

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOT
DEĞERLENDİRMELERİNDE KULLANDIKLARI
FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Gülay Elif GİRGİN

2502090188

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Aziz Burak ATAMTÜRK

İSTANBUL - 2018



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



DOKTORA
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : GÜLAY ELİF GİRGİN Numarası : 2502090188

Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : İKTİSAT Danışmanı : PROF. DR. A. BURAK ATAMTÜRK

Tez Savunma Tarihi : 10.07.2018 Saati : 15.00

Tez Başlığı : KREDİ DERCELENDİRME KURULUŞLARININ NOT
DEĞERLENDİRMELERİNDE KULLANDIKLARI FAKTÖRLERİN
İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. KAYA ARDIÇ		Kabul
2- PROF. DR. A. BURAK ATAMTÜRK		Kabul
3- PROF. DR. ERHAN ASLANOĞLU		Kabul
4- DOÇ. DR. ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN		Kabul
5- DR. ÖĞR. ÜYESİ ÖZLEM GÖKTAŞ		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. METİN SARFATİ		
2- DOÇ. DR. ÖZLEM DURGUN		

ÖZ

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOT
DEĞERLENDİRMELERİNDE KULLANDIKLARI
FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

GÜLAY ELİF GİRGİN

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalarda borç alan ve veren taraflar arasındaki bilgi asimetrisi sorununu en aza indirmeyi amaçlamaktadırlar. Kuruluşlarca belirlenen kredi derecelendirme notları, ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerinin ve isteklerinin, bir başka deyişle ülkelerin kredi riskinin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, kredi derecelendirme notları bir ülkenin uluslararası finans piyasalarına erişiminde ve bu erişimin koşullarının belirlenmesinde önemli rol oynar. Ülkenin kredi derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyede olmasının borçlanma maliyetlerinde bir düşüşe sebep olmasının yanı sıra sadece yatırım yapılabilir statüsündeki ülkelere yatırım yapabilen kurumsal yatırımcıların yatırım şartlarını sağlaması nedeniyle potansiyel yatırımcı havuzunu da genişlettiği belirtilmektedir.

Bu etkilerle, spekülatif kredi derecelendirme notuna (yatırım yapılabilir statünün altı) sahip ülkelerin yatırım yapılabilir ülke statüsüne geçebilmelerinde temel faktörlerin tespiti ülkelerin makroekonomi politikalarının yapılandırılmasında önem taşımaktadır. Çalışmada, Türkiye'nin 1994 krizinden yaklaşık 20 yıl sonra 2012 yılında Fitch ve 2013 yılında da Moody's tarafından yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltilmesinde etkili olan faktörler ekonometrik modeller yardımıyla analiz edilecektir.

Anahtar Kelimeler: Türkiye, Yatırım Yapılabilir Seviye, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Kredi Derecelendirme Notları, Spekülatif Seviye, Fitch, Moody's, S&P

ABSTRACT
ANALYSIS OF FACTORS USED BY CREDIT RATING
AGENCIES IN RATING EVALUATIONS: TURKEY’S
EXAMPLE

GÜLAY ELİF GİRGİN

The credit rating agencies aim to minimize the information asymmetry problem between the lenders and borrowers in the financial markets. Sovereign credit ratings determined by the credit rating agencies are evaluated as an indicator of sovereigns’ capacity and willingness to meet their financial obligations, in other words they are seen as their credit risk by the international investors. In this framework, credit ratings play a central role in sovereigns’ access to international financial markets and the terms of that access. Achieving investment grade status not only lowers financing costs for the sovereign and corporates in the international capital market as the access is constrained by the sovereign rating, it also expands the pool of potential investors.

In this perspective, identifying the main determinants for the countries to achieve investment grade status carries significance for designing the appropriate macroeconomic policies. Turkey achieved investment grade status from Fitch in 2012 followed by Moody’s in 2013. In our study, for Turkey, the main factors of achieving the investment grade status after the 1994 crisis, around 20 years will be analyzed with the help of econometric techniques.

Keywords: Turkey, Investment Grade, International Credit Rating Agencies, Credit Ratings, Speculative Grade, Fitch, Moody’s, S&P

ÖNSÖZ

Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalarda borç alan ve borç veren taraflar arasındaki bilgi asimetrisi sorununu verdikleri kredi derecelendirme notları vasıtasıyla minimize etmeyi amaçlamaktadırlar. Ülke kredi derecelendirme notları, ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerinin ve isteklerinin, diğer bir anlatımla kredi risklerinin göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Kredi derecelendirme notları için eşik değer yatırım yapılabilir statüdür.

Ülkenin kredi derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyede olmasının borçlanma maliyetlerinde bir düşüşe sebep olmasının yanı sıra sadece yatırım yapılabilir statüsündeki ülkelere yatırım yapabilen kurumsal yatırımcıların yatırım şartlarını sağlaması nedeniyle potansiyel yatırımcı havuzunu da genişlettiği belirtilmektedir. Özellikle tasarruf açığı olan gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarındaki fonlama kaynaklarından uygun koşullarda faydalanabilmesi ülkelerin ekonomik büyümeleri anlamında destekleyici bir faktördür.

Bu etkilerle, spekülasyon kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerin yatırım yapılabilir statüye yükselebilmelerinde etkili olan temel faktörlerin tespiti ülkelerin makroekonomi politikalarının yapılandırılmasında önem taşımaktadır.

Türkiye 1994 krizinden yaklaşık 20 yıl sonra 2012 yılında Fitch, 2013 yılında da Moody's tarafından yeniden yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltilmiştir. Fakat 15 Temmuz darbe girişimini takiben 26 Eylül 2016 tarihinde Moody's ve 27 Ocak 2017 tarihinde de Fitch Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülke statüsünden bir kademe aşağıya revize etmişlerdir. Bu çerçevede, yatırım yapılabilir ülke notu statüsünün kazanılmasında etkin olan değişkenlerin belirlenmesinin makroekonomi politikalarının oluşturulması ve notun tekrar kazanılabilmesi için önemli olduğu düşünülmektedir.

Tezin hazırlanması esnasında bana destek olan hocalarım, Sayın Prof. Dr. Aziz Burak Atamtürk'e ve Sayın Yrd. Doç. Dr. Özlem Göktaş'a destek ve katkılarından dolayı teşekkürü bir borç bilirim.

Gülay Elif Girgin

İSTANBUL, 2018



İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTU KAVRAMI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

1.1. KREDİ DERECELENDİRME NOTU KAVRAMI VE ÖNEMİ.....	3
1.2. SEKTÖRÜN TARİHSEL GELİŞİM SÜRECİ.....	4
1.2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küreselleşme Süreci	7
1.3 KÜRESEL FİNANSAL KRİZE GİDEN SÜREÇ	11
1.3.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Arasındaki Rekabet.....	15
1.3.2. “Borçlanan Öder” Modelinin Yeniden Yorumlanması	16
1.4. SEKTÖRÜN OLİGOPOLİSTİK YAPISI.....	20
1.4.1. S&P Kredi Derecelendirme Kuruluşu	23
1.4.2. Moody’s Kredi Derecelendirme Kuruluşu	23
1.4.3. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu.....	24
1.5. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ ANLAMI.....	25
1.6. DÜNYA EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA SÜRECİ.....	27
1.6.1. Altın Çağ.....	29

1.6.2. Düşen Kâr Marjlarına Karşı Neo-Liberal Politikalar	30
1.6.3. Neo-liberalizm ve Finansallaşma.....	32

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ BELİRLEYİCİLERİ VE NOT DEĞİŞİKLİKLERİNİN FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

2.1. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ BELİRLENMESİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERE İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI	41
2.1.1. Yatırım Yapılabilir Kredi Derecelendirme Notunun Belirlenmesinde Etkili Olan Başlıca Göstergeler	58
2.2. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARINDAKİ DEĞİŞİMLERİN FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	63
2.2.1. Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimlerin 1997 Asya Finansal Krizi Sonrası Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi	65
2.2.2. Ülkelerin Yatırım Yapılabilir Seviyeye Çıkarılmalarının Getiri Farkları Üzerine Etkisi.....	74
2.3. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLERİN ÜLKELER ARASINDAKİ BULAŞMA ETKİSİ.....	75

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN YATIRIM YAPILABİLİR ÜLKE STATÜSÜNE YÜKSELTİLMESİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ

3.1. TÜRKİYE’NİN KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ	82
3.2. 1980 DÖNEMİ SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİ.....	86
3.2.1. Neo-Liberal Politikalara Giriş	87
3.2.2. 1994 Ekonomik Krizi.....	90

3.2.3. Türkiye'nin Ülke Notları ile Uluslararası Sermaye Akımlarının İlişkisi .	93
3.3. TÜRKİYE'NİN YATIRIM YAPILABİLİR ÜLKE STATÜSÜNE YÜKSELTİLMESİNDE ETKİLİ OLAN GÖSTERGELERE İLİŞKİN KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI TARAFINDAN YAPILAN AÇIKLAMALAR	95
3.3.1. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu'nun Türkiye'yi Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Çıkarmasında Etkili Olan Faktörler.....	96
3.3.2. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu'nun Türkiye'yi Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Çıkarmasında Etkili Olan Faktörler	99
3.3.3. S&P Kredi Derecelendirme Kuruluşu'nun Türkiye'yi Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsünün Bir Kademe Altında Bırakmasında Etkili Olan Faktörler	100
3.4. TÜRKİYE'NİN YATIRIM YAPILABİLİR ÜLKE STATÜSÜNE YÜKSELMESİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN EKONOMETRİK ANALİZİ	102
3.4.1. Amaç ve Kapsam	102
3.4.2. Model ve Yöntem	115
3.4.2.1 Logit Modeli	117
3.4.2.1.1. Logit Modellerinin Tahmini	118
3.4.2.1.2. Katsayıların Anlamlılığının Testi	120
3.4.2.1.2.1. Wald Testi.....	120
3.4.2.1.2.2. En Çok Benzerlik Oranı Testi.....	121
3.4.2.1.3. Uygunluk Ölçütleri.....	121
3.4.2.1.4. Logit Modellerde Katsayıların Yorumlanması.....	122
3.4.3. Ampirik Bulgular	123
3.4.4. Modelin Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	133
SONUÇ.....	135
KAYNAKÇA	144

ÖZGEÇMİŞ.....	152
----------------------	------------



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: NRSRO Statüsüne Sahip Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	9
Tablo 1.2: Borçlanan Öder/ Yatırımcı Öder/ Hükümet Öder Modellerinin Karşılaştırılması	18
Tablo 1.3: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Değerlendirmeleri	21
Tablo 1.4: NRSRO Statüsündeki Kuruluşların Gelir Dağılımı (%).....	22
Tablo 2.1: Kredi Derecelendirme Notlarının Geleneksel Belirleyicilerinin Açıklama Gücü	46
Tablo 3.1: Türkiye'nin Ülke Notu Gelişimi.....	85
Tablo 3.2: 1994 Krizi Öncesi Makroekonomik Göstergeler	92
Tablo 3.3: Enflasyon ve GSMH Büyümesi (%).....	92
Tablo 3.4: GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları..	124
Tablo 3.5: Yatırım/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	125
Tablo 3.6: Enflasyon serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	125
Tablo 3.7: Ödemeler Dengesi/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	126
Tablo 3.8: Sermaye Girişleri/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	127
Tablo 3.9: TCMB Yabancı Para Rezervleri/Toplam Kısa Vadeli Dış Borç Stoku serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	127
Tablo 3.10: Kamu Sektörü Dış Borç Stoku/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	128
Tablo 3.11: Özel Sektör Dış Borç stoku/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	128
Tablo 3.12: Merkezi Yönetim Borç Stoku/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	129
Tablo 3.13: Moody's için Logit Modeli Sonuçları	130

