamu borçlarını ilgilendirse de özellikle gelişmekte olan ülkelerin özel sektör sermaye piyasalarını da etkilemektedir. Yatırımcılar fazla tanımadıkları ülkelerde ülke kredi notunu ülke riskiyle eşleştirmektedir. Ayrıca, KDK'lar tarafından değerlendirilen ABD dışındaki şirketlerin sadece yüzde 25'inin gelişmekte olan ülkelerde olduğu göz önüne alındığında ülke notunun önemi çok daha artmaktadır (Setty ve Dodd, 2003:14).

Kurumsal yatırımcıların ve küresel çaplı emeklilik fonlarının uluslararası KDK'lardan yatırım yapılabilir seviyesinin üstünde not alamayan ülkelere yatırım yapamamaları ülke notlarının borçlanmalar üstünde diğer bir etkisini ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda, kredi notu düşük olan ülkeler yüksek faiz verseler dahi bazı kurumsal yatırımcılardan borçlanamamakta ve uluslararası piyasalardaki mevcut fon arzından yeteri kadar faydalanamamaktadır. Ülke kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye çıkması bu tarz büyük fonlardan yararlanılmasının önündeki engelleri büyük ölçüde kaldırmaktadır.

Emeklilik fonlarının diğer fonlara göre çok daha uzun vadeli olması göz önüne alındığında, ülkemizin uzun dönemli büyüme ve kalkınma hedeflerine ulaşması için gerekli olan yatırımların bir bölümünün bu fonlardan karşılanması ülkemiz açısından büyük avantajlar sağlayacaktır. Dışardan düşük faizle gelen yabancı sermaye, ülke içindeki faiz oranlarını düşürerek tüketim ve yatırım kanallarıyla ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Düşük faizle borçlanma imkânı, aynı zamanda dış faiz ödemelerine aktarılan döviz miktarının azalmasını sağlayarak ülkenin dövize olan bağımlılığını da kısmen azaltmaktadır. Ayrıca, finansal kesim dışı özel sektör kredilerinde yurt dışı kredilerin payının yükselmesi, bankalar arasında kredi rekabetinin artmasını ve kar marjlarının daralmasını sağlamaktadır

(Kanlı ve Barlas, 2011). Tüm bu etkenler göz önüne alındığında, kredi notu artışının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yapması beklenmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde gerekli sermaye yatırımlarının yapılabilmesi için uzun vadeli finansman ihtiyacı göz önüne alındığında, kredi notu artışının ekonomik kalkınma üzerindeki etkisi daha da belirginleşmektedir.

KDK'lar uluslararası sermaye hareketlerine ve dolaylı olarak ülke ekonomilerine yön verecek etkilere sahip olmaları nedeniyle önemli sorumluluklar taşımaktadır. Bu kuruluşlar, kazançlarını borçlanıcı ülkelerin ya da kuruluşların kendilerini değerlendirmeleri için ödedikleri ücretlerden sağlamaktadır. Bu durumda, KDK'lar kendilerine ücret ödeyen borçlanıcıları yani müşterilerini değerlendirmek ve hak ettikleri kredi notunu vermekle yükümlüdür. KDK'lar, bir yandan yatırımcılar açısından güvenirliliklerini korumaya çalışırken diğer taraftan müşterileri olan ülkeler tarafından daha yüksek kredi notu almak için ekonomik ve politik baskılarla karşılaşmaktadırlar. Ayrıca, KDK'lar; not verme sistemlerinin şeffaf olmaması, bazı ülkelere yapılan pozitif ayrımcılık, krizleri önceden görememeleri ve öngöremedikleri krizleri sonradan daha da derinleştirmeleri gibi birçok eleştiriye maruz kalmaktadırlar (Alexe ve ark., 2003; Balıkçıoğlu, 2013).

Uluslararası literatürde derecelendirme alanında birçok yayın bulunmakla birlikte özellikle 1990'lı yıllardan itibaren artan finansal bütünleşmeyle beraber bu konu hakkında yapılan araştırmalar da artış göstermiştir. 1990'lı yılların sonunda yaşanan Güneydoğu Asya ve Rusya krizleri ve 2008 yılında patlak veren küresel kriz ve sonrasında gelen Avrupa borç krizi KDK'ları ve ülkelere verilen kredi notlarını tartışılır hale getirmiştir. KDK'ların verdikleri notların ülkelerin gerçek risk algılarını yansıtmaktan uzak kaldığı, literatürde çokça ifade edilmektedir (Öztürk, 2011).

Bu tez çalışmasının amacı, dünya ekonomisine yön veren üç büyük KDK'nın verdikleri ülke kredi notlarının tutarlılığını sorgulamak ve kredi notlarının hangi kriterlere göre değiştiğini tespit ederek Türkiye özelinde politika önerileri sunmaktır.

Ülkemizde, KDK'lar ve ülke kredi notu üzerine gelişmiş bir yazın bulunmamaktadır. Var olan yazının büyük bir kısmı ise ekonometrik analizler içermemektedir. Bu kapsamda, 73 ülkenin 17 yıllık verisi kullanılarak yapılan bu çalışma, ülkemizde ülke kredi notu üzerine yapılan en geniş çaplı çalışmalardan birisi olarak, KDK'ların tutarlılığını ve KDK'lara yönelik eleştirilerin haklılık payını sayısal analizlerle sorgulamaktadır. Bu amaçla giriş bölümünden sonra çalışmanın birinci bölümünde, kredi derecelendirme kavramı, bu kavramın dünyadaki ve ülkemizdeki tarihsel gelişimi ve KDK'lara yapılan eleştiriler üzerinde durulmaktadır.

İkinci bölümde S&P, Moody's ve Fitch Ratings kuruluşlarının ülke kredi notlarını belirlerken hangi kriterleri göz önünde bulundurduklarına dair kuruluş özelinde bilgiler verilmektedir. Bu kuruluşların ülke kredi notlarını nasıl belirlediklerine dair yayımladıkları dokümanlar incelenerek kredi notu belirleme kriterleri gerekçeleriyle birlikte detaylı bir şekilde anlatılmaktadır.

Üçüncü bölümde, öncelikle ülke kredi derecelendirmesi üzerinde yapılmış önceki çalışmalar ve hem literatür hem de KDK'ların not verme yöntemleri dikkate alınarak oluşturulmuş veri seti anlatılmaktadır. Panel veri yöntemiyle, tersine mühendislik yaparak üç kuruluş için ayrı ayrı oluşturulan modellerin sonuçları analiz edilmektedir. Yapılan analizler neticesinde; kişi başına düşen reel milli gelirin, cari dengenin, geçmiş ekonomik büyüme performansının, gelecek yıl büyüme tahmininin, yönetim göstergeleri puanlarının, sermaye yatırımlarının yüksekliği, ülkenin sanayileşmiş bir ülke olmasının ve ülke para biriminin rezerv para olarak kullanılmasının ülke kredi notunu olumlu etkilediği görülmektedir. Diğer yandan; döviz kuru oynaklığının, genel yönetim brüt borç stokunun GSYH'ya oranının, enflasyonun, faiz ödemelerinin gelirlere oranının yüksekliği ve ülkenin geçmiş dönemlerde yaşamış olduğu temerrüt durumlarının ülke kredi notunu olumsuz etkilediği görülmektedir. Oluşturulan model sonuçlarının KDK'ların verdikleri notlarla kıyaslanması neticesinde, önceki kriz dönemlerine yönelik olarak KDK'lara ilişkin eleştirilerin 2008 yılında ortaya çıkan küresel finansal kriz sürecinde de geçerli olduğu anlaşılmaktadır.

Dördüncü bölümde, Türkiye'nin ülke kredi notu öncelikle tarihsel bir süreçte incelenmekte ve Türkiye'nin kredi notuna ilişkin tespitlere ve ülke notunun artırılmasına ilişkin politika önerilerine yer verilmektedir. Ayrıca Onuncu Kalkınma Planının ve OVP (2015-2017) hedef ve politikalar ışığında Türkiye'nin kredi notunun ileriye yönelik tahminleri yer almaktadır. Analizler neticesinde Türkiye'nin kredi notu tahminlerinin, özellikle 2004 yılı sonrasında, KDK'lar tarafından verilen ülke kredi notlarının sürekli olarak üzerinde kaldığı görülmektedir. Ayrıca bu bölümde, Türkiye'nin kredi notunun orta ve uzun vadede yükseltilmesi için gerekli politika önerileri sıralanmakta ve Onuncu Kalkınma Planında yer alan politika ve tedbirlerin ülke kredi notuna etkisi anlatılmaktadır. Türkiye'nin kredi notu, Onuncu Kalkınma Planında (2014-2018) ve OVP (2015-2017) yer alan politikalar ve makroekonomik tahminler ışığında, ileriye dönük tahmin edildiğinde ise ülke kredi notunun 2020 yılında "BBB+" düzeyine çıkacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca, yönetim göstergelerinde daha hızlı bir gelişme sağlanması durumunda ise ülke notunun 2020 yılında "A-" düzeyine kadar ulaşabileceği öngörülmektedir.

Sonuç bölümünde ise KDK'ların verdikleri ülke notlarına ilişkin genel bir değerlendirmeyle birlikte, ülke kredi notlarını analiz etmek için yapılan model sonuçlarından çıkan bulgulara değinilmektedir. Ayrıca, Türkiye'nin ülke notuna ilişkin değerlendirmeler yapılmakta ve ileriye dönük tahminlere yer verilmektedir.

1. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜLKE KREDİ NOTUNA İLİŞKİN TEMEL YAKLAŞIMLAR

1.1. Derecelendirme Kavramı ve Genel Özellikleri

Sözlük anlamıyla derece: 'bir süreç içindeki durumlardan her biri, basamak, aşama, rütbe, mertebe anlamındadır. Derecelendirme: "Bir şeyin veya bir kimsenin sahip olduğu değerlerin kalite düzeylerinin ortaya konulması" işlemi; aynı zamanda "şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması" olarak tanımlanmaktadır (TDK, 2013).

Yazıcı (2009:2), derecelendirme kavramını borçlunun borcunu zamanında ve düzenli geri ödeme kapasitesini ölçmeye yarayan ve buna bağlı olarak para ve sermaye piyasalarındaki rolünü değerlendiren ve etkileyen profesyoneller tarafından oluşturulmuş standart ve objektif görüş olarak tanımlamaktadır. Karaöz (1990:29) ise derecelendirme kavramını şu şekilde değerlendirmektedir: *"*Derecelendirme, açılacak kredilerin, zamanında ve tam olarak geri ödenmesi ihtimali hususunda uluslararası sermaye piyasalarındaki ölçütlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla, bir borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde, yatırımcının bundan dolayı yükleneceği riskin bulunmasına ilişkin bir çalışmadır.".

Sermaye Piyasası Kurulunun 2007 yılında yayımlanan Seri: VIII, No:40 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 5. maddesinde kredi derecelendirmesi; "işletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak tanımlanmıştır[1].

[1] T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: VIII, No:40 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği
< http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/index.aspx?lang=T>

Yanar'a (2002) göre derecelendirme, piyasalar ve ondan faydalanan yatırımcılar için hayatı kolaylaştıran, masraflı ve vakit alan çalışmalar sonucunda elde edilen bilgileri piyasalara basit sembollerle sağlayan bir araçtır. Aynı zamanda derecelendirme, ihraççının borç ödeme gücünün, şirketin tahvile ilişkin yükümlülüklerini zamanında yerine getirmemesi riski, tahvilin ihraç koşulları ve şirketin mali yapısı, iflası veya finansal krize girmesi halinde tahvil sahibine sağlanan haklar gibi unsurlara dayalı olarak değerlendirilmesidir (Körs, 2011:24). Borçlanan tarafın borç ödeme gücünün bir ifadesi olan, finansal yapısının güçlü olup olmadığını göstermesi açısından da önem taşıyan derecelendirme, sermaye piyasalarında işletmeci, yatırımcı ve aracılar gibi iktisadi aktörlere yardımcı olan ve etkili biçimde işlem yapmayı sağlayan kolay anlaşılır, sistematik ve kullanışlı bir simgedir (Halıcı, 2005:1).

Derecelendirme bir kredinin, kuruluşun ya da menkul kıymetin kalitesini belirler, bir menkul kıymetin alınıp satılması konusunda tavsiye niteliği taşımaz. Bu haliyle derecelendirmenin yatırım kararı almanın bir parçası ve fonksiyonu olduğu; ayrıca bu kararın alınması sürecinde göz önünde bulundurulması gereken bir etken olduğu ortaya çıkmaktadır. Yatırım kararlarının alınmasında derecelendirme sonuçlarının yanı sıra menkul kıymetin piyasa fiyatı veya yatırımcının risk tercihi gibi diğer faktörlerin dikkate alınması gerekmektedir (Körs, 2011:25).

Derecelendirme, ekonomilerin ve şirketlerin geçmiş durumlarının incelenmesi sonucunda mevcut durumun ortaya çıkarılmasında yardımcı olmaktadır. Bu yönüyle derecelendirmeyi sadece geleceğe yönelik bir öngörüden ziyade bir performans analizi olarak değerlendirmekte fayda görülmektedir.

Kredinin maliyeti riskle doğru orantılı olarak ortaya çıktığı için kredi veren kuruluşlar, üstlenecekleri riskleri hesaplayabilmek amacıyla borçlanıcılardan kredi derecelendirmesi talep etmektedir. Risk arttıkça kredinin maliyeti artacağından kendilerini bir anlamda koruma altına almaya çalışmaktadır. Çünkü kredi değerliliği yüksek bir ülke ya da kuruluşa verilen krediler sonucunda katlanılan riskle, kredi değerliliği düşük ülke ya da kuruluşa verilen kredi için katlanılan risk aynı olmamaktadır (Apaydın, 1990:10). Bu kapsamda, mali yapıları güçlü ve uluslararası alanda tanınan şirket veya ülkeler, kredi değerliliklerinin yüksek olması

nedeniyle, talep ettiklerinde kolay kredi bulma avantajına sahip olmaktadır. Ayrıca kredi değerliliği, verilecek kredinin miktarı yanında kredinin veriliş şartları (vade ve faiz oranları) üzerinde de etkili olmaktadır (Halıcı, 2005: 15). Buradan hareketle, kredi değerliliği yüksek ülke ya da kuruluşun ödeyeceği faiz miktarı düşük olan ülke ya da kuruluşa göre daha azdır.

Derecelendirmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan kredi notu ise bireylerin, kuruluşların veya ülkelerin finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirme konusundaki yeterliliğini ve gönüllülüğünü ifade etmektedir. Bu kapsamda, kredi notu kişi, kuruluş veya devletlere verilen kredilerin temerrüte düşme riskini belirtmektedir (S&P Capital IQ, 2014). Babuşçu (1997) kredi notunu, menkul kıymet ihraç eden şirketin veya kuruluşun anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremediğinin bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi olarak tanımlamaktadır. Bhatia (2002:2), kredi notunu, kredilerin geri ödenmeme riskini göstermek amacıyla uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun bir ölçü yaratmak için ülkelere veya özel kuruluşlara verilen not olarak belirtmektedir.

Ülke kredi notu (sovereign credit rating) kavramı ise ekonomi ve finans yazınında farklı tanımlamalara sahiptir. Kredi notu kavramının mucitlerinden olan John Moody 1918'de yayımlanan "Moody's Manual and Investment Letters" başlıklı kitabında ülke kredi notunu hükümetin göreli kredi değerliliği olarak tanımlamış ve ödeme kabiliyeti ve ödeme isteği (iyi niyet) olarak ikiye ayırmıştır (Bheenick, 2005: 252).

Fitch Ratings kuruluşu tanımlarında ise ülke kredi notu, ülkelerin mevcut ve gelecekteki yükümlülüklerini yerine getirme kapasitelerinin ve istekliliklerinin ileriye dönük değerlendirmesi olarak yer almaktadır[2]. Cantor ve Packer (1996: 38), ülke kredi notunu borç alanın yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilme olasılığının gösterge haline getirilmesi olarak tanımlamaktadır.

Ben-Ami (1991:4) ise ülke kredi notunu ülkelerin borçlanma kapasitesinin ölçüsü olarak tanımlamaktadır. Reinhart (2002:2), ülke kredi notunu ülkelerin

[2] Fitch Ratings, Rating Definitions. 16 Aralık 2013 (çevrimiçi) <https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=517&context_ln=5&detail_ln=500>

temerrüde düşme olasılığını gösteren özet istatistiki gösterge olarak ifade etmektedir.

Kredi notu, ulusal veya uluslararası menkul kıymet ihraç etmek isteyen bankalar, finans kurumları, büyük ölçekli işletmeler, yerel yönetimler ve devletler tarafından yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Ülkemizde ise kredi notu devlet tahvilleri, bankalar ve büyük ölçekli firmalar için yaygın olarak kullanılmaktadır.

1.2. Derecelendirme kavramının tarihsel gelişimi ve kredi derecelendirme kuruluşları

Derecelendirme alanındaki ilk çalışma günümüzden yaklaşık 180 yıl öncesine kadar uzanmaktadır. 1830'lu yıllardan günümüze kadar geçen dönemde finans sektörünün derinleşmesi ve küreselleşmesiyle birlikte derecelendirme kavramı gittikçe önem kazanmıştır. Bu kavramın dünyadaki gelişimine ve hukuksal düzenlemelerine ilişkin bilgilere bu başlık altında değinilecektir.

1.2.1. Derecelendirmenin tarihsel gelişimi

Derecelendirme kavramı beklenilenin aksine, ilk olarak finans sektöründen değil reel sektörden kaynaklanan talepler neticesinde doğmuştur. ABD ekonomisinde 1837 yılında yaşanan büyük çöküşün ardından, firmalar finansal sorumluluklarını yerine getiremez duruma gelmiştir (Şirvan, 2004:3). Bu krizden kendisi de etkilenen New York'lu bir manifaturacı olan Louis Tappan, müşterilerinin mali durumunu tespit etmeye çalışmıştır. İlk olarak kendisi için yapmış olduğu bu değerlendirmelere diğer işadamları tarafından da talep gelmesiyle bunu yeni bir iş koluna çevirerek 1841'de bu sahada faaliyet gösteren ilk şirketi, Tüccarlar Ajansını (Mercantile Agency) kurmuştur. Daha sonra Robert Dun tarafından devam ettirilen bu kuruluş 1859'da ilk değerlendirme kılavuzunu (Ratings Guide) yayımlamıştır (Ettinger ve Golieb, 1962: 119-120). Şirket, derecelendirme simgeleri kullanmadan belirli dönemlerde sadece üyelerini bilgilendirerek faaliyetini yürütmüştür. Şirket faaliyetlerini ABD'nin geneline yaymış ve 1885 yılında "R.G. Dun and Company" ismini almıştır. Toptancılar, ithalatçılar, imalatçılar, banka ve sigorta şirketlerinden oluşan müşterilerin sayısı

1870'lerdeki 7 bin düzeyinden on yıl içinde 40 bin düzeyine ulaşmış, yirminci yüzyılın başlarında ise bir milyonu aşmıştır (Sylla, 2001).

Derecelendirme faaliyetine Tappan'ın ardından profesyonel olarak yaklaşan ikinci kişi ise asıl mesleği avukatlık olan John Bradstreet olmuştur. Avukatlık görevi sayesinde yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntı yaşayan firmaları tanıyan Bradstreet, 1849 yılında New York'ta Bradstreet Company'yi kurmuştur (Ettinger ve Golieb, 1962:120). Tüccarların taahhütlerini yerine getirebilme kabiliyetini ölçen ve tüccarlar hakkında bilgi toplayıp 1857 yılında ilk ticari derecelendirme kılavuzunu yayımlayan bu şirket 1933 yılında R.G. Dun and Company ile "Dun and Bradstreet" adlı kuruluşta birleşmiştir. 1962 yılında ise John Moody'nin 1909 yılında faaliyete başlayan derecelendirme şirketini de bünyelerine katarak "Moody's Investors Service" ismini almışlardır (Syyla, 2001).

Kredi notunun bir kavram olarak ortaya çıkışı ise 1900'lü yılların başında ABD'de, özellikle John Moody'nin çalışmaları sonucu gerçekleşmiştir. 19'uncu yüzyılda ABD'de demiryolu yapımı aşamasında işlerin özel sektöre ihale edilmesinden dolayı büyük çaplı şirketler oluşmuştur. Demiryolu sektöründe artan yatırımlarla birlikte, kazancın yanı sıra rekabet nedeniyle spekülasyonlar meydana gelmiş, yatırımlar için risk unsurları oluşmaya başlamıştır. John Moody, oluşan risk unsurlarını ortaya koymak üzere 1905 yılında ilk derecelendirme kuruluşu olan Moody's Yatırımcı Hizmetlerini (Moody's Investors Service) kurarak 1909 yılında 'Demiryolları Yatırımlarının Analizi' adlı kitabında ilk dereceleri yayımlamıştır (Kılıç, 1989: 28). Moody ayrıca, yayımladığı "Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities" isimli el kitabında ise ilk defa harflendirme[3] sistemini kullanarak firma borçları için derecelendirme yapmıştır.

Moody's Yatırımcı Hizmetlerinin ardından kurulan Poor's Publishing Company ilk kredi derecelendirmesini 1916'da, Standard İstatistik Şirketi (Standard Statistics Company) 1922'de, "Fitch Publishing Company" ise 1924'de

[3] Moody'nin yayımladığı kitapçıkta ilk defa kullanılan harflendirme sistemi günümüzdeki sisteme kıyasla daha basit olarak üç dereceden oluşmaktaydı. Bu sisteme göre;

- Yüksek kaliteli borçlar "A",
- Orta kaliteli borçlar "B"
- Düşük kaliteli borçlar "C" harfi ile ifade edilmekteydi.

gerçekleştirmiştir. Daha sonra "Standard Statistics Company" ve "Poor's Publishing Company" adlı şirketlerin 1941'de birleşip "Standard and Poor's (S&P)" ismini almasıyla ABD'deki tahvil değerlendirme kuruluşlarının sayısı üçe inmiştir (Cantor ve Packer, 1994:1).

Standard İstatistik Şirketi, S&P şirket birleşmesinden önce 1923'ten itibaren şirket tahvillerini derecelendirme alanında çalışmalarda bulunmuş, birleşmeden sonra S&P adı altında büyük bir yayın şirketi olan McGraw-Hill'e devredildiği 1966 senesine kadar da bağımsız bir şirket olarak faaliyetini sürdürmüştür (S&P Ratings Guide, 2013: 2). Standard İstatistik Şirketi 1930'lu yıllarda, devletlerin ihraç ettiği menkul kıymetleri derecelendirmeye alarak derecelendirme portföyünü genişletmiştir. Bu genişleme, daha sonra sigorta şirketlerinin faaliyetlerini, ipotekli tahvilleri, yatırım fonlarını ve varlığa dayalı menkul kıymetleri derecelendirme çalışmalarıyla devam etmiştir (S&P, 1988: 4-14). Bu sayede derecelendirme sektöründe öncü olmuş ve sektörün çalışma alanlarını genişletmiştir.

Fitch Ratings ise John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında "Fitch Publishing Company" ismiyle kurulmuş ve hızla büyümüştür. Yatırımcılar için hazırlanan iki kitap ABD'de büyük ilgi görmüş ve Fitch Ratings'in tanınırlığını tüm ülkeye yaymıştır. Fitch Ratings, kredi notlarının harflendirilmesinde AAA'dan D'ye kadar geniş bir ölçeklendirme sunarak kredi derecelendirme alanına yeni boyut kazandırmıştır.

Derecelendirme alanında faaliyet gösteren en eski kuruluş olan Moody's, 1962 yılında Dun & Bradstreet firması tarafından satın alınmış, 2000 yılında ise Dun&Bradstreet'e yarı bağlı ama ayrı bir şirket haline gelmiştir (Çelik, 2004:8). Fitch Ratings firması ise, 1997 yılında bir İngiliz firması olan IBCA ile birleşmiş daha sonra merkezi Paris'te bulunan FIMALAC firması tarafından satın alınmıştır (Setty ve Dodd , 2003:5).

Bir diğer derecelendirme kuruluşu olan Duff & Phelps ise 1932 yılında kamu hizmet şirketlerini inceleyerek başladığı faaliyet alanını 1982'den itibaren şirket tahvillerini derecelendirme işlemi yapmaya başlayarak genişletmiştir. Bu firma 2001 yılında Fitch Ratings bünyesine katılmıştır (Setty ve Dodd , 2003:7).

Devlet tahvillerinin değerlemesini yapan ilk kuruluş ise yine Moody's olmuştur. 1909 yılında yaptığı demiryolu yatırımlarının değerlemesinden on yıl sonra ABD eyaletlerinin çıkardıkları devlet tahvillerinin değerlemesini yapmıştır. Bu eyaletler on yıllardır tahvil çıkarmalarına rağmen değerlemeye tabi tutulmaları ve bu alanın gelişmesi çok geç olmuştur. Nitekim S&P devlet tahvili değerlemesine 1950'li yıllardan sonra başlamıştır (Hempel, 1971:103).

ABD'de devlet ve yerel hükümet tahvil piyasası 18. yüzyılın sonlarında oluşmaya başlamış ve hızla gelişmiştir. 1825 yılında 13 milyon ABD doları[4] olan devlet tahvili piyasasının toplam büyüklüğü 1843 yılında 260 milyon dolara ulaşmıştır. Bu değer 1880 yılında 1,1 milyar dolara 1900'lü yılların başında ise 2 milyar dolara yaklaşmıştır (Sylla, 2001).

Devlet tahvilleri ilk olarak 1919 yılında derecelendirilmelerine rağmen, 1839 yılından beri birçok kez temerrüte düşmüştür. 1839-1943 yılları arasında 12 eyalet tarafından toplam 125 milyon dolarlık borcun 13,8 milyon doları reddedilmiş ve buna düşen 1,3 milyon dolarlık faiz borcu hiç ödenmemiştir. 1873-1879 yılları arasında ikinci temerrüt olayı patlak vermiş, yaklaşık 1 milyar dolarlık toplam tahvil miktarının çeyreği temerrüte düşmüş ve 150 milyon dolarlık anapara ve faiz ödemesi yapılmamıştır. 1893-1899 yılları arasında, bir öncekine oranla daha küçük bir oranda borç (130 milyon dolar) temerrüte düşmüş ve 25 milyon dolarlık bir kayıp meydana gelmiştir. Büyük buhran döneminde ise ABD piyasaları tarihinin en büyük temerrüt durumuyla karşılaşmış, piyasa büyüklüğünün yaklaşık yüzde 15'i kadar olan 2,85 milyar dolarlık tahvil temerrüte düşmüştür (Sylla, 2001).

Dünya savaşlarının bitmesiyle oluşan makroekonomik istikrarla beraber ABD'de temerrüte düşme oranı büyük ölçüde azalmış ve KDK'lar tarafından devlet ve yerel hükümet tahvillerine ilişkin kredi notları artmıştır (Sylla, 2001:18). Bunların yanı sıra II. Dünya Savaşı sonrası dönemde refahın hızla artışıyla beraber hane halklarının gelirlerindeki artış tasarruflarına da yansımıştır. Bu durum potansiyel yatırımcı sayısına ve piyasalarda kullanılmaya hazır fon arzına önemli katkı sağlamıştır. Diğer taraftan da var olan tasarruflardan yararlanmak üzere yeni

[4] Bu çalışmanın sonraki kısımlarında "dolar" olarak ifade edilen para birimi "ABD Dolarını" ima etmektedir.

şirketler ve devletler de tahvil ihraç etmeye başlamış ve ulusal ve uluslararası finans piyasaları giderek genişlemiştir. 1971 yılında ABD'nin doları altına endekslemekten vazgeçtiğini açıklamasıyla birlikte Bretton Woods[5] sisteminin çökmesi ve altın standardının yerini dalgalı kur rejimine bırakması finansal akımların uluslararası boyut kazanmasını hızlandırmıştır.

Finans piyasalarındaki bu hacim büyümesi ve yeni tahvil ihraççılarının ortaya çıkması 1970'lere kadar çok fazla büyüyemeyen KDK'lar için de bir fırsat olmuştur (Sylla, 2001: 21). 1970'li yıllara kadar finans piyasalarındaki genişleme daha çok ABD ile sınırlı kalmış, tahvil arz ve talebi yoğunluklu olarak ABD'de gerçekleşmiştir. ABD'nin finansal açıdan gelişmiş olması ve ekonomisinin özellikle bu dönemde güçlü ve istikrarlı olması ABD devlet ve özel sektör tahvillerinin yatırımcılar açından çok düşük riskli olmasını sağlamıştır. Dünyanın diğer taraflarında ise finans alanındaki hacim darlığı KDK'lar için önemli bir büyüme engeli olmuştur (Gaillard, 2012).

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde Eurodolar piyasasının ve OPEC kartelinin oluşumu I. Dünya Savaşı sonrası ortaya çıkan sermaye dağılımını yeniden şekillendirmiş ve yatırımcı sınıfın tüm dünyada genişlemesine yol açmıştır (Sylla, 2001). Bu durum 1970'li yıllardan itibaren finans piyasalarının hem hacim hem de coğrafi olarak önemli ölçüde büyümesine yol açmıştır. Bu büyümeyle beraber hızla artan KDK sayısı, hükümetler ve firmalar için seçiciliği ve bazı yasal düzenlemeleri gerekli kılmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının etkinliklerine ilişkin ilk yasal düzenlemeler bu faaliyetlerin ilk yer aldığı piyasa olan ABD'de, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission, SEC) tarafından yapılmıştır. SEC, derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerini ve piyasaya giriş çıkışlarını düzenlemek amacıyla, 1975 yılından itibaren piyasalar tarafından güvenilirliği kabul edilmiş olan derecelendirme kuruluşlarına "Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO)" ismini vermiştir (TCMB, 2010).

[5] Bretton Woods sistemi 1944 yılında Bretton Woods Antlaşmasıyla ortaya konan parasal sistemdir. Bretton Woods anlaşmasıyla Amerikan Dolarının altınla konvertibilitesi sağlanmış, diğer para birimleri ise dolara endekslenmiştir. 15 Ağustos 1971'de ABD'nin antlaşmadan çekildiğini açıklamasıyla bu sistem işlemez hale gelmiş ve 1973 yılında resmen ortadan kalkmıştır.

ABD ve Avrupa'nın bir bölümünde göreli olarak gelişmiş olan finans sistemleri dünyanın geri kalan kısmına da hızla yayılmıştır. ABD'ye göre daha az istikrarlı olan Avrupa ve Asya ekonomilerinin finansal sisteme entegre olması KDK'lar için büyük bir fırsat olmuştur. Büyüyen tahvil ihraç piyasasıyla birlikte, 1970'li yıllardan 21. yüzyıla kadarki dönemde KDK'lar gerek iş hacmi gerek küresel ekonomide etkinlik bakımından çok önemli mesafeler katetmiştir. Ünlü gazeteci ve ekonomist Thomas Friedman 1996 yılında David Gergen ile yapmış olduğu bir televizyon röportajında; "Bana göre dünyada iki büyük süper güç var. Birisi Birleşik Devletler, diğeri ise Moody's Tahvil Derecelendirme Servisi. Birleşik Devletler sizi bomba atarak, Moody's ise kredi notlarınızı düşürerek mahvedebilir. İnanın ki, bazen hangisi daha güçlü bilemiyorum." sözleriyle KDK'ların küresel ekonomik sistemde ne kadar güçlü bir konuma geldiğini anlatmaktadır (Gergen, 1996). S&P, Moody's ve Fitch Ratings SEC tarafından yetkili kılınmıştır (Çelik, 2004). Söz konusu derecelendirme kuruluşları dünya çapındaki derecelendirme kuruluşları arasında en büyük oyuncular olarak görülmektedir.

1.2.2. Küresel ölçekte faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruşları

2013 yılı Kasım ayı itibarıyla farklı ülkeler ve bölgelerde faaliyet gösteren toplam 76 adet KDK bulunmaktadır (Ek.1). 2006 yılında ABD'de yatırımcıların korunması ve kredi derecelendirme faaliyetlerinin şeffaflık, hesap verilebilirlik çerçevesinde ve rekabetçi bir ortamda gerçekleştirilmesini sağlamak üzere çıkartılan Kredi Derecelendirme Kuruluşları Reformu Yasına[6] (Credit Rating Agency Reform, Act of 2006) göre SEC tarafından NRSRO statüsüne sahip on adet KDK bulunmaktadır. Bu kuruluşlar;

i) Finansal kuruluşlar ve borsa şirketlerini,
ii) Sigorta şirketlerini,
iii) Şirket tahvillerini,
iv) Varlığa dayalı menkul kıymet ihraççılarını,
v) Devlet, belediye ve KİT tahvillerini derecelendirmektedirler (Tablo 1.1).

[6] U.S. Securities and Exchange Commission, Public Law 109–291, 29 September 2006, 18 Aralık 2013 (çevrimiçi)
< http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>

Tablo 1.1. Haziran 2012 itibarıyla NRSRO Statüsüne Sahip KDK'lar ve Faaliyet Alanları

Kredi Derelenditme Kuruluşu	Kayıt Tarihi	Faaliyet Alanı	Merkez
1) A.M. Best Company(A.M. Best), Inc.	24 Eylül 2007	ii, iii, iv	ABD
2) Dominion Bond Rating Service (DBRS)Ltd.	24 Eylül 2007	i, ii, iii, iv, v	ABD
3) Egan-Jones Ratings Company (EJR)	21 Aralık 2007	i, ii, iii	ABD
4) Fitch Ratings (Fitch) Inc.	24 Eylül 2007	i, ii, iii, iv, v	ABD
5) HR Ratings de México, S.A. (HR Ratings)	5 Kasım 2012	v	Meksika
6) Japan Credit Rating Agency (JCR) Ltd.	24 Eylül 2007	i, ii, iii, v	Japonya
7) Kroll Bond Rating Agency(KBRA) Inc.	11 Şubat 2008	i, ii, iii, iv, v	ABD
8) Moody's Investor Service (Moody's) Inc.	24 Eylül 2007	i, ii, iii, iv, v	ABD
9) Morningstar Credit Ratings (Morningstar), LLC.	23 Haziran 2008	iv	ABD
10) Standard & Poor's Ratings Services (S&P)	24 Eylül 2007	i, ii, iii, iv, v	ABD

Kaynak: SEC, 2013

Tablo 1.2. NRSRO Statüsüne Sahip KDK'ların Derecelendirdikleri Ödemeleri Devam Eden Menkul Değer Sayıları (31 Aralık 2012 itibarıyla)

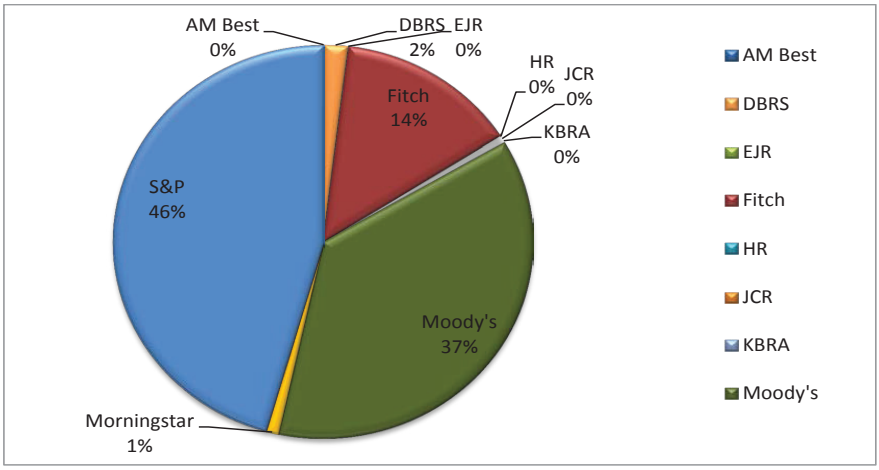
NRSRO	Finansal kuruluşlar	Sigorta şirketleri	Şirket Tahvilleri	Varlığa dayalı menkul kıymetler	Devlet, Belediye ve KİT Tahvilleri	Toplam
A.M.Best	K/D	4,610	1,787	55	K/D	6,452
DBRS	16,222	148	3,736	10,054	15,952	46,112
EJR	109	48	1,004	K/D	K/D	1,161
Fitch	51,718	3,786	15,367	56,311	223,188	350,370
HR Ratings	K/D	K/D	K/D	K/D	184	184
JCR	159	27	472	K/D	56	714
KBRA	15,646	50	1,000	352	1,945	18,993
Moody's	50,795	3,639	32,510	82,357	754,062	923,363
Morningstar	K/D	K/D	K/D	13,935	K/D	13,935
S&P	60,300	7,600	47,400	97,500	930,500	1,143,300
Toplam	194,949	19,908	103,276	260,564	1,925,887	2,504,584

Kaynak: SEC, 2013
Not: K/D ilgili faaliyet alanında NRSRO statüsü kaydı olmadığını ifade etmektedir.

Tablo 1.2'de SEC tarafından yapılan araştırma kapsamında başlıca KDK'ların finansal piyasalardaki faaliyetleri görülmektedir. Buna göre tabloda yer alan NRSRO statüsüne sahip bu kuruluşlar 2012 yılında yaklaşık olarak 2,5 milyon tahvilin derecelendirmesini gerçekleştirmişlerdir. Derecelendirme faaliyetlerinin yaklaşık yüzde 77'sinin devlet, belediye ve KİT tahvillerinden oluştuğu görülmektedir.

Derecelendirme faaliyetlerinin yüzde 97'lik kısmı üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody's ve Fitch Ratings tarafından yapılmaktadır (Grafik 1.1).

Grafik 1.1. 2012 Yılı İtibarıyla KDK'ların Toplam Pazardan Aldıkları Pay Oranları



Kaynak: SEC, 2013

Grafik 1.1'de de görüldüğü gibi, günümüzde kredi derecelendirme alanında faaliyet gösteren birçok kuruluş olmakla beraber Moody's, S&P ve Fitch Ratings kredi derecelendirme sektörünün hâkim kuruluşlarıdır. Aşağıda bu üç kuruluşun tarihine ve yapısına ilişkin bilgiler yer almaktadır.

1.2.2.1. Standard & Poor's

S&P'nin ilk yapısı 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından oluşturulmuştur. Henry Varnum Poor ve oğlu Henry William Poor "H.V.&H.W. Poor Co." Şirketini kurmuşlar, Amerikan demiryolu endüstrisinin operasyonel ve

finansal durumu üzerine yaptıkları analizleri kitaplaştırıp tanesi 5 dolardan 2500 adet satarak finansal bilgi piyasasına ilk ticari adımlarını atmışlardır (S&P, 2014a).

1906 yılında Luther Lee Blake, Henry Varnum Poor gibi finansal piyasalardaki bilgi eksikliğini gidermek amacıyla Standart Statistics bürosunu kurmuş, 1914 yılına gelindiğinde 70 çalışanı olan bir şirket haline gelmiş ve Standard Statistics Inc. ismiyle faaliyetlerine devam etmiştir. 1941 yılında iki şirket birleşerek Standar&Poor's Corp. adını almışlardır. 1966 yılında ise şirket Mc. Graw Hill Company bünyesine geçmiş ve finansal bilgi faaliyetlerine bu çatı altında devam etmiştir (S&P, 2014a)

1984 yılında ilk defa Londra'da ofis açan S&P, buradan Avrupa'daki yatırımcılarına hizmet vermiştir. Günümüzde ise S&P 23 ülkede 1400 analist ve 6000 çalışanı ile finansal kuruluşlar, sigortacılık kuruluşları, şirketler ve hükümetler tarafından arz edilen tahvilleri derecelendirmektedir. 2012 yılına kadar 45 trilyon dolarlık kredi derecelendirmesi yapan S&P 2011 yılında yıllık 3,5 trilyon dolarlık kredi derecelendirmesine imza atmıştır.

Tablo 1.3. S&P'nin Verdiği Kredi Notları ve Anlamları

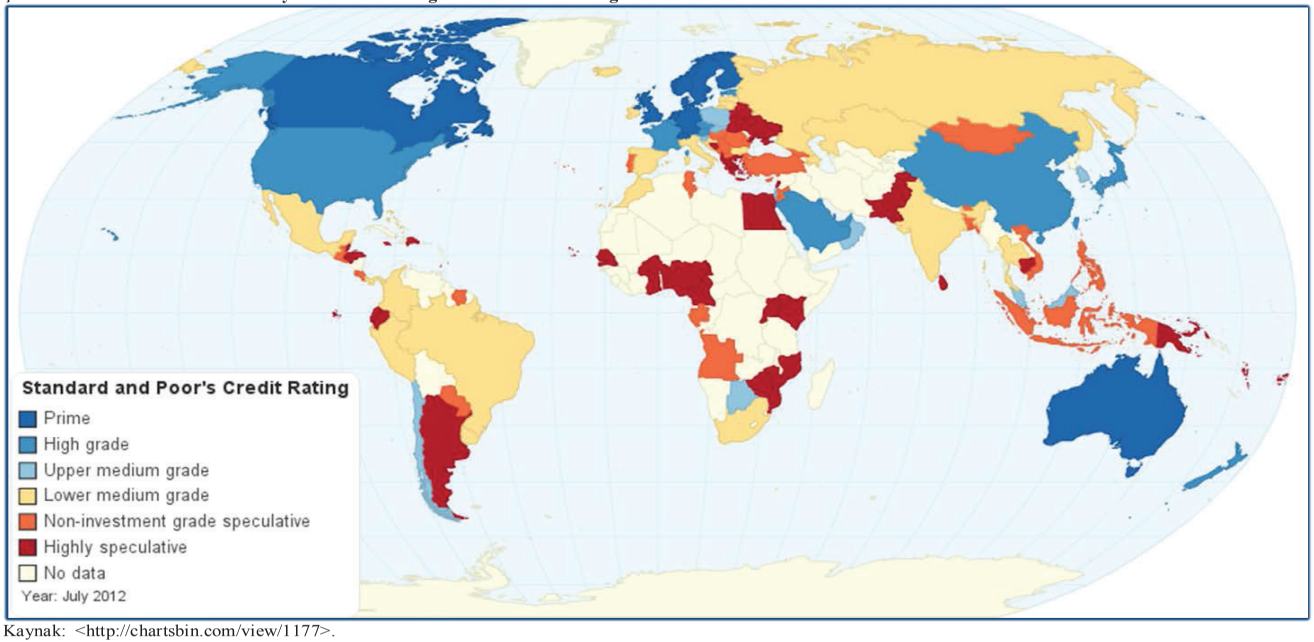
NOT	ANLAMI
AAA	Finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için en yüksek kapasite
A	Finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için çok yüksek kapasite
A	Finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için yüksek kapasiteye sahip olmakla birlikte ekonomik şartlardan etkilenebilir.
BBB	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesine sahip fakat ekonomik şartlardan etkilenme olasılığı yüksek
BB	Kısa vadede daha az kırılgan olmakla birlikte ekonomik ve finansal konularda belirsizlikler taşır.
B	Kısa vadede daha kırılgan olmakla birlikte, mevcut durumda finansal yükümlülüklerini karşılama kapasitesine sahiptir.
CCC	Mevcut durumda finansal yükümlülüklerini karşılaması, ekonomik ve finansal koşulların iyileşmesine bağlıdır.
CC	Mevcut durumda finansal yükümlülüklerini karşılama kapasitesi oldukça zayıftır
C	Mevcut durumda finansal yükümlülüklerini ve diğer görevlerini yerine getirme konusunda yüksek oranda zayıftır.
D	Temerrüt

Kaynak: Standard&Poor's, <http://www.standardandpoors.com/about-sp/main/en/us>

S&P'nin kredi notlarının anlamları Tablo 1.3'te yer almaktadır. S&P, "BBB" ve üzerindeki notları yatırım yapılabilir, "BB" ve altındaki notları ise spekülatif notlar olarak tanımlamaktadır. D notu ise temerrüt durumundaki ülkelere verilen not olarak ifade edilmektedir. Ana not kategorileri "+" ve "-" işaretleriyle alt kategorilere ayrılmaktadır.

S&P'nin 2012 yılı itibarıyla ülkelere verdiği kredi notlarının dağılımı Şekil1.1'de görülmektedir. Buna göre, Kuzey Amerika ve Avrupa genellikle en yüksek nota sahip ülkelerin bulunduğu bölgeler olurken en düşük nota sahip ülkelerin ise Afrika Kıtasında yoğunlaştığı görülmektedir. Türkiye ise bu haritada turuncuyla gösterilen yatırım yapılamaz spekülatif not sınıfındadır. 2014 yılı Kasım ayı itibarıyla S&P'nin Türkiye notu, kısa vadede az kırılganlığı fakat finansal konularda belirsizliği ima eden BB düzeyiyle yatırım yapılabilir seviyenin altındadır.

Şekil 1.1. S&P'nin 2012 Yılı İtibarıyla Ülkelere Verdiği Kredi Notlarının Dağılımı



Kaynak: <http://chartsbin.com/view/1177>.

1.2.2.2. Moody's

Moody's, S&P'nin ardından piyasa hâkimiyeti açısından dünyanın ikinci büyük derecelendirme kuruluşudur. 1900 yılında John Moody tarafından "John Moody & Company" ismiyle kurulan şirket, ilk kurulduğu yıl finansal kuruluşların ve hükümetlerin yanı sıra maden, gıda ve imalat şirketlerinin menkul kıymetleri ve tahvilleri hakkında bilgi ve istatistikler verilen "Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities" isimli kitabı yayımlayarak faaliyetlerine başlamıştır. Yayımlanan kitap büyük ilgi görmüş ve kısa süre içinde Moody's Manual olarak tüm Birleşik Devletlere yayılmıştır. Moody, 1909 yılında ABD demiryollarının hisse senedi ve tahvillerini analiz etmek üzere yeni bir kitap yazma işine girmiştir (Moody's, 2013a).

John Moody, demiryolu şirketlerinin sadece mülk, sermaye miktarı ve yönetimleri yerine şirketlerin hisse değerliliğini analiz ederek finansal bilgi hizmetleri alanında bir ilki gerçekleştirmiştir. Ayrıca, Moody daha önceleri ticari şirketler için yapılan harfler ile derecelendirme yöntemini devlet tahvilleri için de yapan ilk kişi olmuştur. 1909 yılında yazdığı kitapta Moody, yatırımcılar için demiryolu şirketlerinin operasyonlarını, yönetimlerini ve finansmanını anlatan "Analysis of Railroad Investments" kitabını yayımlamıştır. Yayımlanan bu kitap yatırımcıların büyük ilgisini çekince Moody 1913 yılında yaptığı çalışmanın bir benzerini sanayi şirketleri ve hisse senetleri için de hazırlamıştır.

Kısa zaman içinde Moody'nin dererecelendirmeleri tahvil piyasasında önemli bir faktör haline gelmiştir. 1914 yılında Moody'nin şirketi "Moody's Investors Service" adı altında anonim şirket olmuştur. Yaklaşık on yıl sonra ABD tahvil piyasasının tamamı Moody's tarafından derecelendirilir duruma gelmiştir[7]. Moody's'in kredilere verdiği harf notlarının anlamları Tablo 1.4'te gösterilmiştir. Moody's "Baa" ve üzerindeki notları yatırım yapılabilir olarak tanımlarken "Ba" ve aşağısındaki notları spekülatif olarak tanımlamaktadır.

Moody's, zaman içerisinde derecelendirmeleri daha da genişletmiş, ticari kuruluşlardan banka mevduatlarına kadar birçok alanda derecelendirme

[7] Moody's, Moody's History: A Century of Market Leadership, 24 Ekim 2013 <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>

faaliyetlerine başlamıştır. Günümüzde Moody's 29 ülkede yaklaşık 7000 çalışanı ile faaliyet göstermektedir. Moody's'in ülkelere verdikleri notların dağılımı Şekil 1.1'de gösterilen S&P ülke kredi notu dağılımıyla büyük ölçekte benzerlik göstermektedir.

Tablo 1.4. Moody's'in Verdiği Kredi Notları ve Anlamları

NOT	ANLAMI
Aaa	En yüksek kalite, yalnız küçük bir yatırım riski taşırlar.
Aa	En yüksek dereceden düşük bir farklılığa sahip olmakla birlikte, yine yüksek dereceli ve sağlamdır.
A	Ortanın üstündedir. Sağlam ve güvenilir olmakla birlikte ekonomik şartlardan etkilenebilir.
Baa	Orta derecelidir. Uzun vadede risklidir. Spekülatif özellikler taşır.
Ba	Spekülatif özelliktedir. Belirsizlikler taşırlar.
B	Yatırım niteliği taşımaz. Borçlanma şartlarına uymama ihtimali yüksektir.
Caa	Kısa dönemli riski dahi oldukça yüksektir.
Ca	Tamamen spekülatiftir. Geri ödeme hemen hemen imkânsızdır.
C	En düşük kalite, En yüksek risk
WR	Temerrüt

Kaynak: Moody's, 2013c
Not: : Aa ve Caa arasındaki ana not kategorileri 1,2, ve 3 rakamlarıyla alt kategorilere ayrılmaktadır

1.2.2.3. Fitch Ratings

Fitch Ratings derecelendirme kuruluşu John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında "Fitch Publishing Company" ismiyle New York'ta kurulmuştur. Kuruluş ilk olarak "The Fitch Stock and Bond Manual" ve "The Fitch Bond Book" kitaplarını yayımlayarak yatırımcılara finansal istatistikler içeren bilgiler sunmuştur. 1924 yılında ise derecelendirme alanına yeni bir boyut kazandırarak kredi notlarını AAA'dan D'ye kadar uzanan geniş bir ölçeğe yaymıştır. Bu derecelendirme şekli daha sonra diğer kuruluşlara da ilham vermiş ve piyasalarda genel kabul gören harflendirme şekli olmuştur. İlk olarak banka değerlendirmesi yapan Fitch Ratings daha sonra diğer KDK'lar gibi çalışma alanını genişletmiş ve

diğer sektörlerde de faaliyet göstermiştir. 1975 yılında ise NRSRO statüsüne sahip üç şirketten birisi olmuştur.