Tablo 3.14: Moody's için Enflasyon Bağımsız Değişkeni için Marjinal Etki Sonuçları	131
Tablo 3.15: Fitch için Logit Modeli Sonuçları.....	131
Tablo 3.16: Fitch için Enflasyon Bağımsız Değişkeni için Marjinal Etki Sonuçları	132



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Karşılaştırmalı Piyasa Payı (%)	22
Şekil 1.2: Savaş Sonrasında ABD’de Kâr Oranları	32
Şekil 1.3: ABD Ekonomisinde Finans Dışı Kesim Kâr Oranları 1952 - 2006	34
Şekil 1.4: ABD Ekonomisinde Finansal Kârların Toplam Kârlara Oranı 1960-2009... ..	34
Şekil 1.5: ABD’de Finansal Şirketlerin Kârlarının Üretken Kârlara Oranı..... 1952-2006	35
Şekil: 3.1: Sermaye Girişleri 1984-2001 (Milyon USD).....	94
Şekil 3.2: Sermaye Girişleri 2002-2016 (Milyon USD).....	95
Şekil 3.3: Türkiye’nin Enflasyon Görünümü (%)	134

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BIS	:	Milletlerarası Ödeme Bankası (Bank for International Settlement)
CDO	:	Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü (Collateralized Debt Obligation)
CDS	:	Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap)
ECM	:	Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model)
EKK	:	En Küçük Kareler
EMBI	:	JP Morgan Gelişmekte Olan Ülke Bono Endeksi
FATF	:	Mali Eylem Grubu (Financial Action Task Force)
FEASIBLE GLS	:	Uygun Genelleştirilmiş En Küçük Kareler
FED	:	Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (The Federal Reserve)
GARCH	:	Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity)
GSYH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSMH	:	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	:	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
KİT	:	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKBG	:	Kamu Kuruluşları Borçlanma Gereği
M2Y	:	Bankacılık Sektörünün Toplam Parasal Borcu
M2YB	:	Kısa Vadeli Devlet Borcu+M2Y
NRSRO	:	Ulusal Olarak Tanınmış İstatistikî Reyting Organizasyonu (Nationally Recognized Statistical Rating Organization)
OLS	:	Olağan En Küçük Kareler (Ordinary Least Squares)
OPEC	:	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of the Petroleum Exporting Countries)
POOLED OLS	:	Havuzlanmış Olağan En Küçük Kareler

SEC	:	Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and Exchange Commission)
S&P	:	Standard and Poor's
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
YY	:	Yüzyıl



GİRİŞ

1980’li yıllardan bu yana, gelişmekte olan ülkeler düşük tasarruflar oranlarının ekonomik büyümelerini desteklemedeki yetersizliği sebebiyle devlet borçlanma senetleri vasıtasıyla yabancı yatırımcıların tasarruflarını çekme çabası içerisindeyler. Bu çaba, ülkelerin borçlarını ödeme kapasitesini ve isteğini değerlendiren kredi derecelendirme kuruluşları için önemli bir çalışma alanı oluşturmuştur. Yapılan çalışmalarda, kredi derecelendirme kuruluşlarının sağladıkları bilgilerin yatırımcılar için sinyal etkisi taşıdığı ve bu anlamda da küresel sermaye akışlarının yönünü etkilediği görülmüştür. Büyümelerini sürdürmek için yabancı tasarruflarına ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler, tasarruf eksikliklerini uluslararası piyasalardan sağladıklarından, ödeme kabiliyetlerini ve isteklerini gösteren kredi derecelendirme notları hem yatırımcı havuzuna ulaşmalarına hem de borçlanma şartlarının belirlenmesine etki etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşu, ülkenin kredi derecelendirme notunu aşağı yönlü revize ettiği zaman, ülkenin risk primi yükselirken borçlanma maliyetleri de artış göstermektedir.

Çalışmada özel bir bölüm olarak incelenen Jaramillo ile Tejada’nın 2011 yılında yaptıkları araştırmalarında, gelişmekte olan bir ülkenin yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltilmesinin diğer ülkelerle karşılaştırmalı olarak risk primlerine nasıl etki ettiği analiz edilmiştir. Kredi derecelendirme notunun revizyonu sonrasında ülkenin getiri farkı makroekonomik göstergelerin işaret ettiği düzeye göre %36 gerileme göstermiştir. Diğer bir ifadeyle, yatırım yapılabilir statü ülkenin risk göstergelerinde önemli miktarda iyileşmeye yol açmıştır. Yatırım yapılabilir kategori içerisinde yukarı yönlü bir revizyon olması durumunda bu olumlu etkinin %5 ile %10 arasında sınırlı kaldığı tespit edilmiştir. Spekülatif kredi derecelendirme notu kategorisi içerisinde kalan yukarı yönlü bir revizyon ise risk priminde herhangi bir değişikliğe yol açmamıştır. Jaramillo ve Tejada’nın çalışmasının sonuçları göstermektedir ki; özellikle gelişmekte olan bir ülke için kredi derecelendirme notunun spekülatif seviyeden yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesi borçlanma havuzuna erişim ve bu erişimin şartlarının iyileşmesi anlamında önem taşımaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde kredi derecelendirme notlarının yatırımcılar için anlam ve önemine değinilirken, sektörün tarihsel gelişim süreci de incelenmiştir. Ayrıca genel olarak sektörün yapısı ve önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarının yapıları da tartışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, özellikle gelişmekte olan ülkelerin sorunu olan bilgi asimetrisi problemine karşı yatırımcılar tarafından bir anlamda koruyucu olarak görülen kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan değişkenlere yönelik literatür taraması yapılmıştır. Ayrıca 1997 Asya krizi kredi derecelendirme kuruluşlarına, verdikleri notların belirleyicilerinin ve kullandıkları modellerin kalitesine ilişkin eleştiri ve soru işaretlerinin oluşmasına sebep olmuştur. Hem notların belirlenmesinde öne çıkan değişkenler hem de notlardaki değişimlerin finansal piyasalar üzerindeki etkisi 1997 Asya krizi öncesi ve sonrası şeklinde iki zaman dilimi çerçevesinde özetlenmiştir. Küreselleşme ile birlikte daha da fazla problem teşkil eden ülkeler arasındaki bulaşıcılık problemi de bu bölümde ele alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, 1992 yılında ilk kez kredi derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilen Türkiye'nin kredi derecelendirme kuruluşları ile ilişkisi tarihsel olarak incelendikten sonra yatırım yapılabilir ülke statüsüne çıkarılmasında etkili olan değişkenler, ekonometrik yöntemler ile değerlendirilmiştir. Türkiye özelinde yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltilmesinde etkili olan değişkenlerin analizinin diğer gelişmekte olan ülkeler açısından yol gösterici olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, analizin sonuçları 2016-2017 döneminde kaybedilen notun yeniden kazanılması yönelik oluşturulacak makroekonomi politikalarında dikkat edilmesi gereken hususlara ışık tutması açısından önemlidir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTU KAVRAMI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

1.1. KREDİ DERECELENDİRME NOTU KAVRAMI VE ÖNEMİ

Kredi derecelendirme notu, kredi derecelendirme kuruluşunun, belirli bir tarih itibarıyla, belirli bir şirketin, menkul kıymetin veya bir borcun kredi itibarı ile ilgili görüşünü yansıtan bir göstergedir. Yüzyılı aşkın bir süredir, kredi derecelendirme kuruluşları menkul kıymet ihraç eden kuruluşların kredi itibarı ve finansal yükümlülükleri ile ilgili görüş beyan etmektedirler. Geçen zamanla beraber, kredi derecelendirme notlarının yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları için önemi ve kredi derecelendirme kuruluşlarının görüşü olan kredi derecelendirme notlarının menkul kıymet piyasaları üzerindeki etkisi giderek artmıştır. Borçlanıcı sayısındaki artışın yanı sıra finansal piyasaların küreselleşmesi özellikle 20. yüzyılın (yy.) ilk yarısından sonra kredi derecelendirme notlarının öneminin Amerika Birleşik Devletleri (ABD) dışındaki ülkelerde de artmasına sebep olmuştur.

Son dönemde, yeni ve karmaşık yapıda finansal ürünlerin piyasalarda işlem görmeye başlaması da kredi derecelendirme notlarının öneminin artmasında etkili olmuştur. Kredi derecelendirme notları, borç ihraççısının sermayeye erişiminden, finansal işlemin yapısına, yatırımların fizibilitesine varana kadar menkul kıymetler piyasalarını birçok kanaldan etkilemektedir (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003: 5).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yapılarını incelemeye geçmeden önce, kredi derecelendirme notu kavramı, yatırımcılar açısından önemi ve kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkmaları öncesinde borçlanma piyasalarının tarihsel gelişim sürecine değinilecektir. Kredi derecelendirme sektörünün sermaye piyasalarının gelişim süreci içindeki önemi ifade edilecektir.

1.2. SEKTÖRÜN TARİHSEL GELİŞİM SÜRECİ

John Moody'nin 1909 yılında borçlanma araçlarının bağımsız kuruluşlar tarafından derecelendirilmesi sürecini ABD'de başlatması öncesinde de borçlanma piyasaları aktif olarak çalışmaktaydı. Tahvil piyasaları ve sermaye piyasalarının bu süreç öncesinde yaklaşık üç asırlık bir geçmişi bulunmaktaydı. Ayrıca iki asırdır sermaye piyasaları, küresel bir görünüm sergilemekteydi. Bu durum, kredi derecelendirme notlarının borçlanma ve sermaye piyasaları tarihinin ayrılmaz bir parçası olmadığını göstermektedir. Kredi derecelendirme notlarının ve kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye piyasalarına önemli birer belirleyici olarak girmeleri öncesinde de sermaye piyasaları etkin şekilde çalışıyordu (Sylla, 2001: 2).

1609 yılında Hollandalılar, uluslararası ve ulusal piyasalar açısından devrim niteliğinde bir adım atarak Dutch East India Company'nin borçlanma senetlerini piyasaya çıkarmışlardır. Devlet borçlanma piyasasının ise Hollandalılar açısından daha eskiye dayanan bir geçmişi bulunmaktadır. Hollanda ekonomisi 17. yy. itibariyle dünyanın lokomotif ekonomisi konumundaydı. Hollanda Cumhuriyeti, 1609 yılı itibariyle modern piyasa sisteminin gerektirdiği güçlü kamu itibarı, istikrarlı para, bankacılık sistemi, Merkez Bankası ve menkul kıymetler piyasası gibi tüm unsurları bünyesinde barındırmaktaydı. 17. yy. da tahvil ihracı yapan Hollanda kredi derecelendirme notu kavramı çıkmadan üç asır, onu takiben İngiltere iki asır ve ABD de bir asır öncesinde kredi derecelendirme notuna ihtiyaç duymadan devletin borçlanma ihtiyacını sermaye piyasalarından sağlayabilmekteydiler. Yatırımcılar, borçlanan ülkelerin onurlarını koruma önceliklerini borcun ödenmesine dair en önemli garanti olarak gördüklerinden kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerine ihtiyaç duymuyorlardı. 18. yy. da başka ülkeler de borçlanma piyasalarına girmeye başladılar. Özellikle 19. yy. da genel olarak anayasal düzene geçilmesi ve anayasal düzene dayalı temsili demokrasilerin sayılarının artmaya başlaması ile borçlanma piyasalarının büyümeye başladığı gözlemlenmiştir. Borçlanma piyasaları genelde ülke borçlanmaları ile büyürken, Avrupa'daki şirketler sermaye ihtiyaçlarını banka kredileri veya hisse senedi ihracı ile karşılamaktaydı.

Avrupa ile ABD'nin borçlanma sebepleri ayrılmaktadır ve bu farklılık, bir anlamda kredi derecelendirme notu kavramının ABD'de ortaya çıkma nedeni olarak görülmektedir. Avrupa'da devletlerin borçlanmalarının temelini savaş borçları oluştururken, ABD'nin 19. yy. da borçlanma sebepleri arasında altyapıyı kuvvetlendirme, ekonomiyi kıta boyunca birbirine bağlama ve bu maksatla demiryolu ağını güçlendirme isteği görülmektedir. 1790 ile 1820'lerin başına kadar olan zaman diliminde ABD'de bankalar, sigorta şirketleri, ulaştırma ve sanayi şirketleri öncülüğünde kurumsal bir finans sektörü oluşmuştur. Bu kurumsal altyapı sayesinde demiryolu işletmeleri 1820-1850 arası dönemde devlet yardımının yanı sıra özel işletmeler şeklinde, sermaye ihtiyaçlarını banka kredileri yoluyla veya borçlanma senetleri çıkararak piyasadan karşılamıştır. 1850 sonrasında demiryolu sınırlarının gelişmemiş bölgelere ulaşması ile birlikte sermaye ihtiyacı artmış ve yeni yatırımcılara gerek duyulmuştur.

Demiryolları borçlanma piyasasının hızlı gelişim süreci 1850'li yıllar itibariyle başlamış ve 1909 yılında gelene kadar kredi derecelendirme notuna gereksinim duymadan hızlı bir büyüme göstermiştir. Demiryollarının finansman ihtiyacı kurumsal borçlanma piyasasının büyümesine yol açmıştır. İlk kredi derecelendirme notunu yayınlayan John Moody'nin Amerikalı olması ve kavramın ABD'de ortaya çıkması Amerikan demiryollarının finansman ihtiyacının yerel yatırımcıların finanse etme gücünün ötesine geçmesinin bir sonucudur. Amerikan demiryollarının finansman ihtiyacı, kurumsal borçlanma piyasasının gelişmesine ve sonrasında dünyanın geri kalanına yayılmasına sebep olmuştur. John Moody, 1909 yılında kredi derecelendirme notu ile sermaye piyasalarına yeni bir boyut getirmiştir. 1909 öncesinde yatırımcılar demiryollarının finansal gücü ile ilgili bilgiyi üç kaynaktan sağlamaktaydı. Bu bilgi kaynaklarını özetlemek gerekirse;

- **Kredi Raporlaması Şirketleri:** 1830'larda iş hacimlerinin büyümesi, coğrafi yayılma ile objektif bilgiye olan ihtiyacın artması sonucu "kredi raporlaması" yapan şirketler ortaya çıkmıştır. Bu şirketlerin ilki 1841 yılında New Yorklu bir tüccar olan Lewis Tappan tarafından kurulmuştur. Tappan, müşterilerinin kredi itibarı ile ilgili bilgileri abonelerine sağlarken, bu şirketlerin

derecelendirme fonksiyonları olmamıştır. 1900 yılına gelindiğinde Tappan'ın kredi raporlama şirketinin raporları yarım milyondan fazla şirketin bilgilerini içermekteydi.

- **Uzmanlaşmış Finans ve İş Medyası:** Bu kuruluşlara ek olarak uzmanlaşmış finans ve iş medyası, demiryolu işletmelerinin varlık ve yükümlükleri konusunda ciddi bir bilgi kaynağı olarak görülmüştür. 1832 yılında yayınlanmaya başlayan “The American Railroad Journal” 1849-1862 döneminde Henry Varnum Poor'un editörlüğü ile birlikte yatırımcıların demiryolları istatistikleri ve finansal verilerini takip etmekte başvurdukları birincil kaynak haline gelmiştir.
- **Yatırım Bankacıları:** Diğer bilgi kaynaklarına ek olarak yatırım bankacıları da ilk kredi derecelendirme notu yayınlanana kadar yatırımcıların demiryollarının kredi riskleri ile ilgili bilgi edindikleri önemli bir kaynak olarak görülmüştür. Yatırım bankacılarının ticari itibarlarının zedelenme korkusu, sağladıkları bilginin doğruluğu açısından yatırımcıya verilen garantidir. Yatırım bankacıları, Avrupa'daki sermayedarlarla sıkı bağları sayesinde demiryolları şirketlerinin finansman ihtiyacını karşılar, karşılığında şirketlerin tüm bilgilerine erişim imkânına sahip olmuşlardır. Bu durum, ABD'de yatırımcı sınıfın güçlenmesi ile eleştirilmeye başlanmıştır. Yatırımcılar, şirketlerin tüm finansal bilgilerinin birkaç yatırımcı bankacısı ile paylaşılması yerine kamuya açık, şeffaf ve kolay elde edilebilir bir hale getirilmesini talep etmeye başlamışlardır.

1820'lerden 1909 yılına kadar bu üç yöntem yatırımcılara yatırım kararı verirken gerekli bilgileri sağlamada yeterli olmuştur. Yatırımcıların, demiryollarının artan finansman ihtiyaçları ile birlikte daha fazla bilgiye daha kolay erişebilmeyi istemeleri ve kamuya açık bilgi talep etmeye başlamaları üzerine, 1909 yılında John Moody ilk demiryolu derecelendirme notu ile bu taleplere cevap vermiştir. On yıl sonrasında ise tüm eyaletlere kredi derecelendirme notu vermeye başlamıştır (Sylla, 2001: 4-10).

John Moody’i takiben Poor’s Yayımcılık şirketi 1916 yılında, Standard İstatistik Firması 1922 yılında, Fitch Yayımcılık şirketi 1924 yılında ilk tahvil derecelendirmelerini yayınlamışlardır. Bu kuruluşların çalışma modeli “yatırımcı öder” modeli olmuştur ve değerlendirmeler kalın el kitapçıkları şeklinde yatırımcılara satılmıştır. 1930’lu yıllarda kredi derecelendirme kuruluşları ve ABD sermaye piyasaları arasındaki ilişkiyi değiştirecek önemli bir gelişme olmuştur. 1934 yılında U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) kurulmuştur ve kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini artıracak adımlar atılmıştır. İlk olarak SEC, firmalara standartlaştırılmış mali durum tabloları yayınlamaları şartını getirmiştir. Yatırımcının bilgi isteğini karşılamak temelli işleyen sistem, SEC’in mali tabloları standartlaştırma kuralı ile birlikte değişim sürecine girmiştir. Bankaların finansal olarak güvenli borçlanma araçlarına yatırım yapmasını isteyen bankacılık düzenleyicileri, 1936 yılında aldıkları bir kararla bankaların “yetkili” kredi derecelendirme kuruluşları tarafından “spekülatif” (yatırım yapılabilir seviyenin altı) olarak tanımlanan borçlanma enstrümanlarına yatırım yapmalarını engellemişlerdir. Bu karar, tahvil piyasası dinamiklerini önemli ölçüde etkilemiştir. Banka düzenleyicilerinin yeni uygulaması, SEC tarafından yetkili ilan edilen Fitch, Moody’s ve Standard and Poor’s (S&P) kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlara kanun gücü kazandırmıştır. İlerleyen yıllarda, Amerikan sigorta şirketleri ve takiben emeklilik fonları da yatırım yapılacak borçlanma enstrümanlarının SEC tarafından yetkili ilan edilen kredi derecelendirme kuruluşlarından yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notuna sahip olmasını yatırım yapma şartı olarak kabul etmiştir (White, 2012: 3-6).

1.2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küreselleşme Süreci

1909-1960 arası dönemde kredi derecelendirme kuruluşları II. Dünya Savaşı sonrasındaki istikrarlı ekonomik ortamda gelişmelerini sürdürmüşlerdir. 1960’lı yılların sonuna doğru ABD ekonomisindeki istikrarlı ekonomik görünüm yavaş yavaş bozulmaya başlamıştır. Bretton Woods sistemi terk edilip, serbest kur rejimine geçilmiştir. Bu değişim ile finansal küreselleşme dönemi ortaya çıkmıştır. 1970’li yıllar kredi derecelendirme kuruluşları için de yeni bir dönem anlamına gelmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşları, 1909 ile 1930 arasındaki hızlı gelişme sürecinin bir benzerini 1970 ile 1990 yılları arasında da yaşamışlardır. Dalgalı kur rejimine geçiş ile sermaye akımlarının serbestleşme süreci başlamış ve finansal küreselleşmenin ilk ateşi yakılmıştır. II. Dünya savaşı sonrasındaki bolluk, yatırımcı sınıfın genişlemesine sebep olurken, Euro-dolar piyasası ve OPEC (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü-Organization of Oil Exporting Countries) karteli dünya sermaye kaynaklarının yeniden dağıtımına anlamına gelmiştir. Daha fazla ülke ve özel kuruluş borçlanma piyasalarına gelmeye başlamıştır. ABD Merkez Bankası'nın (FED) yüzyılın başında yaptığı gibi bu sefer de Uluslararası Para Fonu (IMF) uluslararası yatırımcıları borçlanıcı ülkelerin finansal sağlamlığı konusunda ikna etme görevini üstlenmiştir (Sylla, 2001: 22-23).

SEC bu dönemde bir kez daha ve bu sefer daha güçlü bir şekilde kredi derecelendirme kuruluşlarını hukuksal düzenlemelerin içine dâhil etmiştir. 1975 yılında SEC kredi derecelendirme notunun bu denli önem kazanmasının manipülasyonlara yol açabileceği endişesiyle Ulusal Olarak Tanınmış İstatistikî Reyting Organizasyonu (NRSRO) kavramını geliştirmiştir. Moody's, S&P ve Fitch bu kategoriye dâhil edilmiştir. Sonrasında SEC sadece NRSRO kategorisindeki kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi derecelendirme notlarının, şirketlerin sermaye yeterliliğini belirlemede geçerli olduğunu belirtmiştir. Böylece NRSRO statüsü kredi derecelendirme kuruluşları için kredi derecelendirme piyasasına girişte en önemli bariyer olmuştur. NRSRO statüsünü kazanabilmek için karşılanması gereken şartların SEC tarafından açıklanmaması bu statüde olmayan kredi derecelendirme kuruluşların piyasaya girmelerini zorlaştırmıştır. 2000 yılına kadar dört tane daha kredi derecelendirme kuruluşuna NRSRO statüsü verilse de, 2000 yılı sonunda kendi aralarındaki birleşmelerle NRSRO sayısı üç kuruluş ile sınırlı kalmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme notlarını revize etmedeki yavaşlığı -özellikle Enron vakası- Sarbanes-Oxley Act 2002 kapsamında SEC'in ABD Kongresi'ne NRSRO sistemi ve kredi derecelendirme sektörü hakkında kapsamlı bir rapor sunmasına ve bir anlamda sistemin sorgulanmasına yol açmıştır. SEC'in uygulamalarındaki soru işaretlerini giderme çabası sadece iki tane daha kredi derecelendirme kuruluşuna NRSRO kategorisinde yer vermesi ile sınırlı kalınca Eylül

2006 tarihinde ABD Kongresi Kredi Derecelendirme Reform Kanunu’nu yürürlüğe koymuştur. NRSRO seçim kriterlerini mümkün olduğunca açık hale getirmeyi amaçlayan yeni kanuna SEC’in cevabı NRSRO statüsüne sahip kredi derecelendirme kuruluşu sayısını 2007 ve 2008 yılı itibariyle artırmak olmuştur (White, 2012: 7-12).