Fitch Ratings küresel çapta bir şirket olmak amacıyla 1998 yılında genişleme hamlesi yaparak ve FIMALAC şirketinin bir iştiraki olan Londra'da faaliyet gösteren IBCA ile birleşmiş ve Fitch-IBCA olarak FIMALAC çatısı altında faaliyetlerine devam etmiştir. Birleşme sonucunda hem Avrupada hem ABD'de önemli bir pozisyon elde ederek Moody's ve S&P'nin ardından piyasalara yön verebilecek etkiye sahip olmuş, dünyanın üçüncü büyük kredi derecelendirme kuruluşu haline gelmiştir. Büyüme çabasını devam ettiren Fitch, rakipleri olan Thomson BankWatch ve Duff & Phelps Credit Ratings Co. şirketlerlerini de bünyesine katmıştır. 2008 yılında Fitch Solutions ve Fitch Training iştiraklerini kurarak finansal piyasalarda işletme risk yönetimi ve finans piyasası eğitimi alanlarında çözüm ortaklığı faaliyetlerini sürdürmektedir. Günümüzde 50 ülkede yaklaşık 2000 personelle faaliyetlerine devam eden Fitch Ratings, üç büyük KDK'dan ülkemizde ofisi bulunan tek firmadır. Fitch'in kredi dereceleri için harflendirme yöntemi Tablo 1.5'te yer almaktadır.

Tablo 1.5. Fitch Ratings'in Verdiği Kredi Notları ve Anlamları

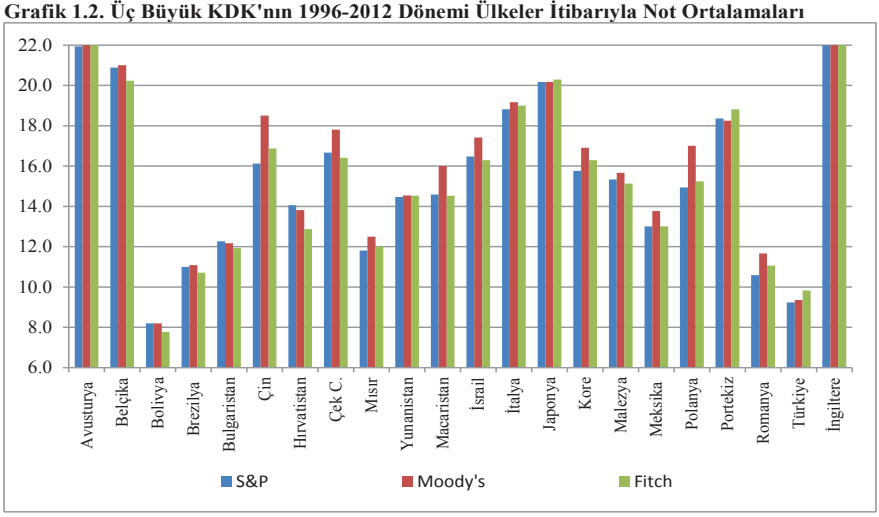
NOT	ANLAMI
AAA	Temerrüt riskinin en düşük olduğu ve inansal yükümlülüklerini yerine getirmek için en yüksek kapasiteyi temsil eder. Bu kapasite nin öngörülebilir olumsuzluklardan etkilenme ihtimali son derece düşüktür.
AA	Çok düşük temerrüt riskini ve finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için çok yüksek kapasiteyi temsil eder. Bu kapasite öngörülebilir olumsuzluklara karşı önemli ölçüde dayanıklıdır.
A	Düşük temerrür riskini ve finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için yüksek kapasiteyi temsil eder. Bu kapasite iş çevrimlerinden ve ekonomik şartlardan diğer yüksek notlara göre daha çok etkilenebilir.
BBB	Düşük temerrüt riskini ve finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesini ifade eder. Fakat bu kapasitenin ekonomik şartlardan etkilenme olasılığı yüksektir.
BB	Ekonomik şartlarda olumsuzluklar yaşanması durumunda temerrürt riskine karşı yüksek duyarlılığı ifade eder.
B	Mevcut durumdaki temerrüt riskini ifade eder. Finansal yükümlülüklerini yerine getirmekle birlikte ilerleyen dönemler için temerrüt ihtimali taşımaktadır.
CCC	Temerrüte düşme ihtimali yüksek olasılık dâhilindedir.
CC	Temerrüt ihtimali belirginleşmiştir.
C	Temerrütün kaçınılmaz olduğu durumu ifade etmektedir.
D	Temerrüt durumunu ifade etmektedir.

Kaynak: Fitch Ratings, 2014

Not: Fitch Ratings kredi notları "+" ve "-" işaretleriyle alt kategorilere ayrılmaktadır

yansıtırken, "negatif görünüm" notun izleyen dönemde azalma ihtimalini, "durağan görünüm" ise notta herhangi bir değişiklik beklenmediğini ifade etmektedir. S&P, Moody's ve Fitch Ratings'in verdiği ülke notları incelendiğinde büyük ölçüde benzer notlar verdikleri ve notların zaman içinde birbirlerini izledikleri görülmektedir. Grafik 1.2'de görüldüğü gibi üç büyük KDK'nın notları birbiriyle büyük oranda aynıdır. 1996-2012 dönemi ülkeler itibarıyla not ortalamaları birbirleriyle kıyaslandığında S&P ve Fitch 0,99 korelasyona sahipken S&P-Moody's ve Fitch-Moody's 0,98 korelasyona sahiptir.

Grafik 1.2. Üç Büyük KDK'nın 1996-2012 Dönemi Ülkeler İtibarıyla Not Ortalamaları



Kaynak: Countryeconomy verileriyle yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Yapılan Eleştiriler

Daha önceki bölümlerde de belirtildiği üzere KDK'ların esas işlevi borçlanmak isteyen kuruluşların aldıkları borçları geri ödeyebilme kapasitelerini ve geri ödeme isteklerini, diğer bir ifade ile verilen kredilerin değerliliğini ölçmektir. Yaklaşık 150 yıldır bu görevi yerine getiren KDK'lar zaman zaman bu kritik görevlerinde birçok nedenle eleştiri konusu olmuştur. 2007 yılından itibaren patlak veren son küresel finansal kriz bu eleştirilerin dozunun daha da artmasına

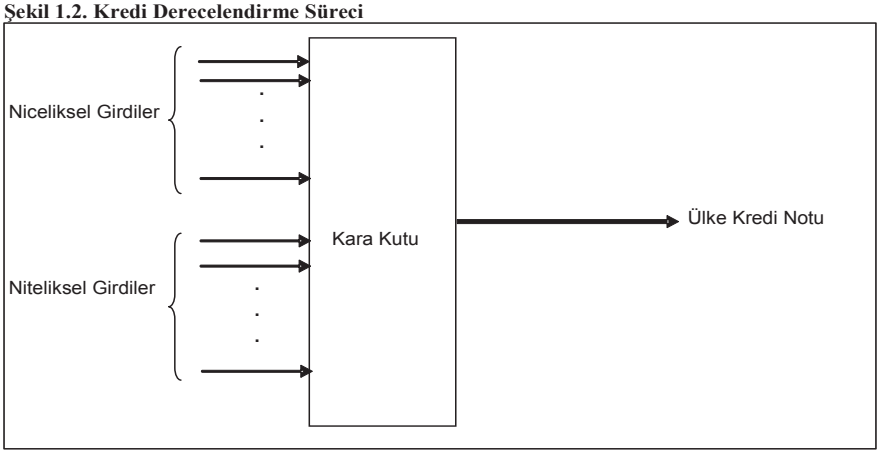
neden olmuştur. Yüksek kredi notuna sahip şirket ve devlet tahvillerinin aslında yüksek riskler taşıdığı anlaşılması üzerine KDK'ların verdiği notların güvenilirliği de sorgulanmaya başlamıştır. Bu durum gelirleri sahip oldukları saygınlık sermayesine (reputational capital) bağlı olan KDK'ları zora sokmaktadır. KDK'lara yönelik eleştiriler dört ana başlık altında toplanmaktadır.

1.3.1. Kredi derecelendirme kuruluşlarının not verme yöntemlerinin yeteri kadar şeffaf olmaması

KDK'lar müşterileri için kredi değerlemesi yaparken belli analiz ve yöntemler kullanmaktadır. Bu yöntemler ve kullanılan veriler bilgi üzerinden para kazanılan bir sektör olması nedeniyle açıklanmamaktadır. Fakat bu durum derecelendirme kuruluşlarının adeta bir kapalı kutuya dönmesine neden olmaktadır. Ticari sır nedeniyle derecelendirme yaparken hangi değişkenlerin göz önüne alındığı veya ne ölçüde etkili olduğunun açıklanmaması, hem kredi notu verilen kuruluşlar hem de yatırımcılar tarafından eleştirilmektedir. Özellikle derecelendirme yönteminde kullanılan niceliksel girdilerin nasıl hesaplandığı ve ne derecede önemli olduğu noktasında önemli soru işaretleri bulunmaktadır.

KDK'lar kendilerine yönelik eleştirileri göz önünde bulundurarak zaman zaman derecelendirme yöntemlerini anlatan raporlar yayımlamaktadır. Raporlarda not verme sistemine ilişkin bilgiler yer almakla birlikte kredi notunun son halinin nasıl verildiği ve diğer ülkelere göre konumun nasıl belirlendiği hususundaki belirsizlikler bu raporlarla giderilememektedir. Özellikle de siyasi istikrar ve beklentiler gibi sübjektif konuların nasıl ölçüldüğü ve kredi derecelendirmesine nasıl dâhil edildiğine dair bilgilerin söz konusu raporlarda yer almaması bu kuruluşların objektifliğini ve güvenilirliğini zedelemektedir. Alexe ve diğerleri (2003:3) KDK'ların açıklanmayan not verme sistemleri ve kıyaslama yöntemleri nedeniyle kredi notlarını kara kutuların bir çıktısı olarak nitelendirilmektedir (Şekil 1.2). Bu konuda zaman zaman ülke liderlerinden de eleştiriler gelmektedir. Nitekim Japonya Başbakanı Junichiro Koizumi Japonya'nın notunun düşürülmesinin ardından Japonya'nın yardım ettiği Afrika ülkeleriyle benzer notlar almasının haksızlık olduğunu dile getirmiştir (Alexe ve ark., 2003:3-4).

Şekil 1.2. Kredi Derecelendirme Süreci



Kaynak: Öztürk, 2011

Kredi derecelendirme yönetiminin daha açık bir şekilde kamu ile paylaşılması, derecelendirme kuruluşlarını not verirken daha tutarlı olmaya da sevk edecektir. Ülkemizde de benzer ekonomik ve siyasi durumda, hatta ülkemize göre kötü durumda olan bazı ülkelerin daha yüksek not alması gerek siyasi aktörler gerek akademisyenler tarafından sıkça eleştirilmektedir.

1.3.2. Kredi derecelendirme alanında rekabet eksikliği

Daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi kredi derecelendirme alanında üç büyük firma küresel piyasanın yüzde 90'ının üzerinde bir paya hâkim konumdadır. Kredi derecelendirme piyasasındaki oligopolistik yapı bazı düzenlemeler ve lisanslama kurallarıyla birlikte derinleşmiştir. Her ne kadar piyasa yoğunlaşması (market concentration) o piyasada rekabet olmadığını söylemek için yeterli olmasa da yoğunlaşmanın bu denli yüksek olması rekabet eksikliği sorununu güçlendirmektedir. Bu durum, bazı finansal kuruluşların en az iki KDK tarafından notlandırılması zorunluluğuyla beraber iyice şiddetlenmektedir. Hâlihazırda yüzde 90'ı 3 firma tarafından paylaşılan kredi derecelendirme piyasasında iki firma tarafından notlandırılma zorunluluğuyla birlikte KDK'lar arasında rekabet iyice azalmaktadır. ABD Bankacılık, Konut ve Kentsel İşler Senato Komitesi Raporuna (Shelby, 2006) göre kredi derecelendirme piyasası özellikle en büyük iki firma olan Moody's ve S&P tarafından "ortak

tekel" (partner monopoly) şeklinde yönetilmekte ve piyasada rekabet ortamı oluşmamaktadır.

KDK'lar çeşitli yöntemlerle pazar paylarını genişletmeye ve piyasa hâkimiyetlerini korumaya çalışmaktadır. S&P ve Moody's talep edilsin ya da edilmesin ABD piyasalarındaki bütün büyük şirket tahvillerini notlandırmaktadır. Böylelikle, bu kuruluşlar piyasada notlandırılmamış tahvil bırakmayarak şirketlerin derecelendirmeden kaçınmasını önlemeyi amaçlamaktadır. Talep etmedikleri halde kendilerine not verilen kuruluşlar yasal yollara başvurmuş fakat sonuç alamamışlardır. Poon'un (2003) S&P tarafından not verilen 15 ülkeden 256 ihraççı kuruluş üzerinde yaptığı bir çalışmasında, talep edilmeden yapılan derecelendirmelerde verilen kredi notlarının talep üzerine yapılan derecelendirmelere göre daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Frost (2007) bu durumu iki şekilde açıklamaktadır. Birincisi, kredi notu talep etmeyen şirketler genellikle zaten zayıf finansal yapıya sahip şirketlerdir. İkincisi, KDK'lar kredi notu talep etmeyen firmalar hakkında yeterli bilgiye sahip olamayacağı için eldeki verilere göre notlandırmakta, bu durum da düşük notlara sebep olmaktadır. Sonuç olarak, tahvil ihraç eden şirketler talep etseler de etmeseler de bu KDK'lar ile işbirliği yapmak zorunda bırakılmaktadır. KDK'lar tarafından yapılan diğer bir uygulama ise "notching" olarak adlandırılan uygulamadır. Beloreshki ve diğerleri (2003) notchingi, bir KDK'nın bir firmanın varlık havuzundaki menkul kıymetleri notlandırırken başka bir kuruluş tarafından değerlendirilmiş finansal ürünlerin notlarını, kendi not sistemine yaklaştırmak ve riskleri bertaraf etmek bahaneleriyle düşürmesi veya notlandırmayı reddetmesi olarak tanımlamaktadır (Frost'tan, 2007). Bu şekilde, KDK'lar bir şirket içinde iki farklı kredi derecelendirme kuruluşunun ayrı alanlarda faaliyet göstermesini engelleyip payın tamamını alarak diğer firmaların o şirketten pay almasını engellemektedirler.

1.3.3. Çıkar çatışması

KDK'lar birçok açıdan çıkar çatışmalarına sahne olmaktadır. Bu çıkar çatışmaları ve bunlara yönelik eleştiriler aşağıda açıklanmaktadır.

a) Kredi derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymet ihraç edenler tarafından finanse edilmesi

Kredi derecelendirme faaliyetlerinin ilk ortaya çıktığı zamanlar olan 1900'lü yılların başından 1970'li yıllara kadar KDK'lar gelirlerini yayımladıkları not ve raporların satışlarından elde etmekteydiler. Bu durumda, KDK'ların asıl müşterileri menkul değer yatırımcılarıydı. 1970'li yıllarda ise KDK'lar gelir stratejilerini değiştirerek müşteri olarak yatırımcıları değil, menkul değer ihraççılarını gördüler. Bu durumu Syyla (2001:24) şu şekilde özetlemektedir; *"*KDK'lar önceki dönemin kilit icadı olarak değerlendirilirse, KDK'ların son dönemdeki büyümesi göz önüne alındığında bu dönemin kilit icadı ise bu kuruluşların kendilerini finanse etme yoludur."

KDK'ların gelirlerini not verdikleri kurum ve firmalardan elde ediyor olmaları, "daha fazla para daha yüksek not" riskini akıllara getirmektedir. Nitekim Fitch Ratings eski başkan yardımcılarından Tom McGuire bu durumu *"*Yatırımcıların yüksek not alma baskısıyla, KDK'ların güvenilirlik ihtiyacı her zaman hassas bir denge üzerindedir." ifadesiyle bu risk durumunu doğrulamaktadır (Becker ve Milbourn, 2011). Covitz ve Harrison'a (2003) göre bu çatışma KDK'ları özellikle not düşürmede yavaş davranma ve kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürme durumlarında etkilemektedir. Her ne kadar bu kuruluşlar kendilerinin asıl sermayelerinin güvenilirlikleri ve itibarları olduklarını belirtseler de bu konudaki eleştiriler hala devam etmektedir.

b) Kredi derecelendirme kuruluşlarının not verdikleri firmalara aynı zamanda danışmanlık da yapması

KDK'lar, kredi notu hizmetlerinin yanı sıra özellikle risk analizi ve yönetimi konusunda da hizmetler vermekte ve firmalara ve ülkelere veri, analiz ve risk modelleri satmaktadır. Bu durum ise bir KDK'nın danışmanlık verdiği ya da risk yönetimi sistemleri sattığı bir firma ya da ülkenin notunu düşürme ihtimali çok düşük olacağından, çıkar çatışmasına yol açmaktadır.

Frost (2007:19) analistlerin ve akademisyenlerin KDK'ların danışmanlık verdikleri kuruluşlara karşı gerek not artırmada gerek not düşürmesinin

geciktirilmesinde pozitif ayrımcılık uyguladıklarını savunduklarını fakat bu ayrımcılığın hipotez testi ile sınanmasının çok fazla ilgili değişken olması nedeniyle zor olduğunu ifade etmektedir.

c) Kredi derecelendirme kuruluşları ve diğer kuruluşlar arasındaki personel geçişleri

KDK'larda önemli ölçüde eğitimli ve iş tecrübesine sahip bir insan kaynağı bulunmaktadır. Bu kuruluşlarda çalışan personel zaman zaman çeşitli kuruluşlara transfer olmaktadır. Bu durum her ne kadar doğal bir süreç olarak görülse de birtakım çıkar çatışmalarına yol açmaktadır. Özellikle, kredi derecelendirme alanında çalışan birisinin daha sonra ayrılmış olduğu kuruluş tarafından not verilen bir kuruluşa geçmesi menkul kıymet ihraç eden bu kuruluşlar için bazı bilgi avantajları sağlamaktadır. Ayrıca transfer olan personelin önceden çalıştığı KDK'da kazanmış olduğu ikili ilişkiler de transfer olduğu şirket için bir avantaj teşkil etmektedir.

Söz konusu çıkar çatışmalarını önlemek amacıyla özellikle ABD'de SEC tarafından önemli düzenlemeler yapılmıştır. Düzenlemelerin başlıca amacı çıkar çatışmalarını önlemek için KDK'lar ile not verdikleri kuruluşları mümkün olduğunca birbirinden uzaklaştırmaktır. Ayrıca, ihraççı kuruluşların kredi derecelendirme şirketlerinin personelleri ile ilişkileri bile düzenlenmiştir. 2006 yılında çıkartılan bir yasa ile SEC'e bu konularda yetki verilmiş ve 2008 yılında SEC bu ilişkileri düzenleyen geniş içerikli bir tebliğ yayımlamıştır. Örneğin, SEC tebliğinde kredi derecelendirme alanında çalışan personelin not verilen ihraççı kuruluştan en fazla 25 dolar değerinde hediye alabileceği belirtilmiştir (Hoffinger, 2009:9).

KDK'lar özellikle kredi notu hizmet bedelinin ihraççı kuruluş tarafından ödenmesi sisteminin (issuer-pays model) değiştirilmesine karşı çıkmaktadır. Buna gerekçe olarak da derecelendirme bilgilerinin bu modelle daha hızlı ve daha geniş bir şekilde piyasada yayılmasını göstermektedir (Hunt, 2009:34). Manns (2012), kredi notu bilgisinin kullanıcılar tarafından ödenmesi (user-pays model) durumunun bazı çıkar çatışmalarını önleyeceğini kabul etmekte fakat kredi notu

bilgisi için para ödeyen kullanıcının doğal olarak bu bilgilere kamu tarafından erişilmesini engelleyeceği ve bunun da piyasa disiplinini bozacağı ifade edilmektedir.

Bazı araştırmacılar ise bu alanda düzenleme yapmaya gerek olmadığını düşünmektedir. Çünkü KDK'lar güvenilirlik ve itibarları üzerinden para kazanmaktadır. Kısa dönem kârlarını artırmak için yapacakları bu tarz hatalar orta ve uzun dönemde çok büyük iş ve gelir kayıplarına yol açacaktır. Saygınlık modeli (reputational model) olarak adlandırılan bu görüş bu alanda şeffaf ve rekabetçi bir piyasa kurulduğunda yasal düzenlemelere gerek kalmadan KDK'ların verdikleri notların kalitesinin yatırımcılar tarafından değerlendirilerek piyasada hak ettiği değeri alacağını savunmaktadır.

1.3.4. Kredi derecelendirme kuruluşlarının krizleri öngörememeleri ve mevcut krizleri derinleştirmeleri

KDK'lar birçok akademisyenin ve yazarın yanı sıra iş ve politika dünyası tarafından ana amaçlarından birisi olan, ekonomik ve sosyal gelişmeleri sürekli bir şekilde takip ederek, krizleri öngörme işlevini yerine getirememeleri sebebiyle çok sık bir şekilde eleştirilmektedir. Partnoy (2002) KDK'ların etkinliği üzerine yaptığı bir çalışmada bu kuruluşların bilgi yönüyle değerliliği düşerken hızla artan piyasa değerliliğinin oluşturduğu paradoksa vurgu yapmaktadır. Reinhart (2002) da benzer bir araştırma yapmış ve KDK'ların verdiği notların krizleri öngörme gücünün olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Reinhart bu durumu KDK'ların not verme yöntemlerine ve kullandıkları verilerin ülke borç yönetim kapasitesini açıklamaktan uzak oluşuna bağlamaktadır. Božović (2011) Reinhart'ın makalesine atıf yapmakta ve bu konuda makalenin yayımlandığı tarihten sonra da durumun hiç değişmediğini vurgulamaktadır.

KDK'ların asıl eleştirildiği nokta ise krizleri öngörememelerinin yanı sıra ortaya çıkan krizleri yaptıkları not değişiklikleriyle daha da derinleştirmeleridir. Ülkelerde ortaya çıkan ufak çaplı krizler derecelendirme kuruluşları tarafından hemen mercek altına alınmakta ve ardı ardına sert kredi notu düşüşleriyle sonuçlanabilmektedir. Alman Borsa Yatırımcıları Derneği üyelerinden Ulrich

Hocker[8], 1990'lı yılların sonunda Asya'da ortaya çıkan mali krizi uluslararası derecelendirme kuruluşlarının kötü deneyimine örnek göstermektedir. Hocker'e (Deutshche Welle, 2007) göre 1990'lı yıllarda Asya'da yaşanan mali kriz, aslında KDK'ların bir sorunu olarak ortaya çıkmış, bu kuruluşların bir gün önce iyi notlar verdiği bu ülkeler ertesi gün iflaslarını açıklamışlardır. Krize giren ülkeler için ise KDK'lar tarafından büyük ölçekli not indirimleri gerçekleşmiştir. Bu not indirimleri krizin etkisini azaltmak ve bitirmek için krediye ihtiyacı olan, özellikle gelişmekte olan ülkeleri iyice darboğaza sürüklemekte ve krizi derinleştirerek hem krizden çıkma sürecini uzatmakta hem de krizin etkilerini yaygınlaştırmaktadır. Ayrıca, 1990'lı yıllardan sonra iyice artan küreselleşme ve sermaye hareketleri, not indirimiyle derinleşen bu krizlerin bölgesel hatta küresel krizlere dönüşmesine yol açmaktadır. Bu şekilde derinleşen bazı ekonomik krizler tarihsel olarak aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

a) Meksika krizi:

1988 yılında başlayan ekonomik liberalleşme programı neticesinde makroekonomik istikrar ortamının gelişmekte olduğu Meksika, gelişmekte olan ülkelere model olabilecek sağlıklı bir büyüme ortamı sağlamıştır. 1989-1994 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 3,1 oranında büyüyen Meksika ekonomisi bu dönemde yaklaşık 100 milyar dolar yabancı sermaye girişi kaydetmiş ve borsasında yaklaşık on kat büyüme yaşamıştır (Kübalı, 2000). Bu duruma rağmen, cari işlemler açığındaki hızlı artış, özel sektör kredilerinin çok hızlı artması ve çıpaya dayalı döviz kuru politikasının devam ettirilmesi, uluslararası faiz oranlarının yükselmesi, politik belirsizlikler gibi nedenlerle Meksika ekonomisine olan uluslararası güven zayıflamaya başlamıştır. Meksika hükümetinin artan baskılar neticesinde ulusal para birimi pesoyu dalgalanmaya bırakması pesonun önemli ölçüde değer kaybetmesiyle sonuçlanmış, bu durum faiz oranlarının fırlamasına ve finansal sektörde bozulmalara yol açmıştır. Bozulmaya başlayan dengeler uluslararası yatırımcıların fonlarını geri çekmesine neden olurken bu

[8] Deutsche Welle, "Kredi derecelendirme kuruluşları geç mi tepki verdi?", 13 Aralık 2013 <http://www.dw.de/kredi-derecelendirme-kurulu%C5%9Flar%C4%B1-ge%C3%A7 mi-tepki-verdi/a-2747567>

durumu öngöremeyen KDK'lar da ardı ardına not indirimleri gerçekleştirmişlerdir. İlk olarak S&P ve Moody's Meksika'nın kredi notunu düşürmüş ve kredi görünümünü negatif olarak belirlemiştir. Bu not indirimleri, panik havasını iyice artırmış ve sermaye çıkışlarını daha da ivmelendirmiştir. Ocak 1995'te bu krizi aşabilmek amacıyla ABD önderliğinde 50 Milyar-ABD dolar'lık yardım paketi hazırlanmış ve çeşitli koşullar ile Meksika'ya sunulmuştur. Bu kaynak ile krizin yavaşlaması sağlanmış ve 1995 yılında döviz rezervleri 100 Milyar-ABD doları artmış, bunların sonucunda ekonomi olumlu sinyaller vermeye başlamıştır (Erişah, 2002:72). Nitekim 1995 yılındaki yüzde 5,8 oranındaki daralmanın ardından Meksika ekonomisi 1996 ve 1997 yıllarında sırasıyla yüzde 5,9 ve yüzde 7,0 oranında büyüme kaydetmiştir.

b) Güney Doğu Asya krizi

Güneydoğu Asya'da kriz dönemi incelendiğinde, Meksika ile benzer şekilde makroekonomik dengenin özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, sermaye girişleri sebebiyle ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi ve cari işlemler açığının yükselmesi krize yol açan ana sebepler olarak görülebilir. Bu sebepler ile birlikte hızlanan sermaye çıkışı ulusal para birimlerinin dolar karşısında büyük değer kayıpları yaşamasına ve hisse senedi fiyatlarının dibe vurmasına yol açmıştır. İlk olarak Tayland'ın para birimi Baht'ın ve borsanın çökmesi KDK'lar tarafından hızlı not indirimleriyle sonuçlanmıştır. Tayland'da başlayan kriz benzer ekonomik tablo sergileyen diğer ülkelerin de ekonomilerine ilişkin güven bunalımını gündeme getirmiş ve bölgesel bir krize dönüşerek birçok Güney Asya ülkesi ve Japonya'yı da etkilemiştir (Birdişli, 2012). Bu kriz sırasında bölge ülkeleri tarihlerinin en sert kredi notu düşüşlerini yaşamıştır. Örneğin Güney Kore'nin S&P tarafından verilen 1997 yılı Ekim ayına kadar pozitif görünümlü "AA-" olan notu 24 Ekim 1997 tarihinde negatife görünümlü "A+" düzeyine düşürülmüş ardından da peş peşe not indirimleri gelmiş ve ülke notu 9 kademe düşerek "B+" seviyesine kadar inmiştir (Tablo 1.6). Benzer durumlar diğer Asya ülkelerinde da yaşanmıştır. Güney Kore'nin notları spekülatif seviyelere

düşürüldüğünde Endonezya, Tayland ve Malezya'ya da yatırım yapılabilir seviyenin altında notlar verilmiştir.

Tablo 1.6. Kriz Sürecinde S&P'nin Güney Kore Ülke Kredi Notu İndirimleri

Tarih	Uzun Dönem Döviz Cinsi Kredi Notu	Not Görünümü
3 Mayıs 1995	AA-	Pozitif
24 Ekim 1997	A+	Negatif
25 Kasım 1997	A-	Negatif
11 Aralık 1997	BBB-	Negatif
22 Aralık 1997	B+	Negatif

Kaynak: Countryeconomy

Krizde aniden ortaya çıkan likidite darlığı ve ağır devalüasyonlar, mali kurumların ve firmaların bilançolarını bozarak büyük zararlara ve güven kaybına neden olmuş; üretimde ve istihdamda büyük kayıplara yol açmıştır (Celasun, 2002: 169). Krizinden çıkış yolu olarak Tayland, Endonezya ve G.Kore, IMF ile öngörülen reform paketi çerçevesinde, stand by düzenlemesi hususunda mutabakata varmışlardır. Bunun sonucunda IMF; ABD, AB, Japonya ve Avustralya gibi ülkelerin, Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası gibi uluslararası finans kuruluşlarının mali desteğiyle, G.Kore'ye 57 Milyar-ABD doları, Tayland'a 17,2 Milyar-ABD doları, Endonezya'ya da 23 Milyar-ABD doları düzeyinde bir kredi taahhüdünde bulunmuştur. Filipinler ile IMF arasında kriz öncesinde yürürlükte bulunan anlaşma devam etmiştir. Yapılan birçok mali ve finansal düzenlemeyle birlikte bu ülkeler finansal sistemlerini düzeltmeye çalışmışlardır. Buna rağmen bu ülkeler eski performanslarını yakalamak için uzun yıllar gayret göstermişlerdir. (Acar, 2012).

c) 1998 Rusya krizi

Sovyetler Birliği'nin 1991 yılında dağılmasının ardından Rusya ekonomisi hızlı bir dönüşüm yaşamıştır. 1992 yılından itibaren piyasa ekonomisine geçiş için önemli adımlar atılmış, fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticarette serbestleşmeye gidilmiş ve özelleştirmeler başlamıştır. 1997 yılı sonu itibariyle Rusya'daki toplam

işletmelerin yaklaşık yüzde 80'inin özel sektöre ait olduğu tahmin edilmektedir (Burhan ve Mustafaoğlu, 1998:7).

Bununla birlikte aynı dönemde Rusya ekonomisinin en önemli sorunlarından birisi yüzde 8'leri aşan bütçe açıklarının kısa vadeli borçlanma yoluyla finanse edilmesidir. Eski borçlarını ve ücretleri ödeyebilmek için Rus Hükümeti 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanmaya başlamıştır (Karluk ve diğerleri, 1999). Bu dönemde KDK'ların Rusya'ya Brezilya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelerden daha yüksek kredi notu vermesi Rus Hükümetinin borçlanmasını kolaylaştırmıştır. Yüksek oranlı kısa vadeli borç stoku, dış finansman sıkıntısının baş göstermesiyle birlikte sürdürülemez hale gelmiş, bu durum yaşanan siyasi çalkantılarla birleşerek 1997 yılı sonundan itibaren Rusya Federasyonu'na yönelik kaygıları giderek artırmış ve piyasalarda panik havası oluşmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler sırasında KDK'lar Rusya'nın kredi notunu kısa bir süre içinde sert bir şekilde düşürmüşlerdir.

Tablo 1.7. Kriz Sürecinde Fitch Ratings'in Rusya Ülke Kredi Notu İndirimleri

Tarih	Uzun Dönem Döviz Cinsi Kredi Notu	Not Görünümü
07 Ekim 1996	BB+	-
12 Şubat 1998	BB+	Negatif Not İzleme
10 Mart 1998	BB+	-
5 Hazian1998	BB+	Negatif Not İzleme
7 Haziran 1998	BB	Negatif Not İzleme
30 Temmuz 1998	BB-	-
17Ağustos 1998	B-	Negatif Not İzleme
27 Ağustos 1998	CCC	-

Kaynak: Countryeconomy

Rusya'nın Fitch Ratings tarafından 5 Haziran 1998 tarihinde "BB+" olarak açıklanan kredi notu, 27 Ağustos 1998 tarihinde, diğer bir ifade ile yaklaşık 7 hafta içerisinde 7 puan düşerek "CCC" seviyesine gerilemiştir (Tablo 1.7).

Rus Hükümeti, not indirimleri ardından iyice hızlanan sermaye çıkışlarını engellemek ve piyasaları yatıştırmak için faizleri önemli ölçüde artırmış, Ruble'nin değerini yüzde 30 civarında düşürmüş ve 90 günlük bir moratoryum

ilan etmiştir (Yay ve diğerleri, 2001). Dünya Bankası ve IMF ile yapılan anlaşmalar sonucunda nakit problemlerini biraz olsun çözebilen Rusya 1990'lı yılların sonunda yaşanan petrol fiyatları artışını fırsata çevirerek krizden hızlı bir çıkış süreci yaşamıştır.

d) 1998-2002 Arjantin Krizi

1990'lı yılların ortalarından itibaren makroekonomik istikrarın ve ulusal mali piyasalarda güvenin sağlanmasına bağlı olarak, yabancı yatırımcıların Arjantin'e spekülatif amaçlı portföy yatırımları hızla artmıştır. Bu şekilde sıcak parayla büyüyen Arjantin ekonomisi; Meksika'nın krize girmesi, Amerika'da faiz oranlarının yükselmesi, 1998 yılında Rusya'nın moratoryum ilan etmesi, 1999 yılında da Brezilya'nın ödemeler dengesi krizine girmesi ve devalüasyona gitmesi sonucunda devamlı olarak kendini tekrarlayan bir kriz sarmalı içine girmiştir.

1997 yılında yaşanan Asya krizi ve 1998 yılında yaşanan Rusya krizinin etkileri finansal ve ticari yollardan diğer gelişmekte olan ülkelere de önemli ölçüde yansımıştır. Özellikle finansal yatırımcıların bu krizlerden sonra gelişmekte olan ülkelere karşı iştahlarının azalması ve tekrar gelişmiş ülkelere yönelmeleri, dış finansmana önemli ölçüde bağımlılığı olan ülkeleri büyük ölçüde etkilemiştir. Ayrıca, en önemli ticaret ortağı olan Brezilya'da görülen ekonomik daralma Arjantin'in ihracatına büyük darbe vurmuş, döviz gelirlerini iyice azaltmıştır. Dış etkenlere bağlı olarak zorluk yaşayan Arjantin ekonomisi, tekrar büyüme eğilimine girmek üzereyken 1999 yılında uygulanan politikalarla kriz derinleşmiştir. Hükümetin yatırımcıların güvenini kazanmak ve dış finansmanı tekrar artırmak üzere bütçe açığını azaltmak için uyguladığı vergi oranlarını artırma politikası ters etki oluşturmuş ve ekonomide daralmaya sebep olmuştur.

Ekonomideki daralma, vergi gelirlerine yansımış ve hükümetin beklediğinin tersi bir şekilde vergi gelirlerinde düşüşe yol açmıştır. 2001 yılına gelindiğinde ekonomik büyümenin hala sağlanamaması hükümeti faiz artırımına giderek dış borçla krizden çıkma stratejisine yöneltmiştir. Fakat vergi gelirlerinde meydana gelen azalma ve uygulanan faiz artırma politikası, piyasaların Arjantin hükümetinin borç yönetimine olan güvenini azaltmış ve risk primlerini iyice

artırmıştır. Ayrıca, faizlerin artmış olması yatırımları da etkileyerek özel sektörün büyümeye katkısını azaltmıştır. "Borç tuzağı (debt trap) olarak adlandırılan bu durum KDK'lar nezdinde de karşılığını bulmuş ve ardı ardına not indirimlerinden sonra Arjantin "temerrüt (default)" durumuna düşmüştür (Saxton, 2003) (Tablo 1.8).

Tablo 1.8. Kriz Sürecinde Fitch Ratings'in Arjantin Ülke Kredi Notu İndirimleri

Tarih	Uzun Dönem Döviz Cinsi Kredi Notu	Not Görünümü
3 Aralık 1997	BB	-
21 Eylül 2000	BB	Negatif
20 Mart 2001	BB-	Negatif
28 Mart 2001	B+	Negatif
11 Temmuz 2001	B-	Negatif
12 Ekim 2001	CCC-	Negatif
2 Kasım 2001	CC	Negatif
6 Kasım 2001	C	Negatif
3 Aralık 2001	DDD	-

Kaynak: Countryeconomy

Arjantin bu dönemde borçlarını çevirmek için IMF'den 1,3 milyar dolar acil kredi talebinde bulunmuş fakat bu talebi reddedilmiş ancak borç ödemesi ertelenmiştir. 2002 yılında sabit kur uygulamasından vazgeçilerek peso serbest bırakılmış ve önemli oranda devalüe edilmiş, böylelikle ihracat artmış, ithalat azalmıştır. 2003 iyi bir tarımsal hasat yılı olmuş, diğer taraftan turizm gelirlerinde de ciddi oranda artış gözlenmiştir. Haziran 2003'de IMF ile standby anlaşması imzalanmış ve 320 milyon Dolar serbest bırakılmıştır. Böylelikle, 2002'de yüzde 11 oranında küçülen Arjantin ekonomisi yeniden toparlanma eğilimine girmiş ve 2003-2005 döneminde ortalama yüzde 9 oranında bir ekonomik büyüme kaydetmiştir. (TMMOB, 2007:20).

ÜLKE RİSKİNİ VE KREDİ NOTUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Ülke kredi notunu belirleyen ülke riski (sovereign risk) kavramı, bir ülkeye ait uluslararası işlemlerden elde edilen gelirlerin birçok faktör nedeniyle kararsızlık (oynaklık) göstermesini ifade etmektedir. Bu kavram, 1960'lı yıllarda bankaların yaptıkları uluslararası işlemlerde yaşadıkları kayıpları tanımlamak ve hesaplamak için oluşturulmuştur. Önceki dönemlerde transfer riski olarak adlandırılan hükümetlerin dış ödemelere sınır getirme ihtimali, daha sonraları daha geniş bir kavram olan ülkelerin dış borç yükümlülüklerini yerine getirememe durumunu da içeren ülke riskine dönüşmüştür (Riberio, 2001: 9).

Teknolojik gelişmeler sayesinde hızlanan küreselleşmeyle birlikte artan ihracat hacimleri, yeni pazarlara erişme ve yatırım imkânları ticareti uluslararası boyuta taşımıştır. Diğer taraftan, uluslararası ticarete ek olarak, tasarruf sahipleri kendi ülkelerindeki şirket veya devlet kuruluşlarının yanı sıra, borsa, portföy yatırımları ve doğrudan yatırım kanallarıyla başka ülkelere de yatırım yapmaya başlamışlardır. Bu durum 1970'li yılların ortalarına kadar büyük aksaklıklar yaşanmadan devam etmiştir. Hem yatırımcılar yeni piyasalara girerek kârlarını artırmış hem de ülkeler gelen yabancı yatırımlarla ekonomik büyümelerini desteklemişlerdir. 1971 yılında Bretton Woods sisteminin işlemez hale gelmesiyle birlikte, ülkeler para arzlarını fazlasıyla artırmış ve piyasalarda likidite bolluğu yaşanmaya başlamıştır. Bu bolluk, dış finansmana ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelerin borçlanmaları açısından çok cazip bir durum oluşturmuştur.

1973 yılında baş gösteren OPEC (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü) kriziyle birlikte petrol fiyatının dört katına çıkması, yaşanan finansal sıkıntılar ve borsaların çökmesi küresel bolluğun sona ermesine yol açmıştır. Bu durum, 1980'li yıllara gelindiğinde Polonya, Meksika ve Brezilya gibi ülkelerin borç krizine girmelerine sebep olmuştur. Bu nedenle birçok uluslararası banka ve dolayısıyla birçok yatırımcı ve hisse senedi sahipleri büyük zarara uğramıştır. Bu dönemde ABD'nin en büyük on bankası, Latin Amerika'da yaklaşık 50 milyar dolar tutarındaki yatırımlarından edilen zararı karşılamak ve hesaplarını düzeltebilmek için çok ciddi tedbirler almıştır. (Ribeiro, 2001:3). 1980'li yıllara kadar daha çok özel sektör kuruluşlarının ve devlete ait işletmelerin ihraç ettikleri tahviller üzerine kredi

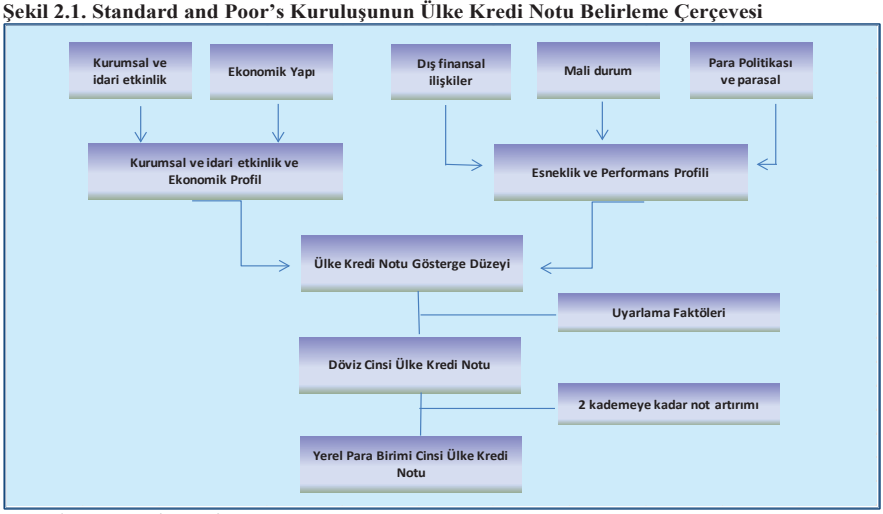
derecelendirmesi yapılırken yaşanan bu gelişmeler üzerine ülke kredi notu kavramı ön plana çıkmaya başlamıştır. İlerleyen dönemlerde ise uluslararası yatırım yapan finansal kuruluşlar ve KDK'lar ülke riski kavramı üzerinde daha dikkatle durmaya ve ülke riski ölçümleri için yeni metotlar geliştirmeye başlamıştır. Önceki dönemlerde daha çok piyasa çeşitlendirmesi ve riskten korunma (hedging) teknikleri üzerine yoğunlaşan finansal kuruluşlar, ülke riskini ölçmek için daha özellikli ve detaylı (ekonomik, finansal, politik) risk ölçüm teknikleri üzerine yoğunlaşmıştır. KDK'lar ve bazı büyük yatırım bankaları kendi ülke risk modellerini oluşturmuşlar ve bu modelleri zamanın koşullarına göre yenilemiştir.

2.1. Standard and Poor's Ülke Kredi Notu Ölçüm Yöntemi

S&P, dünya konjonktürüne ve gelişmelere uygun olarak ülke notu belirleme kriterlerini zaman zaman güncellemekte ve bu güncellemeleri kamuyla paylaşmaktadır. En son güncellemesini 24 Ocak 2013 tarihinde yapan S&P yayımladığı "Rating's Direct" isimli ülke kredi notu belirleme rehberinde ülke riskini beş ana kriter altında birçok faktöre göre belirlemektedir (Şekil 2.1).

S&P ülke kredi notları, analistler tarafından oluşturulan kredi derecelendirme modeli ile belirlenmektedir. Ardından Şekil 2.1'de belirtilen ana başlıklar kapsamında, uyarlama faktörleri de dikkate alınarak döviz cinsinden gösterge ülke kredi notu elde edilmektedir. Ülkenin içinde bulunduğu özel şartlar ve ileriye yönelik beklentiler göz önüne alınarak, bu gösterge not değişime uğrayabilmektedir. Örneğin, kamu yatırımlarının cari dönemde kamu maliyesini bozucu etki oluşturması ülke notu hesaplarına olumsuz yansımaktadır. Diğer taraftan yatırımların orta ve uzun dönemde büyümeyi teşvik etmesi ve gelir oluşturması dikkate alındığında bu olumsuz etkinin ilerleyen dönemde yok olacağı düşünülmektedir. Bu kapsamda, S&P ileriye dönük beklentiler doğrultusunda buna benzer şekildeki kalıcı olamayan sosyal ve ekonomik gelişmelerin etkilerini uyarlama faktörleriyle hesaba katmaktadır.

Şekil 2.1. Standard and Poor's Kuruluşunun Ülke Kredi Notu Belirleme Çerçevesi



Kaynak: S&P Ratings Direct, 2013

2.1.1. Kurumsal ve idari etkinlik

Kurumsal ve idari etkinlik kavramı, kurumların sürdürülebilir kamu maliyesinin sağlanması, dengeli ekonomik büyümenin desteklenmesi ve ekonomik ve politik şoklara karşı direnç göstermedeki genel başarısı olarak tanımlanmaktadır. Bu kavramın altında dört ayrı değerlendirme kriteri yer almaktadır.

a) Etkinlik, istikrar, politikaların öngörülebilirliği, siyasi kurumlar ve sivil toplum:

Bu başlık altında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurulmaktadır.

- Ülkenin kurumsal yapısının geçmiş dönemlerdeki politik, ekonomik ve finansal krizlerden çıkma başarısı ve dengeli büyüme gerçekleştirebilme kapasitesi, ülkelerin ekonomik sıkıntı dönemlerindeki dengesizlikleri gidermek için doğru tedbirler almalarını sağlamakta ve uzun dönem büyüme performansının sürdürülebilirliğini artırarak ülke notunun olumsuz etkilenmesini engellemektedir.
- Sağlam ve istikrarlı kurumların varlığı, siyasi erkin değişmesi durumunda dahi temel politika konularında belli bir oranda istikrarı sağlayarak belirsizlikleri sınırlamaktadır.

- Kurumlara yönelik fiili veya potansiyel direniş olması ve kurumların etnik, dini ya da politik nedenlerden ötürü meşruiyet problemleri yaşaması, kurumsal istikrar risklerini artırarak kredi notunda önemli değişikliklere neden olmaktadır.
- Sosyal içerme, sosyal hareketlilik, sosyal düzen ve politik kurumların sosyal önceliklere cevap verme kapasitesi politik riskleri azaltmakta ve kurumsal devamlılığı artırarak ülke notunu olumlu etkilemektedir.

b) Şeffaflık, kurumların hesap verebilirliği ve doğru veri üretme

Bu başlık altında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurulmaktadır.

- Kurumlar arası kontrol mekanizmasının varlığı, ülkedeki kurumsal sapmaları engelleyerek hem olası yolsuzlukların önüne geçmekte hem de kurumların yetki aşımlarını engelleyerek politikaların devamlılığını sağlamaktadır.
- Ülkedeki yolsuzluk algısı düzeyinin yüksekliği, hem yatırımcılar hem de borçlanıcılar için risk algısını artırarak ülke notunu olumsuz etkilemektedir.
- Kanun ve kuralların tarafsız bir şekilde uygulanması ve idarenin eylemlerinden dolayı hesap verme yükümlülüğü, yatırımcılar ve borçlanıcılar için hukuki güven ortamı oluşturmaktadır.
- İstatistik kurumlarının ve medyanın bağımsızlığı, ülkedeki ekonomik ve siyasi gelişmelerin uluslararası yatırımcılar tarafından doğru değerlendirilmesini sağlamakta ve ülkeye duyulan güven algısını artırmaktadır.

c) Ülkenin borç ödeme kültürü

Bu başlık altında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurulmaktadır.

- Önemli miktarlarda ve uzun süreli biriktirilmiş borç stoku, ülkelerin borç ödeme konusundaki isteksizliğini ortaya koymakta ve kredi notunu olumsuz etkilemektedir.
- Önceki dönemlerde yapılan borçlanmaların kamuoyunda meşruiyetinin sorgulanması, ülkenin borçlarını ödeme konusundaki isteğini azaltmaktadır.
- Ülkenin son düştüğü temerrüt durumundan sonra politika değişikliğine gitmemiş olması, ulusal ve uluslararası kamuoyunda yeni temerrüt

durumlarının oluşabileceği algısına sebep olmakta ve ülkenin borçlarını ödeme konusundaki inandırıcılığın azalmasına neden olmaktadır.

d) Dış güvenlik riski

S&P analizlerinde ülkelerin dış dünyayla, özellikle de komşularıyla olan olumsuz ilişkileri ulusal güvenliği etkilemekte, bu durum ise politik istikrarı, mali disiplini, yatırım seviyesini ve ödemeler dengesini dolaylı olarak etkilemektedir. Ülkenin diğer bir ülkeyle yaşadığı tansiyon uzun süredir devam ediyor ve savaş ihtimali taşımıyorsa bu durum daha çok kurumsal ve yönetim kapasitesi kanalıyla kredi notunu etkilemektedir. Ancak, yaşanan tansiyon kısa zaman içerisinde yükselmiş ve savaş riski taşıyorsa ülke kredi notunu doğrudan etkilemektedir.

2.1.2. Ekonomik yapı

Çeşitlendirilmiş, esnek, zengin, piyasa odaklı ve istikrarlı büyüme deneyimine sahip ekonomiler, ülkelere güçlü vergi tabanı, parasal ve mali esneklik ve dolayısıyla yüksek borç ödeme kapasitesi sağlamaktadır. Ülkeler bu koşullara yaklaştıkça kredi notları yükselmektedir. Ülke kredi notunun ekonomik performans kısmının temel belirleyicileri; gelir düzeyi, büyüme beklentisi, ekonomik çeşitlilik ve istikrar olarak görülmektedir.

a) Gelir düzeyi

Gelir düzeyinin ölçüsü olarak, kişi başına düşen milli gelir verileri kullanılmaktadır. Kişi başına düşen gelirin artışının, ülkelerin daha yüksek vergi potansiyeline ve hane halklarının tasarruf miktarlarının artmasına bağlı olarak daha geniş bir fon arzına sahip olmalarını sağladığı belirtilmektedir.

b) Ekonomik büyüme beklentileri

S&P, ülkelerin var olan kişi başına gelir düzeylerini korumaları ya da artırmaları için potansiyel büyümelerine yakın bir seviyede sürdürülebilir bir büyüme oranına sahip olmaları gerektiğini belirtmektedir. S&P analizlerine göre, reel ekonomik büyümenin istikrarlı bir yapıda olmaması ülkenin mali yapısını ve finansal durumunu da istikrarsızlaştırmakta ve ülkenin borç ödeme kapasitesini olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle, ülkenin geçmişinde istikrarlı ve sürdürülebilir

bir büyüme oranına sahip olması ve bunun geleceğe de yansıması ülke kredi notunu belirleyen en önemli ekonomik faktörlerden biridir.

c) Ekonomik çeşitlilik ve istikrar

S&P analizlerine göre ekonomik çeşitliliği sağlayamayan, bir ya da birkaç alanda üretim yapısını yoğunlaştıran ülkeler bu alanlarda yaşanabilecek problemlerden ekonomilerinde çeşitlilik sağlamış olan ülkelere göre çok daha fazla etkilenmektedirler. Ayrıca, üretim yapısı doğal koşullara bağlı olan ülkeler sel, felaket, kuraklık vb. doğal afetler oluşması durumunda büyük ekonomik kayıplara uğramakla beraber, bu ülkelerin gelir düzeyleri doğal koşullara göre oynaklık göstermektedir. Örneğin, milli gelirlerinin büyük bir bölümü enerji ihracatına dayanan ülkeler enerji fiyatlarındaki değişikliklerden büyük ölçüde etkilenmektedir. Benzer şekilde, üretim yapısı tarıma dayalı olan ülkeler de doğal afetlerden ve iklim koşullarından büyük ölçüde etkilenmekte ve milli gelirleri dalgalı bir seyir izlemektedir.

2.1.3. Dış finansal ilişkiler

S&P'ye göre bir ülkenin dış finansal ilişkilerindeki başarısı, o ülkenin aldığı dış borçları çevirebilme ve gerektiği takdirde yerleşik olmayan gerçek ve tüzel kişilere karşı yükümlülüklerini yerine getirebilmek için dışardan borç bulabilme kapasitesini ifade etmektedir. Ülkenin dış finansal ilişkilerindeki başarısı ülkenin rekabetçiliğini, döviz kurunu, yatırımcıların ülkeye bakışını ve dolayısıyla da ülkenin alım ve ödeme gücünü etkilemektedir. S&P ülkenin dış finansal ilişkilerini üç temel başlık altında değerlendirmektedir:

a) Para biriminin uluslararası işlemlerdeki durumu

Ülkenin para biriminin uluslararası işlemlerde sıklıkla kullanılıyor olması o ülkenin para birimine duyulan güvene işaret etmektedir. Ayrıca sıklıkla ve büyük miktarlarda kullanılan para birimleri uluslararası yatırım kaymalarına daha az duyarlı olmaktadır. Bu durum rezerv para olarak kullanılan para birimleri için çok daha belirgindir.

Rezerv para birimleri ekonomik ve finansal şoklara karşı diğer para birimlerine göre çok daha az kırılgandır. Ayrıca ülkenin para biriminin rezerv para

olarak kullanılması o ülkenin politikalarının ve kurumlarının güvenilirliğine, finansal sistemlerinin güçlülüğüne ve ülkenin büyük ve açık bir sermaye piyasasına sahip olduğuna işaret etmektedir (Tablo 2.1).

Tablo 2.1. 1996-2012 Döneminde Aktif ve Rezerv Para Birimine Sahip Olan Ülkeler

PARA BİRİMİ AKTİF TİCARİ PARA OLAN ÜLKELER*		PARA BİRİMİ REZERV PARA OLAN ÜLKELER	
BIS verilerine göre para birimleriyle küresel döviz piyasasında dönen paranın yüzde 1'inden fazlası tutarında işlem yapılan ülkelerdir.		IMF'nin Resmi Döviz Rezervleri Döviz Kompozisyonu Raporuna (2013) göre para birimleri dünya genelindeki döviz rezervlerinin yüzde 3'ünden fazlasını oluşturan ülkelerdir.	
Ülkeler	**Para Birimleri**	**Ülkeler**	**Para Birimleri**
Avustralya	Avustralya Doları (AUD)	Amerika Birleşik Devletleri	Amerikan Doları (USD)
İsviçre	İsviçre Frangı (CHF)	İngiltere	Pound (GBP)
Kanada	Kanada Doları (CAD)	Japonya	Japon Yeni (JPY)
Hong Kong	Hong Kong Doları (HKD)	Fransa	Avro (EUR)
İsveç	Krona (SEK)	Almanya[9]	Avro (EUR)
Yeni Zelanda	Yeni Zelanda Doları (NZD)		
Güney Kore	Won (KRW)		
Singapur	Singapur Doları (SGD)		
Norveç	Norveç Kronu (NOK)		
Meksika	Peso (MXN)		

Kaynak: IMF, 2013
* Rezerv para birimine sahip ülkeler aynı zamanda aktif ticari para birimine sahip ülkelerdir.

b) Dış likidite ve dış borç

Dış likidite göstergesi olarak ülkelerin brüt dış finansman ihtiyacı verileri kullanılmaktadır. Dış finansman ihtiyacı, ülkelerin ödemeler dengesi ve ülkelerin tarihsel borç stoku durumlarına göre belirlenmektedir. Ticaret açığı olan ve dış borç stoku yüksek olan ülkelerin dış finansman ihtiyacı yüksek olmaktadır. Dış finansman ihtiyacının fazla olması ülkeler için risk unsuru oluşturmakta ve kredi notuna olumsuz yansımaktadır. Uluslararası rezerv varlıklarının yüksek olması ise dış finansman ihtiyacını ve finansman riskini azaltıcı bir unsur olarak görülmektedir. Buna karşın, dalgalı kur rejimine bağlı derin döviz piyasası olan

[9] Raporda Almanya ve Fransa'nın para birimi Avro olmakla birlikte, Avro'ya geçiş yılı olan 1999 yılı öncesinde bu iki ülkenin para birimlerinin rezerv para birimi olması ve hâlihazırda Avro üzerinde en fazla etkisi olan iki ülke olması nedeniyle bu kapsama alındığı belirtilmektedir.

ülkeler merkez bankalarında, münferit borç krizlerinin döviz kurunu etkilemeyeceğinden hareketle, genellikle çok fazla uluslararası rezerv bulundurmamaktadır.

c) Ödemeler dengesi

Ödemeler dengesi başlığı altında aşağıdaki hususlar dikkate alınmaktadır:

- Ülkelerin aktif kullanılan para birimlerine sahip olması ve cari fazla vermesi ülke notunu artıran önemli nedenlerdendir.
- Ülkelerin finansal olmayan dış varlıkları, ülkeye gelir transfer eden yurt dışı doğrudan yatırımları ve net dış portföy yatırımları ülkenin ödemeler dengesini düzelten ve ülke notunu artıran faktörlerdir.
- Ülkelerin ihracatının ve ithalatının belli ürünler üzerinde yoğunlaşması, bu ürün piyasalarındaki dalgalanmalardan fazla etkilenmelerine yol açmakta ve dış ticaret dengesinde belirsizliklere neden olarak ödemeler dengesi riskini artırmaktadır.
- Ülkelerin ödemeler dengesinde yapmış oldukları sürekli hatalar ile akım ve stok değişkenler arasındaki tutarsızlık yatırımcılar tarafından bir risk olarak algılanmaktadır.
- Bunların yanı sıra, uzun yıllar dış finansman kullanmamış ülkelerin borç ödeme sistemlerinin test edilmemiş olması borç riskini artıran bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

d) Para birliklerine üyelik

Ülkelerin bir ortak para birliğine üye olmaları, kendi dış likidite ve ödemeler dengesi durumlarına ilave olarak üye oldukları para biriminin durumuna göre ek not artışı getirmektedir. S&P analizlerine göre ortak para kullanan ülkelerin para birimleri daha istikrarlı olmakta ve ülkelerin bireysel sorunları para birimine fazla yansımayarak kur istikrarı daha kolay sağlanabilmekte ve kredi notu üzerindeki kur riski azalmaktadır.

e) Resmi Finansman

Ülkelerin aldıkları uluslararası yardımlar, S&P tarafından verilen kredi notlarını etkileyen diğer hususlardan biridir. Ekonomik darboğaz dönemlerinde

ülkelerin IMF programları gibi uluslararası programlara yönelmeleri krizden çıkış sürecini ekonomik ve teknik yardım içeren yardımlarla hızlandırabilmektedir. Krizden çıkış sürecinde uygulanması gereken politik kararlar alma konusunda verilen teknik desteğin yanı sıra ucuz kredi imkânlarıyla finansman ihtiyacının bir kısmının karşılanması ülkelerin ekonomik riskini azaltabilmektedir. Diğer taraftan, program uygulamaları ülke içinde tepkilere neden olduğundan hükümetlere olan siyasi destek azalabilmekte ve programlar başarısızlığa uğrayabilmektedir.

f) Dış ticaret verisi kısıtı

S&P tarafından verilen kredi notunu etkileyen diğer bir husus ise ülkelerin verilerindeki eksiklikler ve tutarsızlıklardır. Özellikle dış hesaplardaki veri eksikliği ülkenin dış finansman ihtiyacını ve ödeme kapasitesini belirlemede problemler oluşturmaktadır. Bu nedenle oluşan belirsizlik durumu ise notlarda negatif uyarlamalara sebep olmaktadır.

2.1.4. Mali durum

a) Mali performans ve esneklik

S&P'nin vermiş olduğu ülke kredi notlarını belirleyen unsurlardan birisi genel devlet borçlanma ihtiyacının gayri safi yurt içi hasılaya oranıdır. Bu oranın yüksek olması ülke notunu olumsuz etkilemektedir. Kamu harcamalarının gelirlerinden fazla olmasıyla ortaya çıkan borçlanma ihtiyacı, diğer bir ifade ile bütçe açığı ülkenin borç yükünü ve faiz ödemelerini artırmaktadır.

Kredi notunu etkileyen diğer bir mali konu ise mali esnekliktir. Mali esneklik S&P için devletlerin ekonomik kriz dönemlerinde ya da ekonomiye gelen bir şokta mali dengeyi tekrar kurma kapasitesini ifade etmektedir. Mali esnekliğe sahip olmak için aşağıda sıralanan iki önemli koşul bulunmaktadır.

- Ülkeler, kriz dönemlerinde uyguladıkları vergi ve gelir politikalarıyla hükümet gelirlerini kısa sürede artırma kapasitesine sahip olmalıdır. Bunu gerçekleştirebilmek için ise geniş bir vergi tabanına ve düşük kayıt dışılık oranına sahip bir ekonomik yapı gerekmektedir. Vergi ödeme oranının düşük, kayıt dışılık oranının yüksek olduğu ekonomilerde uygulanan gelir politikaları arzu edilen sonuçları vermemektedir. Bu yapıya sahip ekonomilerde gelirlerini

artırmak isteyen hükümetler mevcut vergi mükelleflerine yönelerek onların vergi yüklerini artırmaktadır. Bu durum ise sosyal ve siyasi çalkantılara sebep olmakta ve hükümetlerin kredibilitesini olumsuz etkilemektedir.

- Mali esnekliği gerçekleştirmenin diğer bir koşulu ise kamu harcamalarını kriz dönemlerinde kısarak hükümet giderlerini azaltabilme yetisine sahip olmaktır. Kamu hizmetleri için cari harcamaların yanı sıra yüksek oranda altyapı yatırımına ihtiyacı olan ülkeler giderleri azaltma konusunda iyi performans sergileyememektedir. Kamu yatırımlarının azalması ve uzun dönemlerden beri süregelen kamu hizmeti harcamalarının azalması veya kesilmesi oy kaybına neden olacağı için hükümet üzerinde baskı unsuru oluşturmaktadır. Ayrıca, nüfusun yaşlanmasına bağlı olarak artan sosyal güvenlik ve sağlık harcamaları da kamu harcamalarının kısılmasının önündeki en büyük engellerden birisidir. Nüfusun yaş ortalamasının artması ve çalışma çağındaki nüfusun toplam nüfus içindeki payının azalması, sosyal güvenlik ve emeklilik fonlarına katkının azalmasına neden olarak devlet gelirlerini olumsuz etkilemektedir. Diğer taraftan sağlık harcamalarının ve emeklilik maaşları giderlerinin artmasına yol açmaktadır. Bu durum bütçe esnekliği üstünde önemli derecede olumsuz etki oluşturmaktadır.

b) Borç yükü

S&P tarafından verilen ülke kredi notunu belirleyen en önemli mali unsur ise ülkenin borç yüküdür. Borç yükünün yüksek olması ülkenin gelirlerinin önemli bir kısmını faiz ödemelerine ayırması anlamına gelmektedir. Ayrıca borç yükünün fazla olması ekonomik kriz dönemlerinde hükümet gelirlerinin azalmasıyla beraber borçların çevrilebilmesini zorlaştırmaktadır. Borç yükü seviyesini temel olarak iki ana unsur belirlemektedir.

- Genel devlet faiz harcamalarının gelirlere oranı bir anlamda ülkelerin kredi borçlarını ödeme kapasitelerini göstermektedir. Aynı zamanda faiz harcamalarının gelirlere oranının yüksek olması toplanan vergilerin hizmet olarak geri dönme oranını düşürerek toplumsal memnuniyetsizliğe sebep olmaktadır. Ayrıca, faiz ödemelerine ayrılan yüksek pay nedeniyle ekonomik büyümeyi teşvik edecek kamu yatırımlarının yapılamaması da ülke için

büyümeden kaynaklanacak olan gelirin kaybına yol açarak bir sarmal oluşturmaktadır.

- Genel devlet net borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranının yüksek olması ülke kaynaklarının ve milli gelirin önemli bir kısmının faiz ödemesi olarak ayrılmasına neden olmaktadır. Ayrıca, yüksek borç stokuna sahip ülkelerde, ekonomik daralma dönemlerinde gelirlerin azalması borç stokunun oluşturduğu yüksek miktardaki faiz ödemelerini de güçleştirmektedir. Bu durum, temerrüt riski doğurmakta ve ülke riskini artırmaktadır. Diğer taraftan, ülkelerin kendilerine özgü yapıları borç yükünün oluşturduğu riskin etkisini azaltabilmektedir. Borç yükü, mali esnekliğe sahip gelişmiş sermaye piyasası olan ülkeler için büyük risk algısı olarak görülmeyebilmektedir. Ülkenin borç ödeme geçmişinin sağlamlığı, ekonomik büyüme potansiyeli ve derin sermaye piyasası yüksek borç stokunun sürdürülebilirliğini sağlamaktadır. Ayrıca, borçların vade yapısının dengeli olması sürdürülebilirliği artırmakta ve risk algısını azaltmaktadır.

2.1.5. Para politikası ve parasal durum

S&P ülke kredi notunu belirlerken, ülkenin parasal durumunu ve para otoritelerinin görevlerini yerine getirmesinin yanı sıra sürdürülebilir ekonomik büyümeyi destekleme ile ekonomik ve finansal şokları hafifletebilme kapasitesini de dikkate almaktadır. Para otoriteleri ekonomik büyümeyi, aşağı ve yukarı yönlü dalgalanmalardan arındırarak potansiyel seviyesinde istikrarlı bir hale getirmek için para politikası gibi önemli bir araca sahiplerdir. Bu kapsamda, para politikası ülke notunu üç şekilde etkilemektedir:

a) Ülkenin para politikası ve döviz kuru rejimini yönetme kabiliyeti

S&P, ekonomideki dengesizlikleri gidermek için para politikasının aktif olarak kullanılarak ekonomik ve finansal işlemlerin yerel para birimiyle kontrol edilebileceğini belirtmektedir. Para politikasının başarılı olması ile döviz kuru rejimi arasında sıkı bir bağ bulunmaktadır. Para politikasındaki herhangi bir değişiklik döviz kuru rejimine göre faiz haddi, dış ticaret ve milli gelirde yaşanan birincil ve ikincil etkilerle ekonomi üzerinde farklı sonuçlara yol açmaktadır. Sabit

döviz kuru sisteminde etkin olmayan para politikasının, döviz kurunun serbestlik derecesine göre etkinliği artmaktadır. S&P, para birimleri rezerv para olarak kullanılan ülkeleri ise para politikasının etkinliği noktasında en avantajlı ülkeler olarak nitelendirmektedir.

b) Finansal sistemin ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi

S&P'ye göre sermaye piyasalarının ve finansal sistemin gelişmişlik düzeyi, para politikası kararlarının reel ekonomiye yansımasını sağlayan parasal esneklik açısından oldukça önemli bir unsurdur. Para politikası araçları hane halklarının ve iş dünyasının borçlanma maliyetlerini etkileyerek reel ekonomiye yön vermektedir. Ayrıca, gelişmiş sermaye piyasalarının sunduğu çeşitli ürünlerle hane halklarının tasarruf eğilimi artmakta ve ülke genelinde tasarruf oranları yükselmektedir.

Tablo 2.2. S&P'nin Ülke Kredi Notlarında Göz Önüne Aldığı Ana Faktörler

Ekonomik ve Parasal Göstergeler	
Kişi başına düşen milli gelir	Cari Fiyatlarla (ABD Doları)
Kişi başına düşen milli gelir artışı	Yüzde değişim
TÜFE	Yüzde değişim
Mevduat yükümlülükleri	Yüzde değişim
Parasal taban	Dolaşımdaki para, banka nakit rezervleri ve zorunlu karşılıkların toplamı
Dış Finansman	
Cari işlemler gelirleri	Cari Fiyatlarla (ABD Doları)
Resmi ve nakit rezervler	Cari Fiyatlarla (ABD Doları)
Brüt dış finansman ihtiyacı	Cari işlemler dengesi ve nakit rezervlerin toplamına oran
Daraltılmış net dış borç	Cari işlemler gelirlerine oran
Cari denge	Cari İşlemler gelirlerine oran
Net doğrudan yabancı yatırımlar	GSYH'ya oran
Net dış yükümlülükler	Cari işlemler gelirlerine oran
Dış ticaret hadleri	Yüzde oran
Mali Göstergeler	
Genel yönetim borç stoku	GSYH'ya oran
Likit finansal varlıklar	Cari denge + Net Doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Genel Yönetim faiz harcamaları	Genel Yönetim gelirlerine oran
Dış faiz ödemeleri	Dış faiz ödemelerinin dış gelirlere oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Uluslararası resmi rezervler	Aylık ithalat ödemeleri teminatı olarak uluslararası rezerv stoku

Kaynak: S&P Ratings Direct, 2013

c) Enflasyon ve para politikasının kredibilitesi ve etkinliği

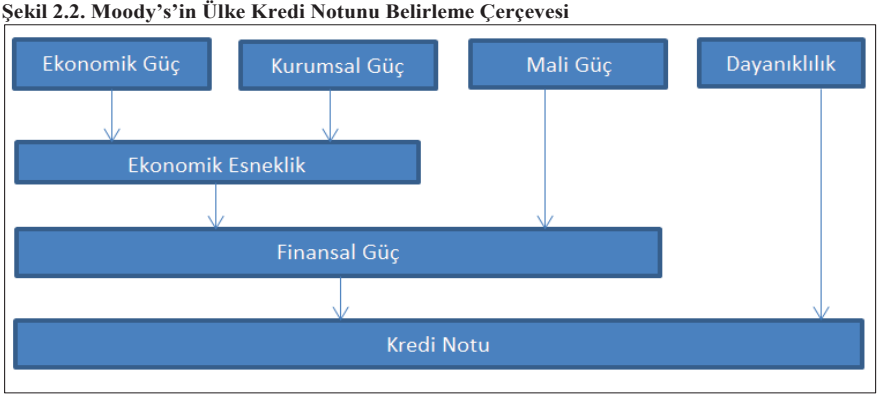
Para politikası kararlarının etkili olabilmesi için öncelikle para otoritelerinin kredibilitesinin olması gerekmektedir. S&P'ye göre kredibilitenin sağlanabilmesi için karar alıcı olarak merkez bankasının, hukuki, yönetim ve operasyonel bağımsızlığı gerekmektedir. Hukuki bağımsızlığın yanında, merkez bankası yönetiminin ve bütçesinin de bağımsız olması yöneticilerin en uygun politika kararlarını almaları ve alınan kararları uygun politika araçlarıyla uygulamaları süreçlerinde siyasi baskılardan korunmaları açısından oldukça önemlidir.

Para politikasının etkinliğinin göstergesi ise fiyat istikrarı ve düşük enflasyon oranıdır. Fiyat istikrarsızlığı ve yüksek enflasyon oranı, reel döviz kuru kanalıyla ticareti etkilemesinin yanı sıra, yerel para biriminin tasarruf aracı olmaktan çıkmasına sebep olmakta ve finansal piyasaların derinleşmesini engellemektedir. Etkin para politikasının uygulanması piyasalar ve ekonomi genelinde güven ortamının oluşmasına katkı sağlamaktadır.

2.2. Moody's Ülke Kredi Notu Ölçüm Yöntemi

Moody's, ülke kredi notlarını nasıl belirlediğini en son 12 Eylül 2013 tarihinde güncellenen Notlandırma Metodolojisi (Rating Methodology) başlıklı bir kılavuz ile kamuoyuyla paylaşmıştır. Yayımlanan en son kılavuza göre Moody's ülke kredi notlarını ekonomik, kurumsal güç, mali güç ve krizlere karşı duyarlılık olmak üzere dört ana faktöre bağlı olarak vermektedir (Şekil 2.2).

Şekil 2.2. Moody's'in Ülke Kredi Notunu Belirleme Çerçevesi



Kaynak: Moody's, 2013c

Moody's de S&P gibi belli ekonomik, sosyal ve finansal göstergelere dayanarak kredi notu oluşturmakta ve dünya ekonomisinde yaşanan yapısal değişiklikleri dikkate alarak metotlarını belirli aralıklarla güncellemektedir.

2.2.1. Ekonomik güç

Moody's tarafından ilk olarak değerlendirmeye alınan kriter büyüme potansiyeli, ekonomik çeşitlilik, rekabetçilik, milli gelir ve büyüklük olarak ele alınan ekonomik güçtür. Ekonomik güç, kısa ve orta vadede ülkenin gelir oluşturma ve borcunu geri ödeme kapasitesini belirlemektedir.

Ekonomik zayıflık geçmiş dönemlerde yaşanmış olan temerrüt durumlarının ana nedeni durumundadır. Moody's tarafından yapılan analizlere göre geçmiş temerrütlerin büyük bir bölümü uzun dönemli ekonomik durgunluk nedeniyle oluşmuştur. Ayrıca ekonomik durgunluğun neden olduğu gelir kaybı nedeniyle borç yükünün sürdürülememesi ortaya çıkmıştır. Ekonomik güç üç ana alt başlık altında değerlendirilmektedir;

- **Büyüme dinamikleri:** Uzun dönemli düşük büyüme oranlarına sahip ülkeler borçlarının sürdürülebilirliğine dair problemleri beraberinde getirmektedir. Bu nedenle borcun sürdürülebilirliğine dair en önemli gösterge olan ekonomik büyüme dinamiğinin ölçülmesi için; geçmiş dönem ve orta vadeli büyüme oranı, geçmiş dönem reel büyüme oranının dengesizliği ve ekonominin rekabetçilik durumuna bakılmaktadır.
- **Ekonominin Büyüklüğü:** Ekonomik büyüklük konjonktürel dalgalanmalara karşı dayanıklılığı artırmaktadır. Zengin fakat küçük ölçekli ekonomiler dış şoklara karşı oldukça duyarlıyken büyük ölçekli ve üretim çeşitliliği sağlamış ekonomiler daha istikrarlı büyüme yapısına ve gelir oluşturma kapasitesine sahiptir.
- **Milli Gelir:** Kişi başına düşen milli geliri yüksek olan ekonomiler yüksek borç ödeme kapasitesine sahiptirler. Kişi başı milli gelirin yüksek olması borç ödeme gücünü artırırken dış finansmana ihtiyacı azaltmaktadır.

2.2.2. Kurumsal güç

Kurumsal güç Moody's tarafından ülkelerin borçlarını ödemelerini sağlamak üzere hükümetlerin ve devlet kurumlarının ekonomik büyümeyi desteklemek ve refahı artırmak için sağlam politika çerçeveleri oluşturma kapasitesi olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, merkez bankasının kredibilitesi, hükümetlerin kredi geçmişi kurumsal güç açısından önemli unsurlardır. Ülkelerin yönetim şekilleri ise kredi notunda belirleyici rol oynamamakla birlikte, hukukun üstünlüğü, şeffaflık, köklü demokratik geçmişe sahip demokrasilerin üst düzey notlara sahip olduğu görülmektedir. Kurumsal gücü belirleyen iki temel unsur bulunmaktadır:

1. **Kurumsal çerçeve ve etkinlik;**

Hükümetin etkinliği: Siyasi yapının ve bürokrasinin yönetim kalitesi, planlama ve uygulama becerisinin yanı sıra verilen kamu hizmetlerinin siyasi etkilerden bağımsız bir şekilde verilmesi ve bütçe disiplinin sağlanması kurumsal etkinliğin önemli sübjektif belirleyicileridir.

Hukukun üstünlüğü: Sözleşmelerin bağlayıcılığı, mülkiyet hakları, hukuk sisteminin bağımsızlığı ve güvenilirliği güven ortamının oluşmasının önkoşulları olarak kabul edilmektedir.

Yolsuzluğun önlenmesi: kamu gücünün özel kazançlar için kullanılması, ekonominin bir takım elitlerin, bürokrasinin ve çıkar gruplarının elinde olması risk unsurlarını artırmaktadır. Ayrıca, hesap verebilirliğin ve şeffaflığın olmaması ülke riskini artıran önemli diğer hususlardır.

2. **Politikaların kredibilitesi ve etkinliği**

Enflasyon* performansı:* Politikaların kredibilitesinin ve etkinliğinin en önemi göstergesi enflasyondur. Fiyat istikrarı olmadan, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme oranı yakalamak ve rekabetçiliği korumak mümkün değildir. Enflasyon oranının fazla olması yerel para birimine olan güveni azaltarak, yerel parayı tasarruf aracı olmaktan çıkarmaktadır. Bu nedenle merkez bankalarının ve para otoritelerinin kredibilitesi finansal ve ekonomik istikrar için kilit rol oynamaktadır. Ayrıca, merkez bankalarının finansal krizlere müdahale edebilme kapasitesi ülke

riskini azaltan önemli bir unsurdur. Düşük faiz oranları merkez bankalarına bu konuda yardımcı olmakta ve politika esnekliği sağlamaktadır.

Enflasyon oynaklığı: Fiyat artışlarının istikrarsız bir yapı seyretmesi merkez bankalarının kurumsal güçleri hakkında sinyaller vermektedir. Enflasyondaki oynaklık para politikasının belirsizliğine, merkez bankalarının enflasyonu kontrol etmedeki yetersizliğine işaret etmekle birlikte ekonomideki yapısal sorunların ve kurumsal zafiyetlerin de bir göstergesidir.

2.2.3. Mali güç

Mali güç hükümetlerin genel anlamda kamu maliyesinin sağlığı olarak tanımlanmaktadır. Mali güç kamunun borç yükü ve borçların sürdürülebilirliği alt başlıkları altında incelenmektedir.

- **Borç yükü:** Ülkelerin borç miktarı önemli görünmekle birlikte, ülke için risk faktörü oluşturan esas durum genel devlet borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranıdır. Her yüksek borç oranı temerrüde yol açmamaktadır fakat temerrütlerin çıkış noktası olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, borçların GSYH'ya oranı ülkenin borcunu ödeme kapasitesi hakkında önemli bilgiler vermektedir. Bu oranın yüksek olması ülkenin mali yetersizliğini göstermekte ve bütçe üstünde ve dolayısıyla vergi mükellefleri üzerinde baskı unsuru oluşturmaktadır.
- **Borçların sürdürülebilirliği:** Borç yükünün doğurmuş olduğu geri ödemelerin vaktinde ve tam gerçekleştirilebilmesi için ülkelerin gelir oluşturma kapasitelerinin yeterli olması gerekmektedir. Bu yeterliliğin ilk göstergesi genel devlet faiz ödemelerinin gelirlerine oranıdır. Bu oranın yüksekliği, bütçe açığını tetiklemesinin yanı sıra kamu yatırımlarının da kısıtlı miktarda yapılmasına neden olarak uzun dönemli ekonomik büyüme üzerinde negatif etkiye sebep olmaktadır. Borç finansmanı gücünü gösteren diğer bir unsur ise genel devlet faiz ödemelerinin GSYH'ya oranıdır. Bu oranın düşük olması kamu maliyesinin kısa dönemde ülkenin hızlı gelir oluşturma kapasitesini, uzun dönemde ise yeni

yatırımlarla ülkenin borç yükümlülüğünü yerine getirmek için milli gelirini ve üretimini artırma kapasitesini göstermektedir.

2.2.4. Şoklara karşı dayanıklılık

Bu başlık altında bahsedilen diğer orta vadeli unsurlardan farklı olarak ülkelerin üç temel alanda yaşanabilecek ani şoklara karşı dayanıklılıkları değerlendirilmektedir.

- **Politik risk**: Ülkeler, hükümetlerin kamu hizmetlerindeki şeffaflıkları ve hesap verilebilirlikleri, vatandaşların ve basının ifade özgürlüğü derecesi ve halkın gelir durumuna (kişi başına düşen milli gelir) göre siyasi ve ekonomik nedenlerle yerel huzursuzluklar yaşayabilmektedir. Bunların yanı sıra, bölgesel problemlerden dolayı ülkeler jeopolitik risk unsurları da taşıyabilmektedir. Hem yerel hem bölgesel risk unsurları kredi notunu olumsuz etkilemektedir. Örneğin, Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesinde "Arap Baharı" olarak adlandırılan toplumsal olaylarla birlikte yaşanan politik çalkantılar ve yönetim istikrarsızlıkları ülkelerin yerel politik risklerini artırarak kredi notlarını etkilerken, Güney Kore'nin Kuzey Kore tarafından sürekli tehdit edilmesi Güney Kore için jeopolitik risk teşkil etmekte ve ülke notunun artmasını engellemektedir.
- **Likidite Riski:** Likidite riski genel anlamda hükümetlerin borçlarını ödeme konusunda yaşadıkları finansman bulma sıkıntısını ifade etmektedir. Diğer koşullar sabit tutulduğunda çeşitlendirilmiş, derin ve geniş bir finansman havuzuna sahip olan ülkeler, finansal sistemi gelişmemiş ve yurtiçi tasarruf oranları düşük olan ülkelere göre daha avantajlı konumdadırlar. Bunun yanı sıra, finansmanını yerel bankalardan, şirketlerden ve hanehalklarından sağlamayı başarabilen Japonya gibi ülkeler likidite riskini düşük seviyede tutabilmektedirler. Bankacılık yapısının dayanıklılığı, ölçeği ve finansman yapısı ülkelerin likidite riskini etkileyen diğer önemli unsurlardır.
- **Dış kırılganlık riskleri:** Ülkelerin borçlarını ödemek için yerel kaynakları kullanmaları tek başına yeterli olmamaktadır. Döviz cinsinden yapılan borçlanmaların yükümlülüklerini yerine getirebilmek için ülkeler dövize ihtiyaç duymaktadır. En büyük döviz kaynağı olan dış ticarette açık veren ya da net

sermaye çıkışı yaşayan ülkeler döviz ödemelerinde zorluklar yaşamaktadır. Bu durumun yansıması olarak da döviz kurunda değer kaybı ve uluslararası rezervlerde azalma meydana gelmektedir. Bu nedenle, cari açık ve net dış finansman ülke riskini etkileyen önemli faktörler arasında yer almaktadır. Moody's'in ülke kredi notlarını belirlerken üzerinde durduğu dört başlık altında dikkat ettiği ana göstergeler Tablo 2.3'te yer almaktadır.

Tablo 2.3. Moody's'in Ülke Kredi Notu Belirleme Profili

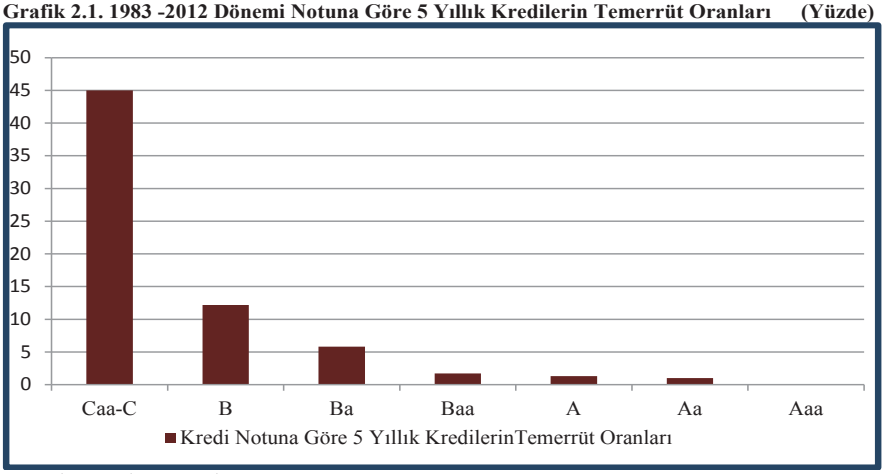
Ekonomik Güç	
Büyüme dinamikleri	Önceki 4 yıl ve sonraki 5 yılı içeren ortalama GSYH büyümesi, büyümenin 9 yıllık standart sapması
Milli Gelir	Kişi başına düşen milli gelir (SAGP'ye göre Cari Fiyatlarla ABD Doları,)
Ekoomik Büyüklük	GSYH (Cari fiyatlarla, ABD Doları)
Uyarlama Faktörleri	Ekonomik çeşitlilik, kredi balonu
Kurumsal Güç	
Kurumsal çerçeve ve etkinlik	Dünya Bankası yönetim göstergeleri
Politikaların kredibilitesi ve etkinliği	Enflasyon düzeyi ve oynaklığı
Uyarlama faktörleri	Temerrüt Geçmişi
Mali Güç	
Borç yükü	Genel yönetim borç stokunun GSYH ve gelirlere oranı
Borç finansmanı gücü	Genel yönetim faiz harcamalarının GSYH ve gelirlere oranı
Uyarlama faktörleri	Borçlanma eğilimi, döviz borcunun toplam borca oranı ve diğer kamu borcunun GSYH'ya oranı
Şoklara Karşı Dayanıklılık	
Politik risk	Yerel siyasi riskler ve jeopolitik riskler
Likidite riski	Temel ölçütler ve piyasa finansman riski
Bankacılık sektörü riskleri	Bankacılık sektörünün gücü ve dayanıklılığı ve finansman açıkları
Dış kırılganlık riskleri	Cari denge ve DYY'nin GSYH'ya oranı, dış kırılganlık göstergesi, uluslararası yatırım pozisyonunun GSYH'ya oranı

Kaynak: Moody's, 2013c

Grafik 2.1'de Moody's'in vermiş olduğu kredi notunun yüksekliği ile temerrüte düşme oranlarındaki ters yönlü ilişki açıkça görülmektedir. 1983 yılından itibaren yaşanan temerrüte düşme oranları incelendiğinde notu "Aaa" olan ülkelerin 5 yıl içinde hiç temerrüte düşmedikleri görülmektedir. Buna karşın, notu "Caa" ile

"C" arasında olan ülkelerin ise 5 yıllık dilimde temerrüde düşme oranları oldukça yüksektir. Ülke notu "Caa" ile "C" arasında ülkeler notu olan"B" ülkelere göre 3,7 kat daha fazla temerrüt durumu yaşamaktadırlar.

Grafik 2.1. 1983 -2012 Dönemi Notuna Göre 5 Yıllık Kredilerin Temerrüt Oranları (Yüzde)



Kaynak: Moody's, 2013b

2.3. Fitch Ratings Ülke Kredi Notu Ölçüm Yöntemi

Fitch Ratings ülke kredi notunu belirlerken ülkelerin ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için iki önemli şart olan kapasite ve istekliliğin ölçülmesinde çeşitli nitel ve nicel değerlendirmelerin kullanıldığını belirtmektedir. Bu kapsamda, Fitch Ratings tarafından ülke kredi notları;

- Makroekonomik performans ve tahminler,
- Ekonominin dış şoklara dayanıklılığı ve makroekonomik ve mali istikrarın sağlanması konusunda politik ve yapısal riskler,
- Dış ticaret ve cari dengenin sürdürülebilirliği, sermaye akımları ve dış borcun yapısı bağlamında dış finansman durumu, göz önünde bulundurularak verilmektedir.

2.3.1. Makroekonomik politikalar ve performans

Kamu sektörü, makroekonomik performansı ve istikrarı etkilemesi nedeniyle Fitch Ratings tarafından ekonominin en önemli aktörü olarak değerlendirilmektedir. Güvenilir politika çerçevelerinin oluşturulması ve sağlam

para ve maliye politikalarının yürütülmesi, sürdürülebilir büyümenin ve ekonomik istikrarın sağlanmasında en önemli unsurlar olarak görülmektedir.

Tasarruf ve yatırımları sınırlaması, finansal sektörün gelişimini engellemesi ve uzun dönemli yatırım kararlarına mani olması sebebiyle, makroekonomik çalkantılar ülkelerin şoklara karşı duyarlılıklarını artırmakta borç ödeme kapasitelerini azaltmaktadır. Fitch Ratings, makroekonomik dalgalanmaları ölçmek için GSYH, TÜFE ve reel döviz kurunun son on yıl için yıllık artışlarının standart hatalarını kullanmaktadır.

2.3.2. Yapısal özellikler

Fitch Ratings makroekonomik istikrarı ülke riskinin tek belirleyici olarak görmemekte ekonominin yapısal dinamiklerini ve siyasi riskleri de dikkate almaktadır.

Şoklara karşı dayanıklı ekonomilerin genellikle yüksek tasarruf oranlarına sahip, uluslararası sermaye akımlarına ve ticarete açık ve etkin hukuki ve kurumsal mekanizmalarla kaynaklarını doğru alanlara yönlendirebilen ülke ekonomileri oldukları görülmektedir. Bu kapsamda Fitch Ratings, iş ortamının göreceli üstünlüklerini ve zayıflıklarını, beşeri sermayenin durumunu ve genel yönetim kapasitesini belirlemek üzere Birleşmiş Milletler İnsani Kalkınmışlık Endeksi (United Nations Human Development Index) ve Dünya Bankası İş yapma Endeksini(World Bank Ease of Doing Business Index) ve yönetim göstergelerini (World Wide Governance Indicators) kullanmaktadır. Ayrıca, işgücünün verimliliğini ve üretilen yüksek katma değeri ve ekonominin beşeri ve fiziki sermayesini göstermesi bakımından kişi başına düşen milli gelir yapısal özellikleri açıklamada önemli bir değişken olarak kabul edilmektedir.

Politik risk kavramı ise ülkelerin borçlarını ödemek için siyasi kapasite ve kaynaklarını kullanma istekliliğinin seyrini göstermektedir. Ekonomik ve sosyal politikalar üzerinde ülke genelinde yüksek oranda görüş birliği sağlanması politikaların uygulanabilirliğini artırmakla birlikte, gelir dağılımındaki adaletsizlik, din, ırk ve bölgesel farklılıklar ülke kredi notu üzerinde olumsuz etki yapan faktörlerdir. Fitch Ratings, ülkenin siyasi durumunu ve yönetim kapasitesini

ölçmek için Dünya Bankası Dünya Yönetim Göstergelerini (Hukukun üstünlüğü, yönetim kalitesi, yolsuzluğun önlenmesi, politik istikrar ve hesap verebilirlik) kullanmaktadır. Ayrıca, IMF ve uluslararası kalkınma bankalarıyla olan ilişkiler ve borç ödeme geçmişleri de ülkelerin kredi notunu olumlu etkileyen faktörler arasında yer almaktadır.

Ülke riskini etkileyen önemli ekonomik faktörlerden bir tanesi ise bankacılık sektörünün durumudur. Tasarrufların nasıl değerlendirildiği ve yatırımların nasıl finanse edildiği ülkenin makroekonomik istikrarı açısından önem arz etmektedir. Güçlü bankacılık sektörü yapısı ve hükümetin ve merkez bankasının finansal piyasaları düzenlemesi ve kriz durumlarında etkin müdahale edebilme yeteneği, finansal sektörün istikrarını artırmaktadır. Fitch Ratings bankacılık sektörünün durumunu Fitch Banka Sistemik Riski (Fitch's Bank Systemic Risk) göstergesiyle değerlendirmektedir.

2.3.3. Kamu maliyesi

Kamu mali yönetimi vergilendirme, harcama ve borçlanma kanallarıyla ülke ekonomilerini önemli ölçüde etkilemektedir. Zayıf maliye politikaları makroekonomik dengesizliklere hatta krizlere yol açarken, yüksek ve artan kamu borçları ülkenin faiz ödemelerini artırmakta ve krizlere karşı dayanıklılığını azaltmaktadır. Bu durum ise ülkenin borç yönetiminin sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir.

Fitch Ratings, ülkelerin mali durumunu ölçerken kamu brüt ve net borç stoku verilerini ana gösterge olarak kabul etmektedir. Bu veriler değerlendirilirken borçların vade uzunluğu önemli bir kriter olarak ele alınmaktadır. Uzun vadeye yayılmış kamu borçları ülkenin borç sürdürülebilirliğini artırmakta ve finansal şoklara karşı kırılganlığı azaltmaktadır. Borç stokunun iç ve dış kompozisyonu ülkelerin borç yönetimini etkileyen diğer bir faktördür. Mevcut borç stokunda iç borç oranının fazla olması ülkelere borç yönetiminde esneklik kazandırmaktadır.

2.3.4. Dış finansman

Ülkeler dış yükümlülüklerini yerine getirmek için mal ve hizmet ihracatı, yurtdışı varlık gelirleri ya da varlık satışı gibi kanallarla döviz geliri elde etmek zorundadır. Ödemeler dengesi istatistikleri, ülkelerin dış finansman yapısı hakkında bilgi veren en önemli kaynak olarak kabul edilmektedir. İhracatını çeşitlendirememiş ülkeler dış şoklara ve ticaret hadlerine daha duyarlı olmakta ve daha yüksek riskler barındırmaktadır. Yüksek oranda cari açık verilmesi ve bunun kısa vadeli ve istikrarsız dış finansmanla karşılanması ülke riskini artıran önemli unsurlardan birisidir. Ayrıca, dış borç stokunun yüksekliği yüksek anapara ve faiz ödemelerine yol açtığından ülkenin döviz ihtiyacını artırmakta ve dış kırılganlığa sebep olmaktadır. Bu kapsamda, Fitch Ratings tarafından dış finansman ve yükümlülükler;

- Yurtdışı yerleşiklerin kredi verme ve varlık alma istekliliği,
- İhracatın ve yurtdışı gelirlerin dış borcu karşılama oranı,
- Dış varlık ve yükümlülüklerin vade ve para birimi kompozisyonu,
- Dış varlık ve yükümlülüklerin sektörel dağılımı alt detaylarında incelenmektedir.

Fitch Ratings ülke kredi notunu belirlerken S&P ve Moody's ile benzer göstergeler kullanmakla birlikte, ülke kredi notu değerlendirme kriterleri Tablo 2.4'te yer almaktadır.

Fitch Ratings'in değerlendirme kriterlerinde dikkati çeken hususlardan bir tanesi S&P ve Moody's değerlendirmelerinde ekonomik bir gösterge olan kişi başına düşen milli gelirin Fitch Ratings analizlerinde yapısal bir etken olarak görülmesidir. Fitch Ratings kişi başına düşen milli geliri; işgücü verimliliğini, yüksek katma değerli üretim yapısını ve ekonominin beşeri ve fiziki sermayesini göstermesi bakımından yapısal özellikleri açıklamada önemli bir değişken olarak kabul etmektedir.

Tablo 2.4. Fitch Ratings'in Ülke Kredi Notunu Belirlemede Kullandığı Ana Değişkenler

Makroekonomi	
TÜFE	Önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalama yüzde değişim
Reel GSYH Büyümesi	Önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalama
GSYH Büyümesi Dalgalanması	Reel GSYH yıllık ortalama değişiminin 10 yıllık standart sapması
Kamu Maliyesi	
Bütçe Dengesi	Bütçe dengesinin GSYH'ya oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Brüt Borç Stoku	Brüt borç stokunun GSYH'ya oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Faiz ödemeleri	Devletin brüt faiz ödemelerinin genel devlet gelirlerine oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Kamu dış borcu	Döviz cinsi veya dövize endeksli kamu dış borcunun toplam kamu borcuna oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Dış Finansman	
Emtia bağımlılığı	İşlenmemiş ürün ihracatının dış gelirlere oranı
Cari denge + net doğrudan yabancı yatırımlar	Cari denge + Net DYY'lerin GSYH'ya oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Brüt dış borç	Devletin brüt dış borcunun toplam dış borca oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Dış faiz ödemeleri	Dış faiz ödemelerinin dış gelirlere oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Uluslararası resmi rezervler	Aylık ithalat ödemelerinin teminatı olarak uluslararası rezerv stoku
Yapısal Etkenler	
Kişi başı milli gelir	Cari fiyatlarla Dolar cinsinden kişi başına düşen gelirin sınıflama yüzdesi
Para arzı	Geniş para arzının GSYH'ya oranının doğal logaritması
Yönetim göstergelerinin bileşimi	Dünya bankası yönetim göstergelerinin yüzde puanlarının ortalaması
Rezerv Para	Para biriminin rezerv para olarak kullanılma durumu
En son temerrüt	En son yaşanan temerrüt durumundan sonra geçen yıl sayısının doğrusal olmayan fonksiyonu

Kaynak: Fitch Ratings Sovereign Ratings Criteria, 2012

2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Verme Sistemlerinin Değerlendirmesi

S&P, Moody's ve Fitch Ratings kuruluşlarının ülke kredi notu belirleme yöntemleri karşılaştırıldığında bu üç kuruluşun birbirleriyle benzer göstergeler ışığında ülke kredi notlarını belirledikleri görülmektedir. KDK'lar kredi notlarını belilerken önem verdiği ekonomik faktörler; kişi başına düşen yüksek milli gelir, istikrarlı büyüme yapısı, sağlam ve sürdürülebilir kamu maliyesi, sürdürülebilir dış

finansman ve ülkenin para politikasının sağlamlığı olarak öne çıkmaktadır. Diğer taraftan, hukukun üstünlüğü, yönetim etkinliği, şeffaflık, siyasi öngörülebilirlik gibi konulara üç KDK da önem atfetmektedir. Ayrıca, ülkelerin para birimlerinin güçlü ve istikrarlı olması ve ülkelerin borç ödeme konusunda temiz bir geçmişe sahip olması KDK'ların önem verdiği diğer hususlar arasında yer almaktadır.

MOODY'S, FITCH ve S&P ÜLKE KREDİ NOTLARININ ANALİZİ

Bu bölümde üç KDK'nın verdikleri notlar ve kredi notunu etkileyen faktörler hakkında ulusal ve uluslararası literatürde yer alan çalışmalar incelenecek ve bu çalışmalar ışığında üç kuruluşun verdikleri notlar ve kredi notunu etkileyen faktörler analiz edilecektir.

3.1. Ülke Kredi Notlarının Modellenmesi Üzerine Yapılmış Çalışmalar

Önceki bölümlerde de değinildiği gibi KDK'ların öneminin giderek artması ve bu kuruluşlara yönelik eleştirilerin de artmasıyla birlikte, özellikle 1990'lı yıllardan sonra kredi derecelendirme modellemesine ilişkin çalışmaların sayısı hızla artmıştır.

Konuya ilişkin literatürdeki ilk çalışmalardan biri, Lee (1993) tarafından en az gelişmiş ülke kategorisine giren 40 ülkenin 1979-1987 yıllarını kapsayan 9 yıllık veri setiyle yapılmıştır. Instutitional Investors[10] kuruluşunun notları baz alınarak yapılan çalışmada ülkelerin aldıkları kredileri geri ödeme kapasiteleri ve kredi notunu hangi faktörlerin belirlediği analiz edilmiştir. Çalışmada kişi başına milli gelir artışı, enflasyon, faiz oranları, kişi başına milli gelir artışı varyansı, borcun ihracata oranı değişkenleri ve Lee'nin kullanmış olduğu coğrafi konum ve yüksek borçluluk kukla değişkenleri anlamlı çıkmıştır. Çalışma sonucunda Lee (1993), Instutitional Investors kuruluşunun verdiği ülke kredi notlarının ülkelerin kredi değerliliğinin makul bir ölçüsü olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Cantor ve Packer (1996), Moody's ve S&P kuruluşlarının notlarını 1995 yılı için 27 gelişmiş ve 22 gelişmekte olan ülkenin yatay kesit verileriyle incelemiştir. Cantor ve Packer (1996) çalışmalarında kişi başı milli gelir, GSYH büyümesi, enflasyon, dış ticaret dengesi ve dış borcun GSYH'ya oranı değişkenlerini ve sanayileşmiş ülkeler ile 1970 yılından sonra temerrüt durumu yaşamış ülkeler için oluşturdukları iki ayrı kukla değişkeni anlamlı bulmuşlardır. Bütçe açığı ile kredi

[10] Institutional Investors uluslararası finansal konularında uzmanlaşmış bir yayın organıdır. Yayımladığı uluslararası makale ve haberlerin yanı sıra, çeşitli konferans ve seminerler düzenlemektedir. Ayrıca, kendi sermaye piyasaları ve gelişmekte olan piyasalar bilgi servisleri aracılığıyla müşterilerine elektronik ortamda bilgi servisi yapmaktadır. Bu kuruluş, kendi not verme sistemlerine göre oluşturmuş olduğu ülke kredi notlarını www.institutionalinvestor.com internet sitesinde yayımlamaktadır.

notu arasında sistematik bir ilişki bulamadıklarını belirten yazarlar bu durumu bütçe açığı ile uluslararası sermaye akımları arasındaki içsellik bağlantısı ile açıklamaktadır. KDK'lar tarafından verilen notların ülkelerin makroekonomik özeti şeklinde olduğunu vurgulayan yazarlar kuruluşların verdikleri notların birbirleriyle yüksek korelasyona sahip olduklarını ifade etmektedir. Çalışmanın sonucunda Cantor ve Packer (1996), KDK'lar tarafından yapılan not değişikliklerinin öngörülemez durumlar haricinde büyük oranda tahmin edilebildiğini belirtmektedirler. Bununla birlikte, özellikle yatırım yapılabilir seviyenin altındaki ülkeler için kamuya açık verilerin haricinde başka faktörlerin de hesaba katılması gerektiğini, bu durumun da KDK'ları anlamlı kıldığını ifade etmektedirler.

Ferri ve diğerleri (1999), 6 gelişmiş ve 11 gelişmekte olan ülkenin kredi notlarını 1989-1998 yılları için Moody's kuruluşunun notlarını baz alarak panel veri analiz yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada; kişi başı milli gelir, GSYH büyümesi, enflasyon, kısa dönem borçların ve cari dengenin GSYH'ya oranı ve sanayileşmiş ülkeler kukla değişkenini kullanmışlardır. Ferri diğerleri (1999), Moody's tarafından kriz öncesinde verilen notların krizi öngöremediği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca yazarlar, Moody's kuruluşunun kriz sırasında yaptıkları not indirimleriyle Doğu Asya krizini daha da derinleştirdiğini ifade etmişler ve KDK'ların not değişimlerinde daha muhafazakâr davranmaları, diğer bir ifade ile kısa sürede büyük ölçekli not değişimlerinden kaçınıp ekonomik gelişmelere aşırı tepki vermemeleri gerektiğini vurgulamışlardır.