Tablo 1.1: NRSRO Statüsüne Sahip Kredi Derecelendirme Kuruluşları

	Tescil Tarihi
A.M. Best Rating Services, Inc.	24 Eylül 2007
DBRS Inc.	24 Eylül 2007
Egan-Jones Ratings Co.	21 Aralık 2007
Fitch Ratings, Inc.	24 Eylül 2007
HR Ratings de Mexico, S.A de C.V	5 Kasım 2012
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	24 Eylül 2007
Kroll Bond Rating Agency, Inc.	11 Şubat 2008
Moody’s Investors Service, Inc.	24 Eylül 2007
Morningstar Credit Ratings, LLC	23 Haziran 2008
Standard & Poor’s Ratings Services	24 Eylül 2007

Kaynak: US Securities and Exchange Commission (SEC), Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations 2014, (Çevrimiçi), <http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/special-studies/nrsro-summary-report-2014.pdf>, 03 Nisan 2015

1970’li yıllarda kredi derecelendirme kuruluşlarının statüsünü kanunla koruma altına alan NRSRO kategorisinin oluşturulmasının yanı sıra “yatırımcı öder” yaklaşımı terkedilip, “borçlanan öder” yaklaşımı ortaya çıkmıştır. “Yatırımcı öder” ya da diğer adı ile “abonelik bazlı” modelde kredi derecelendirme notunun son kullanıcıları olan kurumsal yatırımcılar kredi derecelendirme notu servisi için ücretlendirilirken, “borçlanan öder” modelinde kredi derecelendirme notunu almak isteyen borç ihraççısı hizmetin bedelini ödemekle yükümlüdür. 1970 öncesinde, kredi derecelendirme kuruluşları kredi derecelendirme notlarını borç ihraççılara ücretsiz sağlarken, yatırımcıları ücretlendirmiştir. Her ne kadar “yatırımcı öder” modeli kredi derecelendirme kuruluşunun borç ihraççısından bağımsız hareket etmesini sağlamışsa da, fotokopi makinesinin yaygınlaşması kredi derecelendirme kuruluşlarının

gelirlerinin azalmasına sebep olmuştur. “Borçlanan öder” modeline geçilmesinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının azalan gelirlerinin yanı sıra, 1970’li yıllarda ABD’de baş gösteren durgunluk sebebiyle sadece kredi derecelendirme notuna sahip borçlanıcıların borçlanma piyasalarından faydalanabilmeleri de etkili olmuştur. Kredi derecelendirme notu talebinin artması ile kredi derecelendirme kuruluşları hizmetleri için borçlananlardan ücret talep edebilir hale gelmişlerdir. 1987 yılında S&P’nin gelirlerinin %80’ini borçlanıcıların kredi derecelendirme notu alabilmek için ödedikleri hizmet ücretleri oluşturmuştur (OECD Hearings, 2010: 6-7).

Kısa bir özet yapmak gerekirse; 1930’lu yıllardan itibaren ABD finansal düzenleyicilerinin kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi değerlendirmelerinin tahvil piyasası için temel bilgi kaynağı olması gerektiğine dair yaptıkları düzenleme ve sonrasında 1975 yılında SEC’in NRSRO kategorisini oluşturması kredi derecelendirme kuruluşlarının borçlanma piyasalarındaki ağırlığını daha da artırmıştır. Görünmez bariyerlerle korunan NRSRO statüsü sektörün oligopolistik yapısını daha da kuvvetlendirmiştir. Yatırımcı öder” sisteminden “borçlanan öder” sistemine geçiş de problem yaratma potansiyeli taşıyan bir dönüşüm olmuştur. Özellikle Enron olayı “borçlanan öder” sisteminin sorgulanmasına yol açmıştır. Kredi derecelendirme sektörünün oligopolistik yapısı ve kredi derecelendirme notlarını oluşturmada etkili faktörlere ve kullanılan yöntemlere ilişkin belirsizlik sürekli tartışılan konular olmuştur. 2007-2008 küresel finansal krizine giden süreçte kredi derecelendirme kuruluşlarının üstlendikleri rol ve sorumluluk sektörün genel görünümünün ciddi şekilde sorgulanmasına yol açmıştır.

1.3 KÜRESEL FİNANSAL KRİZE GİDEN SÜREÇ

2008 yılında ABD’de başlayıp küresel bir krize dönüşen süreç sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları değerlendirmelerin güvenilirliği ve kalitesi ciddi şekilde sorgulanmaya başlanmıştır. 1975 yılında SEC tarafından yapılan NRSRO sınıflandırılması ile konumları güçlendirilen kredi derecelendirme kuruluşlarının, 1929 Büyük Depresyonu’ndan sonraki en derin finansal krize giden süreçteki rollerini tartışmak, kuruluşların itibarlarının bu dönem sonrası sekteye uğramasının sebeplerini anlamak açısından önemlidir.

Dünyayı, 2008-2009 krizine götüren mekanizmanın merkezinde konut balonu sonucunda oluşan finansal ve ekonomik dengesizlikler yer almaktadır. Konut balonunun oluşma sebeplerine bakıldığında ise; FED’in gevşek para politikası, Asya ülkeleri merkezli olmak üzere ülkeye giren yüksek yabancı sermaye ve bankacılık sistemindeki dönüşüm öne çıkmaktadır. FED, dotcom krizinin ekonomi üzerinde yarattığı baskı sonrasında deflasyonist tehlikeye karşı konut balonunun oluşmasına ve büyümesine göz yummuştur. Asya ülkelerinden ABD piyasalarına yüksek sermaye girişinin arkasındaki sebep ise Asya ülkelerinin dolara çıpalanmış para birimlerinin ihracatı destekleyen bir seviyede oluşması için ABD menkul kıymetleri almaları olmuştur. ABD bankacılık sektöründe gözlemlenen iki eğilim kredi patlamasına ve konut çılgınlığına katkıda bulunmuştur. İlk eğilim; bankalar kredilerin ödenene kadar bilançoda tutulduğu geleneksel modelden vazgeçip, “yarat ve dağıt” modeline geçmişlerdir. Bu modelde, krediler bir havuzda toplanıp, dilimlere ayrılıp yeniden menkul kıymetleştirilme ile satılmıştır. Böylece, yeni menkul kıymetlerle yurtdışından gelen sermaye akımları daha kolay emilebilmiştir. Bu mekanizma ile risklerini başka kurumlara aktaran bankalar, kredi verme koşullarında ciddi gevşemeye gitmişlerdir. Kredi koşullarındaki gevşeme de konut balonunun oluşmasına destek olmuştur. “Yarat ve dağıt” modeli olarak tanımlanan bu model ile bankalar risklerini Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü (CDO) denilen yapılandırılmış ürün haline getirip diğer kurumlara yüklemişlerdir. CDO’nun içerisinde ipotek kredisinden kredi kartı alacaklarına kadar bütün riskler paketlenmiştir. Oluşturulan portföyler farklı risk gruplarına hitaben farklı dilimlere bölünmüştür.

En güvenilir dilim en az faizi öderken, ilk ödenecek dilim olarak öne çıkmakta, en riskli grup olan toksik dilim ise yatırımcıya güven sağlamak adına genellikle bankalar tarafından tutulmakta idi. İkinci eğilim ise; bankalar varlık tarafını giderek daha kısa vadeli enstrümanlarla finanse etmeye başlamışlardı. “Yarat ve dağıt” modelinin ürünü olan yapılandırılmış finansal ürünler sayesinde ipotek kredileri ve diğer kredilerin faizleri düşmüştür. Faiz etkisinin ötesinde kredilerin bir havuzda toplanıp yeniden dilimlere bölünüp yüksek kredi notlu menkul kıymet haline getirilmesi, kurumsal yatırımcıların daha önce düzenleyici kısıtlarla portföylerinde bulunduramadıkları varlıkları portföylerine alabilmelerine olanak sağlamıştır. Örneğin; emeklilik fonları yapılandırılmış ürünler çıkmadan önce sadece AAA kredi değerlemesine sahip sabit getirili ürünlere yatırım yapabilirken, artık BBB kredi notuna sahip menkul kıymetlerden oluşan AAA kredi notlu portföy dilimine de yatırım yapabilmişlerdir.

Yapılandırılmış finansal ürünlerin en büyük alıcısının bankaların kendileri olduğu göz önüne alınınca, bahsi geçen ürünlerin oluşturulmasında ve satın alınmasında daha farklı nedenlerin olabileceği düşünülmektedir. Uluslararası bankacılık düzenleme kriterlerini oluşturan Basel I uygulamasına göre, bankalar bilançolarında kredi varlıklarının %8’i kadar sermaye bulundurmak zorundaydılar. Yapılandırılmış finansal ürünler onları oluşturan alt kalemlerden daha yüksek kredi notları ile değerlendirilmiştir. Bir kısım kredilerin yapılandırılmış ürün haline getirilip, yeni oluşturulan finansal ürünün AAA notu ile değerlendirilmesi bankaların Basel I’in gereklerini yerine getirirken sermaye yükümlülüğünü azaltmıştır. Diğer yandan bankaların gerçekte karşı karşıya oldukları risk aynı kalmıştır. Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşlarının yapılandırılmış ürünlerin değerlendirilmesinden kurumsal bonolara göre daha yüksek ücret almaları da yapılandırılmış ürünlerin yüksek notlarının arkasındaki diğer bir sebep olarak tartışılmaktadır. (Brunnermeier, 2009: 77-100).

Kredi derecelendirme kuruluşları en başından itibaren “derecelendirilmiş” bir piyasa olarak gelişen yapılandırılmış finansman ürünlerin gelişmesinde ve sermaye piyasalarına yayılmasında önemli rol oynamışlardır. Şöyle ki; portföylerine alacakları varlıkların “yatırım yapılabilir ” statüsünde olması zorunlu olan yatırımcılar ve bu karmaşık yapıdaki finansal ürünlerin ihraççıları kredi derecelendirme notlarına ihtiyaç duymuşlardır. 2007 yılının ortasına kadar toplamda 37,000 adet yapılandırılmış ürün en yüksek kredi notu ile piyasada yer almıştır. Fitch kredi derecelendirme kuruluşunun 2007 verisine göre küresel finansal piyasalarda işlem gören yapılandırılmış ürünlerin yaklaşık %60’ı AAA kredi derecelendirme notuna sahipti.

AAA kredi derecelendirme notuna sahip olmalarını yanı sıra sundukları çekici faiz oranları özellikle düşük faiz ortamında yatırımcıların büyük ilgisini çekmiştir. 2006 yılında yapılandırılmış ürünler Wall Street’in ve kredi derecelendirme kuruluşlarının gelirlerinin büyük bir kısmını oluşturmuştur. Moody’s tüm gelirlerinin %44’ünü yapılandırılmış finans ürünlerinin derecelendirilmesinden sağlarken, geleneksel işleri olan kurumsal tahvil derecelendirmesinin gelirler içindeki payı %32 seviyesinde kalmıştır. Yapılandırılmış ürünlerin karlılığı bazında gördükleri talep nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşları için çok kârlı bir iş alanı olmuştur. Kuruluşların doğru analizler yapamamasına ilişkin öne çıkan sebepleri özetlemek gerekirse;

- Kurumsal borç derecelendirmeleri kamuya açık, denetime tabii tutulmuş kaynaklardan elde edilen veri setlerine dayanırken, yapılandırılmış borç derecelendirmeleri, kamuya açık olmayan, standart dışı ve denetime tabii tutulmamış veri setleri üzerinden yapılmıştır. Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşlarının kendilerine verilen veri setinin doğruluğunu araştırma zorunluluğu olmadığından, genellikle veri setini doğrudan kullanmışlardır. Verilerin sağlıklı olduğu sonradan daha iyi anlaşılmıştır.
- Geçmişten gelen zarar tecrübesini içermediği için geleneksel kredi derecelendirme metodolojisi, bu yeni ürünlerin modellerinin kurulmasında yetersiz kalmıştır. Bilgisayar bazlı modeller havuzda yer alan varlıkların

Çapraz temerrüt risklerini ( zellikle ev fiyatlarında bir düşüş olması senaryosu altında) hesaba katma konusunda yetersiz kalmıştır.

- Kredi derecelendirme kuruluşlarının standart varsayımlardan uzakla    , bu farklılaşmaları ilan etmeme gibi bir yol seçtiklerine dair söylentiler de mevcuttur.
- Piyasa paylarını korumak ve kârlılığı arttırmak için yapılan baskı, kredi derecelendirme kuruluşlarının kriterlerini biraz gev  etmelerine sebep olurken, kuruluşları daha yetkin kişileri istihdam etmekten, daha güvenilir veri bankalarına ve derecelendirme modellerine yatırım yapmaktan alıkoymuştur.
- En yüksek kredi notunu veren kuruluşun borç ihraççıları tarafından daha fazla tercih edilmesinin de yüksek notların rahatça verilmesinde bir etken olduğu tartışılmaktadır (Katz vd., 2009: 3-6).

2008 yılına gelindiğinde her şey bir anda değişmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından AAA notu ile derecelendirilen ürünlerin, tahmin edilenin çok daha ötesinde risk taşıdıklarının anlaşılması kredi derecelendirme kuruluşlarının krizdeki sorumlukları ve yetkinlikleri hakkında tartışmaların ba  lamasına sebep olmuştur. Teminatlandırılmış borç ihraçları bir anda ciddi şekilde yavaşlamış, kredi derecelendirme kuruluşlarının yapılandırılmış ürün gelirleri bir gecede yok olmuş ve bu kuruluşların hisse senedi fiyatları yarı yarıya gerilemiştir. 2008 yılının ortasına kadar da yapılandırılmış finans aktivitesi fiili olarak kapatılmıştır (Coval vd., 2008: 2-5). Yapılandırılmış   r  nler dışında; kredi derecelendirme kuruluşlarının eleştirildiği diğer bir nokta ise; kuruluşların istatistikî modellerinin fazlasıyla iyimser tahminlerle oluşturulmuş olmasıydı. O zamana kadar ipotek piyasasında yaşanan geri çekilmelerin bölgesel olup tüm   lkeye yayılan bir görüntü vermemiş olması iyimser tahminlerin oluşturulmasında temel sebebi olarak öne çıkmaktaydı.

2008 yılı küresel finansal krizi kredi derecelendirme kuruluşlarının analiz kapasitelerinin ciddi şekilde tartışılmasına yol açsa da, bu kredi derecelendirme kuruluşlarının yetkinliğinin sorgulandığı ilk olay değildir. Latin Amerika borç krizleri, Arjantin'in 2001 yılındaki çöküşü, Enron, Worldcom, Parmalat gibi vakalar da kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik eleştirilerin artmasına sebep olmuştur. Diğer başarısızlıkların üzerine bir de küresel finansal kriz eklenince kredi derecelendirme kuruluşlarını kapsayacak yeni düzenlemeler gündeme gelmiştir. Fakat problemin düzenleyici çerçeveden kaynaklanıyor olmasından daha ziyade, mekanizmanın oluşturulma yönteminden kaynaklandığı tartışılmaktadır. Bu çerçevede, tartışmalar kredi derecelendirme kuruluşlarının arasındaki rekabeti artırmaya ve “borçlanan öder” modelinin yarattığı olumsuzlukların çözüm yöntemlerine odaklanmıştır.

1.3.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Arasındaki Rekabet

Kredi derecelendirme kuruluşlarının analizlerinin kalitesini artırmak için sektörün daha rekabetçi bir hale getirilmesi önerilmektedir. Sektörde küçük ve orta ölçekli yüz elli ve NRSRO statüsüne sahip on adet kredi derecelendirme kuruluşu bulunurken, sektör pazar payı olarak üç şirket (Moody's, S&P ve Fitch) tarafından domine edilmektedir. Bir anlamda “büyüklük” ve “tanınırlık” sektör içinde SEC tarafından belirlenen NRSRO statüsüne sahip olmaktan daha yüksek bariyer teşkil etmektedir. Bu durum, sektörü oligopolistik bir yapıya götürmektedir. Rekabeti ve kaliteyi artırmak adına önerilen bir yol olsa da diğer yandan artan rekabetin “borçlanan öder” sisteminde şişirilmiş kredi derecelendirme notları ve/veya daha düşük fiyata hizmet sunumu ile kalitenin daha da düşmesine sebep olabileceği belirtilmektedir. Diğer yandan, daha az sayıda kredi derecelendirme kuruluşunun bulunmasının tutarlılık ve yeknesaklık sağlayacağı ve bu sayede yatırımcıların farklı ülkelerde ihraç edilen borçlanma senetlerini karşılaştırmalarına yardımcı olacağı da belirtilmektedir (Katz vd., 2009: 3-6).

Kredi derecelendirme sektörünün “doğal bir oligopol” olduğuna dair görüşler de vardır. Bu görüşlere göre kredi derecelendirme notlarının kalitesi geniş bir veri seti içerisinde uzun bir zaman dilimi üzerinden değerlendirilmelidir. Diğer bir ifadeyle, uzun dönem boyunca kaliteli derecelendirme notları vermiş olmak ve bu anlamda başarılı bir geçmişe sahip olmak kredi derecelendirme kuruluşu için ciddi rekabet avantajı oluşturur. Onun dışında, yatırımcılar farklı standartları yorumlamak ve analiz etmek için çok fazla kaynak harcamaktan yana olmadıklarından, kredi derecelendirme kuruluşunun donanım gücü ne kadar yüksek olursa, sağlayacakları katma değer ile yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edileceklerdir. Son olarak, kurumsal borçlanıcılar en az faizi ödemek adına en fazla piyasa güvenine sahip kredi derecelendirme kuruluşundan kredi derecelendirme notunu almayı tercih edeceklerdir. Bu sebepler ile kredi derecelendirme sektörü doğal bir oligopoldür. Kredi derecelendirme kuruluşları arasındaki rekabet dinamiği, kredi derecelendirme notlarının kalitesi anlamında iyi bir şöhret kazanmaya dayanmaktadır (OECD Hearings, 2010: 6).

1.3.2. “Borçlanan Öder” Modelinin Yeniden Yorumlanması

1970 öncesinde kredi derecelendirme kuruluşları, borç ihraççılarına kredi derecelendirme hizmetini ücretsiz sağlarken, araştırma yayınlarını yatırımcılara belli bir ücret karşılığında sunmuşlardır. “Yatırımcı öder” modelinde kredi derecelendirme kuruluşu borç ihraççısından bağımsız hale geliyor olsa da, araştırma yayınlarının fotokopi makinesi kullanımı ile kolayca çoğaltılabilmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarını gelir yaratma konusunda zorlamaya başlamış ve model finansal zorluklar yüzünden sürdürülememiştir. 1970 ile 2001 yılları arasında özellikle ABD’nde yaşanan durgunluk ve Penn Central taşımacılık şirketinin 1970 yılında borçlarını ödeyememesi sonucu piyasaya güvenleri azalan yatırımcılara güven vermek ve “finansal sağlıklarını” kanıtlamak amacıyla, borç ihraççıları kredi derecelendirme notu almaya yönelmiştir. Böylece, 1970 yılından sonra model “yatırımcı öder” modelinden “borçlanan öder” modeline dönmüştür (OECD Hearings, 2010: 7).

“Borçlanan öder” modeli ile ilgili tartışma, modelin kredi derecelendirme kuruluşlarının analizlerinin kalitesini azaltıp azaltmadığı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Modelin en önemli avantajı, kredi derecelendirme notlarının ve notlardaki değişimlerin tüm yatırımcılara ücretsiz sunulmasıdır. Yatırımcı için belirttiğimiz avantaj varken, kredi derecelendirme kuruluşu da kredi notu vereceği kurumun tüm bilgilerine erişebilmektedir. Modelde en kritik noktalardan biri derecelendirme hizmet ücretlerinin hiçbir şart altında kredi derecelendirme notu ile ilişkilendirilmemesi gereğidir. Ayrıca derecelendirme süreci birçok bakış açısı dâhil edilerek yürütülmelidir.

“Yatırımcı öder” modelinde ise sadece kredi derecelendirme kuruluşlarına ödeme yapan yatırımcılar borçlanıcı kuruluşlar hakkında bilgi edinebilmektedir. Sistemin en büyük dezavantajı kredi derecelendirme notlarının kamu kullanımına kapanmasıdır. Böyle bir durumdan küçük yatırımcıların negatif yönde etkileneceği açıktır. “Yatırımcı-öder” modelinin, yatırımcıya daha fazla getiri sağlamak amacıyla borçlanıcıya olması gerekenden daha düşük seviyede kredi notu verme ve bu anlamda ödenecek faizi yükseltme riski taşıdığı da belirtilmektedir. Diğer yandan, kredi notlarında aşağı yönlü revizyonların bilanço etkisi sebebiyle yatırımcılar tarafından istenmeyen bir durum oluşturacağı ve yatırımcıların bu durumu bertaraf etmek maksadıyla kredi derecelendirme kuruluşları üzerinde baskı kurabilecekleri de sistemle ilgili öne sürülen görüşlerdendir (Kudva, 2010: 1).

Başka bir görüş ise daha karma bir çözüm önermektedir. Bu çözüme göre borç ihraççısı kredi derecelendirme kuruluşuna kredi derecelendirme notu hizmeti için bir ücret öderken, ikinci bir kredi derecelendirme notu alması şartı getirilecektir. Bu notun alınacağı kurum ise ya yatırımcıların abone olmak şartı ile bilgi alabildikleri bir kredi derecelendirme kuruluşu olacak ya da uluslararası yatırımcılar tarafından kurulmuş olan ve idare edilen “uluslararası yatırımcılar konsorsiyumu” yapılanmasında karma bir kredi derecelendirme kuruluşu olacaktır (Katz vd., 2009: 3-6).

Bu iki modele alternatif olarak bir de hiçbir ülkede uygulanmayan “hükümet öder” modeli bulunmaktadır. Roopa Kudva’nın çalışmasında üç modelin artıları ve

eksileri incelenmiştir. Çalışmada üzerinde durulan noktalar Tablo 1.2’de özetlenmiştir (Kudva, 2011: 9-14).