Afonso (2002), S&P ve Moody's kuruluşlarının ülke kredi notlarını iki farklı teknikle analiz etmiştir. 29'u gelişmiş, 52'si gelişmekte olan 81 ülke için 1998-2001 yılları verileriyle EKK ve havuzlanmış (pooled) veri yöntemlerini kullanan Afonso (2002) çalışmasında kişi başı milli gelir, büyüme, enflasyon, dış borcun ihracata oranı değişkenleriyle ekonomik kalkınmışlık ve temerrüt geçmişi kukla değişkenlerini anlamlı bulmuştur. Afonso (2002) çalışmasında "B-" ile "AAA" arasındaki notları 1'den 16'ya kadar sayısallaştırmış ve bu sayısal değerler üzerinden ülke kredi notu tahmini yapmıştır. Yaptığı çalışma sonunda kendi ülke kredi notu tahminleriyle Moody's ve S&P notlarını 2001 yılı için karşılaştıran Afonso (2002) Türkiye'nin notunu Moody's ile aynı bulmuştur (Tablo 3.1). Afonso

(2002); Şili, Pakistan, Paraguay, Bulgaristan, Lübnan ve Hong Kong'un notlarının kendi modeline göre oldukça farklı olduğunu belirtmekte, bu durumun ise daha önce konuyla ilgili yapılmış çalışmalarla uyumlu olduğunu vurgulamaktadır.

Tablo 3.1. Afonso'nun 2001 Yılı Kredi Notu Tahminleri ve S&P Kredi Notları

Ülke	S&P Kredi Notu		Tahmin	Ülke	S&P Kredi Notu		Tahmin
ABD	AAA	16	16	**Kanada**	AA+	15	15
Almanya	AAA	16	15	**Kazakistan**	BB	5	5
Arjantin	B	2	5	**Kolombiya**	BB	5	4
Avustralya	AA+	15	15	**Letonya**	BBB	8	7
Avusturya	AAA	16	15	**Litvanya**	BBB-	7	6
Barbados	A-	10	9	**Lüksemburg**	AAA	16	16
Belçika	AA+	15	15	**Macaristan**	A-	10	6
Bolivya	B+	3	3	**Malezya**	BBB	8	7
Brezilya	BB-	4	6	**Malta**	A	11	9
Bulgaristan	B+	3	5	**Meksika**	BB+	6	6
Çek Cum.	A-	10	6	**Mısır**	BBB-	7	7
Çin	BBB	8	8	**Norveç**	AAA	16	16
Danimarka	AAA	16	16	**P. Yeni Gine**	B+	3	4
El Salvador	BB+	6	7	**Pakistan**	B-	1	4
Estonya	BBB+	9	7	**Panama**	BB+	6	5
Fas	BB	5	6	**Paraguay**	B	2	5
Filipinler	BB+	6	5	**Peru**	BB-	4	3
Finlandiya	AA+	15	15	**Polonya**	BBB+	9	6
Fransa	AAA	16	15	**Portekiz**	AA	14	13
Güney Afrika	BBB-	7	6	**Romanya**	B-	1	1
Güney Kıbrıs	A	11	14	**Rusya**	B-	1	1
Güney Kore	BBB	8	9	**Singapur**	AAA	16	16
Hindistan	BB	5	6	**Slovakya**	BB+	6	6
Hollanda	AAA	16	15	**Slovenya**	A	11	8
Hong Kong	A+	12	15	**Şili**	A-	10	7
İngiltere	AAA	16	15	**T. ve Tobago**	BBB-	7	8
İrlanda	AA+	15	16	**Tayland**	BBB-	7	5
İspanya	AA+	15	14	**Tayvan**	AA+	15	14
İsrail	A-	10	14	**Tunus**	BBB	8	7
İsveç	AA+	15	15	**Türkiye**	B-	1	1
İsviçre	AAA	16	16	**Uruguay**	BBB-	7	6
İtalya	AA	14	15	**Ürdün**	BB-	4	7
İzlanda	A+	12	16	**Venezuella**	B	2	3
Jameika	B+	3	5	**Yeni Zelanda**	AA+	15	14
Japonya	AA+	15	16	**Yunanistan**	A	11	13

Kaynak: Afonso (2002)

Reinhart ve diğerleri (2003), 53 ülke için 1979-2000 yılları arasında Instutitional Investor'ın vermiş olduğu kredi notlarını baz alarak ülke kredi notunu etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Diğer çalışmalardan farklı olarak, Reinhart ve diğerleri (2003) kredi notunu etkileyen tarihsel faktörler üzerinde yoğunlaşmışlardır. Modellerinde değişken olarak ülkelerin; 1948 yılından sonra

yüzde 40'ın üzerinde gözlenen 12 aylık enflasyon oranını, 1824 yılından sonra temerrüt ve yeniden yapılandırmaya uğradıkları yılların oranını, en son yaşadıkları temerrüt ve yeniden yapılandırmadan sonra geçen zamanı, dış ticaret açığının GSMH'ya oranını (1979-2000 yılları ortalaması) kullanmışlardır. Yatay kesit ve panel veri yöntemlerini kullanan yazarlar çalışmalarının sonucuna göre;

- Ülkelerin borç ödeme kapasitesi; borç ödeme tarihçesi, borç düzeyi ve makroekonomik istikrar değişkenleriyle yüksek oranda açıklanabilmektedir.
- Gelişmiş ve tarihlerinde temerrüt durumu yaşamamış gelişmekte olan ülkeler, diğer gelişmekte olan ülkelere göre çok daha fazla yüksek borç dayanıklılığına sahiptir.
- Dış borcun milli hasılaya oranını üç yıl içinde yüzde 25 oranında düşüren orta gelir düzeyindeki 22 ülkenin üçte ikisi bunu temerrüt veya yeniden yapılandırma sonrasında gerçekleştirmiştir.

Çalışma sonuçlarına göre yazarlar, orta gelir düzeyindeki ülkelerin kurumsal ve yasal düzenlemelerle dış borçlanma konusunda kendilerine belli sınırlar koymaları ve dış finansmana ihtiyacı olan ülkelerin dış borçlanma yerine DYY çekmeye yönelik politikalar üretmeleri gerektiğini vurgulamaktadırlar.

Rowland ve Torres (2004), Instutitional Investor kuruluşunu baz alarak 16 ülkenin 1987-2002 dönemi için ülke kredi notlarını incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmada ülke notlarını etkileyen değişkenlerin ekonomik büyüme, borcun ve rezervlerin GSYH'ya oranı, borcun ihracata oranı ve enflasyon değişkenlerini anlamlı bulmuşlar, ayrıca kullandıkları temerrüt kukla değişkeninin de kredi notunu etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Rowland (2005), Torres ile 2004 yılında yapmış oldukları çalışmayı hem kuruluş hem de ülke bazında genişletmiştir. Rowland (2005); Moody's, S&P ve Instutitional Investor kuruluşlarının üçünü de baz alarak 29 ülke için çalışmayı tekrar yapmıştır. Önceki çalışmadan farklı olarak Rowland (2005), kişi başına düşen milli gelir ve ekonominin dışa açıklık değişkenlerini de kredi notunu etkileyen faktörler olarak belirlemiştir. Ayrıca yaptığı karşılaştırmalı analiz

sonucunda Rowland (2005), KDK'ların ülke notu hesaplarken benzer değişkenleri dikkate aldığı sonucuna ulaşmıştır.

Sutton (2005), S&P ve Moody's kuruluşlarının verdikleri notların ortalamalarını kullanarak 30 gelişmekte olan ülke için kredi notlarını belirleyen faktörleri incelemiştir. Analizi için EKK yöntemini kullanan Sutton (2005) yolsuzluk endeksi, uluslararası rezervler, bankaların uluslararası kısa vadeli borçlarının uzun vadelilere oranı, dış borcun ihracata oranı, dış borcun GSYH'ya oranı, en son temerrütten sonra geçen yıl sayısı değişkenlerinin yanı sıra AB'ye üye ülkeler için kukla değişken kullanmıştır. Çalışmasının sonucunda analiz kısmında kullanmış olduğu yedi değişkenden; yolsuzluk endeksi, bankaların uluslararası kısa vadeli borçlarının uzun vadelilere oranı, en son temerrütten sonra geçen yıl sayısı ve dış borcun ihracata oranı değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Sutton (2005), derecelendirme kuruluşlarının çok karmaşık bir değerlendirme sistemlerinin olması ve birçok öznel değişken içermesine rağmen, istatistiksel olarak anlamlı çıkan bu dört değişkenle kredi notlarının yüzde 87'sini açıklayabildiğini ifade etmiştir.

Mora (2005), S&P ve Moody's kuruluşlarının ülke kredi not ortalamalarını kullanarak hem bu kuruluşların not verme yöntemini analiz etmiş hem de Ferri ve diğerlerinin (1999) çalışmasını yeniden ele almıştır. 88 ülkeyi ve 1986-2001 dönemini kapsayan çalışmasında Mora (2005), ülke kredi notu analizi için kişi başı milli gelir, ekonomik büyüme, enflasyon, bütçe dengesi ve bütçe ödemeleri değişkenleri ve OECD tanımlı gelişmiş ülke kukla değişkeni kullanmıştır. Mora çalışmadan çıkan bulgularla Ferri ve diğerlerinin (1999) bazı görüşlerini desteklemekte, bazılarını ise eleştirmektedir. Mora (2005), Ferri ve diğerleri (1999) gibi KDK'ların kriz öncesi dönemde muhafazakâr davranarak ülkelerin kredi notlarını düşürmekte geç kaldıkları bulgusuna ulaşmıştır. Bununla birlikte Mora (2005); Ferri ve diğerlerinin (1999) KDK'ların ülkelerin notlarını kriz dönemlerinde çok fazla düşürdüğü görüşünü destekleyen sonuçlara ulaşamamıştır. Mora'ya (2005) göre KDK'lar kriz öncesi ve sonrası dönemde muhafazakâr kalmakla birlikte kriz dönemlerinde doğru notlandırma yapmaktadırlar.

2008 yılında patlak veren küresel finansal krizden sonra KDK'lara karşı yapılan eleştirilerle beraber kredi derecelendirme alanında yapılan yayın sayısında da artış görülmüştür.

Konu ile ilgili en çok ülkeyi kapsayan çalışmalardan birisi Kalliomäki (2012) tarafından yapılmıştır. Kalliomäki (2012), 1983-2010 dönemini ve 106 ülkeyi kapsayan çalışmasında Moody's kuruluşunun verdiği ülke kredi notlarını analiz etmiştir. Kalliomäki (2012), analiz yöntemi olarak panel veri yöntemini kullanmış, verileri rassal etkiler ve sabit etkiler modellerine göre ayrı ayrı incelemiştir. Analizini GSYH büyümesi, kişi başı milli gelir, enflasyon ve dış borcun ihracata oranı değişkenleriyle gerçekleştiren Kalliomäki (2012), yapılmış önceki çalışmaların aksine enflasyon değişkenini istatistiksel olarak anlamsız bulmaktadır. Bu durumun kendi modelinin bir eksikliği olabileceğini ifade etmekle birlikte, Kalliomäki (2012) enflasyonun kredi notunu etkilemede gerçek bir etkiye mi yoksa ekonomik algı etkisine mi sahip olduğunun tartışılması gerekliliğini vurgulamaktadır.

Afonso ve diğerleri (2009), ülke kredi notunun belirleyicilerini 66 ülke verisiyle kriz öncesi dönemi (1996-2006) iki büyük derecelendirme kuruluşunu (S&P ve Moody's) baz alarak incelemişlerdir. Çalışmalarında kişi başı milli gelir, enflasyon, işsizlik, genel devlet borç oranı, dış borç oranı, uluslararası rezervler, cari açık, temerrüt geçmişi ve yönetim etkinliği (government effectiveness) değişkenlerini ve coğrafi konum ve Avrupa Birliği kukla değişkenlerini kullanmışlardır. Panel veri yöntemiyle analiz yapan yazarlar analizleri için sıralı probit, sıralı logit ve rassal etkiler sıralı probit (random effects ordered probit) modellerini tercih etmişlerdir. Kullanılan üç modelden en etkili olanının rassal etkiler sıralı probit modeli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Oluşturdukları derecelendirme modeli ile kredi notlarını yeniden hesaplayan yazarlar hesapladıkları ülke kredi notlarını Moody's ile karşılaştırmışlar ve yüzde 45'inin aynı olduğunu, yüzde 35'inin bir not hata içerdiğini ve yüzde 15'inin 2 not hata içerdiğini tespit etmişlerdir.

KDK'ların verdikleri ülke kredi notlarını etkileyen faktörleri tespit etmek ve bu kuruluşların verdikleri notların tutarlılığını ölçmek üzere ülkemizde de az sayıda da olsa bilimsel çalışmalar yapılmıştır.

Gür (2001), ülke kredi riskini önceki yapılmış çalışmalardan farklı bir metotla tahmin etmeye çalışmıştır. Diğer çalışmalar makroekonomik değişkenlerin kredi değerliliği üzerindeki doğrudan etkisini incelerken Gür (2001), öncelikle makroekonomik değişkenlerin ülkenin borçlarını erteleme oranı (ertelenen borçların toplam borçlara oranı) üzerindeki etkisini incelemiştir. Tobit modeli kullanarak borç erteleme oranını (dept rescheduling ratio) tahmin eden Gür, bu oranı kullanarak S&P ve Moody's kuruluşlarının vermiş oldukları ülke kredi notlarını tahmin etmiştir. 34 gelişmekte olan ülkenin 1986-1998 yıllarını kapsayan 13 yıllık verisiyle analiz yapan Gür (2001), bağımsız değişken olarak; faiz ödemelerinin ihracata oranı, toplam borç stoku, toplam rezervlerin toplam borca oranı, toplam borcun GSYH'ya oranı, özel sektör borcunun toplam borç içindeki payı ve borç erteleme oranının bir yıllık gecikmeli değerini kullanmıştır. Gür (2001) ülke riski belirlenmesinde borç ödeme kapasitesinin göstergesi olan borç erteleme oranının kullanılmasının doğru olacağını belirtmiştir. Çalışmasında kurduğu modelden aldığı sonuçları 1997 yılı için S&P ve Moody's kuruluşlarının notlarıyla kıyaslayan Gür (2001), Türkiye'nin kredi notunu bu kuruluşlarla aynı bulmuştur.

Teker ve diğerleri (2013), 13 gelişmiş ve 10 gelişmekte olan ülke içeren G-20 ve PIGS ülkeleri[11] için 1998-2010 yıllarını kapsayan dönemde Fitch Ratings kuruluşunun notlarını baz alarak kredi notunu belirleyen faktörleri incelemişlerdir. Analizlerinde açıklayıcı olarak; reel GSYH büyümesi, kişi başı milli gelir, enflasyon, kamu borcunun GSYH'ya oranı, bütçe dengesinin GSYH'ya oranı, uluslararası rezervlerin GSYH'ya oranı, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranı, portföy yatırımlarının GSYH'ya oranı, ekonomik özgürlük endeksi ve yolsuzluk algısı endeksi değişkenlerini kullanmışlardır. Yazarlar panel veri

[11] G-20: Arjantin, Avustralya, Brezilya, Kanada, Çin, Fransa, Almanya, Hindistan, Endonezya, İtalya, Japonya, Meksika, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Güney Kore, Türkiye, İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliği
PIGS: Portekiz, İrlanda, Yunanistan, İspanya

analizleri için faktör bazlı sıralı probit modelini kullanmıştır. Çalışmada, 2008 yılında patlak veren küresel finansal krizin ardından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin farklı ekonomik ve mali politikalar uyguladıklarını ayrıca her ülkenin farklı ekonomik yapısı olduğu ve bunun ülke kredi notu değerlendirme yöntemlerinde farklı ülke grupları için farklı göstergeler hatta ülke bazında özel göstergeler kullanılması gerekliliğini doğurduğu belirtilmektedir. Teker ve diğerlerine (2013) göre BRIC[12] ülkeleri diğer ülkelerden farklı dinamiklere sahip olduğu gibi Çin de BRIC ülkeleri içinde farklı ekonomik yapıya sahiptir. Ayrıca, büyük ekonomilere sahip ülkelerin arasında gemi üreticisi olan ülkelerin (Kore, Çin, Japonya) diğerlerine göre farklı notlara sahip oldukları belirtilmektedir. Almanya, Fransa ve İtalya gibi AB üyesi olan ülkelerin ise sahip oldukları büyük altın rezervleri nedeniyle diğerlerinden farklı bir konumda oldukları vurgulanmaktadır. Teker ve diğerleri (2013) kurdukları modelle elde ettikleri sonuçları Fitch Ratings notlarıyla karşılaştırmışlar ve Türkiye'nin notunu 2005 yılı için Fitch Ratings'ten iki not yukarıda "BB+" olarak bulmuşlardır. Diğer taraftan Fitch Ratings 2010 yılında Türkiye'nin notunu "BB+" düzeyine çıkartırken Teker ve diğerleri (2013) ülke notunda herhangi bir artış öngörmemiş 2010 yılında Türkiye'nin kredi notunun 2005'teki seviyesiyle aynı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Konuyla ilgili ulusal yazında yer alan son çalışmalardan bir tanesi ise Balıkçıoğlu (2013) tarafından yapılmıştır. Balıkçıoğlu (2013), üç büyük KDK'nın (S&P, Fitch Ratings ve Moody's) ülke kredi notlarını temel alarak 2000-2011 dönemi için 12 ülkenin[13] kredi notu gelişimini incelemiştir. Balıkçıoğlu (2013) 12 ülkenin, büyüme, enflasyon, işsizlik, cari açık, kamu gelirleri, kamu giderleri, birincil denge, bütçe dengesi ve kamu borç göstergelerinin GSYH'ya oranı değişkenlerinin ülke kredi notu üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Balıkçıoğlu (2013), KDK'ların verdikleri kredi notlarının objektif ve tutarlılığını sınamak üzere logit analizi yöntemini kullanmıştır. Çalışmasında özellikle kamu maliyesinin kredi notları üzerindeki etkisini inceleyen Balıkçıoğlu (2013), maliye politikası

[12] BRIC: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin
[13] ABD, Kanada, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, İrlanda, İspanya, Portekiz, Yunanistan ve Türkiye

değişkenlerinden kamu geliri, kamu gideri ve borçlanmanın ülke kredi notu üzerinde oldukça etkili olduğunu belirtmektedir. Analiz sonuçları; işsizlik, büyüme, verimlilik ve cari işlemler açığı gibi ekonomideki yapısal unsurların kredi notu üzerinde çok etkili olmadığını işaret etmektedir. Balıkçıoğlu (2013) ayrıca, ülke göstergelerinin kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlara gecikmeli olarak yansıdığını ve bu kuruluşların bazı durumlarda objektif olamadığının tespit edildiğini belirtmektedir.

3.2. Ülke Kredi Notlarının Modellenmesinde Seçilen Yöntem: Panel Veri Analizi

Bu çalışmada, bir yandan kısıtlı zaman serisi nedeniyle oluşan veri eksikliği problemini gidermek diğer yandan ülke karşılaştırmaları yapabilmek amacıyla konu ile ilgili literatürde yer alan çalışmalar da dikkate alınarak analiz yöntemi olarak panel veri yönteminin kullanılması uygun görülmüştür.

Panel veri bireylere, firmalara ya da ülkelere ait verilerin belli bir zaman dönemi için bir araya getirilmesiyle oluşturulmaktadır. Diğer bir ifadeyle panel veri, kesit analizi ile zaman serisinin birleştirilmesidir. Gujarati (2003) ise panel veriyi aynı kesit birimin zaman içinde izlenmesi olarak tanımlamaktadır.

Panel veri analizi zaman serilerini birden çok yatay kesit ile birleştirir. N tane yatay kesitin T zaman döneminde birleşmesiyle NxT adet veri oluşabilmektedir. Yatay kesitin zaman boyutundan büyük olması durumunda panel veri yatay kesit baskın, zaman boyutunun büyük olması durumunda ise zaman baskın veri olarak adlandırılmaktadır (Stimson, 1985). Panel veri analizi yöntemini kullanmak yatay kesit ve zaman serilerinde oluşan birçok sorunu çözebilmektedir. Panel veri uygulamalarının sağladığı avantajlar aşağıda sıralanmaktadır (Balestra,1992; Baltagi,2005; Gujarati,2003):

- Öncelikle panel veri analizi ile veri kısıtlılığı nedeniyle ortaya çıkan temel istatistiksel varsayımların ihlal edilmesi sorunu önemli ölçüde giderilebilmektedir.
- Bağımlı değişkenin kısıtlı sayıdaki gözlem içeren birçok değişken ile açıklanmaya çalışılması değişkenlerin serbestlik derecesini etkilemektedir.

Panel veri analizi ise yatay kesit verilerine zaman boyutunu da ekleyerek, gözlem sayısının artmasını sağlayarak bu sorunu ortadan kaldırmaktadır.

- Zaman boyunca bireyler, firmalar, ülkeler birbirleriyle ilgili olduklarından bu birimlerde bir heterojenliğin var olması büyük olasılıktır (Hsiao, 2003). Panel veri tahmin teknikleri, açık bir şekilde bu tür heterojenlikleri kesite özgü bazı değişkenlere izin vererek hesaba katabilmektedir.
- Panel veri, yatay kesit ve zaman serilerinin birleştirilmesiyle, daha fazla bilgi içeren, daha düşük çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity), daha yüksek serbestlik derecesi, dolayısıyla daha etkin bir veri seti sağlamaktadır.
- Panel veri bir dönemden diğerine meydana gelen değişim ile mikro birimler arasındaki değişimi birleştirmek suretiyle değişkenlik meydana getirerek çoklu doğrusallığı azaltmaktadır.
- Panel veri dinamik uyarlamaların daha iyi incelenmesini sağlamaktadır.
- Panel veri modelleri nicel ve nitel faktörlerin aynı model üzerinde birlikte belirlenmesine imkân vermektedir.

Panel veri yöntemi, yatay kesit verilere göre birtakım üstünlükler içermektedir. Yatay kesit verinin kullanımının sebep sonuç ilişkisini açıklamada yetersiz kaldığı bilinmektedir. Çünkü yatay kesit verisi ile sadece belli bir zamanda bir değişkenin diğer değişkene olan göreli durumu üzerinden sonuç çıkartmak mümkün olmaktadır. Ayrıca, genellikle bir değişkende üstün olan ülke ya da firma diğer değişkenlerde de üstünlük sağladığından ilgileşim (correlation) oluşmaktadır. Ayrıca, içsellik (endogeneity), gözlenmeyen değişken yanlılığı (unobserved variable bias) ve nedensellik bağında belirsizlik (indeterminacy) problemleri gibi analizlerin güvenilirliğini etkileyen birçok sorun ortaya çıkmaktadır (ESRC, 2006:3). Yatay kesitte ortaya çıkan bu tür problemler zaman boyutunun eklenmesiyle büyük ölçüde giderilmektedir. Bununla birlikte panel veri analizi birtakım zorluklar içermektedir. Öncelikle panel veri çalışmalarında verilerin toplanması ve uyumlaştırılması araştırmacılar için önemli bir problemdir. Özellikle yatay kesit verisi ülkelerden oluşuyor ise her ülkeye ait tam ve güvenilir veri elde etmek her zaman mümkün olmamaktadır. Yatay kesit boyutu geniş, zaman boyutu kısa olan veri setiyle özellikle doğrusal olmayan modellerde çözülmesi zor olan

ekonometrik problemler ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, eksik gözlemler ya da anketlerde cevaplanmamış sorular olması durumunda verilerin kısıtlanması mümkündür.

Panel veri analizi yatay kesit ve zaman serisinin uzunluğuna göre dengeli ve dengesiz panel olarak ikiye ayrılmaktadır. Her bir yatay kesit verisi için eşit uzunlukta zaman serisi verisi barındırıyorsa diğer bir ifadeyle tüm yatay kesitler için eksik veri yoksa dengeli panel, bazı yatay kesit verileri için zaman serileri eşit uzunlukta değil ise dengesiz panel olarak adlandırılmaktadır (Hsiao, 2003). Tablo 3.2'de panel verinin nasıl hazırladığı gösterilmektedir.

Tabloda;

- 1'den N'ye kadar giden "İ"olarak ifade edilen yatay kesit verisi N adet ülkeyi,
- 1'den T'ye kadar giden "T" olarak ifade edilen veri ise T adet yılı,
- Y_{11}'den Y_{NT}'ye kadar giden "Y" olarak ifade edilen veri bağımlı değişkeni,
- $X1_{11}$'den XK_{NT} "X" olarak ifade edilen veri ise ilk yıldan son yıla kadar K adet değişkeni ifade etmektedir.

Tablo 3.2. Panel Veri Tablosunun Hazırlanışı

İ	T	Yit	$X1_{it}$	….	XK_{it}
1	1	Y_{11}	$X1_{11}$	.	XK_{11}
.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.
1	T	Y_{1T}	$X1_{1T}$	.	XK_{1T}
.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.
N	1	Y_{N1}	$X1_{N1}$	.	XK_{N1}
.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.
N	T	T_{NT}	$X1_{NT}$	.	XK_{NT}

Kaynak: Baltagi, 2005

3.2.1. Model ve tahmin yöntemi

Yatay kesit verisi (i) 73 adet ülkeyi, zaman (t) 1996-2012 dönemini kapsayan yılları, bağımlı değişken (Y) KDK'ların verdiği ülke kredi notlarını, bağımsız değişken (X) ise ülke kredi notlarını açıklayan değişkenleri ifade etmektedir. Bu kapsamda kredi notlarını ülke özelinde açıklamak üzere kullanılacak panel veri aşağıdaki denkleme girecektir.

$$\mathrm{LOG}(\mathrm{Y}_{it}) = \beta_0 + \sum_{k=1}^{k} \beta_k * \mathrm{LOG}(\mathrm{X}_{kit}) + \varepsilon_{it}$$

$$\mathbf{i} = 1, 2, \ldots, \mathrm{N}; \quad \mathbf{t} = 1, 2, \ldots, \mathrm{T}$$

$$E(e_{it}) = 0 \quad \text{ve} \quad Var(e_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^{2}$$

Denklemdeki i = 1, 2, 3…..N yatay kesit veriye, t = 1,2,3…, T ise zaman serisine işaret etmektedir. Y_{it} ise bu çalışmada i ülkesinin t zamanda almış olduğu ülke kredi notu olan bağımlı değişkeni, X_{kit} i ülkesinin t zamandaki notunu etkileyen k sayılı bağımsız değişkeni ifade etmektedir. β_k bağımsız değişkenlerin katsayılarını, e_{it} ise ortalaması sıfır ve varyansı sabit kabul edilen hata terimini göstermektedir.

3.2.2. Panel veri yöntemi

Panel veri analizinde kullanılacak olan "$\mathrm{Y}_{it} = \beta_0 + \sum \beta_k * (\mathrm{X}_{kit}) + \varepsilon_{it}$" denkleminde bağımsız değişkenlerin katsayısı (β_k) ve sabit terim (β_0) çeşitli varsayımlara göre değişiklik göstermektedir. Judge ve diğerlerine (1985) göre β_0 ve β_k değeri için beş farklı varsayım ile ayrı değerler bulunabilmektedir. Bunlar;

- Sabit değer ve eğim katsayısı zaman ve yatay kesitler arasında sabittir ve hata terimi zaman ve yatay kesitler boyunca farklılıkları yakalayabilmektedir.
- Eğim katsayısı tüm yatay kesit ve zaman birimlerinde aynıdır, fakat sabit terim yatay kesitlerde farklılık göstermektedir.

- Eğim katsayısı tüm yatay kesit ve zaman birimlerinde aynıdır, fakat sabit terim hem yatay kesitlerde hem zaman birimlerinde farklılık göstermektedir.
- Sabit terim ve katsayılar yatay kesitler boyunca değişmektedir, zaman boyunca sabittir.
- Sabit terim ve katsayılar hem yatay kesitler boyunca hem zaman birimleri arasında değişmektedir.

Bu varsayımlardan hangisinin kullanılacağını belirlemek için birçok test uygulanabilmektedir. Katsayıların sabit olduğu varsayımı altında sabit terimin (β_0) sabit mi yoksa ülke ve zamana göre değişip değişmeyeceğinin test edilmesi için Breusch-Pegan testi uygulanmaktadır. Bireysel bileşenlerin olmadığı ve en küçük kareler (EKK) yönteminin en iyi doğrusal yansız tahmin edici (best linear unbiased estimator, BLUE) olduğu boş hipotezi reddedilirse bireysel etkilerin bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda ikinci adım olarak bu etkinin rassal mı yoksa sabit mi olduğunun test edilmesi gerekmektedir.

a) Rassal etkiler modeli

Panel veri analizi yapılırken oluşturulan veri setinde bağımlı değişkeni açıklamada eksik değişken (omitted variable) kullanılmadığı ya da eksik değişkenin modeldeki açıklayıcı değişkenlerle ilintisiz olduğu düşünülüyor ise rassal etkiler modelini kullanmak en iyi sonucu vermektedir. Rassal etkiler modelinde birimler tesadüfi olarak seçildiklerinden birimler arası farklılıklar da tesadüfi olmaktadır. Regresyon analizinde bağımlı değişkenin değerini etkileyen, fakat bağımsız değişken gibi modelde yer almayan çok sayıda faktör olduğu ve bu faktörlerin rastlantısal bir kalıntı tarafından özetlendiği varsayılır. Panel veri denkleminde;

$$\mathrm{LOG}(\mathrm{Y}_{it}) = \beta_0 + \sum_{k=1}^{k} \beta_k * \mathrm{LOG}(\mathrm{X}_{kit}) + e_{it}$$

$$e_{it} = \mu_i + v_{it.}$$

μ_i: birim hatayı, birim farklılıklarını ve sabit zamana göre birimler arasındaki değişmeyi,

v_{it}: geri kalan hataları göstermektedir.

b) Sabit etkiler modeli

Panel veri analizinde kullanılan veri setinde eksik değişkenler kullanıldığı ve bu değişkenlerin diğer değişkenler ile ilintili olduğu düşünülüyorsa eksik, dışlanmış değişken yanlılığını gidermek için sabit etkiler modelinin kullanılması daha uygundur (Allison, 2009). Sabit etkiler modelinde değişken katsayıları tüm yatay kesit birimler için aynı iken, sabit terim bireysel etki içermesi nedeniyle her bir yatay kesit veri için ayrı değer almaktadır. Yatay kesit arasındaki bireysel farklılıklar modelde bu şekilde ifade edilmektedir. Yatay kesit boyutunda değişen sabit terim zaman boyutunda aynı kalmaktadır. Bu varsayımın altındaki düşünce ise ihmal edilen değişkenlerin bağımsız değişken üzerindeki etkisi her ne ise bunun sadece ilk dönemde değil sonraki dönemlerde de etkisini göstereceği ve etkisinin zaman içerisinde sabit kalacağıdır (Allison, 2009). Sabit etkiler modelinde bağımsız değişkenlerin hata teriminden bağımsız olduğu varsayılmakla birlikte birim etki ve bağımsız değişkenler ilişkilidir (Baltagi, 2005).

Judge ve diğerleri (1985) panel veri analizi için kullanılacak uygun yöntemin belirlenmesinin ekonomik sezgilerle ve veri setinin test edilmesiyle birlikte değerlendirilerek karar verilmesi gerektiğini belirtmektedir.

3.2.3. Veri seti

Bu çalışmada, ülke kredi notları; ulusal ve uluslararası literatürde yer alan çalışmalar ve KDK'ların notlarını verirken hangi değişkenleri kullandıklarını anlatan yayınlar dikkate alınarak, altı sosyal, on üç ekonomik ve üç kukla değişken kullanılarak analiz edilmektedir. Çalışmada üç büyük KDK'nın ülkeler için verdiği notlar yıllık bazda kullanılarak modelin bağımlı değişkenini oluşturmaktadır. Üç büyük KDK tarafından ülkelere verilen notların yanı sıra bazı önemli ekonomik ve sosyal değişkenleri ihmal etmemek için 1996 yılından itibaren yıllık veriler ile çalışılmıştır. Olabildiğince çok ülke verisi kullanmak için üç büyük KDK tarafından notlandırılan ve notları açıklaması muhtemel değişkenlere ilişkin güvenilir veriye sahip olan 73 ülke analize dâhil edilmiştir. Çalışmada kullanılan ülkelerin listesi EK 2'de sunulmaktadır. Analizlere dâhil edilen ülkeler arasında Hollanda, İngiltere, Almanya, Kanada gibi gelişmiş ülkeler, Türkiye, Endonezya,

Brezilya ve Arjantin gibi gelişmekte olan ülkeler bulunmaktadır. Ayrıca, Çin ve ABD gibi büyük ölçekli ekonomilere sahip ülkelere yer verilirken Panama, Malta ve Trinidad ve Tobago gibi küçük ekonomilere sahip ülkelere de yer verilmiştir.

Panel veride kullanılan bağımlı değişkenler olan S&P, Moody's ve Fitch Ratings kuruluşlarının ülkeler için verdikleri kredi notlarının harf değerleri, literatürde yer alan çalışmalar dikkate alınarak en yüksek not "22", en düşük not "1" olacak şekilde rakamlara dönüştürülmüştür. Analizlere dâhil edilen KDK'ların verdikleri harf notlarına karşılık gelen sayısal değerler EK 3'te sunulmaktadır.

3.2.3.1. Sosyal değişkenler

Sosyal değişkenler için Dünya Bankası tarafından yayımlanan Yönetim Göstergeleri (Worldwide Governance Indicators) kullanılmıştır. Bu göstergelerin hesaplama yöntemi EK 7'de anlatılmaktadır. 1996 yılından itibaren yayımlanan bu veriler 2002 yılına kadar iki yılda bir yayımlanmış 2003 yılından itibaren ise yıllık olarak yayımlanmaya başlanmıştır. 1997, 1999 ve 2001 yılına ait veri olmadığından bu yıllar için önceki ve sonraki yılların ortalamaları kullanılmıştır. Sosyal değişkenlerin bir anda değişmediği, ilerlemelerin belli bir süreç aldığı göz önünde bulundurulduğunda bu yıllar için ortalama değer kullanmanın tutarlı olduğu düşünülmektedir.

a) Yolsuzluğun önlenmesi

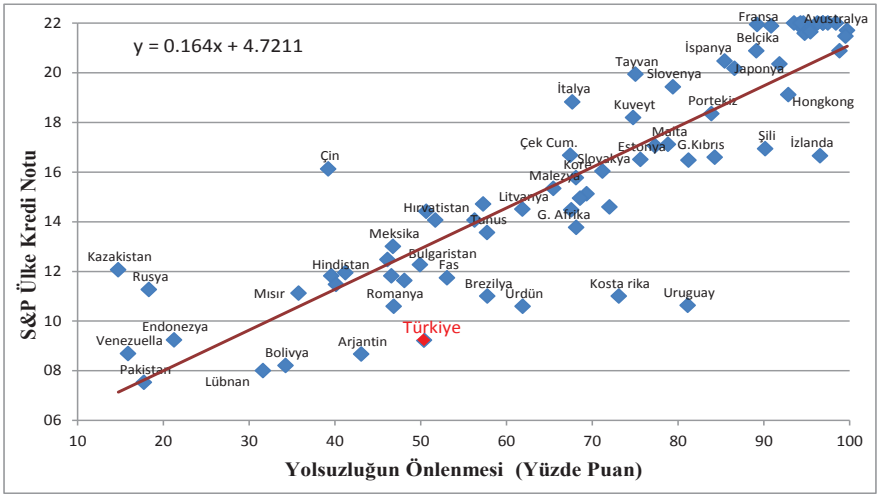
Bu gösterge, küçük ve büyük yolsuzluk biçimleri dâhil olmak üzere kamu gücünün, elitler ve özel çıkar grupları için kullanılma oranını ve devletin ne derece bu grupların tekelinde kaldığını ölçmektedir. Ayrıca bu gösterge, bir ülkenin yolsuzluğu önlemek ve yolsuzluğun önlenmesi için politika etkinliğini ve kurumsal kapasitesini göstermektedir (Kaufmann ve ark., 2010). Ülkeler, yolsuzluğun önlenmesi konusunda;

- Devlet yönetiminin her kademesinde büyük ve küçük ölçekli yolsuzluğun yaygınlığı,
- Yolsuzluğun bir ülkenin iş kurmak için uygun bir yer olarak çekiciliği üzerindeki etkisi,

- İthalat ve ihracat izinleri, kamu sözleşmeleri, kamu hizmetleri, vergi incelemeleri ve yargı kararlarına ilişkin usulsüz ödemelerin varlığı,
- Kamu hizmetlerinde kayırmacılık ve iltimasın varlığı,
- Yasaların, hükümetin ve devlet kurumlarının yolsuzluğu önleme konusundaki etkinliği gibi unsurlar yolsuzluğun önlenmesi göstergesini etkilemektedir.

Yolsuzluk maliyetleri artıran, üretkenliği düşüren, yatırımcıların cesaretini kıran, kamu kurumlarına olan güveni azaltarak küçük ve orta ölçekli işletmelerin gelişmesini sınırlayan, kamu mali yönetim sistemlerini zayıflatarak sağlık ve eğitim yatırımlarını azaltan ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi engelleyen önemli bir problemdir. Ayrıca, yolsuzluk hükümet harcamalarının etkin olmayan bir şekilde harcanmasına, kamu yatırımlarının verimsiz alanlara yönlendirilmesine ve vergi sisteminin bozulmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, yolsuzluk ülkenin büyümesini ve borç ödeme kapasitesini azaltmakta ve yatırımcıların ülkeye olan güvenini olumsuz etkilemektedir. Grafik 3.1'de de görüldüğü üzere ülkelerin yolsuzluğun önlenmesi konusundaki başarısı ile ülke kredi notu arasında belirgin bir ilişki görülmektedir. Ülkemiz bu konuda gelişmiş ülkelere göre geri bir konumdadır.

Grafik 3.1. 1996-2012 Dönemi Yolsuzluğun Önlenmesi Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları



Kaynak: Worldwide Governance Indicators, Countryeconomy

b) Yönetim etkinliği

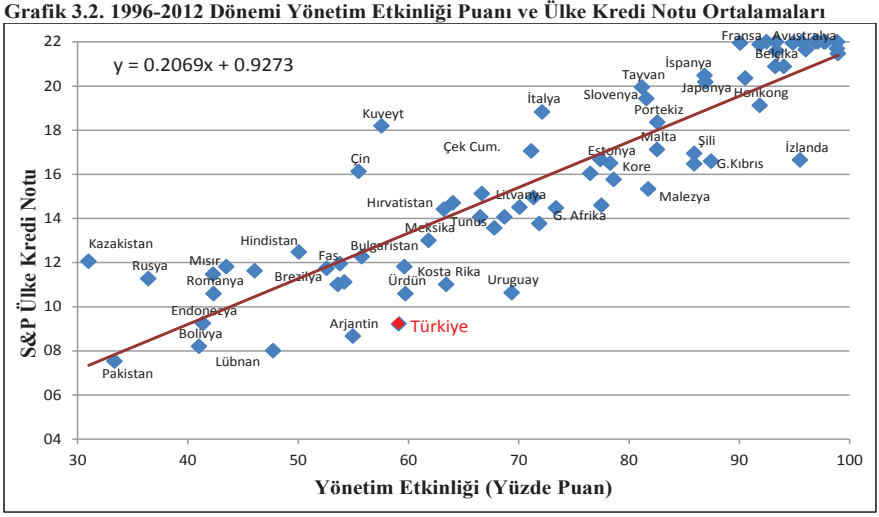
Bu gösterge, kamu hizmetlerinin kalitesini, siyasi baskılardan uzak bir şekilde politika oluşturma ve uygulama kapasitesi ile hükümetin vermiş olduğu politika taahhütlerinin güvenilirliğini ölçmektedir.

- Hükümet kararlarının etkin bir şekilde uygulanması ve kamu hizmetlerinin siyasetten bağımsız şekilde yürütülmesi,
- Kamu hizmetlerinin köklü politika değişiklikleri ya da kesintilere uğramadan yürütülme becerisi,
- Gelir akışkanlığı ve bütçe yönetimi becerisi,
- Ulaşım altyapısı, telekomünikasyon, elektrik arzı, kamu sağlık ve eğitim hizmetlerinin kalitesi ve e-devlet hizmetlerinin kullanılabilirliği,
- Politik süreklilik bağlamında yeni gelen hükümetlerin eski hükümetin taahhütlerini yerine getirme isteği,
- Bütçe uygulamalarının planlandığı gibi gerçekleştirilmesi, bütçeden sapmaların olmaması ve bütçenin modern ve teknolojik sistemlerle sürekli kontrol edilmesi,
- Devlet bütçeleri oluşturulurken çok yıllık projelerin maliyetlerinin doğru hesaplanması ve bütçe süreçlerinde harcamacı kurumların koordinasyon içinde çalışma becerisi konusundaki etkinliği gibi unsurlar yönetim etkinliği göstergesini etkilemektedir.

Yönetim etkinliği sağlayabilen ülkeler daha fazla yatırım çekmenin yanında hükümet harcamalarının ve yatırımlarının daha üretken alanlara yönelmesini sağlamak suretiyle ekonomik büyümelerini artırmaktadır. Ayrıca, yapılan çalışmalarda etkinliğe sahip ve siyasi baskılardan uzak kamu yönetiminin; sosyal hizmetler, eğitim ve sağlık gibi kamu hizmetlerinin görülmesinde diğerlerine göre daha başarılı olduğu gösterilmektedir.[14] Dolayısıyla yönetim etkinliğinde elde edilen başarının ülke kredi notunu olumlu etkilemesi beklenmektedir.

[14] Government Effectiveness Indicators, Millennium Challenge Corporation USA, (çevrimiçi) <http://www.mcc.gov/pages/selection/indicator/government-effectiveness-indicator>

Grafik 3.2. 1996-2012 Dönemi Yönetim Etkinliği Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları

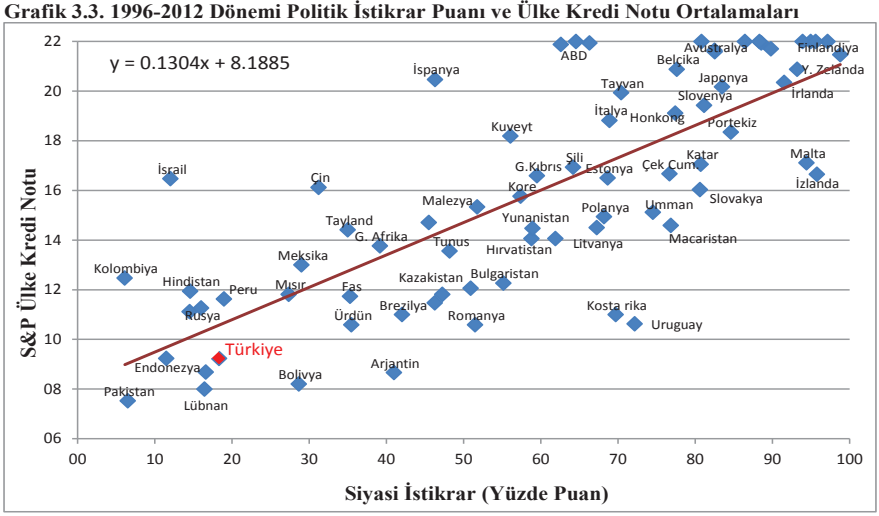


Kaynak: Worldwide Governance Indicators, Countryeconomy

c) Siyasi istikrar

Bu gösterge hükümetlerin siyasi şiddet ve terörizm de dâhil olmak üzere anayasaya aykırı bir şekilde istikrarsızlaştırılması ya da devrilmesi gibi durumların gerçekleşme ihtimalini ölçmektedir.

Grafik 3.3. 1996-2012 Dönemi Politik İstikrar Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları



Kaynak: Worldwide Governance Indicators, Countryeconomy

Bu gösterge;

- İç çatışma ve sosyal huzursuzlukların yaşanmasının yanı sıra ülke içinde devam eden uzun soluklu terörist faaliyetlerinin varlığı ve sayısı,
- Sınır komşularıyla ilişkiler ve komşulardan gelen askeri tehditlerin varlığı,
- Dini ve etnik nedenli toplumsal gerilimler gibi sorunlara işaret etmektedir.

Bu göstergenin yüksek olması ülkedeki siyasi güvenin yanında can ve mal güvenliğinin yüksek olduğunu göstermekte ve dolayısıyla yatırımcıların ülkeye olan güvenini artırmakta ve ülke kredi notuna olumlu yansımaktadır (Grafik 3.3)

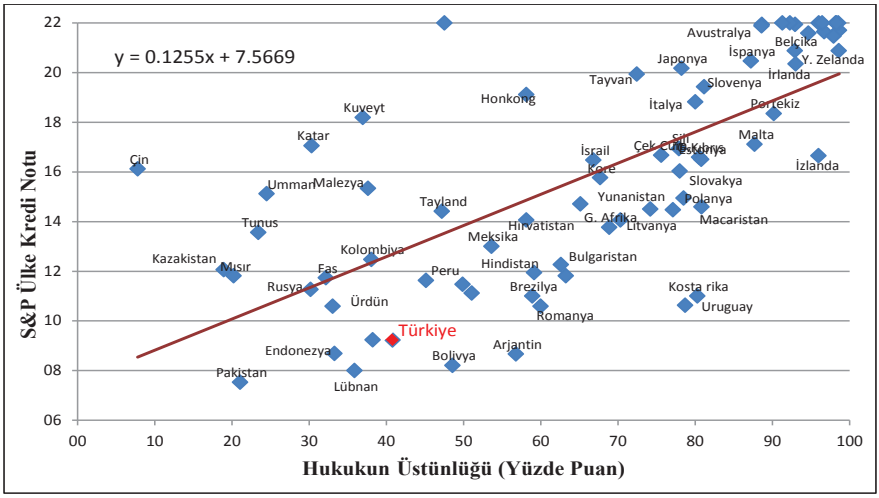
d) Hukukun üstünlüğü

Bu gösterge bireylerin ve firmaların toplumun kurallarına ne ölçüde güvendiği ve uyduğunu, özellikle de kolluk kuvvetleri ve yargı sisteminin bağımsızlığı, kanunların ve sözleşmelerin uygulanması ve mülkiyet haklarının korunması gibi hususlarda ülkelerin ne ölçüde başarı sağladığını göstermektedir. Hukukun üstünlüğü konusunda;

- Halkın kolluk kuvvetlerine ve yargı sistemine olan güveni,
- Özel mülkiyet haklarının güvenliği, fikri mülkiyetin korunması; mülkiyet kayıtlarının doğruluğu ve bütünlüğü, vatandaşların mülkiyetlerinin haklarının keyfi veya haksız uygulamalardan korunup korunmadığı,
- Polis ve askeri güçlerin yargı, yasama ve yürütme organları tarafından etkin ve demokratik bir şekilde kontrol edilmesi gibi hususlar ön planda tutulmaktadır.

Yargı bağımsızlığı yatırım ortamının güçlenmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra sözleşmelerin bağlayıcılığı, mülkiyet haklarının korunması gibi unsurlar da yatırımcılar için güven oluşturan unsurlardır. Güven ortamını artıran her unsur gibi yatırımcıların kendilerini hukuki açıdan güvende hissetmelerini sağlayan hukukun üstünlüğü ilkesi ile ülke kredi notu arasındaki pozitif ilişki Grafik 3.4'te açıkça görülmektedir.

Grafik 3.4. 1996-2012 Dönemi Hukukun Üstünlüğü Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları



Kaynak: Worldwide Governance Indicators, Countryeconomy

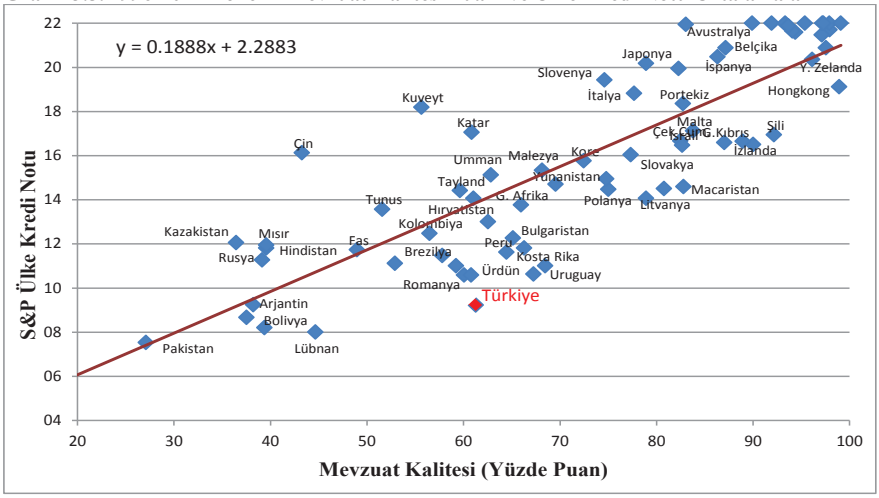
e) Mevzuat kalitesi

Bu gösterge kamunun özel sektörün gelişimini desteklemek için sağlıklı politikalar ve yasal düzenlemeler oluşturma becerisini göstermektedir. Mevzuat kalitesi konusunda;

- Yeni bir iş kurma veya işyeri kapatma sırasında özel sektör üzerinde yük oluşturan yasal düzenlemelerin ve idari gereksinimlerin yaygınlığı,
- Devletin rekabetten yoksun alanlara destekler sağlayarak ekonomiye ne ölçüde müdahale ettiği,
- Vergi sistemlerinin karmaşıklığı,
- Yabancı yatırımcıların piyasaya girişleri ve çıkışları ile ilgili engelleyici düzenlemelerin varlığı ve yerli finansal kuruluşların dış rekabete açık olmaması,
- Gümrüklerin yolsuzluktan uzak, şeffaf ve etkin bir yapıda olması,
- Finansal piyasaların yanı sıra tarım ve tarım dışı sektörlerin sağlıklı bir şekilde gelişebilmesi için girişimciliği ve sürdürülebilirliği destekleyen politikaların ve mevzuatın varlığı gibi faktörler dikkate alınmaktadır.