**Tablo 1.2: Borçlanan Öder/ Yatırımcı Öder/ Hükümet Öder
Modellerinin Karşılaştırılması**

	Borçlanan Öder	Yatırımcı Öder	Hükümet Öder
Artıları	Yatırımcılara en önemli faydası; kredi değerlendirmelerine ücretsiz ulaşımıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları için öne çıkan faydası ise yüksek kaliteli bilgiye erişim imkânıdır. İlâveten sistemin maliyeti düşüktür.	Borçlananın yüksek not alabilmek için kredi derecelendirme kuruluşuna yapabileceği potansiyel baskı unsurunun ortadan kalkmasıdır.	Her iki taraf için de teşvik unsuru ortadan kaldırılmıştır.
Potansiyel Riskler	Çıkar çatışması bulunmaktadır. Bu riski önlemek için; - dikey ve yatay derecelendirme metodlarının kullanılması, analitik ve pazarlama fonksiyonlarının katı şekilde ayrılması, -kredi derecelendirme notu ile bu servisin ücretinin birbirinden tamamen ayrılması önerilmektedir.	Yatırımcılar kredi derecelendirme kuruluşlarına borçlanma enstrümanlarına düşük kredi notu vermeleri (daha yüksek getiri anlamına geldiğinden) için baskı yapabilirler. Sonrasında ise derecelendirme kuruluşları, bilanço kaygıları ile borç senetleri tutulan kuruluşların kredi derecelendirme notlarının düşürülmemesi konusunda baskı görebilirler.	Kredi derecelendirme notlarının servis ücretinin düzenleyici bir otorite veya hükümet tarafından ödenmesi bu notların resmi bir onay mekanizmasının onayından geçtiği izlenimini yaratıp, ödemelerin garanti altında olduğu beklentisine sebep olabilir. İlâveten, kredi derecelendirme kuruluşları için garantili bir işi durumuna gelmesi ile birlikte analitik titizliğin korunmasına yönelik kriterlerde bir gevşeme söz konusu olabilir.

2008 krizi sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notları daha temkinli analiz edilmeye başlanmıştır. ABD’de ve Avrupa Birliği’nde (AB) kredi derecelendirme kuruluşlarının içinde bulundukları problemli durumu çözmek adına adımlar atılsa da, atılan adımların üç noktayı göz önünde bulundurması önerilmektedir.

- “Borçlanan öder” modeli bugün elde edilecek yüksek gelir için itibari sermayeden bir kısım fedakârlığı davet edici bir modeldir.
- Rekabet iyidir fakat borçlananın faydasından daha çok yatırımcının faydası göz önüne alınırsa istenilen sonucu vermesi daha olasıdır.
- Yükselen piyasalarda yatırımcılar da dâhil olmak üzere kimse riskleri görmek istemez. Bu durum, sermaye piyasalarında değer kaybı olacağına inananların bir noktada şişirilmiş kredi derecelendirme notlarındaki düşüşün kendilerine büyük kar sağlayacağını fark etmeleri ile bozulur. Sadece güçlü ve objektif olması beklenen denetleyici bir otorite “kendi kendini kandırma oyununa” engel olabilmektedir.

Ne SEC ne de AB Komisyonu “yatırımcı öder” temelli modele geçilmesi yönünde ikna edici bir adım atmamıştır. Bu modeli yeniden canlandırmakla uğraşmak yerine sisteme çeşitli teşvikler önerilmektedir. Örnek olarak; yatırımcılar ile borçlanıcıyı uzlaştıran üçüncü kişinin, yatırımcılar tarafından seçilmiş ikinci bir kredi derecelendirme kuruluşundan kredi derecelendirme notu alması kuralı getirilebilir. ABD’de Franken Amendment adlı düzenleme bu konuda ilk fakat pek de iyi olmayan başlangıç adımı sayılmaktadır. Franken Amendment da yatırımcıların faydasını artırıcı, rekabete teşvik edici herhangi bir düzenleme öngörmemektedir.

Diğer bir bakış açısı ise kredi derecelendirme kuruluşlarına yasalarla verilen gözetim yetkisinin tam tersi olan deregülasyonu önermektedir. Deregülasyon kredi derecelendirme notlarına olan gereksinimi ortadan kaldırmaktadır.

Yatırımcılar, yatırım yapacakları şirketlerin veya ülkelerin borç yükümlülüklerini yerine getirme kapasitelerini kendileri değerlendireceklerdir. Fakat bu durum, kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal bilgi sağlarken faydalandıkları ölçek ekonomisinden istifade etmemek anlamına gelecektir. Üç büyüklerin piyasa hâkimiyetinin sebebi olarak regülasyonları öne çıkarmak ve bu anlamda da deregülasyonu önermek sektörün tarihsel gelişimi düşünüldüğünde pek de gerçekçi görünmemektedir. 1975 yılında NRSRO statüsünün ortaya çıkarılması öncesinde de sektör oligopolistik bir yapı göstermekteydi.

Herkese eşit uzaklıkta olacak resmi bir kredi derecelendirme kuruluşunun kurulması durumunda özel kredi derecelendirme kuruluşları ile resmi kuruluşun verdikleri notlar farklılaşabileceklerdir. Bu durum resmi ve özel kurumların birbirlerinin metodolojileri hakkında kuşku duymalarına sebep olabilecektir. (Katz vd., 2009: 3-6).

1.4. SEKTÖRÜN OLİGOPOLİSTİK YAPISI

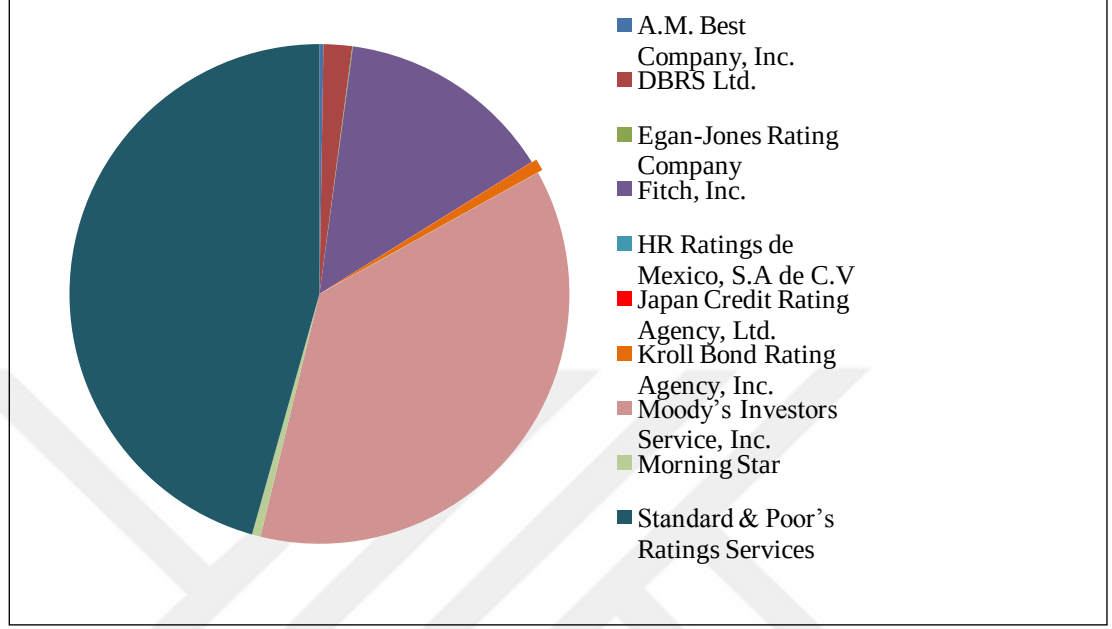
Uluslararası Ödeme Bankası (BIS) tarafından dünya çapında 130 ile 150 kredi derecelendirme kuruluşu bulunduğu belirtilmiştir. Bunların çoğu belirli coğrafi bölgelerde yoğunlaşan küçük ölçekli şirketlerdir. SEC tarafından verilen NRSRO statüsü özellikle yasal düzenleme açısından önem taşımaktadır. Birçok finansal kuruluş, hukuksal olarak NRSRO statüsündeki kredi derecelendirme kuruluşundan “yatırım yapılabilir” notunun alınmış olmasını borçlanma aracına yatırım yapabilmek için şart koşmaktadır. SEC tarafından NRSRO statüsü verilmiş on adet kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. SEC tarafından Aralık 2017 tarihinde yayınlanan en son yıllık rapor bu on adet kuruluşun 2016 yılsonu itibariyle yapmış olduğu kredi derecelendirmenin sektörel bazda analizini yayınlamıştır. Sektörün üç kuruluş tarafından domine edildiği ve oligopolistik bir yapı içerisinde olduğu açıkça görülmektedir.

Tablo 1.3: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Değerlendirmeleri

	Finans kurumları	Sigorta Şirketleri	Kurumsal İhraççılar	Varlığa Dayalı Kıymetler	Devlet Borçlanma Senetleri	Toplam
A.M. Best Company, Inc.	-	7,537	1,359	18	-	8,914
DBRS Ltd.	7,969	158	3,037	12,757	16,784	40,705
Egan-Jones Rating Company	11,112	837	6,480	-	-	18,429
Fitch, Inc.	44,965	3,188	17,848	39,981	197,543	303,525
HR Ratings de Mexico, S.A de C.V	547	-	140	-	352	1,039
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	787	65	2,356	-	486	3,694
Kroll Bond Rating Agency, Inc.	705	5	1	5,561	63	6,335
Moody's Investors Service, Inc.	49,472	3,230	44,676	64,188	619,478	781,044
Morning Star	35	-	308	3,591	-	3,934
S&P	58,582	6,859	50,672	49,162	952,910	1.118,185
TOPLAM	174,174	21,879	126,877	175,258	1.787,616	2.285,804

Kaynak: Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Aralık 2016.

Şekil 1.1: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Karşılaştırmalı Piyasa Payı



Kaynak: Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Aralık 2016

Üç kuruluşun sektördeki toplam payı 2016 yılsonu itibariyle %96,4 seviyesindedir. 2007 yılında önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşunun pasta içerisindeki payı %98,8 seviyesindeydi. Tabloda yer alan on adet kuruluştan çoğu “borçlanan öder” modeli ile çalışmaktadır. On adet kuruluşun sağladığı toplam gelir 2015 yılsonuna göre 100 milyon ABD doları artışla 2016 yılsonu itibariyle 5,9 milyar ABD doları olmuştur. Tablo 1.4 sektörün toplam gelirinin ilk üç kredi derecelendirme kuruluşu ve geriye kalan yedi kuruluşun arasındaki paylaşımını göstermektedir.

Tablo 1.4: NRSRO Statüsündeki Kuruluşların Gelir Dağılımı (%)

	2012	2013	2014	2015	2016
Moody's & Fitch ve S&P	94,7	94,5	94,3	93,7	94,4
Diğer NRSRO statüsündeki kuruluşlar	5,3	5,5	5,7	6,8	5,6
TOPLAM	100	100	100	100	100

Kaynak: Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Aralık 2016

Sektörü domine eden ilk üç kuruluşun tarihsel gelişiminden kısaca bahsedilecektir.