Mevzuat kalitesinin geliştirilmesi, özel sektör için etkin ve verimli teşvikler yaratarak ekonomik büyümeyi teşvik edebilmektedir. Diğer taraftan, özel sektör üstüne yük bindiren yasal düzenlemeler ve uygulamalar ekonominin performansını düşürmekte ve rekabetçiliğini azaltmaktadır. Bu nedenle, yasal düzenlemelerin kalitesi ve etkinliği ekonomiye olan güveni ve ülke kredi notunu olumlu yönde etkilemektedir. Grafik 3.5'te de görüldüğü gibi mevzuat kalitesi konusunda ülkelerin aldıkları puanlarla kredi notları arasında belirgin bir korelasyon bulunmaktadır.

Grafik 3.5. 1996-2012 Dönemi Mevzuat Kalitesi Puanı ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları



Kaynak: Worldwide Governance Indicators, Countryeconomy

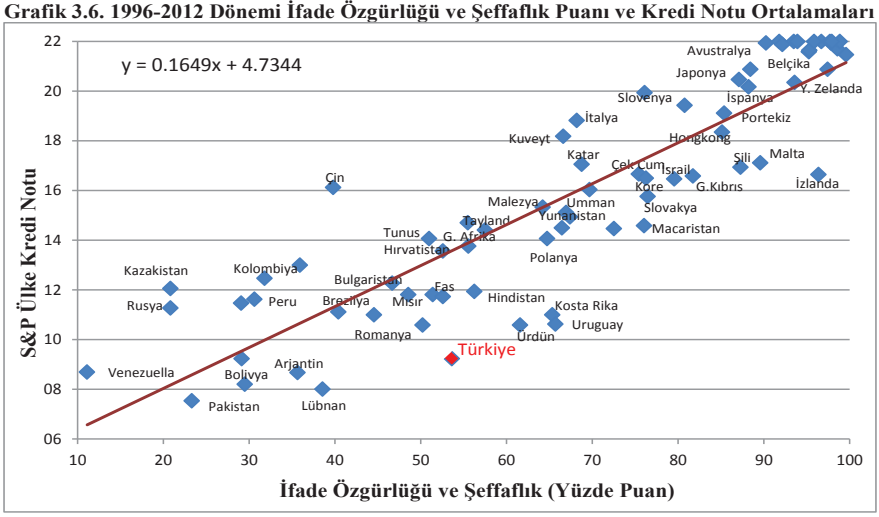
f) İfade özgürlüğü ve şeffaflık

İfade özgürlüğü ve şeffaflık kavramı ülke vatandaşlarının yöneticilerini seçerken ne kadar etkin olduklarının yanı sıra, ifade ve örgütlenme özgürlüğü ve bağımsız medya algısını ifade etmektedir. İfade özgürlüğü ve şeffaflık konusunda;

- Halkın seçimlere ve demokrasiye olan inancı ile parlamentoya güveni,
- Sivil siyaset üzerinde askeri vesayet olup olmaması,
- Halkın özgür bir şekilde sivil toplum kuruluşu ve siyasi parti kurabilmesi veya bunlara üye olabilmesi,

- Basın ve medya organlarının faaliyetlerini kendilerini herhangi bir baskı altında hissetmeden yapabilmeleri,
- Siyasi otoritenin ve kamu yöneticilerinin halka düzenli olarak hesap vermesi,
- Halkın her türlü ekonomik ve sosyal veriye özgür bir şekilde ulaşabilmesi gibi hususlar dikkate alınmaktadır.

Grafik 3.6. 1996-2012 Dönemi İfade Özgürlüğü ve Şeffaflık Puanı ve Kredi Notu Ortalamaları



Kaynak: Worldwide Governance Indicators, Countryeconomy

İfade özgürlüğü ve şeffaflık gerek ekonomik gerekse sosyal gelişmişlik açısından oldukça önemli bir göstergedir. Ekonomik koşulların ve gelişmelerin tam ve doğru olarak yansıtılması olarak tanımlanan ekonomik şeffaflık kaynakların en etkin şekilde dağılımını ve ekonomik büyüme potansiyelini artırmaktadır. Ayrıca, bir ülkede bağımsız medyanın, kamu görevlilerinin hesap verme yükümlülüğünün, ekonomi ve siyasi alanda şeffaflığın olması yatırımcıların kötü sürprizlerle karşılaşma riskini azaltmakta ve ülkeye olan güven duygusunu artırmaktadır. Grafik 3.6'da açıkça görülebildiği gibi ifade özgürlüğü ve şeffaflık ile kredi notu arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

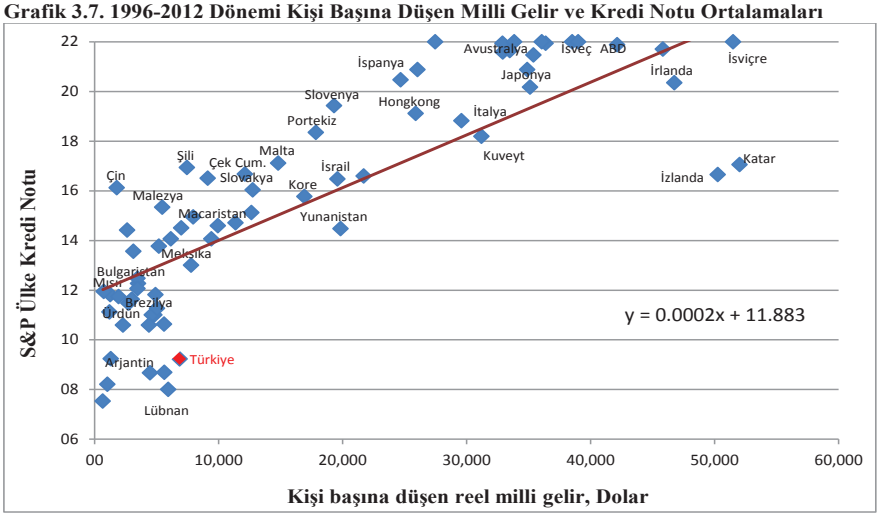
3.2.3.2. Ekonomik değişkenler

Çalışmada kullanılan ekonomik değişkenler KDK'ların yayımladıkları kredi notu belirleme rehberleri ve yapılmış önceki çalışmalar dikkate alınarak seçilmiştir. Çalışmada 73 ülke için 1996-2012 dönemini kapsayan veri setinin güvenirliğini ve tutarlığını sağlamak amacıyla Dünya Bankası ve IMF veri tabanlarından yararlanılmıştır.

a) Kişi başına düşen milli gelir

Ülke kredi notunu belirleyen en önemli ekonomik faktörlerden bir tanesi ülkelerin kişi başına düşen milli gelir düzeyleridir. Önceki dönemlerde yapılan birçok çalışmada kişi başına milli gelirin ülke kredi notunu açıklayan anlamlı değişkenlerden birisi olduğu tespit edilmiştir.

Grafik 3.7. 1996-2012 Dönemi Kişi Başına Düşen Milli Gelir ve Kredi Notu Ortalamaları



Kaynak: Worldwide Governance Indicators, Countryeconomy

Cantor ve Packer (1996), Ferri ve diğerleri (1999), Afonso (2002), Reinhart ve diğerleri (2003), Sutton (2005) ve Mora (2005) yaptıkları ampirik çalışmalarda kişi başına düşen milli gelirin ülke kredi notu üzerindeki önemli belirleyicilerden birisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Literatürde yer alan çalışmalarda kişi başına düşen yüksek milli gelirin ülkelerin vergi toplama gücünü artıran, tasarruf oranlarını yükselten ve dolayısıyla

borç ödeme kapasitesini artıran bir gösterge olduğu belirtilmektedir. Grafik 3.7'de de açıkça görüldüğü üzere yüksek kişi başına milli gelire sahip ülkeler daha yüksek ülke kredi notuna sahip olmaktadır.

b) Ekonomik büyüklük

Kişi başına düşen milli gelirin yanı sıra ülkelerin ekonomik büyüklükleri de KDK'lar tarafından yapılan notlandırmalarda dikkate alınan bir husustur. Moody's tarafından hazırlanan ülke kredi notu hazırlama rehberinde ekonomik büyüklüğün ülkelerin dış şoklara karşı kırılganlığını azalttığı ve büyük ölçekli ekonomilerin ticaret hadlerini etkileme, uluslararası piyasalara etki etme gibi ekonomik güce, dolaylı olarak da siyasi güç unsurlarına sahip olduğu ifade edilmektedir.

c) GSYH büyümesi

Gayri safi yurtiçi hasılanın reel büyüme oranı, diğer bir ifade ile reel milli gelir artışının ülkelerin kredi notunu olumlu etkilemesi beklenmektedir. Cantor ve Packer (1996), Nogués ve Grandes (2001) Ades ve diğerleri (2000) ve Afonso (2002) reel GSYH büyümesi yüksek ve istikrarlı olan ülkelerin kredi notlarının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Bu çalışmada GSYH büyümesi bir yıllık olarak modele dâhil edilmemiş, geçmiş dört yılın büyüme ortalaması kullanılmıştır. Böylelikle ülkenin büyüme eğilimi göz önünde bulundurulmaya çalışılmıştır.

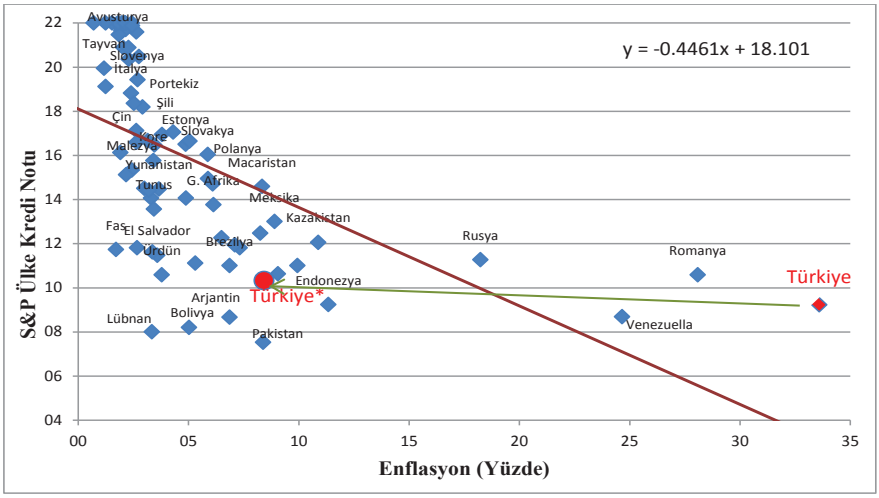
Ayrıca, ülkelerin büyüme tahminleri borç ödeme kapasitesini artırması bakımından KDK'lar için önem arz etmektedir. Çalışma kapsamında incelenen KDK'ların yayımladıkları rehberlerde de ülkenin orta vadeli büyüme tahminlerinin kredi notunun belirleyicilerinden olduğu belirtilmektedir. Bu kapsamda, ülkelerin sonraki yıl büyüme tahminleri ayrı bir değişken olarak modele dâhil edilmiştir.[15]

d) Enflasyon

Enflasyon ülke kredi notunu olumsuz etkileyen önemli faktörlerden biridir. Yüksek düzeyde gerçekleşen enflasyon ülkede fiyat istikrarı, dolayısıyla makroekonomik istikrar olmadığının bir göstergesi olarak algılanmaktadır.

[15] Ülkelerin gelecek dönem büyüme rakamları IMF tarafından 1998 yılından itibaren bir sonraki yıl için, 2007 yılından sonra ise uzun dönemli olarak verilmektedir. Bu nedenle, çalışmada yıl kaybına neden olmaması için 1998 yılından itibaren yayımlanan IMF Dünya Ekonomik Görünümü (IMF-WEO) raporlarında sonraki yıl büyümesi verisi kullanılmıştır.

Grafik 3.8. 1996-2012 Dönemi Enflasyon ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları



Kaynak: World Development Indicators, Countryeconomy
Not: Türkiye* 2004-2012 dönemi ortalamasını ifade etmektedir.

Min (1998), Cantor ve Packer (1996), Afonso (2002), Rowland ve Torres (2004), Mora (2006) ve Teker ve arkadaşları (2013) yapmış oldukları çalışmalarda enflasyonun ülke kredi notu üzerindeki olumsuz etkisini tespit etmişlerdir. Grafik 3.8'de ülkelerin enflasyon oranlarıyla ülke kredi notları arasında ters yönlü ilişki açıkça görülmektedir. 1990'lı yıllar ve 2000'li yılların başında yaşadığı yüksek enflasyon oranı nedeniyle diğer ülkelerden oldukça farklılaşmakla birlikte, Türkiye'nin 2004-2012 dönemi enflasyon ortalamasına bakıldığı takdirde yine eğim çizgisinin altında kaldığı görülmektedir. Makroekonomik dengesizlikleri artırıcı bir etken olmasının yanında döviz kuru üzerindeki etkileri de dikkate alındığında enflasyon ülkeye gelmesi öngörülen yatırımcılar ve yabancı sermayenin önündeki büyük engellerden bir tanesidir.

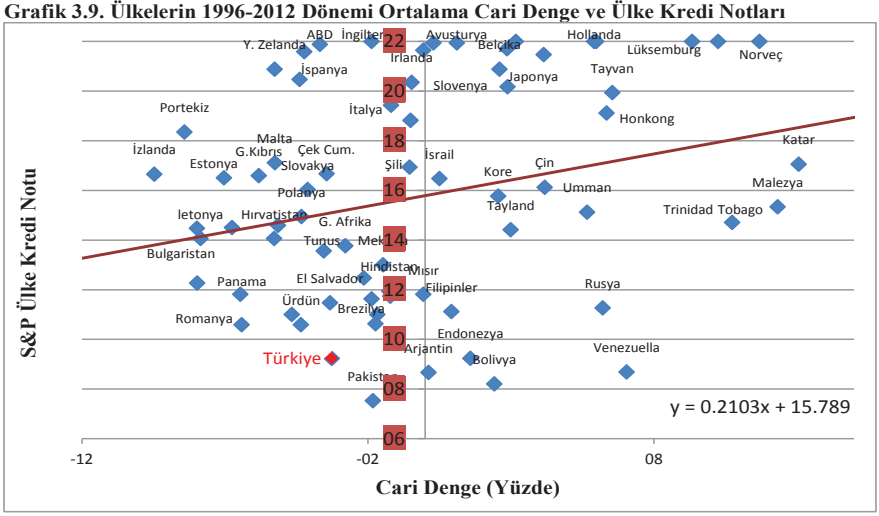
e) Para arzı

KDK'ların kredi notunu belirlerken dikkate aldıkları finansal derinliğin önemli göstergelerinden birisi de para arzıdır. KDK'lar para arzı göstergesi olarak genellikle dolaşımdaki para ve para benzeri araçlara vadesiz ve vadeli mevduatların eklenmesiyle oluşan geniş para arzının (M2) GSYH'ya oranını kullanmaktadır.

f) Cari işlemler dengesi

Cari denge olarak da ifade edilen cari işlemler dengesi, ödemeler dengesi bilançosunun dış ticaret, hizmetler, yatırım gelirleri ve cari transferler dengelerinin toplamından oluşmaktadır (Ünsal, 2009). Ülkenin cari dengesinde açık vermesi ülke ekonomisinde kırılganlıklara yol açmaktadır. Cari açığın finansmanının özellikle kısa vadeli sermaye hareketleriyle sağlanması ülkenin dışa bağımlığını artırmakta ve dış etkilere karşı açıklığını artırmaktadır.

Grafik 3.9. Ülkelerin 1996-2012 Dönemi Ortalama Cari Denge ve Ülke Kredi Notları



Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Countryeconomy

Grafik 3.9'da ülkelerin cari dengeleriyle ülke kredi notu arasında belirgin bir ilişki görülmektedir. Türkiye, Brezilya, Endonezya ve Romanya gibi cari açık veren ülkeler görece düşük kredi notuna sahipken, Japonya, Hollanda ve Norveç gibi cari fazla veren ülkeler yüksek kredi notuna sahiptirler.

g) Ticari açıklık

Ticari liberalizasyonun bir yansıması ya da sonucu olarak ticari açıklık; ülkelerin dış dünya ile gerçekleştirdiği ticari ilişkilerinde ne derece serbest ya da ne derece katı politikalar uyguladığının ifadesidir (Saçık, 2008). OECD tanımına göre ise ticari açıklık ülkelerin ihracat ve ithalatının gayri safi yurtiçi hasılaya oranıdır.

Ticari açıklığın fazla olması ülkelerin dış dünya ile ilişkilerinin fazla olması ve dünya ile entegre bir yapı sergilemesi anlamına gelmektedir. Bu durum KDK'ların notlarına olumlu yansımaktadır. Bunun nedeni ise, dış dünya ile ekonomik ilişkileri olan ülkelerin uluslararası siyasi ve ticari saygınlıklarını korumak için dış borçlarını ödemeye daha istekli olmasıdır.

h) Genel yönetim borçlanma gereği

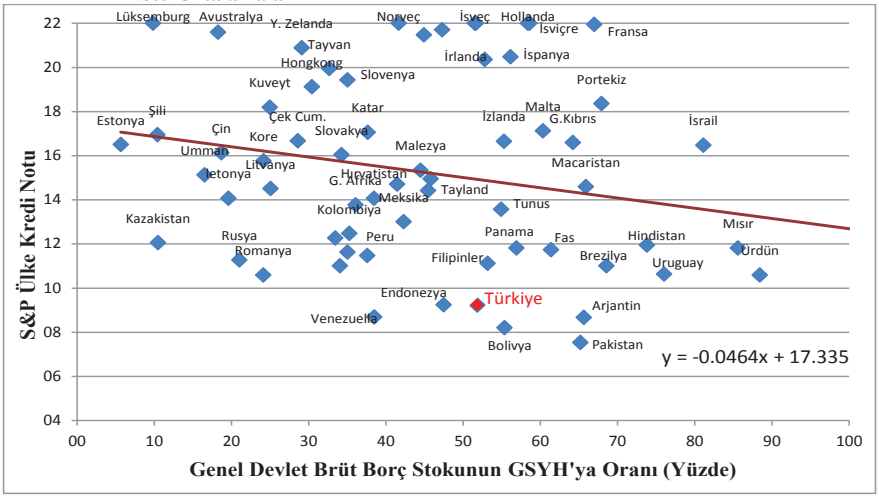
Genel yönetim net borçlanma gereği, hükümetin kamu iktisadi teşebbüsleri dışındaki toplam gelirlerinin toplam giderlerinden farkını ifade etmektedir. Genel yönetim net borçlanma gereğinin pozitif olması, diğer bir ifade ile devlet giderlerinin gelirlerinden fazla olması borçlanma ihtiyacı doğurmaktadır. Borçlanma ihtiyacı sonraki seneler için faiz ödemelerini artırmakta ve yeniden genel devlet dengesinde açık oluşmasına neden olarak borç sarmalına neden olabilmektedir. Makul düzeyde bir genel devlet dengesi, kamu maliyesinin sağlamlığının ve sürdürülebilirliğinin göstergesi olması nedeniyle Avrupa Komisyonu tarafından Maastricht kriterlerinden birisi olarak değerlendirilmektedir (OECD, 2009).

i) Genel devlet brüt borç stoku

Genel devlet brüt borç stoku belirli bir tarih itibarıyla, kamu kurum ve kuruluşlarının herhangi bir dış finansman kaynağından sağlamış oldukları her türlü mali yükümlülüklerin toplamını ifade etmektedir. Borç stokunun ülkenin milli gelirine oranı KDK'ların ülke risk değerlendirmelerindeki en önemli faktörlerden bir tanesidir. Genel devlet brüt borç stokunun GSYH'ya oranının, diğer bir ifade ile borç yükünün yüksek olması ülkenin borç çevirme riskini artırmakta ve ülkenin krizlere karşı dayanıklılığını azaltmaktadır.

Bazı gelişmiş ülkelerin borç stokunun GSYH'ya oranı oldukça yüksek olmasına rağmen ülke kredi notları yüksek seyretmektedir. Ancak, borç stokunun GSYH'ya oranı orta gelirli ve gelişmekte olan ülkeler için Grafik 3.10'da görüldüğü üzere ülke kredi notuna olumsuz etki yapan bir etken olarak meydana çıkmaktadır.

Grafik 3.10. 1996-2012 Dönemi Genel Devlet Brüt Borç Stokunun GSYH'ya Oranı ve Kredi Notu Ortalamaları

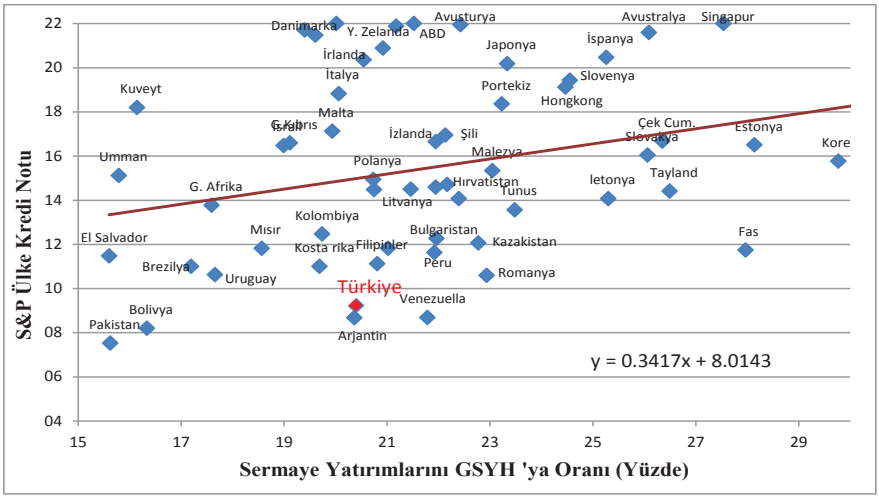


Kaynak: IMF World Economic Outlook, Countryeconomy

j) Sabit Sermaye Yatırımları

Sabit sermaye yatırımları ülkenin büyüme potansiyelini artıran önemli bir unsurdur. Gerek kamu gerek özel sektör eliyle yapılan sabit sermaye yatırımlarının ülkenin ekonomik gelişmesini olumlu yönde etkilediği bilinmektedir. Delong ve Summers (1991), Grossman ve Helpman (1994) büyümenin en önemli sürükleyicisinin sabit sermaye yatırımları olduğunu belirtmektedirler. Ayrıca S&P, yatırımların orta ve uzun vadede büyüme potansiyelini artırdığını vurgulamaktadır. (S&P, 2013a:7). Sermaye yatırımları artışı ekonomik büyümenin yanı sıra üretimde verimliliği ve ihracat performansını artırmakta ve işsizliğin düşmesine neden olmaktadır. Bu etkiler göz önüne alındığında sabit sermaye yatırımlarının ülke kredi notu üzerinde olumlu etkisi olması beklenmektedir.

Grafik 3.11. 1996-2012 Dönemi Sermaye Yatırımları ve Ülke Kredi Notu Ortalamaları



Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Countryeconomy

k) Faiz Ödemelerinin Gelirlere Oranı

Faiz ödemelerinin gelirlere oranı ülkenin borçlarını ödemek üzere gelir oluşturabilme kapasitesinin önemli bir göstergesidir. Gelire oranla yüksek faiz ödemeleri ülkelerin kredi riskini artırmaktadır. Ayrıca bu oranın yüksekliği hükümetlerin faiz dışı harcamalarını kısıtlamakta ve ekonomik şoklara karşı kendine oluşturabileceği mali alanı daraltmaktadır.

l) Rezerv Para Birimi

Rezerv para birimine sahip ülkelerin ekonomik ve finansal şoklara karşı daha az kırılgan olmaları ve rezerv para birimine sahip olmanın ülkelerin politikalarının ve kurumlarının güvenilirliğine, finansal sitemlerinin güçlülüğüne ve büyük ve açık bir sermaye piyasasına sahip olduğuna işaret etmesi nedeniyle ülke kredi notunu olumlu etkileyen bir faktör olarak görülmektedir. Bu kapsamda,rezerv para birimine sahip olan ülkeler için kukla değişken kullanılmıştır.

m) Temerrüt Geçmişi

KDK'lar ülkelerin önceki dönemlerde yaşamış oldukları temerrüte düşme durumlarının kredi notu belirlenirken göz önüne alındığını ifade etmektedirler. Bu

kapsamda, ülkenin temerrüt geçmişini modele dâhil etmek üzere Cantor ve Packer'la (1996) benzer şekilde son 20 yılda temerrüte düşen ülkeler için kukla değişken yöntemi kullanılmıştır.

Tablo 3.3. Moody's Tarafından Notlandırılan Devlet Tahvili Temerrütleri

Tarih	Ülke	Temerrüt Miktarı (Milyon $)	Kredi Notu
1998-Temmuz	Venezuella	270	Ba2
1998-Ağustos	Rusya	72,709	Caa1
1998-Eylül	Ukrayna	1,271	B3
1999-Temmuz	Pakistan	1,627	Caa1
1999-Ağustos	Ekvador	6,604	B3
2000-Ocak	Ukrayna	1,064	Caa3
2000-Eylül	Peru	4,870	Ba3
2001-Kasım	Arjantin	82,268	Caa3
2002-Haziran	Moldova	145	Caa1
2003-Mayıs	Uruguay	5,744	B3
2003-Haziran	Nikaragua	320	Caa1
2005-Nisan	Dominik Cum.	1,622	B3
2006-Aralık	Belize	242	Caa3
2008-Haziran	Nikaragua	295,7	Caa1
2008-Aralık	Ekvador	3,210	Caa1
2010-Şubat	Jamaika	7,900	Caa1
2012-Mart	Yunanistan	261,478	C
2012-Eylül	Belize	547	Ca
2012-Aralık	Yunanistan	42,076	C

Kaynak: Moody's, 2013

n) Sanayileşmiş Ülke

Sanayisi gelişmiş ve imalat sektöründe üretim çeşitliliği sağlamış ülkeler daha sağlam ekonomik temellere sahip olmaktadır. Sanayi ürünleri ve teknoloji ihraç eden ülkeler diğer ülkelere oranla daha az kırılgan olmanın yanısıra ihtiyaç durumunda daha yüksek gelir oluşturma kapasitesine sahiptirler. Bu kapsamda, sanayileşmiş ülke kukla değişkeninin katsayısının pozitif olması beklenmektedir. Dünya Bankasının sanayileşmiş ülke tanımında[16] yer alan ilk 20 büyük ekonomi içinde yer alan ülkelere ek olarak geçiş ekonomisi olarak adlandırılan Çin ve Rusya

[16] Dünya Bankası, Ekonomik Büyümenin Ötesi Öğrenci Kitabı Sözlüğü (çevrimiçi) < http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html#12>

da yüksek orandaki sermaye birikimi nedeniyle bu çalışmada sanayileşmiş ülke olarak tanımlanmıştır[17].

3.2.4. Ülke kredi notu tahminleri

Bu bölümde, S&P, Moody's ve Fitch Ratings'in notlarını Bölüm 3.2.3'te anlatılan değişkenler ile tahmin etmeye yönelik yapılmış panel veri analizi ve sonuçları anlatılacaktır. Ekonometrik uygulamalarda panel veri analizleri için kullanışlı bir program olan "Stata 11.1" kullanılmıştır.

3.2.4.1. S&P ülke kredi notlarının tahmini

S&P'nin ülkelere vermiş oldukları kredi notlarını tahmin etmek için kullanılan panel veri analizinde, ülke kredi notu belirlenirken hangi hususlara dikkat edildiğini açıklayan rehber (S&P, 2013a) dikkate alınarak ekonomik ve sosyal göstergeleri içeren 19 değişken ve 3 kukla değişken (temerrüt geçmişi, rezerv para birimi ve sanayileşmiş ülke) kullanılmıştır. Ekonomik verilerin gecikmeli olarak açıklanmasının yanı sıra kredi notunun kullanılan bağımsız değişkenleri eşanlı olarak etkilemesinden dolayı bağımsız ekonomik değişkenlerin bir yıllık gecikmeli değerleri kullanılmıştır.

Modelin tahmini için aşamalı olarak birçok yöntem denenmiştir. Öncelikle en küçük kareler (EKK) yöntemi kullanılmıştır. Model 1'de EKK yönteminin sonuçları verilmektir (Tablo 3.6).

Çalışmada, panel veri modellerinin tahmininde kullanılan havuzlanmış (pooled), rassal etkili model ve sabit etkili modellerden hangisinin kullanılacağının belirlenmesi için öncelikle Breusch-Pagan Lagrange çarpanı (Langrangian Multiplier, LM) Testi uygulanması gerekmektedir. Rassal etkiler modeli ile havuzlanmış model arasında seçim yapılabilmesini sağlayan LM testi ile birim etkilerin varyansının sıfır olması durumu diğer bir ifade ile rassal etkinin havuzlanmış model ile çözülüp çözülemeyeceği sınanmaktadır (Çakır ve Küçükkaplan, 2012:71).

[17] Bu kapsamda, ABD, Çin, Rusya, Avustralya, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Kanada, İspanya, Güney Kore, Hollanda Japonya ve İsviçre bu çalışmada sanayileşmiş ülke olarak tanımlanmıştır.

Tablo 3.4. S&P Ülke Kredi Notu Modeli Breusch-Pagan LM Test İstatistikleri Sonuçları

	Model 1
Ki-kare (65)	25978,61
Prob>Ki-kare	0,00

H_0: Var (u) = 0

Belirlenen hata payı ki-kare istatistiğine ait olasılık değerinden daha büyük olduğundan yatay kesitler arasında varyansın sıfır olduğuna dair hipotez reddedilmektedir (Tablo 3.4). Bu durum, yatay kesit veriler arasında önemli bir farklılığın olduğunu ve dolayısıyla panel etkisinin varlığını göstermektedir. Rassal etkilerin içerildiği tahmin ediciler Model 2'de yer almaktadır (Tablo 3.6).

EKK yönteminin panel analizin bileşenlerinden gözlemlenemeyen grup ve zaman etkilerini göz ardı etmesi, tahminin etkinliği açısından sabit etkiler ya da rassal etkiler modellerinden birinin kullanılmasını gerektirmektedir (Erdem ve Tuğcu, 2012:208). Bu kapsamda, hangi modelin uygun olacağını test etmek üzere Hausman Test istatistiğinden faydalanılmıştır. Sabit etkili (SE) ve rassal etkili (RE) modeller arasında bir seçim yapılması gerektiğinde hangi modelin tercih edilmesi gerektiğine dair karar verilmesinde kullanılan testlerden birisi Hausman testidir (Greene, 2003:301). Hausman testi sabit etkili modelin parametre tahmincileri ile rassal etkili modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistik olarak anlamlı olup olmadığı tespit etmek için kullanılmaktadır (Cameron ve Trivedi, 2005:717).

Hausman test istatistiği "Rassal etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir." sıfır hipotezi altında ki-kare dağılımını göstermektedir. Hipotezin reddedilememesi durumunda rassal etkili modelin hata terimleri bileşenlerinin bağımsız değişkenler ile ilişkili olmadığı, boş hipotezin reddedilmesi durumunda ise hata terimleri bileşenleri ile bağımsız değişkenlerin ilişkili olduğu sonucuna varılmakta ve sabit etkili modelin tercih edilmesi uygun görülmektedir.

Tablo 3.5. S&P Ülke Kredi Notu Modeli Hausman Test İstatistikleri Sonuçları

	Model 2
Ki-kare (19)	143.78
Prob>Ki-kare	0,000

H_0: Rassal etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir.

Tablo 3.5'te yer alan Hausman testi sonuçlarına göre istatistiksel olarak sabit etkili modelin uygun olduğu sonucuna varılmaktadır. Hausman testi sonucunda sabit etkili modelin kullanılmasıyla Tablo 3.6'da yer alan Model 3 sonuçları ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3.6. S&P Model Tahminleri

DEĞİŞKENLER	Model 1 (EKK)	Model 2 (RE)	Model 3 (SE)	Model 4 (SE*)
Hukukun üstünlüğü	**0,0280***	**0,0502****	**0,0429**	
	(0,0144)	*(0,0215)*	*(0,0319)*	
Mevzuat kalitesi	**-0,0635***	**-0,0597**	**-0,0833***	
	(0,0370)	*(0,0410)*	*(0,0452)*	
İfade özgürlüğü ve şeffaflık	**0,0627****	**0,0768****	**0,0855****	
	(0,0309)	*(0,0369)*	*(0,0426)*	
Yolsuzluğun önlenmesi	**0,0475**	**0,0691****	**0,0742****	
	(0,0295)	*(0,0336)*	*(0,0377)*	
Yönetim etkinliği	**0,183*****	**0,151*****	**0,149*****	**0,147***
	(0,0429)	*(0,0474)*	*(0,0551)*	*(0,0788)*
Siyasi istikrar	**-0,00257**	**0,0243****	**0,0264***	**0,0472****
	(0,00941)	*(0,0123)*	*(0,0146)*	*(0,0189)*
Geçmiş 4 yıl büyüme ortalaması	**1,222*****	**1,238*****	**1,013*****	**1,234****
	(0,261)	*(0,233)*	*(0,262)*	*(0,494)*
Gelecek yıl büyüme tahmini	**0,0797**	**1,122*****	**1,319*****	**1,480****
	(0,327)	*(0,263)*	*(0,270)*	*(0,587)*
Kur oynaklığı$_{(t-1)}$	**-0,117*****	**-0,0483**	**-0,0239**	**-0,0949*****
	(0,0232)	*(0,0327)*	*(0,0378)*	*(0,0258)*
Cari denge$_{(t-1)}$	**0,245*****	**0,236*****	**0,267*****	**0,311****
	(0,0824)	*(0,0880)*	*(0,0978)*	*(0,118)*
Enflasyon$_{(t-1)}$	-0,859***	-0,534***	-0,471***	-0,562***
	(0,172)	*(0,150)*	*(0,158)*	*(0,152)*
Kişi başı milli gelir$_{(t-1)}$	**0,0880*****	**0,0871*****	**0,0186**	**0,195*****
	(0,00745)	*(0,0142)*	*(0,0525)*	*(0,0547)*
Ekonomi büyüklüğü$_{(t-1)}$	**0,0555*****	**0,0587*****	**0,153****	
	(0,00437)	*(0,00926)*	*(0,0636)*	
Borç stoku/gsyh$_{(t-1)}$	**-0,203*****	**-0,281*****	**-0,335*****	**-0,497*****
	(0,0305)	*(0,0533)*	*(0,0749)*	*(0,103)*
Para arzı$_{(t-1)}$	**0,0119**	**0,0194**	**0,0261**	
	(0,0100)	*(0,0178)*	*(0,0279)*	
Ticari açıklık$_{(t-1)}$	**0,0562*****	**0,0696*****	**0,104*****	
	(0,0128)	*(0,0224)*	*(0,0368)*	
Net borçlanma$_{(t-1)}$	**-0,305*****	**-0,139**	**-0,0868**	
	(0,0832)	*(0,0934)*	*(0,101)*	
Faiz ödemeleri/gelirler$_{(t-1)}$	**-0,644*****	**-0,288****	**-0,253**	
	(0,0940)	*(0,128)*	*(0,168)*	
Sermaye yatırımları$_{(t-1)}$	0,0274	0,105***	0,124***	0,0932*
	(0,0285)	*(0,0348)*	*(0,0426)*	*(0,0551)*
Temerrüt geçmişi	**-0,129*****	**-0,114*****	**-0,111*****	**-0,0599**
	(0,0145)	*(0,0181)*	*(0,0215)*	*(0,0671)*
Rezerv para	**0,0234**	**0,0557***	**0,0559**	**0,0460***
	(0,0204)	*(0,0322)*	*(0,0384)*	*(0,0234)*
Sanayileşme	**0,0322**	**0,0571****	**0,0743*****	**0,0851*****
	(0,0281)	*(0,0225)*	*(0,0238)*	*(0,0227)*
Sabit katsayı	**0,677*****	**0,0672**	**0,648**	**0,128**
	(0,136)	*(0,193)*	*(0,537)*	*(0,569)*
Gözlem sayısı	**709**	**709**	**709**	**732**
R^2	**0,88**	**0,90**	**0,69**	**0,80**
Ülke sayısı	**68**	**68**	**68**	**69**

Parantez içindeki ifadeler standart hata terimleridir.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Model 3 yatay kesit veriler için sabit etkileri dikkate alırken zaman serisi için dikkate almamaktadır. Zaman serisi için sabit etkilerin anlamlı olup olmadığını, diğer bir ifade ile zaman serisi boyunca kullanılan kukla değişkenlerin sıfır olup olmadığını test etmek için F istatistiğinden yararlanılmaktadır.

Tablo 3.7. S&P Ülke Kredi Notu Modeli F istatistiği Sonuçları

	Model 3
Ki-kare(16)	2,49
Prob > Ki-kare	0,0019

H_0: Bütün yıl katsayıları sıfıra eşittir.

Tablo 3.7'de yer alan test sonuçlarına göre yıl katsayılarının sıfır olduğu hipozeti reddedilmektedir. Bu durum yıl etkisinin modelde anlamlı olduğu sonucunu doğurmaktadır. Sabit etkileri içeren Model 3'te değişen varyans (heteroskedasticity) ve otokorelasyon problemlerinin olup olmadığı incelenmiştir. Değişen varyans durumunda EKK tahmin edicileri yansız olmakta, ancak varyans ve kovaryans tahminleri etkin, diğer bir ifade ile minimum varyanslı olmadığından hipotez testleri geçerliğini kaybetmektedir. Ayrıca belirli anlamlılık düzeyinde tahmin ve öngörü aralıkları genişlemektedir (Albayrak, 2008:112). Modelde değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek üzere Wald Testi uygulanmıştır.

Tablo 3.8. S&P Ülke Kredi Notu Modeli Wald İstatistik Testi Sonuçları

	Model 3
Ki-kare (65)	25978,61
Prob>Ki-kare	0,00

H_0: $Var(u_i) = \sigma^2$

Wald istatistik sonuçlarına göre belirlenen hata payı ki-kare istatistiğine ait olasılık değerinden daha büyük olduğundan değişen varyans olmadığı hipotezi reddedilmektedir (Tablo 3.8). Bu durumda modelde değişen varyans problemi olduğu görülmektedir.

Regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi, farklı gözlemler için aynı hatalar arasında ilişkinin olmamasıdır. Hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olması halinde bu durum otokorelasyon olarak adlandırılmaktadır (Greene, 2003).

Model 3'te otokorelasyon probleminin olup olmadığı Wooldridge Otokorelasyon Testi ile sınanmıştır.

Tablo 3.9. S&P Ülke Kredi Notu Modeli Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları

	Model 3
F(1, 61)	1,474
Prob > F	0,2297

H_0: Birinci dereceden otokorelasyon yoktur.

Wooldridge otokorelasyon testi sonuçlarına göre "Birinci dereceden otokorelasyon yoktur" boş hipotezi reddedilememekte, dolayısıyla modelin otokorelasyon problemi içermediği sonucuna varılmaktadır (Tablo 3.9).

Yapılan testler doğrultusunda ülke ve zaman sabit serisi boyutunda sabit etkileri içeren robust tahmin edici ile elde edilen Model 4, otokorelasyon ve değişen varyans problemi içermeyen (SE*) en uygun model olarak ortaya çıkmaktadır.

Model 4 sonuçlarına göre **siyasi istikrar, geçmiş 4 yıl büyüme ortalaması ve cari dengenin gecikmeli değerleri ve gelecek yıl büyüme tahmini** yüzde 95 güven aralığında anlamlı çıkmıştır. **Yönetim etkinliği, sermaye yatırımlarının gecikmeli değeri ve rezerv para birimi kukla değişkeni** yüzde 90 güven aralığında anlamlı çıkarken **kur oynaklığı, enflasyon, kişi başına düşen milli gelir ve genel yönetim brüt borç stokunun GSYH'ya oranının gecikmeli değerleri ve sanayileşmiş ülke kukla değişkeni** yüzde 99 güven aralığında anlamlı çıkmıştır.

Geçmiş dört yıl büyüme ortalaması, gelecek yıl büyüme tahmini, sermaye yatırımlarının GSYH'ya oranı ve cari denge değişkenleri ile rezerv para birimi ve sanayileşmiş ülke kukla değişkenleri ülke kredi notunu pozitif yönde etkilerken; kur oynaklığı, enflasyon, genel yönetim brüt borç stokunun GSYH'ya oranı değişkenleri ve temerrüt geçmişi kukla değişkeni kredi notunu negatif etkileyen faktörler olarak öne çıkmaktadır. Temerrüt geçmişi kukla değişkeni ise yüzde 90 düzeyinde anlamlı çıkmamakla birlikte KDK'lar tarafından dikkate alınan bir değişken olması nedeniyle modele dâhil edilmiştir.

Diğer değişkenlerin bir kısmı ise EKK tahmininde anlamlı çıkmakla birlikte ülke ve zaman sabit etkilerinin dahil edilmesi, sonrasında da değişen varyans

probleminin çözülmesinin ardından anlamlılıklarını yitirmiş ya da gerek literatür ile gerekse S&P ülke kredi notu değerlendirme kriterleri ile çelişen değerler aldıklarından modelden çıkartılmışlardır. S&P için yapılan çalışmada Model 4'ten 2012 yılı için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.10'da yer almaktadır. 69 ülke verisi ile Model 4 elde edilmekle birlikte 2012 yılı için veri yetersizliği sorunu nedeniyle 54 ülke için tahmin almak mümkün olmuştur.

Model sonuçları S&P ile ülke kredi notları birlikte değerlendirildiğinde S&P ve model tahminlerinin 24 ülke (ABD, Avustralya, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Endonezya, Estonya, Güney Afrika, Ürdün, Kazakistan, Malezya, Malta, Meksika, Mısır, Norveç, Peru, Polonya, Romanya, Slovakya, Slovenya, Venezüella, Letonya, İsveç, İsviçre) için aynı sonuçları verdiği görülmektedir (Tablo 3.10).

Tablo 3.10. 2012 Yılı İçin S&P Ülke Kredi Notları ve Model Tahminleri

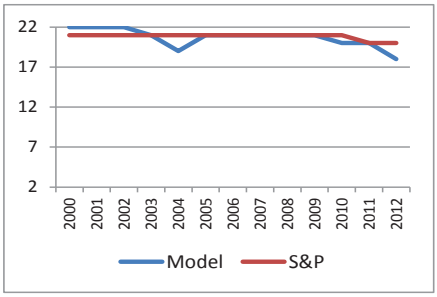
ÜLKE	S&P	TAHMİN	ÜLKE	S&P	TAHMİN
ABD	AA+	AA+	**Kanada**	AAA	AA
Almanya	AAA	AA+	**Kazakistan**	BBB+	BBB+
Avustralya	AAA	AAA	**Kuveyt**	AA	AAA
Avusturya	AA+	AA-	**Letonya**	BBB	BBB
Belçika	AA	A+	**Litvanya**	BBB	BBB+
Brezilya	BBB	BBB	**Macaristan**	BB	BB+
Bulgaristan	BBB	BBB	**Malezya**	A-	A-
Çek Cum.	AA-	A	**Malta**	A-	A-
Çin	AA-	AA-	**Meksika**	BBB	BBB
Endonezya	BB+	BB+	**Mısır**	B-	B-
Estonya	AA-	AA-	**Norveç**	AAA	AAA
Fas	BBB-	BB+	**Pakistan**	B-	CCC+
Filipinler	BB+	BB	**Panama**	BBB	A-
Finlandiya	AAA	AA+	**Peru**	BBB	BBB
Fransa	AA+	AA	**Polonya**	A-	A-
Güney Afrika	BBB	BBB	**Portekiz**	BB	BBB-
Güney Kore	A+	AA	**Romanya**	BB+	BB+
Hırvatistan	BB+	BBB	**Singapur**	AAA	AA+
Hollanda	AAA	AA	**Slovakya**	A	A
İngiltere	AAA	AA	**Slovenya**	A	A
İrlanda	BBB+	A-	**Tayland**	BBB-	BBB+
İspanya	BBB-	BBB+	**Tunus**	BB	BB+
İsrail	A+	A	**Türkiye**	BB	BBB
İsveç	AAA	AAA	**Ürdün**	BB	BB
İsviçre	AAA	AAA	**Venezuella**	B+	B+
İtalya	BBB+	BBB	**Yeni Zelanda**	AA	AA+
Japonya	AA-	A	**Yunanistan**	B-	B+

Kaynak: Model tahmin sonuçları, Countryeconomy

9 ülke (Almanya, Fas, Filipinler, Finlandiya, Fransa, Singapur, İtalya, İsrail, Pakistan) için ise model tahminleri ülkelerin notlarının olması gerekenden bir not fazla verildiğini ortaya koymaktadır. Model tahminleri; Avusturya, Belçika, Hollanda, Japonya, Kanada, Çek Cumhuriyeti ve İngiltere'nin ülke kredi notlarının olması gerekenden 2 not yüksek verildiğine işaret etmektedir.

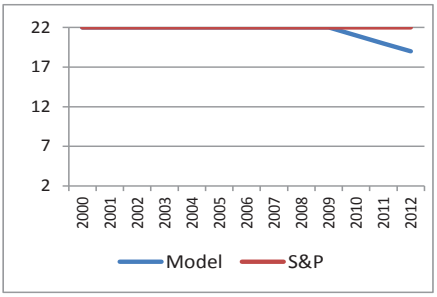
Diğer taraftan, Litvanya, Macaristan, Tunus, İrlanda ve Yeni Zelanda'nın notlarının model sonuçlarına göre 1 not eksik verildiği gözlemlenirken Hırvatistan, Tayland, Kuveyt, Panama, Portekiz, İspanya, Güney Kore ve Yunanistan'ın notlarının olması gerekenden 2 puan aşağıda olduğu görülmektedir. **Türkiye ise S&P kredi notlarının model sonuçları ile 3 puan aşağı yönde farklılaştığı tek ülke olarak öne çıkmaktadır.**

Grafik 3.12. Belçika Ülke Kredi Notu



Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

Grafik 3.13. İngiltere Ülke Kredi Notu



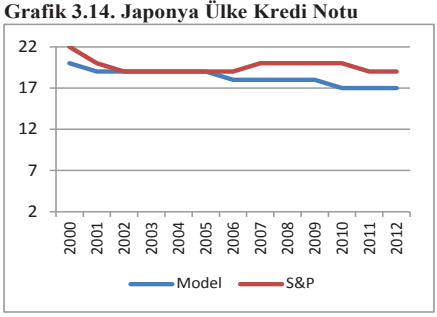
Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

Model sonuçlarına göre Belçika ve İngiltere'nin not tahminleri 2012 yılı için S&P'nin altında kalmaktadır. Bununla beraber, Grafik 3.12 ve Grafik 3.13'te bu ülkeler için önceki dönem tahminlerinin S&P ile büyük ölçüde paralel bir seyir izledikleri, özellikle İngiltere için aynı olduğu görülmektedir. 2009 yılından sonra başlayan not farklılaşmasının ise küresel finansal kriz sürecinde ve sonrasında ülke ekonomilerinde yaşanan problemlerin ve özellikle kamu borç stokunun GSYH'ya oranında meydana gelen artışların model sonuçlarına negatif yansımasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Benzer şekilde, S&P ve model sonuçları Belçika için uzun bir süre paralel bir şekilde devam ederken küresel kriz ortamının getirdiği düşük büyüme oranları ve büyüme beklentilerinin yanı sıra artan kamu borç stoku

oranları modelde iki puanlık bir not düşüşüne sebep olmuş fakat S&P tarafından ülke kredi notuna yansıtılmamıştır.

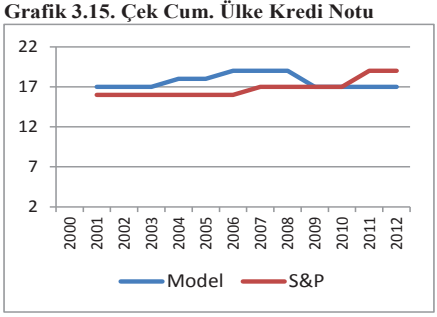
Japonya örneğinde ise Grafik 3.14'te görüldüğü üzere model tahminleri ile S&P notları 2006 yılında ayrışmış ve 2006 yılından sonra model ile S&P notları arasındaki 2 puanlık fark devam etmiştir. Japon ekonomisinin, küresel krizin etkisiyle ihraç mallarına olan talep azalmasının yanı sıra yatırım ortamı ve kamu dengelerindeki genel kötüleşme sonucunda durgunluğa girmesiyle birlikte model 2010 yılı için ülke kredi notunda bir puanlık bir düşüş öngörürken S&P bunu bir yıl gecikmeli olarak gerçekleştirmiştir.

Grafik 3.14. Japonya Ülke Kredi Notu



Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

Grafik 3.15. Çek Cum. Ülke Kredi Notu



Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

Model sonuçları ve S&P notlarının karşılaştırılmasında belirgin farklılık gösteren ülkelerden bir tanesi ise Çek Cumhuriyeti'dir. 2009 yılına kadar model sonuçları S&P notlarına göre daha yüksekte seyrederken, diğer birçok AB ülkesi gibi küresel kriz sonucunda ülke kredi notunda 2 puanlık bir düşüş öngörmüş ve 2012 yılına kadar bu notu korumuştur. S&P ise Çek Cumhuriyeti için küresel krizin etkilerine rağmen herhangi bir düşüş öngörmemiş, ayrıca 2011 yılında Çek Cumhuriyeti'nde yaşanan siyasi ve ekonomik gelişmelerin, özellikle bütçe dengesinde meydana gelen olumlu gelişmelerin, ilerleyen dönemler için güven verdiğini belirterek ülke kredi notunu iki puan birden artırmıştır (Grafik 3.15). Fakat, 2010 yılı ve 2011 yılı tahminlerini etkileyen, 2010 yılı için modelde kullanılan göstergelerde, siyasi istikrar ve büyüme beklentileri dışında not artırımına sebep olacak herhangi bir olumlu değişikliğin olmadığı, aksine borç stokunun GSYH'ya oranının 2010 yılındaki yüzde 37,9 seviyesinden 2011 yılında yüzde 41 seviyesine çıktığı gözlemlenmektedir. Bunların yanı sıra 2010 yılına

kıyasla işsizliğin 0,6 puan, enflasyonun ise 0,5 puan arttığı görülmektedir. Çek Cumhuriyeti'nde yaşanan iki puanlık kredi notu artışının sebebinin ekonomik verilerin kötüleşmesine rağmen küresel kriz ve Avrupa borç krizinde diğer ülkelere göre daha iyi bir performans göstermesi olabileceği düşünülmektedir.

Model sonuçları küresel krizin daha tam olarak başlamadığı 2007 yılı için ayrıca incelediğinde küresel krizin S&P ve model sonuçları üzerindeki etkisi daha belirgin bir şekilde görülmektedir (Tablo 3.11). Model sonuçları ve S&P kredi notları 2007 yılı ve 2012 yılları için kıyaslandığında model sonuçları ve S&P notları arasındaki farklılığın azaldığı görülmektedir. Özellikle Avusturya, Belçika, Finlandiya ve Hollanda gibi gelişmiş AB üyesi ülkelerin model sonuçlarının S&P notlarına yaklaştığı ve bazı ülkelerin eşitlendiği görülmektedir. Bu kıyaslamadan çıkan diğer bir önemli bulgu ise İspanya, Yunanistan ve Portekiz gibi ülkelerin küresel krizden önce S&P tarafından alması gerekenden fazla not aldıkları ve kriz sürecinde ise bu fazla notların işaretlerinin negatife dönüştüğüdür.

Tablo 3.11: 2007 Yılı İçin S&P Ülke Kredi Notları ve Model Tahminleri

ÜLKE	TAHMİN	S&P	ÜLKE	S&P	TAHMİN
ABD	AAA	AAA	**Kolombiya**	BB+	BB+
Almanya	AAA	AA+	**Kore**	A	AA
Avustralya	AAA	AAA	**Kuveyt**	AA-	AAA
Avusturya	AAA	AA+	**Letonya**	BBB+	A+
Belçika	AA+	AA-	**Litvanya**	A	A+
Brezilya	BB+	BB+	**Macaristan**	BBB+	BBB+
Bulgaristan	BBB	BBB	**Malezya**	A-	A-
Çek Cumhuriyeti	A	AA-	**Malta**	A	A
Çin	A	A-	**Meksika**	BBB+	BBB
Endonezya	BB-	BB-	**Mısır**	BB+	B+
Estonya	A	AAA	**Norveç**	AAA	AAA
Filipinler	BB-	BB-	**Panama**	BB	BBB
Finlandiya	AAA	AAA	**Peru**	BB+	BB+
Fransa	AAA	AA+	**Polonya**	A-	A-
G. Afrika	BBB+	BBB+	**Portekiz**	AA-	A
Hırvatistan	BBB	A-	**Romanya**	BBB-	BBB+
Hollanda	AAA	AAA	**Singapur**	AAA	AAA
İngiltere	AAA	AAA	**Slovakya**	A	AA-
İrlanda	AAA	AAA	**Slovenya**	AA	AA+
İspanya	AAA	AA	**Tayland**	BBB+	BBB-
İsrail	A	A-	**Tunus**	BBB	BBB
İsveç	AAA	AAA	**Türkiye**	BB-	BBB
İsviçre	AAA	AAA	**Ürdün**	BB	BB
İtalya	A-	A+	**Venezüella**	BB-	BB
Japonya	A-	AA	**Yeni Zelanda**	AA+	AAA
Kanada	AAA	AAA	**Yunanistan**	A	A-
Kazakistan	BBB	BBB-			

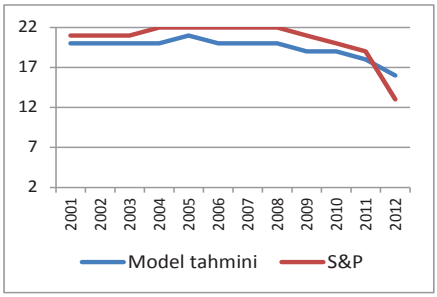
Kaynak: Model tahmin sonuçları, Countryeconomy

Romanya ve Slovakya gibi bazı ülkeler için ise 2012 yılında model sonuçları ve S&P notları aynı iken 2007 yılında model sonuçlarının S&P'nin iki puan üzerinde kaldığı görülmektedir (Tablo 3.11). Bu durum bu ülkelerin kriz öncesi dönemde model sonuçlarına göre almaları gereken nottan düşük nota sahip olduklarını göstermektedir.

2012 ve 2007 yılları model sonuçlarında dikkat çekici bir nokta ise Çin'in ülke notunun 2012 yılında S&P ile aynı 2007 yılında ise S&P'nin bir not altında kalmasıdır. Çin'de 1978 yılında öncelikle tarım kesiminde yaşanan hızlı liberalizasyonla başlayan reform süreci 1980'lerde sanayi kesiminin de reforma tabi tutulmasıyla devam etmiştir (Yılmaz, 2012). 1980'lerden bu yana Çin, yılda ortalama yüzde 10 oranında büyüme kaydetmekte ve dünyanın en büyük ekonomileri arasında yer almaktadır. Kaydettiği doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıyla dünyanın üretim merkezi haline gelen Çin, uzun yıllardır dış ticaret fazlası vermektedir. Dış borç problemi bulunmayan Çin tasarruf oranının da en yüksek olduğu ülkelerden bir tanesidir. Buna karşın, Çin'in notunun model sonuçlarına göre 2012 yılında S&P ile aynı (AA-), 2007 yılında ise S&P'den bir puan daha düşük (A-) aldığı görülmektedir. Bu durum, Çin'in düşük olan yönetim göstergelerinden ve gelişmiş ülkelere nazaran çok düşük kalan kişi başına düşen milli gelirinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

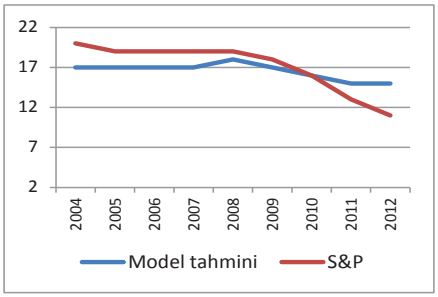
Ülke kredi notları 2000 yılı sonrası için incelendiğinde İspanya ve Portekiz'in kredi notlarının diğer ülkelerden farklı bir tarihsel yapı izlediği Grafik 3.16 ve Grafik 3.17'de görülmektedir.

Grafik 3.16. İspanya Ülke Kredi Notu



Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

Grafik 3.17. Portekiz Ülke Kredi Notu



Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

İspanya ve Portekiz'in S&P tarafından verilen ülke kredi notları, 2010 yılına kadar model tahmininin üzerinde yer alırken 2010 yılından sonra sert bir not düşüşü ile birlikte model tahmininin altına inmektedir. İspanya ve Portekiz için model tahminleri 2008 yılında ortaya çıkan küresel finansal krizin etkisiyle bozulan ekonomik ve mali dengeler nedeniyle kriz ve sonrası dönemde kademeli bir düşüş sergilerken, S&P kredi notları gecikmeli ve daha sert bir düşüş sergilemiştir.

Çalışmada kullanılan model tahminleri ile S&P ülke kredi notları arasında meydana çıkan not farklılıkları KDK'lara yapılan eleştirilerin haklılık payını ortaya koymaktadır. Bölüm 1.3.4'te de bahsedildiği üzere KDK'ların eleştirildiği noktalardan bir tanesi ekonomik krizleri öngörememelerinin yanı sıra ortaya çıkan krizleri yaptıkları not değişiklikleriyle iyice derinleştirmeleridir. 1990'lı yıllarda yaşanan krizler sırasında ortaya çıkan bu eleştiriler küresel finansal krizde ve sonrasında da tekrar gündeme gelmiştir. Bu çalışmada da S&P'nin İspanya, Yunanistan ve Portekiz gibi ülkeler için vermiş olduğu notlar ile model sonuçları değerlendirildiğinde S&P'nin küresel krizi ve kriz sonrası özellikle AB ülkelerinde baş gösteren kamu borç krizini öngöremedikleri anlaşılmaktadır.

KDK'lara yönelik yapılan krizleri öngörememeleri ve daha derinleştirmeleri eleştirisinin küresel kriz ve sonrasında ortaya çıkan Avrupa borç krizi süresince İspanya, Yunanistan ve Portekiz için geçerli olduğu görülmektedir. Çalışmada kullanılan model bu ülkeler için daha yumuşak ve zamana yayılmış bir not geçişi öngörürken, S&P hem not düşüşünü gerçekleştirmede geç kalmış hem de kısa süre içinde büyük ölçekli not düşüşleri gerçekleştirmiştir.

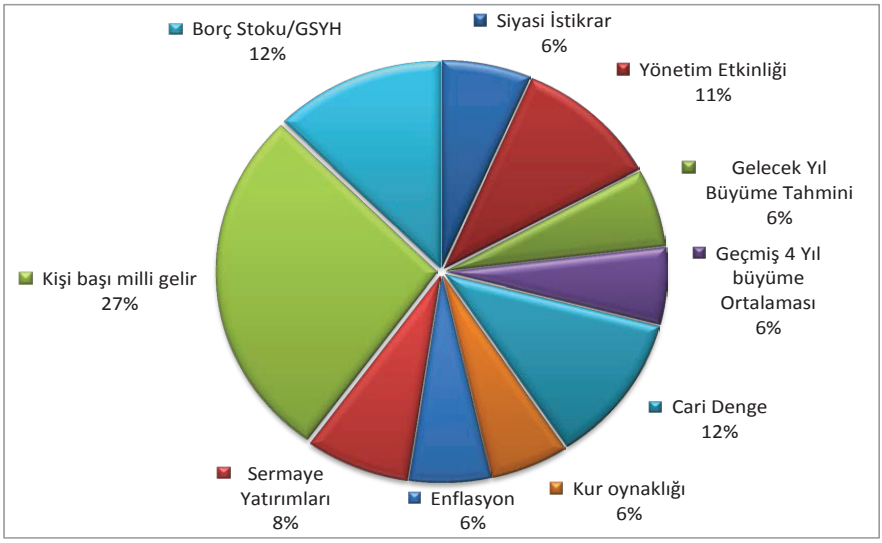
Model sonuçlarına göre kullanılan değişkenlerin Türkiye'nin ülke kredi notuna etkisi incelendiğinde, kredi notunu belirleyen en önemli faktörün kişi başına düşen milli gelir olduğu Grafik 3.18'de görülmektedir. Bu durumun, kişi başına düşen milli gelirin ekonomik ve teknolojik gelişmişliğini göstermesi nedeniyle hem S&P ülke kredi notu değerlendirme kriterleriyle hem de yapılmış önceki çalışmalarla tutarlı olduğu düşünülmektedir.

Ülke notunu etkileyen diğer önemli faktörlerin genel yönetim brüt borç stokunun GSYH'ya oranı ve cari denge olduğu görülmektedir. Diğer ekonomik ve

sosyal değişkenler kredi notu üzerinde yakın etkilere sahipken yönetim etkinliği göstergesinin ülke kredi notu üzerinde borç stoku kadar etkiye sahip olduğu görülmektedir (Grafik 3.18).

Borç stokunun GSYH'ya oranının ve cari dengenin ülkenin döviz ihtiyacının önemli bir göstergesi olması sebebiyle ağırlıklarının yüksek çıkması beklenen bir durumdur.

Grafik 3.18. 2012 Yılı İçin Türkiye'nin S&P Kredi Notunun Belirleyicileri



Kaynak: S&P Ülke Kredi Notu Model Tahminleri

3.2.4.2. Moody's ülke kredi notlarının tahmini

Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun notlarını tahmin etmek için S&P analizinde kullanılan değişkenler kullanılmıştır. Moody's'in ülke kredi notu belirleme rehberinde (Moody's Rating Methodology) kişi başına düşen milli gelirin yanı sıra ülkelerin ekonomik büyüklüklerinin de önemli bir etken olduğu ifade edilmektedir. Bu kapsamda, ekonomik büyüklüğü de denkleme dâhil etmek üzere ülkelerin kişi başına düşen milli gelirleri ülke ekonomisinin dünya ekonomisinden aldığı pay ile çarpılarak yeni bir değişken (uyarlanmış kişi başı milli gelir) elde edilmiş ve oluşturulan Moody's modelinde bu değişken kullanılmıştır. Modelin

tahmini için öncelikle EKK yöntemi kullanılmış, sonuçları Tablo 3.17'de verilmiştir. Moody's analizinde de ekonometrik testler sırasıyla uygulanmıştır.

Öncelikle, Panel veri modellerinin tahmininde kullanılan havuzlanmış (pooled), rassal etkili model veya sabit etkili modellerden hangisinin kullanılacağının belirlenmesi için Breusch-Pagan LM testi uygulanmıştır.

Tablo 3.12. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli Breusch-Pagan LM Test İstatistikleri Sonuçları

	Model 1
Ki-kare (1)	363,52
Prob> Ki-kare	0,00

H_0: Var (u) = 0

Rassal etkileri içeren Model 2 ile Model 1'in hangisinin uygun olduğunu belirlemek için yapılan LM testinde, belirlenen hata payı ki-kare istatistiğine ait olasılık değerinden daha büyük olduğundan yatay kesitler arasında varyansın sıfır olduğuna dair hipotez reddedilmekte, dolayısıyla yatay kesitler arasında önemli bir farklılığın olduğu ve panel etkisinin varlığı görülmektedir (Tablo 3.12).

Rassal ya da sabit etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını test etmek üzere Hausman testinden faydalanılmıştır. Hausman test istatistiği sonuçları "Rassal etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir." boş hipotezini reddederek hata terimleri bileşenleri ile bağımsız değişkenlerin ilişkili, dolayısıyla sabit etkili modelin (Model 3) kullanılmasının uygun olduğunu göstermektedir (Tablo 3.13).

Tablo 3.13. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli Hausman Test İstatistikleri Sonuçları

	Model 2
Ki-kare (14)	59,24
Prob>Ki-kare	0,00

H_0: Rassal etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir.

Zaman serisi için sabit etkilerin anlamlı olup olmadığını test etmek için F istatistiği uygulandığında Tablo 3.14'te yer alan test sonuçlarına göre "Yıl katsayıları sıfıra eşittir." boş hipotezi reddedilmekte ve yıl etkisinin modelde anlamlı olduğu sonucuna varılmaktadır.

Tablo 3.14. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli F istatistiği Sonuçları

	Model 3
Ki-kare(14) = 44.62	44,62
Prob > Ki-kare	0,00

Ho: Bütün yıl katsayıları sıfıra eşittir.

Yatay kesit ve zaman sabit etkileri içeren Model 3'te değişen varyans probleminin olup olmadığını sınamak üzere yapılan Wald Test istatistiğinin sonuçları Tablo 3.15'te yer almaktadır. Wald istatistik sonuçlarına göre belirlenen hata payı ki-kare istatistiğine ait olasılık değerinden daha büyük olduğundan değişen varyans olmadığına dair boş hipotez reddedilmektedir.

Tablo 3.15. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli Wald Test İstatistiği Sonuçları

	Model 3
Ki-kare (65)	25202,53
Prob>Ki-kare	0,00

H_0: $Var(u_i) = \sigma^2$

Regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi, farklı gözlemler için aynı hatalar arasında ilişki olmaması, istatistiksel ifade ile değişkenler arasında otokorelasyon olmamasıdır. Modelde otokorelasyon probleminin olup olmadığı Wooldridge otokorelasyon testi ile sınanmıştır.

Tablo 3.16. Moody's Ülke Kredi Notu Modeli Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları

	Model 3
F(1, 55)	12,211
Prob > F	0,0009

H_0: Birinci dereceden (first order) otokorelasyon yoktur.

Test sonuçlarına göre "birinci dereceden (first order) otokorelasyon yoktur" boş hipotezi reddedilmekte, dolayısıyla modelde otokorelasyon problemi olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır (Tablo 3.16). Değişen varyans ve otokorelasyon problemini bir arada çözebilmek ve tutarlı ve etkin tahmin ediciler elde edebilmek için "uygun genelleştirilmiş en küçük kareler" (feasible generalized least squares, FGLS) yönteminin kullanılması gerekmektedir. Fakat FGLS zaman kesitinin yatay kesitten büyük olduğu panel veri analizlerinde uygun bir yöntem olarak görülmektedir (Beck ve Katz, 1995). Wooldridge (2011) yatay kesitin gözlem sayısından büyük olduğu panel veri setlerinde ise değişen varyans ve otokorelasyon problemini bir arada çözebilmek için sağlam (robust) tahmin edicileri içeren kümelenmiş (clustered) hata terimleriyle tahminin uygun olacağını belirtmektedir. Bu durumda değişen varyans ve otokorelasyon problemini giderebilmek için Model3 kümelenmiş standart hata terimleriyle yeniden tahmin edilmiştir.

Tablo 3.17. Moody's Model Tahminleri

DEĞİŞKENLER	Model 1 (EKK)	Model 2 (RE)	Model 3 (SE)	Model 4 (SE*)
Hukukun Üstünlüğü	**0.0404****	**0.0672****	**0.0822***	**0.112***
	(0.0184)	(0.0267)	(0.0427)	(0.0644)
Mevzuat Kalitesi	**0.00696**	**0.00457**	**-0.0289**	
	(0.0475)	(0.0540)	(0.0603)	
İfade Özgürlüğü ve Şeffaflık	**0.0209**	**0.0826***	**0.141****	
	(0.0397)	(0.0481)	(0.0567)	
Yolsuzluğun Önlenmesi	**0.0417**	**0.136*****	**0.184*****	
	(0.0374)	(0.0444)	(0.0510)	
Yönetim Etkinliği	**0.238*****	**0.107***	**0.123***	**0.187****
	(0.0543)	(0.0620)	(0.0737)	(0.0914)
Siyasi İstikrar	**-0.0140**	**-0.00532**	**-0.0151**	
	(0.0120)	(0.0157)	(0.0195)	
Geçmiş 4 Yıl Büyüme Ortalaması	**1.536*****	**1.642*****	**1.380*****	**0.799****
	(0.336)	(0.310)	(0.338)	(0.382)
Gelecek Yıl Büyüme Tahmini	**-0.607**	**0.755****	**1.205*****	**1.391****
	(0.419)	(0.355)	(0.360)	(0.690)
Cari Denge$_{(t-1)}$	**0.589*****	**0.399*****	**0.344*****	**0.192***
	(0.0984)	(0.115)	(0.131)	(0.101)
Kur Oynaklığı$_{(t-1)}$	**-0.124*****	**-0.0455**	**0.00409**	**-0.0365**
	(0.0298)	(0.0420)	(0.0507)	(0.0247)
Enflasyon$_{(t-1)}$	**-0.793*****	**-0.661*****	**-0.631*****	**-0.873*****
	(0.221)	(0.201)	(0.210)	(0.154)
Uyarlanmış Kişi Başı Milli Gelir$_{(t-1)}$	**0.0731*****	**0.0744*****	**0.0160**	**0.212****
	(0.00957)	(0.0168)	(0.0585)	(0.0814)
Borç Stoku/GSYH$_{(t-1)}$	**-0.200*****	**-0.348*****	**-0.575*****	**-0.578*****
	(0.0392)	*(0.0655)*	(0.100)	(0.107)
Para Arzı$_{(t-1)}$	**0.0129**	**0.0214**	**0.0125**	
	(0.0129)	*(0.0219)*	*(0.0359)*	
Ticari Açıklık$_{(t-1)}$	**-0.0400*****	**-0.0224**	**0.0522**	
	(0.0139)	*(0.0239)*	*(0.0458)*	
Net Borçlanma$_{(t-1)}$	**-0.294*****	**-0.176**	**-0.165**	
	(0.106)	*(0.123)*	*(0.134)*	
Sermaye Yatırımları/GSYH$_{(t-1)}$	**0.133*****	**0.212*****	**0.209*****	**0.133****
	(0.0357)	*(0.0442)*	(0.0554)	(0.0579)
Faiz Ödemeleri/Gelirler$_{(t-1)}$	**-0.625*****	**-0.155**	**-0.0302**	
	(0.121)	*(0.163)*	*(0.225)*	
Temerrüt Geçmişi	**-0.218*****	**-0.178*****	**-0.175*****	**-0.115**
	(0.0186)	(0.0235)	(0.0292)	(0.0890)
Rezerv Para	**0.0982*****	**0.120*****	**0.0836**	**0.0633****
	(0.0252)	(0.0398)	(0.0515)	(0.0304)
Sanayileşme	**0.0538**	**0.0601****	**0.0848*****	**0.113*****
	(0.0360)	(0.0303)	(0.0312)	(0.0382)
Sabit katsayı	**0.539*****	**-0.104**	**-0.149**	**-0.718**
	(0.174)	(0.240)	(0.611)	(0.956)
Gözlem sayısı	**822**	**822**	**822**	**868**
R^2	**0.824**	**0.805**	**0.826**	**0.808**
Ülke sayısı	**68**	**68**	**68**	**69**

Parantez içindeki ifadeler standart hata terimleridir.
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Model.3'ün kümelenmiş standart hata terimleriyle tahmin edilmesiyle en uygun model olarak otokorelasyon ve değişen varyans problemleri içermeyen, yatay ve zaman kesitinde sabit etkileri içeren Model 4 elde edilmiştir. Moody's'in notlarını tahmin etmeye yönelik en uygun model olarak seçilen Model 4 sonuçları

incelendiğinde; hukukun üstünlüğü ve cari denge değişkenlerinin yüzde 90 güven aralığında anlamlılığa sahip olduğu görülmektedir (Tablo 3.17). Yönetim etkinliği, gelecek yıl büyüme tahmini, geçmiş 4 yıl büyüme ortalaması, uyarlanmış kişi başına düşen milli gelir ve sermaye yatırımlarının GSYH'ya oranı değişkenlerinin yanı sıra rezerv para kukla değişkeni de yüzde 95 güven aralığında anlamlılığa sahiptir. Bununla birlikte enflasyon, borç stokunun GSYH'ya oranı ve sanayileşme kukla değişeni yüzde 99 güven aralığında anlamlılığa sahiptir. Diğer yandan, kur oynaklığı ve temerrüt geçmişi kukla değişkeninin anlamlılığı yüzde 90 düzeyinin altında kalmış fakat diğer modellerde de kullanılan önemli değişkenler olması nedeniyle modele dâhil edilmiştir.

Tablo 3.18. 2012 Yılı Moody's Ülke Notları ve Model Tahminleri

ÜLKE	Moody's	TAHMİN	ÜLKE	Moody's	TAHMİN
ABD	Aaa	Aa1	**Kanada**	Aaa	Aa2
Almanya	Aaa	Aaa	**Kazakistan**	Baa2	Ba1
Avustralya	Aaa	Aaa	**Letonya**	Baa3	Baa1
Avusturya	Aaa	Aa3	**Litvanya**	Baa1	Baa1
Belçika	Aa3	A2	**Macaristan**	Ba1	Ba1
Brezilya	Baa2	Baa2	**Malezya**	A3	A2
Bulgaristan	Baa2	Baa2	**Malta**	A3	A3
Çek Cum.	A1	A2	**Meksika**	A3	A3
Çin	Aa3	A3	**Mısır**	Baa2	Baa1
Endonezya	Baa3	Ba1	**Norveç**	Aaa	Aaa
Estonya	A1	Aa2	**Pakistan**	Caa1	Caa1
Fas	Ba1	Ba2	**Panama**	Baa2	A2
Filipinler	Ba1	Ba1	**Peru**	Baa2	Baa2
Finlandiya	Aaa	Aa2	**Polonya**	A2	Baa1
Fransa	Aa1	Aa2	**Portekiz**	Ba3	Baa3
Güney Afrika	Baa1	Baa2	**Romanya**	Baa3	Ba1
Güney Kore	Aa3	Aa2	**Singapur**	Aaa	Aaa
Hırvatistan	Baa3	Baa3	**Slovakya**	A2	A2
Hollanda	Aaa	Aa3	**Slovenya**	Baa2	A2
İngiltere	Aaa	Aa2	**Tayland**	Baa1	Ba1
İrlanda	Ba1	Baa1	**Tunus**	Baa3	Ba1
İspanya	Baa3	Baa1	**Türkiye**	Ba1	Baa2
İsrail	A1	A2	**Ürdün**	Ba2	Ba2
İsveç	Aaa	Aaa	**Venezüella**	B2	B3
İsviçre	Aaa	Aaa	**Yeni Zelanda**	Aaa	Aaa
İtalya	Baa2	Baa3	**Yunanistan**	C	B2
Japonya	Aa3	A3			

Kaynak: Model tahmin sonuçları, Moody's

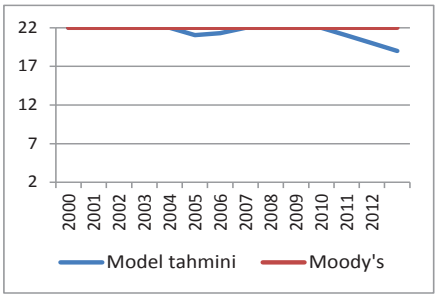
Tablo 3.18'de yer alan 2012 yılı için Moody's ülke kredi notları ile model tahmin sonuçları kıyaslandığında model ve Moody's'in on dokuz ülke için (Almanya, Avustralya, Brezilya, Bulgaristan, Filipinler, Hırvatistan, Litvanya,

Macaristan, Meksika, Malta, Norveç, Pakistan, Peru, Slovakya, Singapur, Yeni Zelanda, Ürdün, İsveç, İsviçre) aynı sonuçları verdiği görülmektedir. Üç ülke (Güney Kore, Malezya, Mısr) için model, Moody's kredi notlarının bir not fazla üzerinde tahmin vermektedir.

Model Estonya, Panama, İspanya, Letonyta ve Türkiye'nin notlarını Moody's'den 2 puan fazla tahmin etmektedir. Panama, Portekiz, Slovenya ve İrlanda için aradaki not farkı 3 puana kadar çıkarken Yunanistan için bu fark 6'ya çıkmaktadır. Model Yunanistan'ın kredi notunu 2012 yılı için "B2" olarak belirlerken Moody's Yunanistan'ın kredi notunu "C" olarak açıklamıştır. Bu not spekülatif seviyenin en düşük notudur. 2012 yılı S&P ve Fitch Ratings'in Yunanistan ülke kredi notları Moody's'e göre sırasıyla 5 ve 3 puan yukardadır. Genellikle çok yakın seyreden bu üç kuruluşun kredi notları Yunanistan için oldukça farklılaşmıştır. Model sonuçları ise S&P ve Fitch Ratings'in Yunanistan özelinde daha makul bir değerlendirme yaptıklarını ortaya koymaktadır.

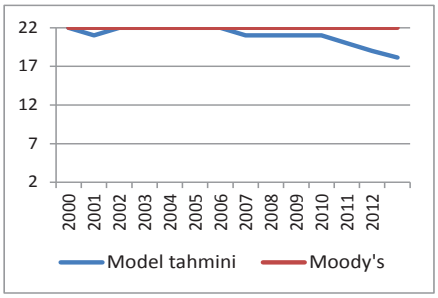
Diğer yandan, model; ABD, Endonezya, Fas, Fransa, Güney Afrika, Venezuella, Çek Cumhuriyeti, İsrail, Romanya ve İtalya'nın notlarının Moody's notlarına göre bir puan aşağıda tahmin ederken; Belçika, Finlandiya, Kanada, Kazakistan İngiltere, Belçika ve Polonya'nın notlarını 2 puan aşağıda tahmin etmektedir.

Grafik 3.19. Hollanda Ülke Kredi Notu (Moody's)



Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

Grafik 3.20. Avusturya Ülke Kredi Notu (Moody's)



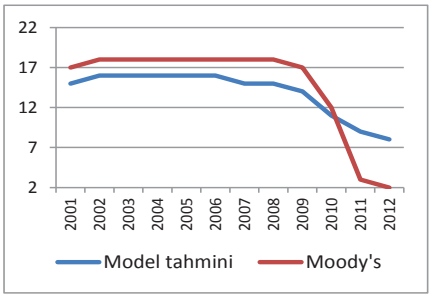
Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

2012 yılı için Model sonuçlarına göre notu olması gerekenden yüksek olan birçok ülkeyle benzer şekilde Hollanda ve Avusturya'nın notlarının da Garfik 3.19

ve Grafik 3.20'de görüldüğü gibi önceki dönemlerde model sonuçlarıyla çok yakın seyrettikleri görülmektedir. S&P için yapılan analizlerde de görüldüğü gibi 2010 yılından sonra başlayan not farklılaşmasının küresel krizin getirdiği ekonomik çalkantılar, büyüme beklentilerinin düşmesi, kamu borç oranlarının artması gibi nedenlerle, model ülke kredi notlarının düşmesini öngörürken Moody's'in bu ülkeler için herhangi bir not düşürmesinde bulunmamasından kaynaklandığı görülmektedir.

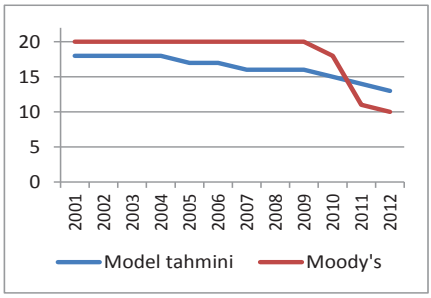
Grafik 3.21'de görüldüğü gibi Moody's, Yunanistan'ın ülke kredi notunu iki yıl içerisinde 15 puan birden düşürmüş ve en düşük spekülatif seviye notunu vermiştir. 2010 yılı Nisan ayında A3 olan Yunanistan'ın ülke kredi notu 2012 yılı Mart ayında C'ye kadar düşürülmüştür. Model sonuçları ise Yunanistan için Moody's'den farklı bir not değişim patikası öngörmektedir. Küresel kriz öncesinde Yunanistan için hiçbir zaman Moody's kadar yüksek kredi notu öngörmeyen model, 2006 yılından itibaren özellikle de kriz süresince kademeli bir not düşüşü tahmin etmiştir. Bu kapsamda, model sonuçları Moody's'in de Yunanistan için krizi öngöremediğini ve ülke notunu çok sert bir şekilde düşürerek krizi daha da derinleştirdiğini ortaya koymaktadır. Benzer bir durumun Portekiz için de yaşandığı Grafik 3.22'de görülmektedir.

Grafik 3.21. Yunanistan Ülke Kredi Notu (Moody's)



Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

Grafik 3.22. Portekiz Ülke Kredi Notu (Moody's)



Kaynak: Model tahminleri, Countryeconomy

Argitis ve Nikolaidi (2011) yapmış oldukları çalışmada Yunanistan'ın ve üç büyük KDK'nın 1990'lı yılların sonunda ve 2000'li yılların başında bir çeşit

Ponzi[18] oyunu oynadığı sonucuna ulaşmışlar, 2003 yılı sonrasını ise "Ultra-Ponzi" olarak nitelendirmişlerdir. Argitis ve Nikolaidi üç büyük KDK'nın da 2009 yılına kadar Yunanistan'a olması gerekenden çok yüksek notlar verdiğini, bu durumun ise kamu borç stokuna karşı önlem alması gereken Yunanistan'ı iyice borçlanmaya teşvik ederek krize sürüklediğini ifade etmişlerdir.

Tablo 3.19. 2007 Yılı İçin Moody's Ülke Notları ve Model Tahminleri

ÜLKE	MOODY'S	TAHMİN	ÜLKE	MOODY'S	TAHMİN
ABD	Aaa	Aaa	**Kazakistan**	Baa2	Ba1
Almanya	Aaa	Aa1	**Kolombiya**	Baa3	Ba1
Avustralya	Aaa	Aaa	**Kuveyt**	AA-	AA+
Avusturya	Aaa	Aaa	**Letonya**	A2	Aa3
Belçika	Aa1	Aa3	**Litvanya**	A	AA-
Brezilya	Ba1	Ba2	**Macaristan**	A2	Baa1
Bulgaristan	Baa3	Baa3	**Malezya**	A3	A3
Çek Cum.	A1	Aa2	**Malta**	A2	A2
Çin	A1	Baa2	**Meksika**	Baa1	Baa1
El Salvador	BB+	BB+	**Mısır**	Baa3	B2
Endonezya	Ba3	Ba3	**Norveç**	Aaa	Aaa
Estonya	A1	Aaa	**Pakistan**	B1	B3
Filipinler	B1	Ba3	**Panama**	Ba1	Baa2
Finlandiya	Aaa	Aaa	**Peru**	Ba2	Ba1
Fransa	Aaa	Aaa	**Polonya**	A2	A2
Güney Afrika	Baa1	Baa1	**Portekiz**	Aa2	A1
Güney Kore	A2	Aa1	**Romanya**	Baa3	Baa1
Hırvatistan	Baa1	A3	**Singapur**	Aaa	Aaa
Hollanda	Aaa	Aaa	**Slovakya**	A1	Aa2
İngiltere	Aaa	Aaa	**Slovenya**	Aa2	Aaa
İrlanda	Aaa	Aaa	**Tayland**	Baa1	Baa3
İspanya	Aaa	Aaa	**Tunus**	Baa2	Baa2
İsrail	A2	A2	**Türkiye**	Ba3	Baa2
İsveç	Aaa	Aaa	**Ürdün**	Ba2	Ba2
İsviçre	Aaa	Aaa	**Venezuella**	B2	B1
İtalya	Aa2	A3	**Yeni Zelanda**	Aaa	Aaa
Japonya	Aaa	A3	**Yunanistan**	A1	Baa1
Kanada	Aaa	Aaa			

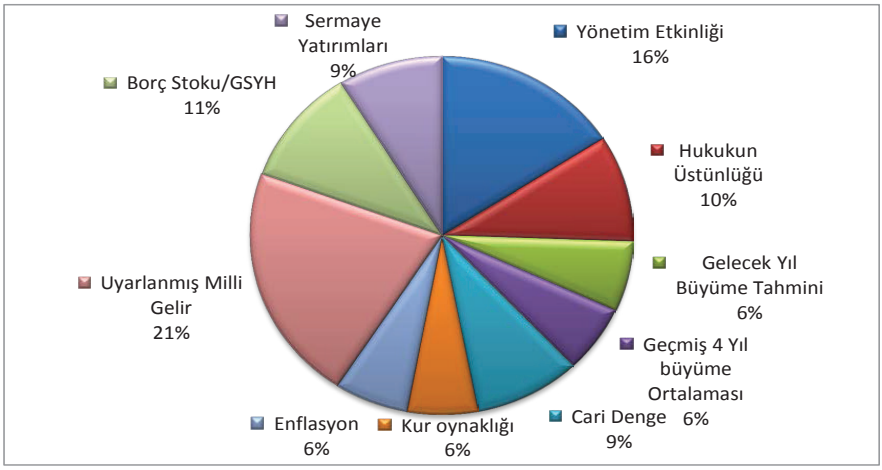
Kaynak: Countryeconomy, Model sonuçları

[18] Ekonomisi iyi durumda olan ya da faizi baskılayan bir ülkede reel faiz oranları oldukça düşüktür. Böyle bir durumda eğer bu ülkede mali kesime ilişkin kurallar yeterince sağlam belirlenmemişse ortaya çıkan kişi veya kurumlar, piyasa faizlerinin ya da yasal olarak belirlenen faizlerin üzerinde faiz önererek kaynakları çekebilmektedir. Bu yolla her seferinde sisteme yeni girenden alınan paranın eski girenlerin faizinin ödenmesinde kullanılan bir saadet zinciri yaratılabilmektedir. 1920 yılında ABD'de, posta kuponlarını kullanarak bu saadet zincirini bir sistem haline getiren Charles Ponzi, milyonlarca dolar kazanmış ancak sonu olmayan bu sistem çöküp de para yatıranlara paralarını ödeyemez hale gelince dolandırıcılıktan tutuklanarak hapse mahkûm olmuştur. Bu sisteme Charles Ponzi'nin adından hareketle Ponzi Oyunu adı verilmektedir (Eğilmez, 2013).

Tablo 3.19'da yer alan 2007 yılı için model tahmin sonuçları ve Moody's ülke kredi notları birlikte incelendiğinde model tahminleri ile ülke notlarının çok daha uyumlu olduğu görülmektedir. 2012 yılında 19 ülke için model sonuçları ve Moody's notları eşleşirken 2007 yılında 25 ülkede eşleşmektedir. Özellikle AB ülkelerinde bu uyumun daha çok arttığı görülmektedir. Bu durumun başlıca sebebinin ise model sonuçlarının yaşanan ekonomik ve sosyal gelişmeler doğrultusunda ülke kredi notlarının değişmesini öngörürken, Moody's kuruluşunun özellikle AB ülkeleri için not indirimi konusunda daha muhafazakâr davranması olduğu düşünülmektedir.

2007 yılı için model sonuçlarıyla Moody's notları karşılaştırıldığında modelle Moody's arasındaki not farklılaşmasının azaldığı görülmektedir (Tablo 3.19). 2007 yılı model sonuçlarında dikkati çeken bir husus gelişmiş ülkelerin notları daha fazla oranda Moody's notlarına yaklaşırken, Romanya, Hırvatistan, Panama ve Litvanya gibi nispeten daha az gelişmiş ve küçük ülkelerin notlarının Moody's notlarına göre daha yüksek çıkmasıdır.

Grafik 3.23. 2012 Yılı İçin Moody's Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri



Kaynak: Model tahmin sonuçları

Moody's için kurulan modelde yer alan değişkenlerin ülke notuna etkileri incelendiğinde S&P modelindekine benzer bir yapı ortaya çıkmakta ve kişi başına düşen milli gelirin ülke ekonomisinin dünyadan aldığı payla çarpılmasıyla elde

edilen uyarlanmış milli gelirin, kredi notunun en önemli belirleyicisi olduğu görülmektedir. Buna karşın yönetim göstergelerinin payının S&P'ye oranla daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır (Grafik 3.23).

3.2.4.3. Fitch Ratings ülke kredi notlarının tahmini

Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşunun notlarını tahmin etmek için S&P ve Moody's analizlerinde kullanılan ekonomik değişkenler kullanılmıştır. Diğer iki kuruluştan farklı olarak Fitch Ratings için yönetim göstergeleri tek tek modele dahil edilmemiş, 4 yönetim göstergesinin (hukukun üstünlüğü, yönetim etkinliği, şeffaflık, yolsuzluğun önlenmesi) ortalaması tek bir değişken olarak kullanılmıştır. Bu farklılığın sebebi Fitch Ratings'in yayımlamış olduğu ülke kredi notunun nasıl verildiğini anlatan rehberde yönetim göstergelerinin bu şekilde kullanılmasıdır.

İlk olarak modelin tahmininde EKK yöntemi kullanılmıştır. EKK yöntemiyle elde edilen Model 1 tahminleri Tablo 3.25'te verilmektedir. S&P ve Moody's çalışmalarında uygulanan testler Fitch Ratings analizinde de sırasıyla uygulanmıştır.

Öncelikle, panel veri modellerinin tahmininde kullanılan havuzlanmış (pooled), rassal etkili model veya sabit etkili modellerden hangisinin kullanılacağının belirlenmesi için Breusch-Pagan LM Testi uygulanmıştır.

Tablo 3.20. Breusch-Pagan LM Test İstatistikleri Sonuçları

	Model 1
Ki-kare (1)	388,20
Prob> Ki-kare	0,00

H_0: Var (u) = 0

EKK yöntemiyle tahmin edilen Model 1 ve rassal etkiler modeli ile tahmin edilen Model 2 ile yapılan Breusch-Pagan LM test istatistikleri sonuçlarına göre yatay kesitler arasında önemli bir farklılığın olduğu ve panel etkisinin varlığı sonucuna ulaşılmaktadır (Tablo 3.20)

Modelde yatay kesitler arasında önemli bir farklılığın olduğu sonucuna ulaşılmasının ardından, farklılığın rassal ya da sabit etkilerden mi kaynaklandığını belirlemek üzere Hausman test istatistiğinden faydalanılmıştır. Hausman test

istatistiği sonuçları "rassal etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir." boş hipotezini reddederek yatay kesitler arasında sistematik bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.21. Hausman Test İstatistikleri Sonuçları

	Model 2
Ki-kare (14)	36,18
Prob>Ki-kare	0,01

H_0: Rassal etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir.

Hausman testi sonucunda sabit etkili modelin kullanılmasıyla Tablo 3.25'te yer alan Model 3 sonuçları ortaya çıkmaktadır. Zaman serisi için sabit etkilerin anlamlı olup olmadığını test etmek için F istatistiğinden yararlanılmıştır. Tablo 3.22'de yer alan test sonuçlarına göre yıl katsayılarının sıfır olduğuna dair boş hipotez reddedilmemekte ve yıl etkisinin anlamlı olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Tablo 3.22. F istatistiği Sonuçları

	Model 3
Ki-kare(14, 670) =	1,23
Prob > F	0,2516

H_o: Yıl katsayıları sıfıra eşittir.

Yatay kesitler için sabit etkileri içeren Model 3'te değişen varyans problemlerininin olup olmadığını sınamak üzere Wald Testi uygulanmıştır.

Tablo 3.23. Wald Testi İstatistiği Sonuçları

	Model 3
Ki-kare (62)	31762,97
Prob>Ki-kare	0,000

H_0: $Var(Ui) = \sigma^2$

Wald test istatistiği sonuçlarına göre belirlenen hata payı ki-kare istatistiğine ait olasılık değerinden daha büyük olduğundan değişen varyans olmadığına dair boş hipotez reddedilmektedir. Dolayısıyla Model 3 değişen varyans problemi içermektedir (Tablo 3.23). Modelde otokorelasyon probleminin olup olmadığı Wooldridge otokorelasyon testi ile sınanmıştır.

Tablo 3.24. Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları

	Model 3
F(1, 60)	499,165
Prob > F	0,00

H_0: Birinci dereceden (first order) otokorelasyon yoktur.

Test sonuçlarına göre "birinci dereceden otokorelasyon yoktur" boş hipotezi reddedilmekte, dolayısıyla modelde otokorelasyon problemi olduğu sonucuna varılmaktadır (Tablo 3.24).

Bu durumda değişen varyans ve otokorelasyon problemini giderebilmek için Model 3, kümelenmiş standart hata terimleriyle tekrar çözülmüş ve otokorelasyon ve değişen varyans problemleri içermeyen yatay kesitte sabit etkileri içeren en uygun model olarak Model 4 elde edilmiştir (Tablo 3.25).

Tablo 3.25. Fitch Ratings Model Tahminleri

DEĞİŞKENLER	Model 1 (EKK)	Model 2 (RE)	Model 3 (SE)	Model 4 (SE*)
Yönetim Göstergeleri	0.238***	0.416***	0.420***	0.419***
	(0.0303)	*(0.0523)*	*(0.0602)*	*(0.109)*
Geçmiş 4 Yıl Büyüme Ort.	1.641***	1.040***	0.982***	0.942***
	(0.360)	*(0.263)*	*(0.265)*	*(0.353)*
Gelecek Yıl Büyüme Tahmini	-0.140	1.614***	1.743***	1.581***
	(0.488)	*(0.322)*	*(0.311)*	*(0.393)*
Cari Denge$_{(t-1)}$	0.430***	0.238**	0.283**	0.149*
	(0.103)	*(0.113)*	*(0.113)*	*(0.136)*
Kur oynaklığı$_{(t-1)}$	-0.0803***	0.0138	0.0167	
	(0.0254)	*(0.0336)*	*(0.0331)*	
Enflasyon$_{(t-1)}$	-0.415*	-0.357**	-0.236	-0.431***
	(0.228)	*(0.178)*	*(0.177)*	*(0.143)*
Kişi Başı Milli Gelir$_{(t-1)}$	0.0802***	0.0866***	0.0874	0.158**
	(0.00972)	*(0.0262)*	*(0.0540)*	*(0.0598)*
Ekonomi Büyüklüğü$_{(t-1)}$	0.0427***	0.0415**	0.0214	
	(0.00629)	*(0.0191)*	*(0.0698)*	
Borç Stoku/GSYH$_{(t-1)}$	-0.161***	-0.491***	-0.500***	-0.375***
	(0.0406)	*(0.0744)*	*(0.0809)*	*(0.103)*
Para Arzı$_{(t-1)}$	0.0362***	0.0650***	0.0582**	
	(0.0131)	***(0.0240)***	***(0.0282)***	
Ticari Açıklık$_{(t-1)}$	0.0233	0.0570*	0.0482	
	(0.0151)	*(0.0307)*	*(0.0356)*	
Net Borçlanma$_{(t-1)}$	-0.259***	-0.107	-0.108	
	(0.0973)	*(0.0971)*	*(0.0948)*	
Sermaye Yat. / GSYH$_{(t-1)}$	0.0100	0.0600	0.0799*	0.0769*
	(0.0383)	*(0.0444)*	*(0.0460)*	*(0.0424)*
Faiz Ödemeleri/Gelirler$_{(t-1)}$	-0.875***	-0.221	-0.0990	-0.238*
	(0.106)	*(0.151)*	*(0.155)*	*(0.226)*
Temerrüt Geçmişi	-0.206***	-0.127***	-0.0931***	-0.0934
	(0.0202)	*(0.0223)*	*(0.0225)*	*(0.0742)*
Rezerv Para	0.0214	0.0508	0.0402	0.0316
	(0.0238)	*(0.0341)*	*(0.0338)*	*(0.0206)*
Sanayileşme	0.0417	0.0701***	0.0755***	0.0629***
	(0.0321)	*(0.0216)*	*(0.0217)*	*(0.0202)*
Sabit katsayı	1.036***	-0.296	-0.318	-0.605
	(0.187)	*(0.288)*	*(0.534)*	*(0.621)*
Gözlem Sayısı	576	576	576	714
R2	0,83	0,78	0,75	0,74
Ülke sayısı	56	56	56	63

Parantez içindeki ifadeler standart hata terimleridir.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Model 4 sonuçlarına göre yönetim göstergeleri, geçmiş 4 yıl büyüme

ortalaması, gelecek yıl büyüme tahmini, enflasyon, borç stokunun GSYH'ya oranı ve sanayileşme kukla değişkenleri yüzde 99 güven aralığında anlamlı iken, kişi başı milli gelir yüzde 95 düzeyinde anlamlıdır. Cari denge, sermaye yatırımlarının GSYH'ya oranı ve faiz ödemelerinin toplam gelirlere oranı değişkenleri yüzde 90 güven aralığında anlamlılığa sahipken temerrüt geçmişi ve rezerv para kukla değişkenlerinin güven aralığı yüzde 90'ın dışında kalmıştır (Tablo 3.25).

Tablo 3.26. 2012 Yılı Fitch Ratings Ülke Kredi Notları ve Model Tahminleri

ÜLKE	Fitch	TAHMİN	ÜLKE	Fitch	TAHMİN
ABD	AAA	AA+	**İtalya**	A-	BBB
Almanya	AAA	AAA	**Japonya**	A+	A
Avustralya	AAA	AAA	**Kanada**	AAA	AA+
Avusturya	AAA	AA	**Kazakistan**	BBB	BB+
Belçika	AA	AA-	**Letonya**	BBB-	BBB+
Brezilya	BBB	BBB-	**Litvanya**	BBB	BBB+
Bulgaristan	BBB	BBB	**Macaristan**	BB+	BBB-
Çek Cum.	A+	A	**Malezya**	A-	BBB+
Çin	A+	BBB+	**Malta**	A+	A
Endonezya	BBB-	BB+	**Meksika**	BBB	BBB
Estonya	A+	AA	**Mısır**	B+	B
Filipinler	BB+	BB-	**Norveç**	AAA	AAA
Finlandiya	AAA	AAA	**Peru**	BBB	BBB
Fransa	AAA	AA+	**Polonya**	A-	A-
Güney Afrika	BBB+	BBB	**Portekiz**	BB+	BBB
Güney Kore	A+	AA	**Romanya**	BBB-	BBB-
Hırvatistan	BBB-	BBB-	**Singapur**	AAA	AA
Hollanda	AAA	AA+	**Slovenya**	A-	A-
İngiltere	AAA	AA+	**Tayland**	BBB	BBB-
İrlanda	BBB+	A	**Tunus**	BBB-	BB+
İspanya	BBB	A-	**Türkiye**	BB+	BBB
İsrail	A	A	**Yeni Zelanda**	AA	AAA
İsveç	AAA	AAA	**Yunanistan**	CCC	B+

Kaynak: Countryeconomy, Model tahmin sonuçları

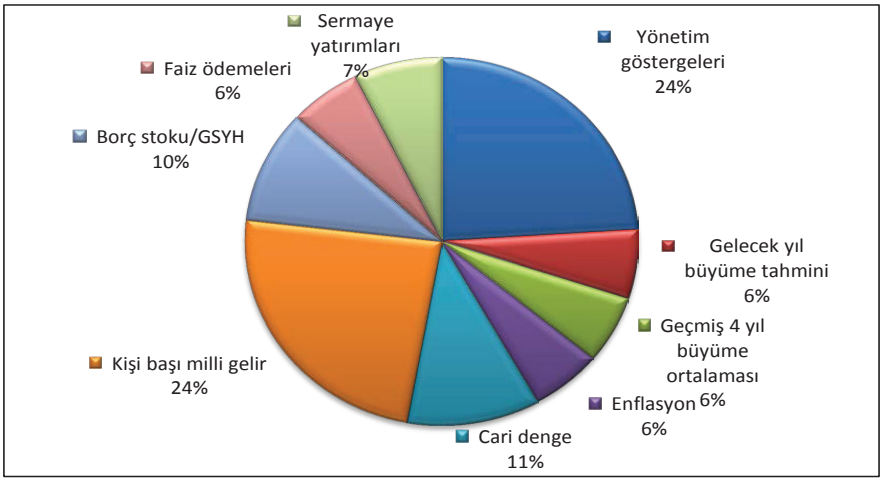
2012 yılı için Fitch Ratings kuruluşunun vermiş olduğu notlar ve modelden elde edilen tahminler Tablo 3.26'da yer almaktadır. Tahmin sonuçları ile not gerçekleşmeleri karşılaştırıldığında Almanya, Avustralya, Bulgaristan, Finlandiya, Hırvatistan, Meksika, Norveç, Peru, Polonya, Romanya, Slovenya, İsrail ve İsveç'in ülke kredi notlarının Fitch Ratings ile aynı olduğu görülmektedir. Buna karşılık; ABD, Belçika, Brezilya, Endonezya, Fransa, Güney Afrika, Hollanda, Japonya, Kanada, Malezya, Malta, Mısır, Tayland, Tunus, Çek Cumhuriyeti ise model sonuçlarından bir not yüksek kredi notuna sahip iken; Avusturya, Filipinler,

Kazakistan, Singapur ve İtalya ise Model sonuçlarından iki puan daha yüksek nota sahiptirler.