1.4.1. S&P Kredi Derecelendirme Kuruluşu

1860 yılında Henry Varnum Poor “History of the Railroads and Canals in the United States” adlı kitapçığı yayınlarak yatırımcı sınıfının özellikle demiryolu yatırımları ile ilgili bilgi ihtiyaçlarını karşılayan önemli bir eser ortaya çıkarmıştır. 1868 yılında ise Poor, dört yüz kırk iki sayfalık bir kitapçık yayınlarak demiryolu yatırımcısına daha kapsamlı bilgi vermeyi amaçlamıştır. Bu arada, Luther Lee Blake de aynı Poor gibi yatırımcıların doğru bilgiye ihtiyaçlarının ciddiyetini görerek Standard Statistics Bureau’yu 1906 yılında kurmuştur. 1919 yılında Roy W. Porter ise Moody’s Manual Co. ile Poor’s Manual Co.’yu Poor’s Publishing Co. adı altında birleştirmiştir. 1922-1923 yılları itibarıyla Poor’s Publishing Co. kurumsal bonolara, Standard Statistics ise yerel yönetim menkul kıymetlerine derecelendirme notu vermeye başlamıştır. 1941 yılında Poor’s Publishing Co. ile Standard Statistics Standards&Poor’s Corp. adı altında faaliyet göstermeye başlamışlardır. Birleşme gelirlerde büyük bir sıçramaya yol açmıştır. 1957 yılında S&P 500 Endeksi’nin takdimi yapılmıştır. 1960’lı yıllarda hizmet alanı iyice büyüyen S&P, 1962 yılında halka açılmış ve hisse senetleri borsada işlem görmeye başlamıştır. 1966 yılında S&P Mac Graw Hill Companies tarafından satın alınmıştır. 1970’li yıllarda S&P, kamu ve özel borç ihraççılarına, borçlanma enstrümanlarına derecelendirme notu vermek için hizmet vermeye başlamıştır. 1984 yılında Londra ofisini açarak Avrupa piyasasına giren ilk derecelendirme kuruluşu olmuştur. S&P, 23 ülkede 6,300 civarında çalışanı ile kredi derecelendirme kuruluşlarının önde gelenidir (A History of S&P: 2012).

1.4.2. Moody’s Kredi Derecelendirme Kuruluşu

John Moody (John Moody & Company) 1900 yılında ilk kez Moody’s “Manual of Industrial and Miscellaneous Securities” adında bir kitapçık yayınlamıştır. Bu kitapçık, finansal kuruluşların, devlet kurumlarının, sanayi, maden ve gıda şirketlerinin hisse senetleri ve tahvilleri ile ilgili bilgi ve istatistikler içermektedir.

1903 yılına gelindiğinde kitapçık büyük bir üne sahip olmuştur. 1907 yılında hisse senedi piyasasının çöküşü karşısında şirketin devam edecek yeterli sermayesi olmaması sebebiyle Moody's basım şirketini satmak zorunda kalmıştır. 1909 yılında piyasaya geri döndüğünde, John Moody yatırım araçları ile ilgili bilgi toplamaya ilaveten yatırımcılara varlık değerleri ile ilgili analizler de sunmaya karar vermiştir. Kuruluş, demiryolları ve varlıkları ile ilgili karşılaştırmalı yatırım değerlerini içeren bir kitap yayımlamıştır. Moody, verdiği sonuçları 1800'lü yıllarda tüccarların ve daha önceki dönemlerdeki bilgi sağlayıcı olan kredi raporlama şirketlerinin kullandığı harf derecelendirmeleri metodu ile ifade etmiştir. Böylece, Moody Amerikan demiryolu şirketlerinin hisse ve tahvil değerlemelerini yapan ilk kişi olmuştur. 1913 yılında kamu şirket değerlemesi işini genişletip sanayi ve enerji şirketlerine de derecelendirme notu vermeye başlamıştır.

1914 yılında Moody's Investor Service tahvil kredi derecelendirmesini ABD yerel yönetimlerini ve şehirlerini kapsayacak şekilde genişletmiştir. 1924 yılında Moody's Amerikan tahvil piyasasının %100'ünü kapsar durumda idi. 1970'li yıllara gelindiğinde Moody's özel sektör tahvillerini derecelendirmeye başlamıştır. Bu arada, diğer kredi derecelendirme kuruluşları gibi Moody's de yatırımcılar dışında borç ihraççıları da sunduğu hizmet için ücretlendirmeye başlamıştır. Bu değişimin arkasında, borçlananların da objektif kredi notları ile borçlanma piyasalarına girme olanağını elde etmeleri karşılığında bir bedel ödemeleri gerektiği fikri yatıyordu. Ayrıca, sermaye piyasalarının gittikçe daha karmaşık hale gelen yapısı daha üstün nitelikli insan kaynağı kullanılmasını gerekli kılıyordu. Bu gereklilik aynı zamanda kurumlar üzerine ilave bir finansal yük getirdiğinden hem borçlanıcı hem de yatırımcıdan hizmet bedeli alınmasına yol açmıştır (Moody's History, 2012).

1.4.3. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Fitch Ratings 1913 yılında John Knowles Fitch tarafından Fitch Publishing Company adı ile kurulmuştur. Fitch Publishing Company'nın sektöre girişi finansal istatistikler yayımlayarak olmuştur.

1924 yılında ise Fitch Publishing Company, yatırımcılardan gelen finansal varlıkları analiz etme talebi karşısında "AAA" dan "D" ye kadar olan harf notlarını yayınlamaya başlamıştır. 1975 yılında SEC tarafından NRSRO statüsü tanınan üç kredi derecelendirme kuruluşundan biri olmuştur (Fitch Ratings, 2012).

1.5. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ ANLAMI

On kategori şeklinde sıralanan kredi derecelendirme notları ana kategori olarak ikiye ayrılmaktadır. İlk ana kategori “yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notları” ikinci ana kategori ise “spekülatif kredi derecelendirme notları” kategorisidir. Sırasıyla S&P, Moody’s ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarının harf gösterimi ile kredi notlarının anlamı aşağıda açıklanacaktır.

Yatırım Yapılabilir Kredi Derecelendirme Notları

- **AAA / Aaa / AAA: En yüksek kredi kalitesi**

AAA notu; en düşük kredi riski beklentisini belirtmektedir. Finansal yükümlülüklerin yerine getirilme kapasitesinin öngörülebilir gelişmelerden etkilenme olasılığı ciddi derecede azdır.

- **AA / Aa / AA: Çok yüksek kredi kalitesi**

AA notu çok düşük kredi riski beklentisini belirtmektedir. Finansal yükümlülüklerini zamanında karşılama kapasitesinin kuvvetli olduğunu gösterir. Bu kapasite öngörülebilir gelişmelerden önemsiz derecede etkilenebilmektedir.

- **A / A / A: Yüksek kredi kalitesi**

A notu düşük kredi riski beklentisini belirtmektedir. Finansal yükümlülüklerin zamanında karşılanma kapasitesi kuvvetlidir. Fakat bu kapasite, değişen iş ve

ekonomik koşullara karşı daha yüksek kredi sınıflarına kıyasla daha kırılgan olmaktadır.

- **BBB /Baa / BBB: İyi kredi kalitesi**

BBB düşük kredi riski beklentisini belirtmektedir. Finansal yükümlülüklerin zamanında karşılanma kapasitesi yeterlidir. Ancak olumsuz iş ve ekonomik koşullar bu kapasiteyi zayıflatabilmektedir.

Spekülatif Kredi Derecelendirme Notları

- **BB / Ba / BB: Spekülatif**

BB notu, yatırım yapılabilir kategorisindeki notlara göre, olumsuz iş ve ekonomik koşulların oluşması durumunda daha yüksek bir temerrüt riski içermektedir. Fakat iş ve finansal esneklik, finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesine yardımcı olmaktadır. Bu gruba konu olan borçlanma senetleri ve tahviller, yatırım yapılabilir kategorisinde yer almamaktadır.

- **B / B / B: Yüksek düzeyde spekülatif**

B notu, kredi riskinin azımsanamayacak seviyede görüldüğünü fakat bu duruma rağmen sınırlı düzeyde de olsa bir güven payının olduğunu göstermektedir. Finansal yükümlülükler karşılanabilir olsa da düzenli ödemelerin gerçekleştirilme kapasitesi, iş koşullarının ve ekonomik şartların uygun olmasına bağlıdır.

- **CCC / Caa / CCC: Yüksek düzeyde temerrüde düşme riski**

Finansal yükümlülüklerin karşılanamaması, olası bir durum olarak görülmektedir. Yükümlülükleri sağlayabilme kapasitesi sadece ekonomik gelişmelerin ve iş düzeyinde ilerleyebilmenin elverişli olmasına bağlıdır.

- **CC / Ca / CC:**

CC notu finansal yükümlülüğün yerine getirilememe olasılığının yüksek olduğuna işaret etmektedir.

- **C / C / C:**

C notu ise finansal yükümlülüğün gerektirdiği şartların sağlanamayacağının sinyalidir.

- **DDD / DD / D:**

Finansal yükümlülüğün yerine getirilememe durumunu gösterir. Bu kategoride yer alanların yükümlülüklerini yerine getirmeleri yükümlülüğünün yeniden yapılandırılması sonucu, kısmen/tamamen düzelmesine veya likiditasyonuna bağlıdır (Fitch Ratings, 2012: 12-17).

1.6. DÜNYA EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA SÜRECİ

2007 küresel finansal krizi, kapitalizmin 1930 Büyük Buhranı'ndan bu yana yaşadığı en şiddetli kriz olarak tanımlanırken, krizi öngörememeleri sebebiyle kredi derecelendirme kuruluşları ciddi şekilde eleştirilmiştir. 1975 yılında SEC tarafından verilen NRSRO statüsü ile kredi derecelendirme kuruluşları önemli derecede güçlendirilmiş ve kredi notları yatırımcıların yatırım kararı alırken göz önünde bulundurdıkları bir kriter haline gelmiştir. 1997 Asya krizinde, krize giren ülkelerin yüksek kredi derecelendirme notlarına sahip olmaları ve sonrasında yerel kriz yaşayan ülkelerin de yüksek kredi derecelendirme notları ile krize yakalanmaları kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik eleştirilerin artmasına yol açmıştır. Son olarak, ABD'de başlayan ve sonrasında küresel finansal krize evrilen süreçte yapılandırılmış finansman ürünlerine verilen yüksek kredi derecelendirme notları, kuruluşların hangi kriterler üzerinden notları oluşturduğuna dair soru işaretlerinin ve kuruluşlara yönelik

eleştirilerin artmasına sebep olmuştur. Prensipite kredi derecelendirme notlarının gösterge niteliği vasıtasıyla ekonomik döngülerin ülkeler üzerindeki etkisini yumuşatıcı bir işlev yerine getirmeleri beklenmektedir. Ekonomik genişleme dönemlerinde, uyarıcı nitelikte erken aşağı yönlü kredi notu revizyonlarının yatırımcıların öforik beklentilerini azaltması ve bu anlamda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülkeye akışını yavaşlatması istenmektedir.

Kredi derecelendirme notları ekonomik gelişmeleri geriden takip ederse, kredi derecelendirme notlarında iyileşme yatırımcıların öforik beklentilerinin artmasına ve sermaye girişlerinin güçlenmesine sebep olabilmektedir. Kredi derecelendirme notlarında sert ve ani aşağı yönlü revizyonlar, yatırımcılar arasında paniğin artmasına, yabancı sermayenin ülke dışına kaçmasına ve risk primlerinde ciddi yükselişe yol açabilmektedir. Bu durum, ekonomilerde ciddi hasarlar meydana getirebilmektedir. Genel beklenti; kredi derecelendirme notlarının, yatırımcıların portföylerini oluştururken karşılaştıkları bilgi problemini mümkün olan en az seviyeye indirmek maksatlı yol gösterici bir enstrüman olarak kullanılmalıdır. Fakat 2008-2009 küresel finansal krizinde tam tersi bir durum ile karşılaşmıştır.

Tez araştırma konumuzun dışında olmak ile beraber 1930 Büyük Buhran'dan bu yana yaşanmış olan en büyük finansal krizin tüm yükünü, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri yüksek notların yatırımcı üzerinde yarattığı olumlu havaya yüklemek sistemdeki bazı yapısal aksaklıkları irdelemeden gerçekçi olmayacaktır. Bu perspektifte, kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştiriler karşısında 2008-2009 krizinin yapısal nedenlerini kapitalizmin küresel finansallaşması açısından da değerlendirmek gerektiği ileri sürülebilmektedir.