Diğer taraftan, Litvanya ve Macaristan model sonuçlarına göre olması gerekenden 1 not düşük alırken; Estonya, Güney Kore, Portekiz, Yeni Zelanda, İrlanda ve İspanya ve Türkiye'nin Fitch tarafından verilen ülke kredi notları model sonuçlarına kıyasla 2 not daha düşük kalmaktadır. 2012 yılı için yapılan karşılaştırmalarda model tahmini ile Fitch Ratings arasındaki not farklarının en önemli sebebinin küresel finansal kriz ve sonrasında özellikle Avro Bölgesinde yaşanan kamu borç krizlerinin olduğu görülmektedir.

Model 4'ten elde edilen sonuçlar ışığında Fitch Ratings'in vermiş olduğu ülke kredi notlarında, diğer iki kuruluştan farklı olarak en önemli etkenin yönetim göstergeleri olduğu görülmektedir. Diğer değişkenler arasında ise kişi başına düşen milli gelir, kredi notu belirleyicileri arasında öne çıkmaktadır. Fitch Ratings analizinde diğer iki analizden farklı olarak cari dengenin, borç stokunun ve diğer etkileri içeren sabit etkilerin daha az etkili olduğu görülmektedir (Grafik 3.24).

Grafik 3.24. Fitch Ratings Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri



Kaynak: Model tahmin sonuçları

Kriz öncesi ve kriz sonrası dönemde not tahminleri ile gerçekleşmeler arasındaki fark incelendiğinde krizin "tahmin-gerçekleşme" farklılaştırmasını artırdığı belirginleşmektedir. Nitekim 2012 yılında model ile Fitch Ratings 13 ülke

için aynı notu verirken 2007 yılında 21 ülke için aynı notu vermektedir (Tablo 3.26). Bu durumun ortaya çıkmasında küresel kriz sürecinde düşen ekonomik büyüme ortalamalarının ve büyüme tahminlerinin yanı sıra artan borç stokunun GSYH'ya oranın etkili olduğu düşünülmektedir.

Fitch Ratings notları ile model sonuçları 2007 yılı için karşılaştırıldığında notu aynı olan ülke sayısının toplam ülkelere oranının yüzde 39 olduğu görülmektedir. Model sonuçları ve Fitch Ratings notları arasındaki bir puanlık fark oranı 29 iken 2 puanlık fark oranı yüzde 22'dir. 2012 yılı ve 2007 yılı tabloları karşılaştırıldığında 2007 yılında model sonuçlarına göre olması gerekenden yüksek not alan ülkelerin 2012 yılında genellikle model sonuçlarıyla aynı not düzeyine geldikleri hatta bazı ülkelerin Fitch Ratings tarafından model sonuçlarının altında notlandırıldıkları görülmektedir (Tablo 3.27).

Tablo 3.27. 2007 Yılı İçin Fitch Ratings Ülke Kredi Notları ve Model Tahminleri

Ülke	Fitch	Tahmin	Ülke	Fitch	Tahmin
ABD	AAA	AAA	**Kanada**	AAA	AAA
Almanya	AAA	AA+	**Kazakistan**	BBB	BB+
Avustralya	AAA	AAA	**Kolombiya**	BB+	BB+
Avusturya	AA+	AA+	**Kuveyt**	AA-	AA+
Belçika	AA+	AA	**Letonya**	BBB+	AA-
Bolivya	B-	B	**Litvanya**	A	AA-
Brezilya	BB+	BB	**Macaristan**	BBB+	A-
Bulgaristan	BBB	BBB-	**Malezya**	A-	A
Çek Cum.	A	AA-	**Malta**	A+	A
Çin	BB	BB	**Meksika**	BBB+	BBB-
El Salvador	BB+	BB+	**Mısır**	BB+	B+
Endonezya	BB-	BB-	**Norveç**	AAA	AAA
Estonya	A	AAA	**Panama**	BBB	A
Filipinler	BB	BB-	**Peru**	BB+	BB+
Finlandiya	AAA	AAA	**Polonya**	A-	A-
Fransa	AAA	AA+	**Portekiz**	AA	A+
Güney Afrika	BBB+	BBB+	**Romanya**	BBB	A-
Güney Kore	A+	AA	**Singapur**	AAA	AAA
Hırvatistan	BBB-	BBB+	**Slovakya**	A	AA-
Hollanda	AAA	AAA	**Slovenya**	AA	AA+
İngiltere	AAA	AAA	**Tayland**	BBB+	BBB-
İrlanda	AAA	AAA	**Tunus**	BBB	BBB
İspanya	AAA	AA+	**Türkiye**	BB-	BBB
İsrail	A-	A	**Ürdün**	AAA	AA
İsveç	AAA	AAA	**Venezüella**	BB-	B
İsviçre	AAA	AAA	**Yeni Zelanda**	AA+	AAA
İtalya	AA-	A-	**Yunanistan**	A	BBB+
Japonya	AA	A-			

Kaynak: Countryeconomy, Model tahmin sonuçları

S&P ve Moody's analizinde varılan sonuçlarla paralel olarak küresel kriz öncesinde Fitch Ratings tarafından fazla notlandırılan bu ülkelerin küresel krizin etkilerini ağır bir şekilde hissetmeleri nedeniyle bozulan ekonomik ve mali yapılarından dolayı, yine Fitch Ratings tarafından verilen fazla notlar geri alınmış, model sonuçlarından bir miktar daha düşük notlar verilmiştir.

Model sonuçları ile Fitch Ratings notları arasındaki farklılıklar önceki yıllarda yapılmış çalışmalarla benzerlik göstermektedir. Ferri, ve dğerlerinin (1999) Asya krizi kapsamında KDK'ların verdikleri notların dönemselliğini inceleyen çalışmalarında da Doğu Asya ülkelerinin kredi notu ortalamalarının Asya krizi öncesinde kendi kurdukları modele göre olması gerekenden yüksek olduğu sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte, yazarlar kriz süresince yüksek not düşüşlerine dikkat çekerek kendi modellerinin bu derece yüksek düşüşler öngörmediğini özellikle Güney Kore ve Tayland'ın ülke notlarının hiçbir zaman yatırım yapılabilir seviyenin altına düşmediğini belirtmektedirler.

3.2.5. Kredi notu analizlerinin genel değerlendirmesi

S&P, Moody's ve Fitch Ratings kuruluşlarının ülke kredi notlarını tahmin etmeye yönelik oluşturulan model sonuçları, bu üç KDK'nın kredi notu verirken ağırlıklı olarak kamu borç yükünü, kişi başına düşen milli geliri, cari işlemler dengesini ve yönetim göstergelerini dikkate aldıklarını göstermektedir.

Üç KDK için ayrı ayrı yapılan model tahminleri ile bu kuruluşların vermiş oldukları kredi notları birlikte değerlendirildiğinde, model tahminleri ile bu kuruluşların notlarının büyük oranda örtüştüğü ancak kriz dönemlerinde bazı ülkeler için ayrıştığı görülmektedir. Özellikle küresel kriz ve sonrasında yaşanan Avrupa borç krizi sürecinde, KDK'ların İngiltere, Belçika ve Hollanda gibi bazı AB ülkeleri için model sonuçlarına göre fazla iyimser kaldığı sonucuna ulaşılmaktadır. Diğer taraftan, KDK'lar tarafından İspanya, Portekiz ve Yunanistan gibi ülkelere krizden önce verilmiş fazla notların kriz sürecinde sert bir şekilde düşürüldüğü görülmektedir. Bu kapsamda, model tahminleri KDK'lara yönelik yapılan krizleri öngörememe ve mevcut krizleri daha da derinleştirme eleştirisini ülke örnekleriyle desteklemektedir.

4. TÜRKİYE'NİN ÜLKE KREDİ NOTU ANALİZİ VE İLERİYE DÖNÜK SENARYOLAR

Bu bölümde Türkiye'nin KDK'lar ile ilişkileri ve KDK'ların ülkemize verdikleri kredi notlarının Bölüm 3'te yapılan analizler ışığında değerlendirmesi yapılmaktadır. Ayrıca bu bölümde, ülkemizin kredi notunun artırılmasına dair politika önerileri ve alternatif senaryolarla ileriye dönük ülke kredi notu tahminlerine yer verilmektedir.

4.1. Derecelendirmenin ve Ülke Kredi Notunun Türkiye'deki Gelişimi

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 kararlarıyla başlayan süreçte büyük bir dönüşüme uğramış, içe dönük ithal ikameci ekonomi politikasını terk ederek, dışa açık ve ihracata dayalı bir ekonomik büyüme modelini tercih etmiştir. Ekonomik büyüme stratejisinin değiştirilmesi ve reel ekonomide yaşanan dönüşüm finans sektöründe de değişimi gerekli kılmış, sermaye hareketliliğine yönelik önemli değişiklikler yaşanmıştır (Öztürk ve Özyakışır, 2005). Öncelikle, sermaye piyasalarının düzenlenmesi, desteklenmesi ve denetlenmesi ile güvenli, şeffaf ve dengeli bir şekilde işlemesini sağlayarak sermaye piyasalarının gelişimini desteklemek üzere 1981 yılında "2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu" çıkartılmıştır. Buna ek olarak sermaye piyasalarının koşulları ve işleyiş mekanizması üzerinde düzenleme ve denetleme yetkileriyle donatılmış Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 1982 yılında kurulmuştur.

Finansal serbestleşmenin bir diğer ayağı olarak faiz oranları devlet kontrolünden kademeli olarak çıkartılmış ve Merkez Bankasının (TCMB) Haziran 1987'de yayımladığı bir tebliğle, bankalara belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını kendileri belirlemeleri için izin verilmiştir. 12 Ekim 1988'de ise tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır (Orhan ve Erdoğan, 2005). Bunların yanı sıra, TCMB bünyesinde bankacılık sisteminin etkin çalışmasını sağlamak ve nakit yönetimi anlayışının gelişmesine yardımcı olmak üzere 2 Nisan 1986 tarihinde Bankalararası Para Piyasası, döviz rezervlerinin daha etkin bir şekilde kullanılmasına olanak sağlamak üzere para politikası araçlarından birisi olan Döviz ve Efektif Piyasaları Ağustos 1988'de kurulmuştur. Ayrıca, 1980'lerin başında patlak veren "banker"

krizinin, birçok yatırımcının ve mudinin zarar etmesine neden olmasının ardından piyasanın yeniden düzenlenmesi ihtiyacı ortaya çıkınca yeni bir borsa kurulması için çalışma başlatılmıştır. İlk olarak 1984 yılında "Menkul Kıymet Borsaları Hakkındaki Kanun Hükmünde Kararname" çıkarılmış, 1986 yılının başında ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ikinci el Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasası olarak faaliyete başlamıştır. Aynı yıl, para politikası uygulaması da değişikliğe uğramıştır. Yeni para politikası rejimi çerçevesinde TCMB'nin temel amacı bankacılık sisteminin toplam rezervlerini denetlemek suretiyle para arzını kontrol etmek olarak belirlenmiştir.

Türkiye'de sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi, 1980'lerin başında başlatılan ekonomik ve finansal reformlarla paralel olarak yürütülmüş, liberalleşme süreci 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanan 32 sayılı Kararname ile tamamlanmıştır. Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle sermaye hareketleri tamamen liberalleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik önemli adımlar atılmıştır. 32 sayılı kararnameyle getirilen temel düzenlemeler şöyledir:

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tâbi değildirler.
- Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizi ülke içine getirebilirler.
- Yurt dışında yerleşik kişilerin İMKB'de kote edilmiş ve SPK izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; TCMB tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurt dışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurt dışına menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.

- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurt dışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.
- Bankalar ve özel finans kurumları ithalât, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir (İstemihan, 2004) .

Bu gelişmeler ile birlikte Türkiye, 1992 yılında S&P'nin verdiği ülke kredi notuyla kredi derecelendirmesi ile tanışmıştır. Daha sonra Moody's ve Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşları da Türkiye için kredi derecelendirme faaliyetlerine başlamışlardır.

Türk finansal sistemini geliştirmek ve sağlam bir yapıya kavuşturmak üzere SPK önemli çalışmalarda bulunmuştur. Finans sektörüne istikrar ve güven kazandırmak üzere derecelendirme faaliyetlerinin artırılarak rekabetçi, şeffaf ve finansal yapısı güçlü kurumların piyasaya girmesi hedeflenmiştir. Bu kapsamda, Sermaye Piyasası Kurulu'nun kredi derecelendirme kuruluşlarının hangi şartlarda çalışacağını ve görev tanımını anlatan Seri: VIII, No: 51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 12.07.2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ uyarınca, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Tebliğde kredi derecelendirmesi -ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya

borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti- kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ise, ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti- olarak tanımlanmıştır[19].

Derecelendirme, Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır. Bu kapsamda, kredi derecelendirme alanında SPK tarafından yetkilendirilen 6 adet Türkiye menşeili, 3 adet yabancı KDK bulunmaktadır (Tablo 4.1).

Tablo 4.1. Türkiye'de Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması SPK Tarafından Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. **2-** JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. **3-** TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. **4-** Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. **5-** Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. **6-** TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	**1-** Standards and Poor's Corp. **2-** Moody's Investor Service Inc. **3-** Fitch Ratings Ltd.

Kaynak: SPK[20]

[19] SPK, Derecelendirme Faaliyeti, 28 Ekim 2013 <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=2>
[20] SPK, Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar, 28 Ekim 2013 <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1>

Önceki bölümlerde de belirtildiği üzere 1990'lı yıllardan itibaren sermaye akımları küresel ölçekte hızla artmaya başlamıştır. Türkiye ise aynı dönemde yaşadığı ekonomik istikrarsızlıklar, politik nedenlerle derinleşen yüksek kamu açıkları, yüksek enflasyonun getirdiği belirsizlik ortamı gibi nedenlerle bu akımlardan gerekli ölçüde faydalanamamıştır. İç piyasadaki faiz oranlarının yüksekliğinin yanı sıra KDK'lar tarafından verilen yatırım yapılabilir seviyenin altındaki notlar sebebiyle Türkiye, kamu açıklarını kapatmak ve yatırım yapmak için finansman bulmakta güçlük çekmiş ve yüksek faizle borçlanmak zorunda kalmıştır.

Makroekonomik istikrarsızlıkla beraber yüksek maliyetli hatalar finansal sistemdeki dengesizliği arttırmış, 2000 ve 2001 yıllarında Türk finans sisteminin çökmesine neden olmuştur. Mali sistemin desteklenmesi ve sermaye yapısının güçlendirilmesinin maliyeti, vergi yükümlülerince ödenmek üzere kamu tarafından üstlenilmiştir). Bu dönemde ülke kredi notu "B-" (B1) seviyesine kadar gerilemiştir. Krizden çıkış sürecinde alınan makroekonomik tedbirler ve uygulanan politikalar sonucuda enflasyon ve faizlerde önemli miktarlarda düşüş yaşanmış ve istikrar ortamı yeniden sağlanmıştır. Bunların yanı sıra Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) ve SPK'nın önderliğinde gerçekleştirilen yasal düzenlemelerle birlikte sermaye piyasası derinleştirilmeye ve sağlamlaştırılmaya çalışılmıştır. Yaşanan bu gelişmelerle birlikte üç KDK'nın da Türkiye için vermiş oldukları ülke kredi notları üç puan artarak 2005 yılında "BB-" (Ba3) seviyesine kadar yükselmiştir.

2005 yılından 2009 yılına kadar olan dönemde Fitch, Moody's ve S&P'nin Türkiye'ye verdikleri kredi notunda 2009 yılına kadar herhangi bir not artışının yaşanmadığı görülmektedir. Ülke kredi notunda ilk artış 2009 yılı Aralık ayı başında Fitch tarafından gerçekleştirilmiştir. Fitch, Türkiye'nin uzun vadeli döviz cinsi kredi notunu iki kademe artırarak BB-'den BB+'ya yükseltmiştir. Fitch, 2010 yılı Kasım ayında da Türkiye'nin uzun vadeli döviz kredi notunu pozitif izlemeye almıştır. Yapılan açıklamada, pozitif izleme sonucunda, Türkiye ekonomisinin küresel mali kriz karşısındaki dayanıklılığı nedeniyle kredi notunun yükseltilebileceği belirtilmiştir. Fakat bir sonraki not artışı 2013 yılı Şubat ayında

gerçekleşmiş ve Türkiye'nin notu Fitch Ratings tarafından ilk defa yatırım yapılabilir düzeyin başlangıç notu olan BBB-'ye yükseltilmiştir.

Diğer bir uluslararası KDK olan Moody's ise 2010 yılı Ocak ayı başlarında Türkiye'nin kredi notunu bir kademe yükselterek Ba3'ten, Ba2'ye çıkarmış, nota bağlı görünümünü de pozitiften, durağana çevirmiştir. Moody's, ülke kredi notunun yükseltilmesine gerekçe olarak, Türkiye'nin mali şoklara karşı direnç kapasitesine olan güven artışını göstermiştir. Ayrıca Türkiye ekonomisine yeniden sermaye girişi olduğu ve ekonominin toparlanmaya başladığı da belirtilmiştir. Moody's, Türkiye ekonomisinde yaşanan küçülmeye rağmen, kamu maliyesinin geçmiş krizlere göre gösterdiği dayanıklılığın dikkate değer olduğunu da eklemiştir. Moody's iki yıl aradan sonra 2012 yılı Haziran ayında Türkiye'nin kamu maliyesindeki kayda değer iyileşmeye ve hükümetin bilançosunun artan şok giderme kapasitesine vurgu yaparak ülke kredi notunu bir puan daha artırarak Ba1'e çıkartmıştır.

2013 yılı Mayıs ayında ise Moody's Türkiye'nin borç yükünün GSYH'ya oranının 2009 yılından bu yana 10 puan düşerek yüzde 36'ya gerilemesi, devlet tahvillerinin vade süresinin 4,6 yıla uzaması ve enerji dışı cari dengenin iyileşmesi gerekçeleriyle ülke kredi notunu Baa3 düzeyine çıkartmıştır. Böylelikle Fitch Ratings'in ardından Moody's de Türkiye'nin notunu 1992 yılından 21 yıl sonra ilk defa "yatırım yapılabilir" seviyeye yükseltmiştir.

S&P, 27 Mart 2013 tarihinde Türkiye'nin uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notunu BB'den BB+'ya yükseltmiştir. Not artırımına gerekçe olarak ise ülkenin yeniden dengelenmeye başlayan makroekonomik yapısı ve güçlü finansal sistemi gösterilmiştir. Ayrıca, hala yüksek olduğu vurgulanmakla birlikte alınan tedbirler sonucu düşen cari açık oranının not artırımında etkili olduğu belirtilmiştir. Bunun yanı sıra S&P, Güneydoğu Anadolu Bölgesindeki terör sorununun bitmesiyle ihracatın hızlanacağını ve savunma harcamalarının düşeceğini belirterek not artışında bu konu hakkında atılan adımları da dikkate aldıklarını vurgulamıştır (S&P, 2013b).

Tablo 4.2. Türkiye'nin Tarihsel Ülke Kredi Notu Değişimi

Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings	
11.04.2014	Baa3***	07.02.2014	BB+ ***	28.05.2014	BBB- *
16.05.2013	Baa3 *	27.03.2013	BB+ *	05.11.2012	BBB- *
20.06.2012	Ba1 **	01.05.2012	BB *	24.11.2011	BB+ *
05.10.2010	Ba2 **	19.02.2010	BB **	24.11.2010	BB+ **
08.01.2010	Ba2 *	17.09.2009	BB- *	03.12.2009	BB+ *
18.09.2009	Ba3 **	13.11.2008	BB- ***	27.10.2009	BB- *****
-	-	31.07.2008	BB- *	10.05.2007	BB- *
-	-	03.04.2008	BB- ***	06.12.2005	BB- **
14.12.2005	Ba3 *	27.06.2006	BB- *	13.01.2005	BB- *
11.02.2005	B1 **	23.01.2006	BB- **	25.08.2004	B+ **
-	-	17.08.2004	BB- *	09.02.2004	B+ *
-	-	08.03.2004	B+ **	25.09.2003	B **
21.10.2003	B1 *	16.10.2003	B+ *	06.08.2003	B- **
-	-	28.07.2003	B *	25.03.2003	B- ***
-	-	07.11.2002	B- *	-	-
10.07.2002	B1 ***	09.07.2002	B- ***	-	-
-	-	26.06.2002	B- *	-	-
15.01.2002	B1 *	29.01.2002	B- **	05.02.2002	B *
-	-	30.11.2001	B- *	-	-
-	-	11.07.2001	B- ***	02.08.2001	B ***
-	-	27.04.2001	B- *	-	-
06.04.2001	B1 ***	16.04.2001	B ****	02.04.2001	B+ ****
-	-	23.02.2001	B ****	22.02.2001	BB- ****
21.02.2001	B1 *	21.02.2001	B+ ****	-	-
21.12.2000	B1 **	05.12.2000	B+ *	-	-
24.07.2000	B1 *****	25.04.2000	B+ **	27.04.2000	BB-
30.11.1999	B1 **	10.12.1999	B **	10.04.2000	B+ *****
-	-	21.01.1999	B *	-	-
13.03.1997	B1	10.08.1998	B **	-	-
09.01.1997	Ba3****	13.12.1996	B *	20.12.1996	B+
-	-	17.07.1996	B+ ****	-	-
-	-	18.10.1995	B+ *	26.09.1995	BB-
-	-	24.07.1995	B+ **	-	-
-	-	16.08.1994	B+ *	10.08.1994	B
02.06.1994	Ba3	29.04.1994	B+ ****	-	-
06.04.1994	Ba1 ****	22.03.1994	BB ****	-	-
13.01.1994	Ba1	14.01.1994	BBB- ***	-	-
08.10.1993	Baa3 ****	03.05.1993	BBB ***	-	-
05.05.1992	Baa3	04.05.1992	BBB *	-	-

Kaynak: Countryeconomy
* Durağan görünüm
** Pozitif görünüm
*** Negatif görünüm
**** Negatif izleme
***** Not düşürme eğilimiyle gözden geçirme

2014 yılı başlarından itibaren ise KDK'lar tarafından Türkiye'ye yönelik olumsuz eleştiriler yöneltilmeye başlanmıştır. İlk olarak S&P, 7 Şubat 2014 tarihinde Türkiye'nin "durağan" olan not görünümünü "negatife" çevirdiğini açıklamıştır. S&P tarafından yapılan değerlendirmede Türkiye'nin net dış finansman ihtiyacını kapsayan rezervlerin azalmasının kredi zayıflığı yarattığı belirtilmiş ve Türkiye'de sert ekonomik iniş riskinin arttığı vurgusu yapılmıştır. S&P, ülke riskini artıran faktörler arasında siyasi öngörülebilirliğin azalması ve TCMB'nın bağımsızlığı üzerindeki siyasi baskıların da etkili olduğunu belirtmiştir (S&P Ratings Direct, 2014).

Moody's ise 11 Nisan 2014 tarihinde ülke notunu Baa3 olarak teyit ederken, artan siyasi belirsizlik ve dünya genelinde azalan likiditenin dış finansman üzerinde yarattığı olumsuz baskılar ve iç siyasi konjonktürdeki belirsizlik ortamında büyümeye dair beklentinin azalması nedenleriyle not görünümünü negatife çevirmiştir. Moody's 2013 yılı Aralık ayından itibaren yaşanan gelişmelerin ve arkasından gelen seçimler nedeniyle yaşanan siyasi kutuplaşmanın 2015 yılındaki genel seçimlere kadar devam edeceğini öngördüklerini belirtmiştir. Moody's görünümün tekrar durağana çevrilmesi için siyasi tansiyonun düşmesi, kurumsal kapasitenin ve rekabetçiliğin artırılması ve yatırımcıların ülke ekonomisine olan güveninin tekrar artırılması gerektiğini vurgulamıştır (Moody's, 2014).

S&P, Moody's ve Fitch Ratings'e ek olarak, Türkiye'de 2006 yılından beri faaliyet gösteren JRC Avrasya Derecelendirme A.Ş, bu üç KDK ile benzer göstergeleri dikkate alarak:

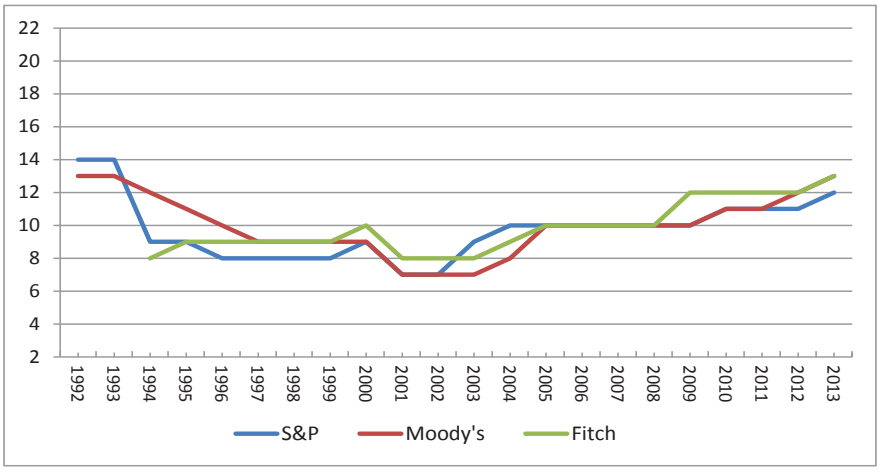
- Türkiye'nin 10 bin Dolar kişi başına düşen milli geliri,
- Orta Doğu bölgesinin en büyük ekonomisi olmasını,
- Dış şoklara karşı sağlam mali yapısını ve finansal sistemini,

Buna karşın;

- Düşük tasarruflar ve yüksek cari açığın oluşturduğu makroekonomik dengesizlikleri ve
- Yüksek dış finansaman ihtiyacı nedeniyle uluslararası piyasalara olan bağımlılığı

gerekçeleriyle Türkiye'nin notunu "BBB-", görünümünü ise durağan olarak teyit etmiştir (JCR, 2014).

Grafik 4.1. Üç Büyük KDK'nın 1992 Yılından İtibaren Türkiye'ye Verdikleri Kredi Notları



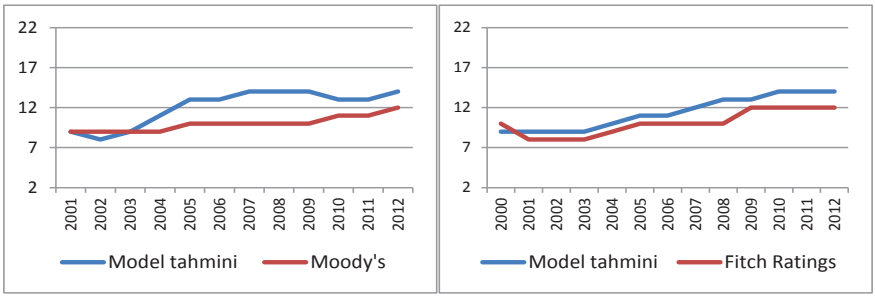
Kaynak: Countryeconomy

Grafik 4.1 incelendiğinde, üç KDK'nın Türkiye için verdikleri kredi notunun büyük oranda paralel hareket ettiği, hatta bazı dönemlerde aynı olduğu görülmektedir. Özellikle 2005-2008 döneminde üç KDK'nın da Türkiye'ye "BB- (Ba3)" düzeyinde aynı notu verdikleri görülmektedir.

4.2. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Analizi

KDK'ların diğer ülkelere verdikleri notlar ve ülke notlarını tahmin etmeye yönelik yapılan modellerin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde model sonuçlarının devamlı olarak üç KDK'nın da vermiş oldukları notların üzerinde seyrettiği görülmektedir (Grafik 4.2, Grafik 4.3). Bu durum KDK'lar tarafından Türkiye'ye verilen notlarla modellerden elde edilen notlar arasındaki farklılığın yapısal bir nedenden kaynaklandığını göstermektedir. Bu farklılığın bu kuruluşların notlandırma sisteminden ve ülke özelinde öznel değerlendirmeler yapılmasından da kaynaklandığı düşünülmektedir.

Grafik 4.2: Moody's ve Fitch Ratings'in Türkiye Kredi Notları ve Model Tahminleri



Kaynak: Countryeconomy, Model tahmin sonuçları

Modelde içerilmeyen değişkenlerin kredi notunu etkilemesi veya modelde yer alan değişkenlerin Türkiye'nin notunu açıklamakta yetersiz kalması ihtimali, modelin ülke ve zaman boyutunda sabit etkileri içermesiyle dışlanmış değişken yanlılığını (omitted variable bias) gidermesi nedeniyle oldukça düşüktür. Ayrıca, panel veri analizlerinde karşılaşılan değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin de çözülmüş olması modelin tahmin gücünü artırmaktadır. Model sonuçlarından elde edilen tahminlerle KDK notlarının korelasyonuna bakıldığı zaman S&P ile yüzde 94, Moody's ile yüzde 93 ve Fitch Ratings ile yüzde 95 oranında korelasyon sağlandığı görülmektedir. Bu yüksek korelasyon oranına rağmen Türkiye'nin notunda yaşanan sapma, ülke özelinde yapılan öznel değerlendirmeler olasılığını güçlendirmektedir. Nitekim Bölüm 3.2.3'te yer alan modelde kullanılan ekonomik ve sosyal değişkenlerin ülke kredi notuyla ilişkilendirildiği grafiklerde Türkiye'nin ülke kredi notlarının eğim çizgilerinin devamlı altında kaldığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle grafikler, Türkiye'nin devamlı olarak ekonomik ve sosyal durumunun ima ettiği kredi notu düzeyinden aşağıda notlandırıldığını göstermektedir. Bu durum, Türkiye'nin ekonomik ve sosyal durumuna göre aldığı kredi notunun olması gerekenden düşük olduğunun önemli bir göstergesidir.

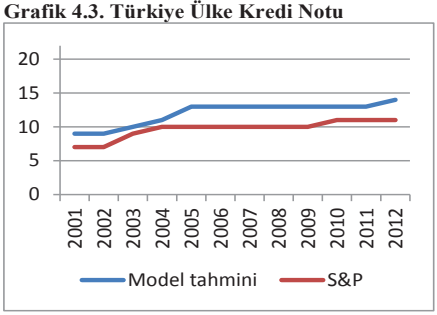
Türkiye, 2001 yılında yaşadığı ekonomik krizden sonra hayata geçirilen ekonomik reformlar ve politikalar sayesinde 2002-2007 döneminde yıllık ortalama yaklaşık yüzde 7 oranında ekonomik büyüme sağlamış ve borç stokunun GSYH'ya oranı 2001 yılındaki yüzde 80'lere yaklaşan düzeyinden 2007 yılında yüzde 40

düzeyine kadar gerilemiştir. Ayrıca, aynı dönemde kişi başına düşen milli gelir 2000 dolar civarında artış gösterirken faizler ve enflasyon oranında büyük düşüşler yaşanmıştır. Ancak, yaşanan bu gelişmelerin ülke kredi notuna yansıması olmamıştır.

2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz nedeniyle dünya genelinde daralma yaşanmış ve yeniden toparlanma süreci uzun bir dönem sürmüştür. Türkiye ise bu dönemde en hızlı toparlanan ülkelerden birisi olmuş ve kriz süresince mali disiplinden ödün vermeden ekonomik büyümesini sürdürmüştür. Bu gelişmeler neticesinde 2010 yılı Şubat ayında S&P, ülke kredi notunu BB-'den BB'ye, 2013 yılı Mart ayında ise BB+'ya yükseltmiştir. Model sonuçlarına göre bu not artışları Türkiye'nin kredi değerliliğini yansıtmakta yetersiz kalmaktadır.

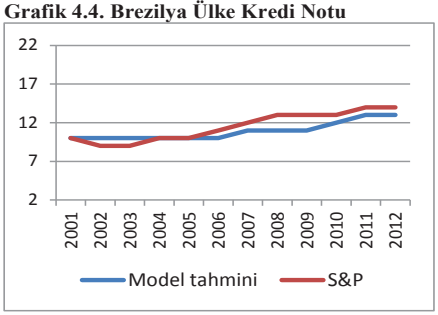
Türkiye'nin ülke kredi riskini artıran en önemli faktörlerden birisi olarak cari açık problemi görülmektedir. Nitekim çalışmada kullanılan modellerde de cari denge, ülke notunu etkileyen önemli değişkenlerden birisi olarak ortaya çıkmaktadır. Buna karşın, Türkiye'yle birlikte cari açık ve yüksek kredi artışları nedeniyle "kırılgan beşli" olarak adlandırılan grubun içinde yer alan Endonezya, Brezilya ve Güney Afrika'nın 2012 yılı için model sonuçları ile S&P ülke kredi notlarının aynı olduğu görülmektedir (Tablo 3.10). 2001-2012 dönemi için S&P ve Model sonuçları Türkiye, Endonezya, Brezilya ve Güney Afrika için incelendiğinde bu ülkelerin notlarının genellikle model sonuçlarıyla aynı olduğu ya da üzerinde kaldığı görülmektedir (Grafik 4.4, Grafik 4.5 ve Grafik 4.6). Buna karşılık, S&P'nin Türkiye notu sürekli olarak model sonucunun altında kaldığı görülmektedir (Grafik 4.3).

Grafik 4.3. Türkiye Ülke Kredi Notu



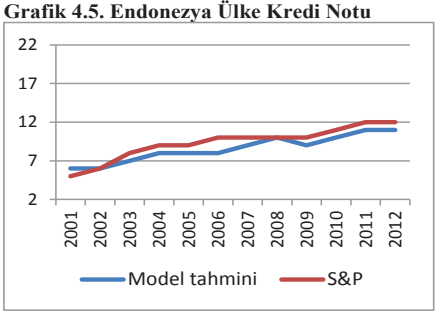
Kaynak: Countryeconomy, Model tahminleri

Grafik 4.4. Brezilya Ülke Kredi Notu



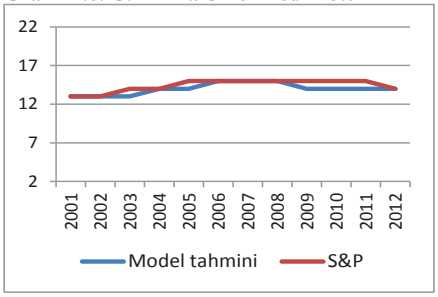
Kaynak: Countryeconomy, Model tahminleri

Grafik 4.5. Endonezya Ülke Kredi Notu



Kaynak: Countryeconomy Model tahminleri

Grafik 4.6. G. Afrika Ülke Kredi Notu



Kaynak: Countryeconomy Model tahminleri

Her ne kadar Türkiye bu ülkeler içinde en yüksek cari açığa sahip olan ülke olsa da Türkiye için S&P ve model sonuçları arasındaki 3 puanlık büyük fark Türkiye özelinde farklı bir değerlendirme mekanizması olup olmadığı sorusunu ortaya çıkarmaktadır. Nitekim Erdem ve Varlı (2014) kırılgan beşlinin de aralarında bulunduğu sekiz gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmada da benzer bir sonuca ulaşmışlardır. Yazarlar, kendi tahminleriyle S&P notlarının diğer gelişmekte olan ülkeler için büyük oranda örtüştüğü; fakat Türkiye'nin kredi notunun S&P'ye göre daha yüksek olması gerektiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu kapsamda yazarlar, Türkiye'nin son on yıldaki ekonomik performansına vurgu yaparak S&P'yi kötü gelişmelere çabuk, olumlu gelişmelere ise oldukça geç cevap vermekle eleştirmektedirler.

4.3. Kredi Notunun Arıtılmasına Yönelik Politika Önerileri

Çalışma kapsamında kredi notlarını tahmin etmeye yönelik yapılan model sonuçlarına göre Türkiye'nin notu hali hazırda olması gerekenden düşük olmakla birlikte ülke kredi notunun önemli belirleyicilerinin; kişi başına düşen milli gelir, kamu borç stoku oranı, cari denge ve yönetim göstergeleri olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, söz konusu alanlarda sağlanacak ilerlemenin ülke kredi notuna olumlu yansıması beklenmektedir.

Kamu maliyesi alanında hali hazırda başarılı bir performans gösterdiği göz önüne alındığında, Türkiye'nin kırılganlıklarını azaltırken ülke kredi notunun artırılması yönünde atması gereken en önemli adımın cari açığın azaltılması olduğu görülmektedir. Cari açığın azaltılması ve sürdürülebilir seviyelerde tutulması için üretim kapasitesini ve ihracatı artıracak teknoloji yatırımlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Teknoloji yatırımlarının artırılması bir yandan Türkiye'nin verimliliğini ve rekabetçiliğini artırarak ihracatını artırırken diğer yandan ithalata olan bağımlılığını azaltacaktır. Böylelikle bir yandan cari açık problemi çözülürken bir yandan da ekonomik büyüme performansı ve kişi başına düşen milli gelir artışı sağlanacaktır. Nitekim 2014-2018 dönemini kapsayan Onuncu Kalkınma Planında da teknoloji yatırımları ve sanayileşme politikalarının gerekliliğine vurgu yapılmış ve *"…sermaye birikimi ve sanayileşme süreci hızlandırılacak; yurtiçi tasarruflar, üretken yatırımlar ve üretim faktörlerinin verimlilik düzeyleri artırılacak; cari açık kalıcı bir şekilde makul düzeylere çekilecek; ekonominin yenilikçi ve ithalat bağımlılığı azalmış bir yapıya dönüştürülmesi sağlanacaktır. Bu dönüşüm sürecinde, Türkiye'de bilim ve teknoloji alanındaki gelişmelerin yakından takip edilerek yenilik üretme kapasitesinin yükseltilmesi, yeniliklerin mevcut üretim yapısıyla bütünleştirilerek üretim yapısında dönüşümün sağlanması hedeflenmektedir."* ifadesine yer verilmiştir.

Türkiye, ülke kredi notunun önemli belirleyicilerinden olan yönetim göstergelerinde de gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça geri konumdadır. Gerek kamuda gerek özel sektörde yönetim etkinliği, hukukun üstünlüğü, yolsuzluğun önlenmesi, ifade özgürlüğü ve şeffaflık konularında kaydedilecek ilerlemeler hem Türkiye'nin saygınlığını ve güvenilirliğini artıracak hem de ülke kredi notu artışına

önemli katkı sağlayacaktır. Onuncu Kalkınma Planında da yasal çerçevenin iyileştirilmesi ve yargı sisteminin hızının, etkililiğinin ve tutarlılığının artırılması uluslararası doğrudan yatırımlar açısından öncelikli konular olarak ele alınmakta ve hukuki düzenlemelerin öngörülebilir, açık ve şeffaf olmasının uluslararası doğrudan yatırımların sürdürülebilirliği ve istikrarı açısından önemine vurgu yapılmaktadır. Bu kapsamda Onuncu Kalkınma Planında *"...Daha üst ölçekte kurumsal kalite kapsamında, belirsizliklerin en aza indirilmesi amacıyla kurallılık temelinde şeffaflık, hesap verebilirlik ve hukukun üstünlüğü ilkelerinin işlerliği güçlendirilecektir. Aynı kapsamda, kayıt dışılık ve yolsuzlukla mücadeleye devam edilecek, vergi düzenlemelerinde öngörülebilirlik ve istikrar sağlanacak, fikri mülkiyet ve patent hakları korunacak, piyasaların etkin işlemesi sağlanacak ve yatırım ortamı güçlendirilecektir."* şeklinde ifade edilen politikaların hayata geçirilmesi ülke kredi notu artışında önemli bir yer tutacaktır. KDK'ların ülkelerde yaşanan sosyal ve hukuki gelişmeleri yakından takip ettiği ve bu konularda yaşanan olumlu ya da olumsuz gelişmelere çabuk tepki verdiği bilinmektedir. Bu kapsamda, ülkemizde hukuk, bürokrasi ve iş ortamı alanlarında yatırımcılar lehine yapılacak reformların ve bu refromların uluslararası alanda etkili bir şekilde anlatılmasının ülke kredi notu üzerinde önemli etki doğurması beklenmektedir.

KDK'lar ve uluslararası ekonomi çevreleri tarafından Türkiye'ye yöneltilen eleştirilerden bir diğeri ise düşük yurtiçi tasarruf oranlarıdır. 1990'lı yıllarda yüzde 23'ler düzeyinde seyreden yurtiçi tasarrufların GSYH'ya oranı 2000'li yılların başından itibaren düşme eğilimine girmiştir. 2001 yılı sonrasında kamu kesiminin tasarruf oranları artarken kredi imkanlarındaki artış, faizlerdeki düşüş ve ertelenmiş tüketim gibi nedenlerin etkisiyle artan özel tüketim, hane halklarının yurtiçi tasarruf oranlarının gerilemesine neden olmuş ve yurtiçi tasarrufların GSYH'ya oranı 2013 yılı itibarıyla yüzde 14 civarında gerçekleşmiştir. Yurtiçi tasarrufların ekonomik büyüme için gereken yatırımların kaynağını oluşturmasından dolayı tasarruf oranlarının düşüklüğü dış finansmana olan bağımlılığı artırarak kırılganlığı artırmakta, dolayısıyla ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği önünde engel teşkil etmektedir. Bu nedenle, yatırımcıların Türkiye'ye olan güveninin artırılması ve sürdürülebilir bir büyüme ortamının yakalanmasına dayalı olan ülke kredi notunun

üst seviyelere çıkartılabilmesi için yurtiçi tasarrufları artırıcı politikaların uygulanması gerekmektedir. Nitekim Onuncu Kalkınma Planında yurtiçi tasarruf oranının Plan dönemi sonunda yüzde 19'a yükseltilmesi hedeflenmekte ve bu hedefin gerçekleştirilmesine yönelik; bireysel emeklilik sisteminde teşviklerin yeniden düzenlenmesi, tasarrufları özendirecek finansal ürün ve hizmet çeşitlendirmesi yapılması, tasarruf sahiplerinin doğru kararlar almasını sağlamak üzere finansal eğitimin yaygınlaştırılması gibi birçok tedbir yer almaktadır. Bu kapsamda, Onuncu Kalkınma Planında yer alan Yurtiçi Tasarrufların Artırılması ve İsrafın Önlenmesi Programı ve İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Programlarında öngörülen politika ve eylemlerin başarıyla hataya geçirilmesi ülke kredi notunun artırılmasında büyük önem taşımaktadır.

Ayrıca, Onuncu Kalkınma Planında yer alan Türkiye'nin temel yapısal sorunlarına çözüm olabilecek öncelikli dönüşüm programlarından; Üretimde Verimliliğin Artırılması Programı, İthalata Olan Bağımlılığın Azaltılması Programı, Öncelikli Teknoloji Alanlarında Ticarileştirme Programı, Kamu Alımları Yoluyla Teknoloji Geliştirme ve Yerli Üretim Programı, Yerli Kaynaklara Dayalı Enerji Üretim Programı, Enerji Verimliliğinin Geliştirilmesi Programı ve Sağlık Turizminin Geliştirilmesi Programı Türkiye'nin cari açık probleminin çözümüne katkı sağlarken, Kamu Harcamalarının Rasyonelleştirilmesi Programı ve Kamu Gelirlerinin Kalitesinin Artırılması Programı kamu mali disiplinin sağlanmasına katkı sağlayacaktır. Bunların yanı sıra, İş ve Yatırım Ortamının Geliştirilmesi Programı, Kayıt Dışı Ekonominin Azaltılması Programı KDK'ların ülkemize yapmış olduğu eleştirilerin kaynağındaki birçok sorunun çözümünde kilit rol oynayacaktır. Ayrıca, İstatistiki Bilgi Altyapısını Geliştirme Programı ülkemizin ekonomik ve sosyal göstergelerinin sayısının ve güvenirliğinin artmasını sağlayarak KDK'lar için önemli bir etken olan nicelik ve nitelik yönünden yeterli istatiski bilgi paylaşımı konusunda önemli katkı sağlayacaktır.

4.4. Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018) ve Orta Vadeli Program (2015-2017) Çerçevesinde Ülke Kredi Notu Tahminleri

2014-2018 dönemini kapsayan Onuncu Kalkınma Planı ve (2015-2017) dönemini kapsayan Orta Vadeli Programda (OVP 2015-2017) yer alan ekonomik ve sosyal politikalar ve hedefler ışığında Türkiye'nin ileriye dönük kredi notu tahmin edilmiştir. Çalışma kapsamında, ülke kredi notunu tahmin etmeye yönelik kullanılan model sonuçlarından ileriye dönük tahmin elde etmek üzere, modelde yer alan ekonomik veriler OVP(2015-2017) hedefleri ışığında ileriye doğru çekilmiştir[21]. Diğer taraftan, yönetim göstergeleri için üç farklı senaryo yapılmıştır. İlk senaryoda, Onuncu Kalkınma Planında yer alan politikaların hayata geçirilmesiyle Türkiye'nin yönetim göstergeleri puanının artacağı ve 15 yıllık bir süreçte yüksek gelirli OECD üyesi ülkelerin ortalamasına yaklaşacağı varsayılmıştır. Bu varsayım ve tahminler ışığında Türkiye'nin kredi notunun 2016 yılından itibaren kademeli olarak artacağı öngörülmektedir.

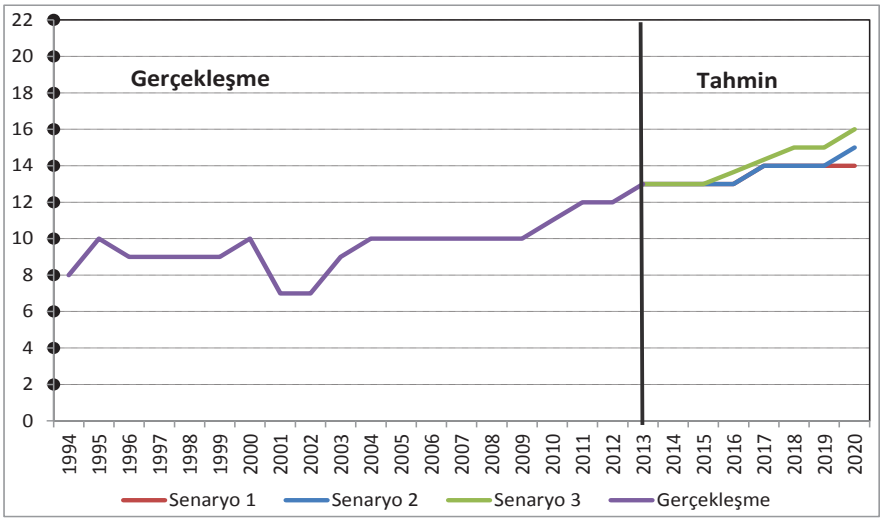
OVP'nin (2015-2017) ekonomik hedeflerinin başarıya ulaşması ve yönetim göstergelerindeki 15 yıllık yakınsama süreci varsayımıyla Türkiye'nin kredi notunun 2020 yılında 2013 yılına göre 3 puan artarak "A-" olacağı tahmin edilmektedir (Grafik 4.7).

Yönetim göstergelerinde daha yavaş bir yakınsama sürecinin öngörüldüğü ikinci senaryoda ise yönetim göstergelerinin yüksek gelir düzeyindeki OECD üyelerininin ortalamasına 30 yılda yakınsayacağı varsayılmıştır. Bu durumda ise Türkiye'nin kredi notunun 2020 yılında 2013 yılına göre iki puan artarak "BBB+" olacağı tahmin edilmektedir.

Onuncu Kalkınma Planındaki ekonomik hedefler ve 2023 yılı hedeflerinin başarıyla ulaşacağı fakat yönetim göstergelerinde herhangi bir iyileşme öngörülmediği üçüncü senaryoda ise Türkiye'nin kredi notunun 2020 yılında "BBB" düzeyine kadar çıkabileceği tahmin edilmektedir. Yapılan üç farklı senaryo analiz sonuçları incelendiğinde, yönetim göstergelerindeki iyileşme 2020 yılında iki puanlık bir fark oluşturmaktadır.

[21] 2020 yılı tahminleri için gerekli olan 2018 ve 2019 yılı ekonomik göstergeleri yüzde 5 GSYH büyümesi varsayımıyla üretilmiştir.

Grafik 4.7. Farklı Senaryolarla İleriye Dönük Kredi Notu Tahminleri



Kaynak: Countryeconomy Model tahminleri, model sonuçları[22]

Türkiye'nin geçmiş dönem yönetim göstergeleri performansı ve sosyal değişimler için zaman ihtiyacı göz önünde bulundurulduğunda yüksek gelirli OECD ülkelerinin ortalamasına yakınsamanın, otuz yıllık bir süreçte gerçekleşmesinin daha gerçekçi bir varsayım olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda, OVP'de (2015-2017) yer alan makroekonomik hedeflere ulaşılması durumunda ülke kredi notunun 2020 yılında "BBB+" düzeyine kadar çıkacağı öngörülmektedir. Diğer taraftan, Onuncu Kalkınma Planında yer alan "Nitelikli İnsan Güçlü Toplum" hedeflerinin hızlı bir şekilde uygulanmasıyla yönetim göstergelerinde yaşanacak ivmeli bir artış neticesinde ülke kredi notunun 2020 yılında "A-" düzeyine kadar çıkabileceği tahmin edilmektedir.

[22] Tahminler, zaman boyutunda sabit etkiler içermemesi sebebiyle Fitch Ratings modeli kullanılarak yapılmıştır.

5. SONUÇ

19. yüzyılın ortalarında reel sektörün ihtiyaçları doğrultusunda ortaya çıkan derecelendirme faaliyeti 20. yüzyılın başlarında KDK'ların oluşumunu hazırlamış ve bu kuruluşlar dünya ekonomi ve finans sistemini etkileyecek kadar güçlühale gelmiştir.

Türkiye, 1980'li yıllardan itibaren yaşadığı ekonomik dönüşüm ve dışa açılmayla birlikte finansal piyasalarda yaşanan serbestleşme süreci neticesinde 1990'lı yılların başında KDK'larla tanışmıştır. İlk olarak 1992 yılında S&P ve Moody's tarafından notlandırılan Türkiye, sonrasında Fitch Ratings tarafından da derecelendirmeye tabi tutulmuş, 1994 yılından 2012 yılına kadar yatırım yapılabilir seviyenin üstünde not alamamıştır. 2012 yılında Fitch Ratings'in "BBB-" olarak verdiği yatırım yapılabilir seviyedeki notu, 2013 yılında Moody's aynı seviyeye denk gelen "Baa3" notuyla teyit etmiş fakat S&P tarafından 2014 yılı Haziran ayı itibarıyla yatırım yapılabilir seviyeye dönük bir not değişikliği gelmemiştir.

KDK'lar tarafından verilen ülke kredi notu, özellikle ekonomik büyüme ve kalkınmalarını hızlandırmak isteyen gelişmekte olan ülkeler için hayati önem taşımaktadır. Yatırım yapılabilir seviyedeki ülke kredi notu, ülkelere yatırımlarını finanse etmek için daha ucuz ve uzun vadeli finansman olanakları sağlarken uluslararası alanda ülkenin saygınlığını artırarak doğrudan yabancı yatırımları da olumlu etkilemektedir. Bu nedenle verilen kredi notları ülke ekonomisini doğrudan ve dolaylı olarak etkileme gücüne sahiptir.

KDK'lar piyasa güçlerini ve etkinliklerini artırdıkça bu kuruluşlara olan eleştiriler de zaman içerisinde artmıştır. KDK'lar not verme sistemlerinin şeffaf olmaması, piyasa yapısı nedeniyle birçok çıkar çatışmasına sebep olması ve bu alandaki rekabet eksikliği, krizleri öngörememeleri ve aldıkları kararlarla krizleri daha da derinleştirmeleri gibi nedenlerle akademi, politika ve iş çevreleri tarafından sık sık eleştirilere maruz kalmaktadır.

Bu çalışmada, KDK'lara yöneltilen söz konusu eleştirilerin haklılık payını, ülke kredi notunu etkileyen faktörleri ve ülkelere verilen notların tutarlılığını araştırmak üzere 73 ülke, 1996-2012 yıllarını kapsayan dönem için üç büyük KDK

olan S&P, Moody's ve Fitch Ratings'in ülkelere verdikleri uzun dönemli döviz cinsi kredi notları panel veri yöntemiyle incelenmiştir. Üç kuruluşun kredi notu belirleme rehberleri ve literatürde yer alan çalışmalar dikkate alınarak ayrı ayrı modeller oluşturulmuş ve model sonuçları ülkeler özelinde analiz edilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda, S&P ülke notlarında yönetim etkinliği ve siyasi istikrarın ülke notunu olumlu etkileyen göstergeler olduğu görülmüştür. Geçmiş dört yıl büyüme ortalamasının ve gelecek yıl büyüme tahmininin yüksekliği, cari dengenin pozitif olması, kişi başına düşen milli gelir ve sermaye yatırımları artışı ülke notunu olumlu etkilerken kur oynaklığının, enflasyonun ve genel yönetim brüt borç stokununun GSYH'ya oranının artışı ülke notunu olumsuz etkilemektedir. Kullanılan kukla değişkenlerden elde edilen sonuçlara göre ülke para biriminin rezerv para olması ve ülkenin sanayileşmiş olması, kredi notuna önemli pozitif katkı sağlamaktadır.

Moody's için yapılan analizde ise yönetim etkinliğinin yanında S&P'den farklı olarak hukukun üstünlüğü göstergesi anlamlı çıkmıştır. Ekonomik göstergelerden ise geçmiş dört yıl büyüme ortalaması yüzde 90 anlamlılık düzeyinde yer almazken kişi başına düşen milli gelirin, ülke ekonomisinin dünya GSYH'sından aldığı payla çarpılarak elde edilen uyarlanmış kişi başına düşen milli gelir verisinin istatiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Fitch Ratings analizinde ise ifade özgürlüğü ve şeffaflık, hukukun üstünlüğü, yönetim etkinliği ve yolsuzluğun önlenmesi göstergelerinin ortalamasından elde edilen yönetim göstergesi değişkeni ülke notuna önemli katkı sağlarken diğer iki kuruluştan farklı olarak rezerv para kukla değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığı görülmüştür.

Üç kuruluş için yapılan modellerden alınan tahmin sonuçları incelendiğinde KDK'lara karşı yapılan eleştirilerin bir kısmının haklı olduğu sonucuna varılmaktadır. Önceki ekonomik krizlerde olduğu gibi KDK'lar 2008 yılında ABD'de başlayıp tüm dünyayı etkileyen küresel finansal krizi ve ardından Avro Bölgesinde ortaya çıkan borç krizini öngörememişler ve gerçekleştirdikleri ani not düşüşleriyle bu krizi daha da derinleştirmiştir. Çalışmada kullanılan modeller

Portekiz, İspanya ve Yunanistan gibi ülkelerin notlarının KDK'lara göre çok daha önceden düşmesini öngörürken kriz süresince ve sonrasında KDK'lar kadar büyük not düşüşü öngörmemiştir. Ayrıca, kriz süresince KDK'lar bozulan ekonomik ve mali dengelere ve artan yüksek oranlı kamu borçlarına rağmen Belçika, İngiltere, Avusturya gibi bazı ülkelerin notlarını aynı seviyede tutmaya devam etmiştir.

Türkiye özelinde üç kuruluşun notları ve Model sonuçları birlikte değerlendirildiğinde Türkiye'nin kredi notunun, özellikle 2004 yılı sonrasında sürekli bir şekilde olması gerekenin altında kaldığı görülmektedir. Türkiye'nin 2001 yılında yaşadığı bankacılık krizi sonrasında hayata geçirilen makroekonomik reformlar neticesinde bir yandan yüksek ekonomik büyüme oranları elde edilirken diğer yandan kamu mali disiplinini korumak açısından önemli adımlar atılmıştır. Özellikle 2008 küresel finansal krizi karşısında oldukça güçlü duran kamu maliyesi ve bankacılık sistemi KDK'lar tarafından da dile getirilmiş fakat bu yapıyı yansıtacak kredi not artışı gözlenmemiştir. Analiz sonuçlarına göre Türkiye'nin 2012 yılındaki kredi notu Moody's ve Fitch Ratings notlarının 2 puan, S&P notunun ise 3 puan üstünde olmasını ima eden BBB (Moody's not şemasına göre Baa2) olması gerekmektedir. Çalışma, son dönem verilerinin bütün ülkeler için geç açıklanması nedeniyle 2012 yılına kadar olan dönemi kapsamaktadır. Ancak, çalışmada kullanılan modellerden elde edilen katsayılar 2013 verileri ve gerçekleşme tahminlerine uygulandığında Türkiye'nin kredi notunun yine BBB düzeyinde olması gerektiği değerlendirilmektedir. Her ne kadar 2013 yılında gelen not artışlarıyla birlikte Model sonuçları ile KDK'lar arasındaki not farkı azalsa da Türkiye'nin ülke kredi notunun Moody's ve Fitch Ratings'e göre 1 puan, S&P'ye göre ise 2 puan yukarıda olması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır.

KDK'lar Türkiye özelinde yaptıkları değerlendirmelerde Türkiye'nin yüksek cari açık problemine sıklıkla değinmektedir. Türkiye yüksek cari açık problemi ve sıcak paraya olan bağımlılığı nedeniyle Brezilya, Hindistan, Endonezya ve Güney Afrika ile birlikte kırılgan beşli olarak adlandırılan grupta yer almaktadır. KDK'lar da Türkiye'nin sağlam bankacılık ve kamu maliyesi yapısına rağmen hala cari açık ve döviz kuru risklerine karşı kırılgan olduğunu belirterek not artışında Türkiye özelinde muhafazakâr davranmaktadır. Fakat kırılgan beşli grubunun ülke kredi

notları ile Model sonuçları birlikte değerlendirildiğinde Türkiye'nin Model tahminleri ve KDK notları bağlamında bu grup içinde de ayrıştığı görülmektedir. Bununla birlikte, Türkiye'nin kredi notunu artırmak için yüksek cari açık problemini çözmesi gerektiğini gerek ülke kredi notu model tahminlerinden elde edilen sonuçlar gerekse KDK'ların yaptığı değerlendirmeler ortaya koymaktadır.

Onuncu Kalkınma Planında yer alan politikaların ve bu politikaları hayata geçirecek öncelikli dönüşüm programlarının etkin bir şekilde uygulanması, Türkiye'nin ülke kredi notunu yatırım yapılabilir seviyelerin üstüne kalıcı bir şekilde taşıması ve Türkiye'ye gelecek olan yabancı yatırımlar önündeki engelleri büyük ölçüde kaldırması beklenmektedir. Bu kapsamda, Onuncu Kalkınma Planındaki politikaların uygulanması ve OVP'de (2015-2017) yer alan ekonomik hedeflerin gerçekleşmesi durumunda Türkiye'nin kredi notunun 2020 yılında "BBB+" düzeyine kadar çıkacağı öngörülmektedir. Yönetim göstergelerinin iyileşmesini sağlayacak Onuncu Kalkınma Planında yer alan politikaların daha hızlı bir şekilde hayata geçirilmesi durumunda ise kredi notunun 2020 yılında "A-" düzeyine kadar çıkabileceği öngörülmektedir.

EKLER

EK 1: 2013 Yılı Ekim Ayı İtibarıyla Dünya Üzerinde Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları

1. A.M. Best Company, Inc.
ABD (NRSRO)
2. Agusto & Co. Ltd.
Nijerya
3. Ahbor Rating
Özbekistan
4. Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
Peru (Fitch Ortaklığı)
5. Bank Watch Ratings S.A.
Ekvador (Fitch İştiraki)
6. BRC Investor Services S.A.
Kolombiya
7. Capital Standards Rating (CSR)
Kuveyt
8. Calificadora de Riesgo, PCA
Uruguay
9. Capital Intelligence, Ltd.
Güney Kıbrıs
10. Caribbean Information & Credit Rating Services Ltd.
Karayipler
11. Central European Rating Agency (CERA)
Polonya
12. Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.
Çin (Moody's İştiraki)
13. China Lianhe Credit Rating Co.
Çin
14. Clasificadora de Riesgo Humphreys, Ltda.
Şili (Moody's İştiraki)
15. Class y Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo
Peru
16. CMC International, Ltd.
Nijerya
17. Companhia Portuguesa de Rating
Portekiz
18. Credit Analysis & Research Ltd.
Hindistan
19. "Credit-Rating": A Ukrainian rating agency
Ukrayna
20. Credit Rating Agency of Bangladesh, Ltd.
Bangladeş
21. Credit Rating Information and Services, Ltd.
Bangladeş
22. Credit Rating Information Services of India
Hindistan (S&P İştiraki)
23. Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.
Çin
24. Demotech, Inc.
ABD
25. Dominion Bond Rating Service
Kanada (NRSRO)
26. Duff & Phelps de Colombia,
Kolombiya (Fitch İştiraki)
27. Ecuability, SA
Ekvador
28. Egan-Jones Rating Company
ABD (NRSRO)
29. Emerging Credit Rating Ltd .
Bangladeş
30. Equilibrium Clasificadora de Riesgo
Peru (Moody's İştiraki)
31. European Rating Agency
İngiltere
32. Feller Rate Clasificadora de Riesgo
Şili (S&P İştiraki)
33. Fitch Ratings, Ltd.
ABD- İnglitere (NRSRO)
34. Global Credit Rating Co.
Güney Afrika
35. HR Ratings de Mexico
Meksika
36. Interfax Rating Agency)
Rusya
37. Investment Information and Credit Rating Agency
Hindistan
38. Islamic International Rating Agency
Bahreyn

39. Istanbul International Rating Services, Inc.
Türkiye
40. Japan Credit Rating Agency, Ltd.
Japonya (NRSRO)
41. JCR Avrasya Derecelendime A.Ş.
Türkiye (JCR İştiraki)
42. JCR-VIS Credit Rating Co. Ltd.
Pakistan (JCR İştiraki)
43. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.
Türkiye
44. Korea Investors Service, Inc.
Kore (Moody's İştiraki)
45. Korea Ratings Corporation
Kore (Moody's İştiraki)
46. Kroll Bond Rating Agency, Inc.
ABD (NRSRO)
47. Lanka Rating Agency, Ltd.
Sri Lanka
48. Malaysian Rating Corporation
Malezya (Moody's İştiraki)
49. Mikuni & Co., Ltd.
Japonya
50. Moody's Investors Service
ABD (NRSRO)
51. National Information & Credit Evaluation, Inc.
Kore
52. ONICRA Credit Rating Agency of India, Ltd.
Hindistan
53. P.T. Kasnic Credit Rating
Endonezya (Moody's İştiraki)
54. P.T. PEFINDO Credit Rating
Endonezya
55. Pacific Credit Rating (PCR)
Peru
56. Pakistan Credit Rating Agency, Ltd.
Pakistan
57. Philippine Rating Services Corp.
Filipinler
58. RAM Rating Services Berhad
Malezya (S&P İştiraki)
59. Rapid Ratings International, Inc.
Avustralya
60. Rating and Investment Information, Inc.
Japonya (NRSRO)
61. Realpoint, LLC
ABD (NRSRO)
62. RusRating
Rusya
63. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş
Türkiye
64. Seoul Credit Rating & Information, Inc.
Kore (JCR İştiraki)
65. Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.
Çin
66. Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.
Çin
67. Slovak Rating Agency
Slovakya
68. SME Rating Agency of India Limited
Hindistan
69. Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana
Kosta Rika
70. SR Rating Prestação de Serviços Ltda.
Brezilya
71. Standard and Poors (S&P)
ABD (NRSRO)
72. Taiwan Ratings, Corp. (TCR)
Tayvan (S&P İştiraki)
73. Thai Rating and Information Services Co., Ltd.
Tayland
74. TheStreet.com Ratings, Inc.
ABD
75. TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.S.
Türkiye
76. Veribanc, Inc.
ABD

EK 2. Çalışma Kapsamında Yer Alan ÜlkelerListesi

1	Arjantin	38	Lübnan
2	Avustralya	39	Litvanya
3	Avusturya	40	Lüksemburg
4	Belçika	41	Malezya
5	Bolivya	42	Malta
6	Brezilya	43	Meksika
7	Bulgaristan	44	Fas
8	Kanada	45	Hollanda
9	Şili	46	Yeni Zelanda
10	Çin	47	Norveç
11	Kolombiya	48	Umman
12	Kosta Rika	49	Pakistan
13	Hırvatistan	50	Panama
14	Güney Kıbrıs	51	Peru
15	Çek Cumhuriyeti	52	Filipinler
16	Danimarka	53	Polonya
17	Mısır	54	Portekiz
18	El Salvador	55	Katar
19	Estonya	56	Romanya
20	Finlandiya	57	Rusya
21	Fransa	58	Singapur
22	Almanya	59	Slovakya
23	Yunanistan	60	Slovenya
24	Hong Kong	61	Güney Afrika
25	Macaristan	62	İspanya
26	İzlanda	63	İsveç
27	Hindistan	64	İsviçre
28	Endonezya	65	Tayvan
29	İrlanda	66	Tayland
30	İsrail	67	Trinidad Tobago
31	İtalya	68	Tunus
32	Japonya	69	Türkiye
33	Ürdün	70	İngiltere
34	Kazakistan	71	ABD
35	Kore	72	Uruguay
36	Kuveyt	73	Venezüella
37	Letonya		

EK 3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Verdikleri Harf Notlarına Karşılık Gelen Sayısal Değerler

	S&P	Moody's	Fitch	Sayısal Değer
Yatırım Yapılabilir Seviye	AAA	Aaa	AAA	22
	AA+	Aa1	AA+	21
	AA	Aa2	AA	20
	AA-	Aa3	AA-	19
	A+	A1	A+	18
	A	A2	A	17
	A-	A3	A-	16
	BBB+	Baa1	BBB+	15
	BBB	Baa2	BBB	14
	BBB-	Baa3	BBB-	13
Spekülatif Seviye	BB+	Ba1	BB+	12
	BB	Ba2	BB	11
	BB-	Ba3	BB-	10
	B+	B1	B+	9
	B	B2	B	8
	B-	B3	B-	7
	CCC+	Caa1	CCC+	6
	CCC	Caa2	CCC	5
	CCC-	Caa3	CCC-	4
	CC	Ca	CC	3
	C	C	C	2
Temerrüt	D	WR	D	1

EK 4: Veri Kaynakları

Yolsuzluğun Önlenmesi, Yüzde Puan	Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri
Yönetim Etkinliği,Yüzde Puan	Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri
Siyasi İstikrar	Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri
Hukukun Üstünlüğü, Yüzde Puan	Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri
Mevzuat Kalitesi, Yüzde Puan	Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri
İfade Özgürlüğü ve Şeffaflık, Yüzde Puan	Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri
Kişi Başına Düşen Milli Gelir, ABD Doları, Reel	Dünya Bankası Kalkınma Göstergeleri
Ekonomik Büyüklük, SAGP'ye Göre Dünya Hasılasının Toplamına Pay,Yüzde	IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu
Para Arzı, Geniş Para Arzının GSYH'ya Oranı, Yüzde	Dünya Bankası Kalkınma Göstergeleri
Enflasyon, Yüzde artış	IMF Dünya Ekonomik Görünümü
GSYH Büyümesi, Yüzde artış	Dünya Bankası Kalkınma Göstergeleri
Cari Denge, Yüzde	IMF Dünya Ekonomik Görünümü
Ticari Açıklık, Yüzde	Dünya Bankası Kalkınma Göstergeleri
Genel Yönetim Borçlanma Gereği, Yüzde	IMF Dünya Ekonomik Görünümü
Geçmiş 4 Yıl Büyüme Ortalaması, Yüzde	Dünya Bankası Kalkınma Göstergeleri
Gelecek Yıl Büyüme Tahmini, Yüzde	IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu
Döviz Kuru Oynaklığı	IMF Uluslararası Finansal İstatistikler

EK 5: Kullanılan Değişkenlerin Betimsel İstatistikleri

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Hata	Minimum	Maksimum
S&P Kredi Notu	1214	15,9	4,7	1,0	22,0
Moody's Kredi Notu	1199	16,2	4,7	2,0	22,0
Fitch Kredi Notu	1072	16,2	4,6	1,0	22,0
Yolsuzluğun Önlenmesi	1241	67,7	24,5	6,7	100,0
Siyasi İstikrar	1241	58,7	27,7	0,5	100,0
Mevzuat Kalitesi	1241	71,8	21,0	3,8	100,0
Hukukun Üstünlüğü	1241	65,9	25,4	4,7	100,0
Yönetim Etkinliği	1241	71,7	20,5	10,0	100,0
İfade Özgürlüğü	1241	67,3	24,5	1,0	100,0
Kişi Başı Milli Gelir	1208	18150	17398	496	87717
Ekonomi Büyüklüğü	1210	1,31	3,01	0,03	24,15
Cari Denge	1212	0,2	8,3	-31,7	44,6
Geçmiş 4 Yıl Büyüme Ort.	1200	3,7	2,8	-7,5	18,3
Gelecek Yıl Büyüme Tah.	954	3,5	2,2	-4,5	21,4
Faiz Ödemeleri/Gelirler	914	10,3	10,5	0,0	96,0
Sermaye Y./GSYH	1155	22,1	5,1	9,7	46,8
Enflasyon	1212	5,2	9,0	-4,9	154,8
Borç Stoku/GSYH	1139	52,8	32,7	3,7	238,0
Kur Oynaklığı	1224	10,7	85,2	0,0	2073,3
Net Borçlanma	1153	-1,4	6,1	-30,5	59,9
Para Arzı	997	96,7	81,4	1,0	669,9
Ticari Açıklık	1186	93,3	67,0	10,0	564,3

EK 6: Ülke Kredi Notunu Etkileyen Değişkenlerin Türkiye Verileri

	Yolsuzluğun Önlenmesi	Yönetim Etkinliği	Siyasi İstikrar	Mevzuat Kalitesi	İfade Özgürlüğü	Hukukun Üstünlüğü	Cari Denge	Son 4 Yıl Büyüme Ortalaması	Sonraki Yıl Büyüme Tahmini	Gayri safi sermaye oluşumu	Enflasyon	Kişi Başına Düşen Reel Milli Gelir (Dolar)	Genel Devlet Brüt Borç Stoku /GSYH	Doviz Kuru Oynaklığı
1996	44,9	56,6	10,6	59,3	48,3	43,8	-1,00	4,0	4,5	25,1	80,2	5726,8	37,3	0,01
1997	39,3	51,2	10,8	63,5	48,1	33,7	-1,03	3,9	4,0	26,4	85,7	6065,8	36,1	0,03
1998	33,7	45,9	11,1	67,6	47,9	23,6	0,80	6,2	3,1	22,9	84,7	6111,1	36,7	0,03
1999	40,5	51,5	15,6	65,7	49,0	29,1	-0,37	3,5	2,6	18,9	64,9	5816,7	44,0	0,06
2000	47,3	57,1	20,2	63,7	50,2	34,6	-3,72	3,4	5,5	20,4	55,0	6119,2	51,6	0,04
2001	39,8	58,0	20,2	60,3	50,2	37,7	1,92	0,1	4,1	15,9	54,2	5687,2	77,9	0,29
2002	32,2	59,0	20,2	56,9	50,2	40,9	-0,27	0,8	5,0	16,7	45,1	5952,2	74,0	0,13
2003	49,8	59,5	24,0	54,9	55,5	43,8	-2,49	3,0	5,0	17,0	25,3	6178,5	67,7	0,10
2004	50,7	59,5	20,2	57,4	57,9	47,6	-3,62	3,6	5,0	20,3	8,6	6665,3	59,6	0,07
2005	56,6	60,0	27,4	60,8	57,4	48,1	-4,44	7,3	5,0	21,0	8,2	7129,6	52,7	0,02
2006	58,5	60,0	26,9	59,3	55,0	44,7	-6,00	7,5	5,0	22,3	9,6	7523,0	46,5	0,08
2007	59,7	64,1	19,7	62,1	54,6	45,7	-5,84	7,3	5,3	21,8	8,8	7775,6	39,9	0,08
2008	60,7	63,6	18,2	59,7	55,8	45,7	-5,54	5,1	3,0	19,9	10,4	7730,4	40,0	0,14
2009	60,3	63,6	15,6	60,8	57,8	45,5	-1,98	1,8	3,7	16,9	6,3	7266,7	46,1	0,07
2010	59,0	64,6	18,4	60,8	59,2	44,6	-6,22	2,3	3,6	18,9	8,6	7833,5	42,3	0,04
2011	60,2	65,4	18,9	63,0	57,3	43,7	-9,69	3,3	2,2	21,8	6,5	8413,3	39,1	0,12
2012	63,2	65,1	13,3	65,6	56,9	40,8	-6,06	3,7	3,5	20,3	8,9	8492,6	36,2	0,02

EK 7: Yönetim Göstergelerinin Hesaplanma Yöntemi

Yönetim Göstergeleri (Worldwide Goverenance Indicators) The World Bank Developmenttt Research Group Macroeconomics and Growth Team tarafından 31 ayrı veri kaynağı kullanılarak oluşturulmaktadır. Bu kaynakların 5 tanesi ticari bilgi sağlayan şirketler, 9'ar tanesi sivil toplum kuruluşları ve anketler, geriye kalan 8 tanesi ise kamu hizmeti yapan kurumlardır (Kaufmann ve ark.,2010) . Bu kurumlar aaşağıda sıralanmaktadır:

- African Development Bank Country Policy and Institutional Assessments
- Afrobarometer Survey
- Asian Development Bank Country Policy and Institutional Assessments
- Business Enterprise Environment Survey
- Bertelsmann Transformation Index Expert
- Freedom House Countries at the Crossroads
- Global Insight Global Risk Service
- European Bank for Reconstruction and Development Transition Report
- Economist Intelligence Unit Riskwire & Democracy Index
- Freedom House Expert
- Transparency International Global Corruption Barometer Survey
- World Economic Forum Global Competitiveness Report
- Global Integrity Index Expert
- Gallup World Poll Survey
- Heritage Foundation Index of Economic Freedom Expert
- Cingranelli Richards Human Rights Database and Political Terror Scale
- IFAD Rural Sector Performance Assessments Expert
- iJET Country Security Risk Ratings Expert
- Institutional Profiles Database
- IREEP African Electoral Index Expert
- Latinobarometro Survey
- International Research and Exchanges Board Media Sustainability Index
- International Budget Project Open Budget Index
- World Bank Country Policy and Institutional Assessments
- Political Economic Risk Consultancy Corruption in Asia Survey
- Political Risk Services International Country Risk Guide
- Reporters Without Borders Press Freedom Index
- US State Department Trafficking in People report
- Vanderbilt University Americas Barometer Survey
- Institute for Management and Development World Competitiveness Yearbook

Dünya yönetim göstergeleri, yukarıda sayılan kaynaklardan gelen veriler kullanılarak altı farklı gösterge şeklinde oluşturulmaktadır. Gözlemlenemeyen Bileşenler Modeli (Unobserved Components Model) kullanılarak;

i. Farklı kaynaklardan farklı birimlerde elde edilen veriler standartlaştırılarak karşılaştırılabilir hale getirilmektdir.

ii. Standart hale getirilen veriler kullanılan kaynaklara göre ağırlıklı ortalama yöntemiyle toplulaştırılmaktadır.
iii. Gösterge ölçümlerindeki kaçınılmaz ölçüm hataları için bir yanılma payı oluşturulmaktadır.

Bu yöntemle, 2005 yılından beri 206 ile 213 arasında ülke her yıl değerlendirilmektedir. Ölçme yöntemlerine ilişkin teknik detaylar Dünya Bankasının "The Worldwide Governance Indicators Methodology and Analytical Issues" başlıklı raporunda yer almaktadır.

KAYNAKLAR

ACAR, O., "Asya Kaplanlarının Gelişimi ve Asya Krizine Bir Bakış", 2012 (çevrimiçi)

<http://www.okanacar.com/2012/12/asya-kaplanlarnn-gelisimi-ve-asya.html>

ADES, A., F. KAUNE, P. LEME, R. MASIH, and D. TENENGAUZER, "Introducing GS-ESS: A New Framework for Assessing Fair Value in Emerging Markets Hard-Currency Debt", Global Economic Paper No. 45, Goldman Sachs, New York, 2000

AFONSO, A., "Understanding the Determinants of Government Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies", Working Paper No. 2002/02, Department of Economics and Research Center on the Portuguese Economy (CISEP), Universitade Técnica de Lisboa, Lisbon, 2002

AFONSO, A., P.M. GOMES, P. ROTHER, Ordered response models for sovereign debt ratings. Applied Economics Letters, 2009

ALBAYRAK, A. S., "Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Ağırlıklı Regresyon Analizi ve Bir Uygulama", Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi (C.X ,S II, 2008) , 2008

ALEXE, S., P.L. HAMMER, A. KOGAN, M.A LEJEUNE, A non-recursive regression model for country risk rating. RUTCOR-Rutgers University Research Report RRR No:9, 2003

ALLISON, P., Fixed Effects Regression Models. Thousand Oaks, 2009

APAYDIN, U., A.Ü. ERDOĞAN, "Kredi Değerliliği", Hazine ve Dış Ticaret Dergisi, 1990/3, 1990

ARGITIS, G., M. NIKOLAIDI, "Debt crisis, fiscal austerity and the financial fragility and instability in the Greek economy", paper presented in the 15th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies, 2011

BABUŞÇU, Ş. "Bankacılıkta Risk Derecelendirilmesi (Rating ve Türk Banka Sektörüne Uygulanması)", SPK Yayınları, Ankara, Yayın No: 94, 1997

BALIKÇIOĞLU, E., "*Ülkelerin Finansal Açıdan Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler Ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye'de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi*", Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye (Kamu Ekonomisi) Anabilim Dalı, Ankara, 2013

BALTAGI, B. H., Econometric Analysis of Panel Data, Third Edition, John Wiley&Sons Inc, İngiltere, 2005

BALESTRA, "Formulation and Estimation of Econometric Models for Panel Data". The Econometrics of Panel Data, Amsterdam, 1992

BECK, N., J. N. KATZ, What to do (and not to do) with time-series cross-section data, American Political Science Review No:89, 1995

BECKER, B., T. MILBOURN, "How did increased competition affect credit ratings?", Journal of Financial Economics No:101, 2011

BELORESHKI T.N., A.S. CARRON, P.J. DHRYMES, Credit Ratings for Structured Products – A Review of Analytical Methodlogies, Credit Assessment Accuracy, and Issuer Selectivity among Credit Rating Agencies, National Economic Research Associates, 2003

BEN-AMI, D., "How do you rate?", Banking World,1991

BERKER, A.B., "Fitch Ratings Kredi Derecelendirmesi", 2008 (çevrimiçi)

http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_20.pdf, 9 Ocak 2014

BHATIA A., 'Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation', IMF Working Paper No. 02/170, 2002

BHEENICK, E., "An Analysis of the Determinants of Sovereign Ratings'', Global Finance Journal No:15, 2005

BİRDİŞLİ, F., (2012), "Küresel Ekonomik Sistemin İşleyişi İçinde Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın İşlevi", Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II, İnönü Üniversitesi, (19-21 Nisan 2012).

BOŽOVIĆ, M., "Credit Rating Agencies and Moral Hazard", Panoeconomicus Vol. 58, 2011

BURHAN V., Z. MUSTAFAOĞLU, "Asya Krizinin Türkiye İhracatı Üzerine Muhtemel Etkiler"i, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Konjonktür Dairesi, 1998

CAMERON, A.C., P.K. TRIVEDI, *"Microeconometrics: Methods and Applications"*, Cambridge University Press, New York, 2005

CANTOR, R. F. PACKER, " The Credit Rating Industry " Federal Reserve Bank Of New York Quarterly Review. Summer-Fall. Vol. 19, 1994

CANTOR, R., F. PACKER, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of Newyork, (Kasım), 1996

CELASUN, Merih (2002). "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001", Doğu Batı Düşünce Dergisi, Sayı: 17.

CHARTSBIN, Standard & Poor's Credit Rating for each country (çevrimiçi)

http://chartsbin.com/view/11777, 02.05.2014

COUNTRYECONOMY, Sovereigns Ratings List (çevrimiçi)

http://countryeconomy.com/ratings

COVITZ D. M., P. HARRISON, "Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate", Federal Reserve, 2003

ÇAKIR H., İ. KÜÇÜKKAPLAN, "İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000 – 2009 Dönemi İçin Analizi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, 2012

ÇALIŞKAN, Ö. V., "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriteri", G.Ü.İ.İ:B.F.Dergisi,1/2002, 2002

ÇELİK, P., "Bankaların Risk Derecelendirmesi", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2004

DAVID G., Interview with Thomas Friedman, Columnist, N.Y. Times (13 Şubat 1996) (çevrimiçi)

http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html, 13 Kasım 2013

DELONG, J.B., SUMMERS, H.L. (1991) "Equipment Investment and Economic Growth", Quarterly Journal of Economics, 108, pp. 445- 502.

DEUTSCHE WELLE, "Kredi derecelendirme kuruluşları geç mi tepki verdi?", 22.08.2007 (çevrimiçi)

http://www.dw.de/kredi-derecelendirme-kurulu%C5%9Flar%C4%B1-ge%C3%A7 mi-tepki-verdi/a-2747567, 13 Aralık 2013

DRUKKER D.M., "Testing for serial correlation in linear panel-data models", The Stata Journal (2003) Number 2, 2003

EĞİLMEZ M., "Ekonomide Balon Nedir?", 2013 (çevrimiçi) <http://www.mahfiegilmez.com/2013/08/ekonomide-balon-nedir.html, 12 Şubat 2014>

ERDEM O., VARLI Y., "Understanding the Sovereign Credit Ratings of Emerging Markets" Emerging Markets Review, 2014

ERDEM, E. C.T. TUĞCU, "Azerbaycan, Kazakistan, Kırgızistan ve Türkiye'de İktisadi Özgürük ve İstihdam İlişkisi: Bir Panel Veri Analizi", International Conference On Eurasian Economies, 2012

ERİŞAH A., "Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları Uygulamaları: Türkiye", İstanbul, 2002

ESRC, "An Overview of Methods for the Analysis of Panel Data", National Centre for Research Methods, NCRM Methods Review Papers, NCRM/007, 2006

ETTINGER, P. R., D. E. GOLIEB, "Credit and Collections. Englewood Cliffs", N.J: Prentice-Hall Inc., 1962

FERRI, G., LUI, L. GANG, J. E, STIGLITZ, "Are Credit Ratings Pro-cyclical? Evidence from East Asian Countries." Economic Notes 28(3), 1999

FITCH RATINGS, Fitch Ratings Sovereign Ratings Criteria, 2012

FITCH RATINGS, Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion, 2014 (çevrimiçi)

<https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_ln=5&detail_ln=500>

FROST, C. A., “Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies”, Journal of Accounting, Auditing & Finance; Vol. 22 Issue 3, 2007

GAILLARD, N., *A Century of Sovereign Ratings*, Chapter 2 “The Booms and Busts of the Sovereign Rating Activity”, Springer New York Dordrecht Heidelberg London, 2012

GERGEN, D., Free Market Society, Thomas Freedman ile Röportaj, 1996 (çevrimiçi)http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html, 15 Ocak 2014

GREENE, W.H., Econometric Analysis, Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey, 2003

GROSSMAN, G.M., E. HELPMAN, “Neoclassical Economic Growth Theory”, Journal of Economic Perspective, 8, No: 1, 1994

GUARDIAN NEWS AND MEDIA LIMITED, “How Fitch, Moody's and S&P rate each country's credit rating”, 3 Ocak 2013 (çevrimiçi)

http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard, 18 Kasım 2013

GUJERATI, D., “Basic Econometrics”, 2003GÖK S., “Rusya Federasyonu Kamu Yönetimi Sisteminde Değişim Trendleri”, II. Bölgesel Sorunlar Ve Türkiye Sempozyumu 1-2 Ekim 2012,

GÜLTEKİN K., D. HİSARCIKLILAR, M. ÖZTÜRK, H.,“Sovereign Risk Ratings: Biased Toward Developed Countries?”, Emerging Markets Finance & Trade , Vol. 47, 2011

GÜR, T.H., “A Country Risk Assessment Model and the Asian Crisis”, Central Bank Review 1, 2001

GÜR, T., , H. ÖZTÜRK, “Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler”, Sosyoekonomi Dergisi, 2012

HALICI, S. N., Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri. Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yüksek Lisans Tezi, 2005

HEMPEL, G. H., “The Postwar Quality of State and Local Dept.” National Bureau of Economic Research, New York, 1971

HOFFINGER D., “US Bank Stocks and Subprime Crisis: An event Study in times of ad-hoc write-off announcements due to the subprime crisis”, 2009

HSIAO, C., Analysis of Panel Data, 2nd Edition, Cambridge University Press, Cambridge (Econometric Society Monograph No. 34), 2003

HUNT J. P., "Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement" Columbia Business Law Review 2009/1, 2009

IMF, “BIS, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves Report, 2013

İSTEMİHAN, M.F., "1980-2003 Döneminde Yabancı Sermayenin Türkiye'ye Gelişi ve Uygulanan Politikalar", 2004

JOHNSTON, J., J. DINARDO, Econometric Methods, Fourth Edition, McGraw-Hill Inc, New York, 1997

JRC, News Release; JCR Affirmed BBB-/BBB- (FC/LC) Ratings on Turkey", 11 Temmuz 2014

JUDGE, G. G., WILLIAM E. Griffiths, R., CARTER H., HELMUT L., and LEE T.C., The Theory and Practice of Econometrics, 2nd ed., John Wiley and Sons, New York, 1985

JUDGE, G.G., Introduction to the Theory and Practice of Econometrics, Second Edition, USA, John Wiley&Sons, 1988

JÜTTNER, J.D., J. MCCARTHY, "Modeling a Rating Crisis". Macquarie University, Unpublished, Sidney, Australia, 2000

KALLIOMÄKI, M., "Determinants of Sovereign Defaults: An examination of fundamental factors derived from credit ratings", Master Essay Institution of Economics University of Lund, 2012

KANLI İ. B., Y. BARLAS, "Eşiği Aşınca: Kredi Notunun Yatırım Yapılabilir Seviyeye Yükselmesinin Etkileri", TCMB Çalişma Tebliği No: 11/23, 2011

KARAÖZ, M. A., "Kredi Değerliliğinin Tespiti", Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi. Sayı: 29, 1990

KARLUK R., Ö. TONUS, N. ÇATALBAŞ, "Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye" Marmara Üniversitesi Yayın No: 640, 1999

KAUFMANN, D., A. KRAAY, M. MASTRUZZI, The Worldwide Governance Indicators Methodology and Analytical Issues, Policy Research Working Paper 5430, 2010

KILIÇ, B., "Derecelendirme (Rating) İşlemi, ABD'de Tahvil Derecelendirme Süreci", SPK Araştırma Raporu, 1989

KÖK, R., ŞİMŞEK, N., "Panel Veri Analizi", (çevrimiçi)

http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf, 2 Ocak 2014

KÖRS M., "Şirket Tahvillerinin Çoklu Diskriminant Analizi, Sıralı Logit ve Sıralı Probit Modelleriyle Derecelendirilmesi" TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2011.

KÜBALI V., "1994-1995 Meksika Krizi", Kamu Yönetimi Dünyasi Dergisi / Yıl: 1 Sayı: 11, 2000

LEE, S. H., "Are the Credit Ratings Assigned by Bankers Based on the Willingness of LDC Borrowers to Repay?" Journal of Development Economics No:40, 1993

LEVENT, V. "Rating". İşletme ve Finans. Cilt 4. Sayı 36, 1989

MANNS J., "Downgrading Rating Agency Reform", GW Law Faculty Publications & Other Works, 2012

MILLENNIUM CHALLENGE CORPORATION , Worldwide Governance Indicators, (çevrimiçi)

<http://www.mcc.gov/pages/selection/indicator/government-effectiveness-indicator>

MIN, H.G., "Determinants of Emerging Market Bond Spread: Do Economic Fundamentals Matter?", Policy Research Working Paper No. WPS 1899, The World Bank, Washington D.C., 1998

MOODY'S (2013a), Moody's History: A Century of Market Leadership, (çevrimiçi)

https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx, 12 Ekim 2013

MOODY'S (2013b), "Sovereign Default and Recovery Rates,1983-2012", 2013

MOODY'S (2013c), "Rating Methodology; Sovereign Bond Ratings", 2013

MOODY'S (2014a), "Rating Action: Moody's changes outlook on Turkey's Baa3 government bond rating to negative from stable", 11 April 2014, (çevrimiçi)

https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Turkeys-Baa3-government-bond-rating-to--PR_296615?lang=tr&cy=tur, 14 Mayıs 2014

MORA, N.,"Sovereign Credit Ratings: Guilty beyond Reasonable Doubt? Lecture and Working Paper Series No. 1, 2005, American University of Beirut Institute of Financial Economics, Beirut, 2005.

NOGUÉS, J., and GRANDES, M., "Country Risk: Economic Policy, Contagion Effect or Political Noise?", Journal of Applied Economics, Vol. 4, No. 1, 2001

OECD, *National Accounts at a Glance 2009*, OECD Publishing, 2009

ORHAN, O. Z., ERDOĞAN, S., Para Politikası, İstanbul, Avcı Ofset, 2005

ÖZTÜRK H., "Ülke Kredi Notu Değerlemelerinde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ayrımı Üzerine Bir İnceleme", (Hazine Müsteşarlığı Hazine Uzmanlığı Yeterlik Tezi), Ankara, 2011

ÖZTÜRK, S., D. ÖZYAKIŞIR, "Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrası Yaşanan Yapısal Dönüşümlerin GSMH, Dış Ticaret ve Dış Borçlar Bağlamında Teorik Bir Değerlendirmesi", Mevzuat Dergisi Sayı:94, 2005

PAUL D. A., "Fixed Effect Regression Models Series: Quantitative Applications in the Social Sciences", 2009

PARTNOY F. , "The Paradox of Credit Ratings, in The Role Of Credit Reporting Systems In The International Economy", Kluwer Academic Publishers, 2002

POON W. P. H., "Are unsolicited credit ratings biased downward?," Journal of Banking & Finance, Elsevier, vol. 27(4), 2003

REINHART, C., "Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings", NBER Working Paper Series, No: 8738, 2002

REINHART, C., K. ROGOFF, M. SAVASTANO, "Debt Intolerance", NBER Working Paper No: 9908, 2003

SHELBY, R. Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs to Accompany S.3850, Credit Rating Agency Reform Act of 2006, S. Report No. 109-326, 109th Cong., 2d Sess., 2006

RIBEIRO R, D., "Country Risk Country Risk Analysis" Minerva Program, 2001, (çevrimiçi)

http://www.gwu.edu/~ibi/minerva/spring2001/renato.ribeiro.pdf, 12 Aralık 2013

ROWLAND, P., J. L. TORRES, "Determinants of Spread, Credit Ratings and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Panel Data Study." Mimeo. Banco de la República, Bogota, 2004

ROWLAND, P.. "Determinants of Spread, Credit Ratings and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Follow-Up Study Using Pooled Data Analysis." Mimeo. Banco de la República, Bogota, 2005

SAÇIK, S. Y., "Ticari Açıklık ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama (1980-2006), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008

SAXTON, J., "ArgentİNa's Economıc Crısıs: Causes And Cures", United States Congress Joint Economic Committee, 2003

SEC, "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations", 2013

SETTY, G. and DODD R., "Credit Raiting Agencies: Their Impact on Capital Floww to Developing Countries" Financial Policy Forum Derivatives Study Center, Special Policy Report 6, 2003

S&P (2013a), Ratings Direct: "Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions", 2013

S&P (2013b), Ratings Direct: "Turkey Long-Term Foreign Currency Rating Raised To 'BB+'; Outlook Stable", 27 Mart 2013

S&P (2013c), Ratings Guide, 2013

S&P, "Standard and Poor's Structured Finance Criteria", 1988

S&P (2013d), Tarihçe, (çevrimiçi)

http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/, 6 Eylül 2013

S&P (2014a), Capital IQ Mc Graw Hill Financial Global Credit Portal, Rating Definitions, 21 Mart 2014, (çevrimiçi)

http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us, 1 Nisan 2014

S&P (2014b), Ratings Direct: "Outlook On Republic of Turkey Revised To Negative On Risks Of A Hard Economic Landing; Ratings Affirmed; Outlook Stable", 7 Şubat 2014

STIMSON, J.A., Regression in Space and Time: A Statistical Essay, American Journal of Political Sciences, 29(4), 1985

SUTTON, G., "Potentially Endogenous Borrowing and Developing Country Sovereign Credit Ratings." Financial Stability Institute Occasional Paper 5, Bank for International Settlements, 2005

SYLLA, R., "An Historical Primer on the Business of Credit Ratings," in Richard M. Levich, Carmen Reinhart, and Giovanni Majnoni, eds., Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System. Boston: Kluwer, 2001

ŞİRVAN N., Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, 2004

T.C. Devlet Planlama Teşkilatı, Rusya Krizi ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, (çevrimiçi)

http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/rusya/kriz.html, 27.12.2013

T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: VIII, No:40 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği", 15 Kasım 2013

T.C. Kalkınma Bakanlığı, Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018), 2013

TCMB, Üç Aylık Bülten, Sayı:10, Haziran 2010,

TEKER D., PALA A. ve KENT O., "Determination of Sovereign Rating: Factor Based Ordered Probit Models for Panel Data Analysis Modelling Framework", International Journal of Economics and Financial Issues Vol. 3, No. 1, 2013

TMMOB, "Ülke Örnekleri ile Kalkınma ve Sanayileşme Modelleri", TMMOB Sanayi Kongresi Oda Raporu, 2007

Türk Dil Kurumu. "Derecelendirme". (çevrimiçi)

http://tdk.gov.tr/ index.php?option=com_bts&view=bts, 20 Ekim 2013

Unites States and Exchange Rate Commission, "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations As Required by Section 6 of the Credit Rating Agency ReformAct of 2006", 2013

http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/nrsroannrep1212.pdf, 16 Ekim 2013

ÜNSAL, E.M., Makro İktisat (8. Baskı) , İmaj Yayınevi, Ankara, 2009.

WOOLDRIDGE, J., "Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data", MIT Press, London, 2002

WOOLDRIDGE J. M, Michigan State University, (çevrimiçi), 1 Mart 2011,

http://www.stata.com/statalist/archive/2011-03/msg00035.html, 2 Şubat 2014

YANAR, İ., "Derecelendirme (Rating) Faaliyeti ve Bankaların Derecelendirilmesi İşlemlerinin Analizi". Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Teftiş Kurulu Başkanlığı. İnceleme Raporu No: 22, 2002

YAY, T., YAY, G. G., YILMAZ E., "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler", İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2001-47, 2001

YAZICI, M.,"Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi", Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi, 2009

YILMAZ İ., "Çin Ekonomisinde Büyümenin Dinamikleri", Discussion Paper, Turkish Economic Association, No. 2012/77, 2012,

İNTERNET SİTELERİ

T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurumu

http://www.spk.gov.tr

Standard and Poor's

http://www.standardandpoors.com

Moody's

https://www.moodys.com

Fitch Ratings

https://www.fitchratings.com

Millenium Challenge Corporation

http://www.mcc.gov

Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri Veri Tabanı

http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators

Dünya Bankası Kalkıma Göstergeleri Veri Tabanı

http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators

Dünya Bankası Finansal Gelişmişlik Göstergeleri Veri Tabanı

http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development

IMF Dünya Görünüm Raporu Veri Tabanı

http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28

IMF Finansal Göstergeler Veri Tabanı

http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393

Ülke Kredi Notları

http://countryeconomy.com/ratings

DİZİN

A

ABD, 2, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 17, 18, 19, 24, 32, 35, 41, 42, 66, 71, 77, 90, 99, 102, 112, 114, 115, 121, 122, 123, 127, 2, 6
Arjantin, 38, 39, 40, 66, 70, 77, 2
Asya Krizi, 40, 123
Avrupa, 3, 13, 17, 19, 41, 69, 92, 107

B

Belçika, 66, 99, 100, 102, 112, 113, 115, 121, 122, 123, 127, 2
Borç krizi, 3, 107
Borç stoku, 39, 48, 62, 70, 90, 100
Breusch-Pagan, 94, 108, 117

C

Cari Denge, 88, 89, 97, 105, 107, 110, 126
Çin, 66, 70, 71, 77, 99, 102, 103, 112, 113, 115, 122, 123, 2, 9

D

Değişen Varyans, 96, 97, 109, 110, 118, 119
Dış Finansman, 27, 28, 39, 48, 49, 59, 60, 62, 90
Döviz Kuru, 37, 52, 53, 88, 128

E

ekonomik büyüme, 3, 22, 52, 55, 56, 57, 67, 68, 85, 105, 122, 125, 127, 128, 129
Enflasyon, 52, 54, 56, 57, 87, 93, 98, 111, 120

F

Faiz, 2, 5, 7, 11, 22, 24, 25, 37, 39, 40, 50, 51, 52, 56, 57, 62, 63, 64, 70, 91, 92, 114, 119
Fitch Ratings, 2, 7, 10, 11, 13, 14, 15, 19, 20, 24, 26, 27, 28, 34, 39, 40, 42, 60, 61, 62, 63, 64, 70, 71, 77, 93, 114, 117, 119, 120, 121, 122, 123, 125, 126, 127, 2

H

Hausman, 94, 95, 109, 117, 118
Hollanda, 41, 66, 77, 89, 99, 102, 112, 113, 115, 121, 122, 123, 2
Hukukun Üstünlüğü, 82, 93, 98, 111

İ

İfade Özgürlüğü ve Şeffaflık, 84, 98, 111
İngiltere, 42, 47, 66, 70, 71, 77, 99, 100, 102, 112, 113, 115, 122, 123, 127, 2
İspanya, 66, 70, 71, 99, 101, 102, 103, 104, 106, 107, 112, 113, 115, 121, 122, 123, 127, 2

J

Japonya, 2, 14, 30, 38, 47, 58, 66, 70, 71, 89, 99, 100, 101, 102, 112, 113, 115, 121, 122, 123, 2

K

Kore, 38, 47, 58, 66, 70, 71, 99, 101, 102, 112, 113, 115, 121, 122, 123, 124, 2
Kredi Derecelendirme Kuruluşları, 4, 11, 13,14, 19, 24, 26, 29, 32, 33, 35, 37, 38, 39, 40, 42, 50, 65, 69, 86, 88

Kriz, 3, 26, 29, 36, 37, 39, 40, 43, 50, 51, 52, 62, 65, 69, 100, 101, 102, 103, 105, 107, 114, 121, 123, 124, 127, 8
Kur Oynaklığı, 93, 111

M

Macaristan, 66, 99, 101, 102, 112, 115, 121, 122, 123, 2
Makroekonomik istikrar, 11, 37, 67, 87
Meksika, 14, 37, 39, 42, 47, 66, 70, 99, 102, 112, 113, 115, 121, 122, 123, 2, 7
Mevzuat Kalitesi, 83, 93, 111
Moody's, 2, 7, 9, 10, 11, 13, 14, 15, 17, 18, 19, 21, 24, 26, 28, 29, 32, 37, 42, 54, 55, 59, 60, 64, 65, 66, 68, 69, 70, 71, 77, 87, 93, 108, 110, 111, 112, 113, 114, 115, 116, 117, 123, 125, 126, 127

O

Otokorelasyon, 96, 110, 118, 119

P

Panel veri, 4, 65, 67, 69, 72, 74, 75, 77, 93, 94, 110, 126
Para Arzı, 87, 93, 98, 111, 120

R

Rassal Etkiler, 69, 76, 94
Rezerv Para Birimi, 93, 97

S

Sabit Etkiler, 69, 75, 76, 94, 109
Sermaye Piyasaları, 53
Sermaye Yatırımları, 90, 91, 126
Standard&Poor's, 2, 11, 13, 16, 26, 27, 42, 54, 64, 68, 70, 77, 90, 91, 93, 98, 108, 117, 125

T

Tahvil, 2, 6, 10, 11, 12, 13, 18, 32
Temerrüt, 17, 18, 21, 92, 97, 98, 111, 120
Türkiye, 3, 4, 8, 22, 23, 24, 25, 26, 28, 29, 31, 38, 66, 70, 71, 77, 89, 99, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 112, 113, 114, 115, 116, 121, 122, 123, 125, 127, 128, 2, 3, 4, 5, 6, 8, 9

Ü

Ülke Kredi Notu, vii, 2, 3, 7, 24, 28, 40, 42, 59, 61, 71, 74, 79, 80, 81, 82, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 93, 97, 100, 101, 104, 106, 107, 108, 113, 114, 125, 129
Ülke Riski, 41, 42, 70

W

Wald, vii, viii, 96, 109, 118
Wooldridge, vii, viii, 96, 110, 119

Y

Yolsuzluğun Önlenmesi, 93, 98, 111
Yönetim Etkinliği, 79, 93, 98, 111
Yunanistan, 66, 70, 71, 99, 101, 102, 106, 107, 112, 113, 114, 115, 122, 123, 127,
Yurtiçi Tasarruf, 58, 129