1.6.1. Altın Çağ

ABD dolarının küresel piyasalarda gösterge para birimi olarak kullanılması ve ABD dolarına sabitlenen döviz kurlarının yer aldığı bir parasal sistemin kurgulanmış olması, 1950 sonrasında inşa edilen Bretton Woods dönemini diğer dönemlerden ayıran özelliklerdir. Bu dönemde, sanayileşme ve ticaret politikaları kamu otoriteleri tarafından belirlenmekteydi. Finansal sistem de ulusal politikaların çizdiği çerçevenin içinde kalacak şekilde sıkı bir denetim altına alınmıştı. Dönemin sanayileşme modeli “kitlesele tüketim için kitlesele üretim” görüşü ile uyumlu olarak standardize edilmiş sanayi mamullerinin imalatına dayanmaktaydı. Fordizm olarak adlandırılan bu sistem işçiyi sadece “maliyet” unsuru değil, aynı zamanda “tüketim talebi” olarak da değerlendirmektedir. Bu model ile kapitalist dünya 1950-1974 arasında ortalamada %2,9'lara ulaşan güçlü büyüme performansı sergilemiştir. Büyüme oranlarındaki yüksek ortalamalarla bu dönem iktisadi büyüme literatüründe “altın çağ” olarak anılmaktadır (Yeldan, 2008). Kapitalizmin neredeyse 200 yıllık geçmişi içerisindeki en başarılı büyüme oranlarının yakalanmasının arkasındaki (Bretton Woods sistemine ek olarak) temel sebepler şu şekilde sıralanmaktadır;

- sınıflar arası güç ilişkileri
- teknolojik sıçrama / emek sürecindeki atılım,
- büyük bunalımın ve savaşın etkileri,
- ABD hegemonyası,
- sermayenin uluslararasılaşması,
- emperyalist denetim,
- devlet müdahalesi / Keynesyen iktisadi görüş

1944 yılında ABD'nin Bretton Woods kasabasında, küresel anlamda önemli ve farklı tür sermayelerin kontrolünü sağlamak amacıyla üç adet kuruluşun temelleri atılmıştır. Dünya Bankası (WB) üretken sermayenin, daha sonrasında Dünya Ticaret Örgütü (WTO) ticari sermayenin ve Uluslararası Para Fonu (IMF) finansal sermayenin uluslararası kontrolü için oluşturulmuştur (Karataş, 2011: 66).

Üretimin kitleselleşmesi ile beraber sermaye birikiminin yoğunlaşması sonucu, kâr oranlarında da kaçınılmaz bir düşüş gözlemlenmiştir. 1960'lı yılların ortalarından itibaren bütün kapitalist dünyada sanayi kâr oranlarının çarpıcı şekilde gerilemesi ile altın çağın sonuna yaklaşmakta olduğu anlaşılmıştır. Sermayenin ulusal sınırlar içindeki birikim temposu, yeni yatırımlar için çok daha yüksek kârları gerekli kılmakta idi. Ancak sermayenin kârlılığı, içinde bulunduğu ulusal pazarın büyüklüğü ile sınırlı kalmıştır. Bu noktada bunalımdan kurtulmak yurtiçi talebin uyarılması ve sermaye birikimine bu yolla ivme kazandırılması ile mümkün olabilirdi. Ancak bu yöntem, emeğin gelir paylarının doğrudan arttırılması anlamına geleceğinden, sermayenin kârlılığı açısından kabul edilebilir değildi. Dolayısıyla geriye tek bir seçenek kalmaktaydı: sermayenin hızla finansal yatırım alanlarına çekilmesi ve uluslararasılaşması. O döneme kadar baskın görüş olan Keynesgil öğretisinin “finans ulusal bir meseledir” anlayışını temel alan düzen değiştirken finansal sistemin kuralsızlaştırılmasını ve serbestleştirilmesini temel alan muhafazakâr neo-liberal politikalar baskın hale gelmeye başlamaktadır (Yeldan, 2008).

1.6.2. Düşen Kâr Marjlarına Karşı Neo-Liberal Politikalar

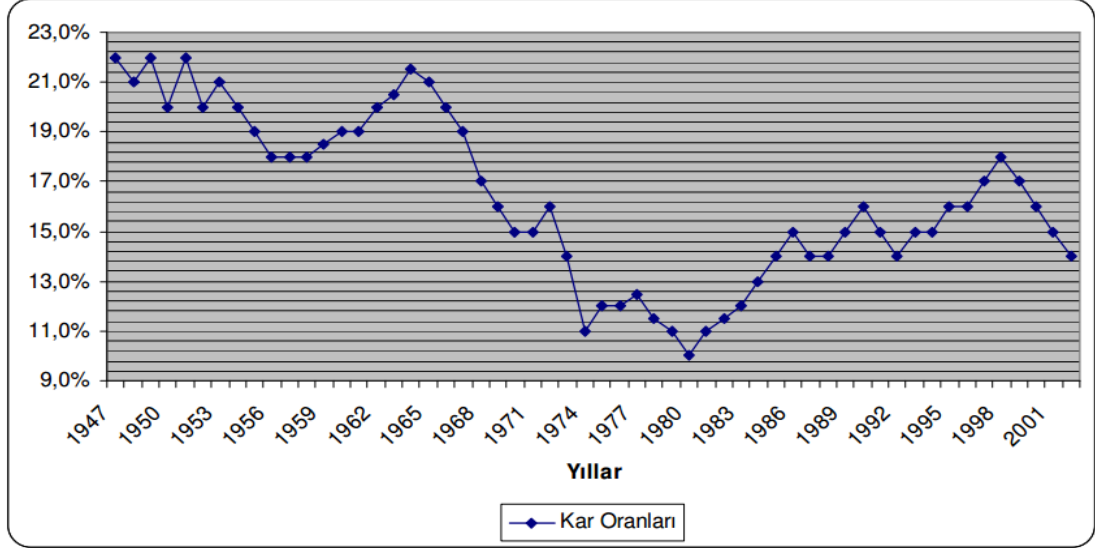
ABD ve İngiltere’de 1970’li yılların sonlarında neo-liberalizmin temelleri atılmaya başlanmıştır. 1970’lerden itibaren Avrupa’da ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik darboğaz sonucunda (dış ticaret olanaklarının ortadan kalkması, kâr oranlarında azalma, işsizlik gibi sorunlarla) oluşturulan “neo-liberal kurumlar”, “yapısal uyum” ve “istikrar” başlıkları ile bir takım politikaları hayata geçirmeye başlamıştır. ABD’de Reagan ve İngiltere’de Thatcher’ın başa gelmesiyle ile ortaya çıkan neo-liberal politikalar sosyal devlet anlayışının zayıflamasına neden olmuştur. Bu kurumlar açtıkları krediler karşılığında “yapısal uyum” ve “istikrar” programları ile uluslararası rekabete uygun olarak ücretlerin azaltılmasını, yerli sanayi, banka ve finansal hizmetler üzerindeki yabancı sermayeye yönelik yaptırımların kaldırılmasını, kamu işletmelerinin özelleştirilmesini ve devletin sağlık, eğitim ve refaha dönük harcamalarını azaltmasını şart olarak koymuşlardır. 1970’lerde yaşanan kriz sonrası düşen kâr marjlarına karşı yeni bir anlayışı ifade eden neo-liberal politikaların temel öncelikleri, üretim faaliyetlerindeki kâr marjlarının düşmesi sonrasında yeni kârlı

alanlar açılması için devletin elinde bulunan kârlı alanların özelleştirilmesi, yerel ve küresel piyasaların serbestleşmesi ve deregülasyon olarak sıralanmaktadır. Deregülasyon, reel sektör aktiviteleri ile sermaye birikimini yavaşlatan yetersiz kârların finansal getirilerle desteklenmesi maksatlı sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, finansal piyasalar ve işlemlerin kısıtlayıcı düzenlemelerden arındırılmasıdır. Neo-liberal politikaların yerel ve uluslararası uygulamalarıdır.

Dünya ekonomisinde özellikle 1970’lerde yaşanan stagflasyon süreci sonrasında neo-liberal anlayışın hakim duruma geçmesi ile hem yerel hem de uluslararası boyutta finans kesiminin rolü ve önemi giderek artmıştır. Bu süreçte, reel sektör veya finans sektöründe yer alan firmaların davranışlarında önemli dönüşümler yaşanmış ve daha önce üretimlerinin finansmanında banka kaynaklarından yararlanan firmalar, bu dönemde üretimin finansmanında daha çok sermaye piyasalarına yönelirken, bankalar bireylerin tüketimlerinin finansmanı tarafına eğilim göstermişlerdir (Yılmaz ve Uçak, 2012: 70).

Şekil 1.2 ABD ekonomisinin kâr oranlarının seyrini göstermektedir. 1940-1960 yıllarında savaş sonrası yükselen konjonktür ve üretken sermayenin önünün açılması ile ortalama %20’de seyreden sermayenin kârlılık oranı, sonrasında hızlı bir şekilde düşmeye başlamış ve 1980’lere gelindiğinde %10’un altına inmiştir. Neo-liberal dönemle birlikte bir iyileşme görülmüştür. Yine de kârlılık en iyi konjonktürde %18 olarak hesaplanmıştır. Başka bir anlatımla, neo-liberal dönemdeki dönüşümler, sermaye sınıfının getirisini artırmasına karşın kapitalizmin altın çağındaki kârlılık oranlarını sağlamaktan geri kalmıştır. Nitekim kâr oranları 2000’lerin başında yeniden %14 seviyelerine çekilmiştir (Karataş, 2011: 72).

Şekil 1.2: Savaş Sonrasında ABD’de Kâr Oranları



Kaynak: Karataş, Küreselleşme Sürecinde Finans Kapitalin Yükselişi Ve 2007 – 2009 Dünya Ekonomik Krizi, Yayınlanmamış Yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı, İstanbul, 2011: 71

1.6.3. Neo-liberalizm ve Finansallaşma

Neo-liberal akım, 1970’lerin son dönemlerine hâkim olan regülasyonların yıkıcı, serbest piyasaların ise her daim daha iyi olduğunu vurgulamaktadır. Bu görüş sonucunda ise finansal sektör, ABD Kongresi’nde 1980 ve 1982’de çıkarılan kanunlarla deregüle edilmiştir. Finansal deregülasyon, finansallaşma sürecine zemin hazırlayan ve finansal sektöre bağımsızlık kazandıran bir süreç olmuştur. Neo-liberal alanda yaşanan gelişmeler finansallaşmayı beraberinde getirmiştir. Neo-liberal politikaların uygulanmaya başlamasıyla birlikte finansal kurumların finansal piyasa faaliyetleri ve kârları, finansal olmayan ekonomik faaliyet ve gelirlere nazaran artmaya başlamıştır. ABD’de finansal kuruluşların vergi öncesi kârları toplam kârın 1960 yılında %13,9’unu oluştururken, 1970’li yıllarda bu oran %19,4’e ulaşmıştır. 1980’li yıllara gelindiğinde ise küçük bir düşüşle %17,2’yi göstermiş ve 1990’lı yıllarda %23,3’e ve son olarak 2000-2006 yılları arasında toplam kârların %36,8’ine ulaşmıştır (Tellalbaş, 2011:51). Bu arada finansal serbestleştirilmeyle birlikte finansal sermayenin kısa vadeli, spekülatif nitelikli kararları sanayileşme hedeflerinin önüne geçmekte idi.

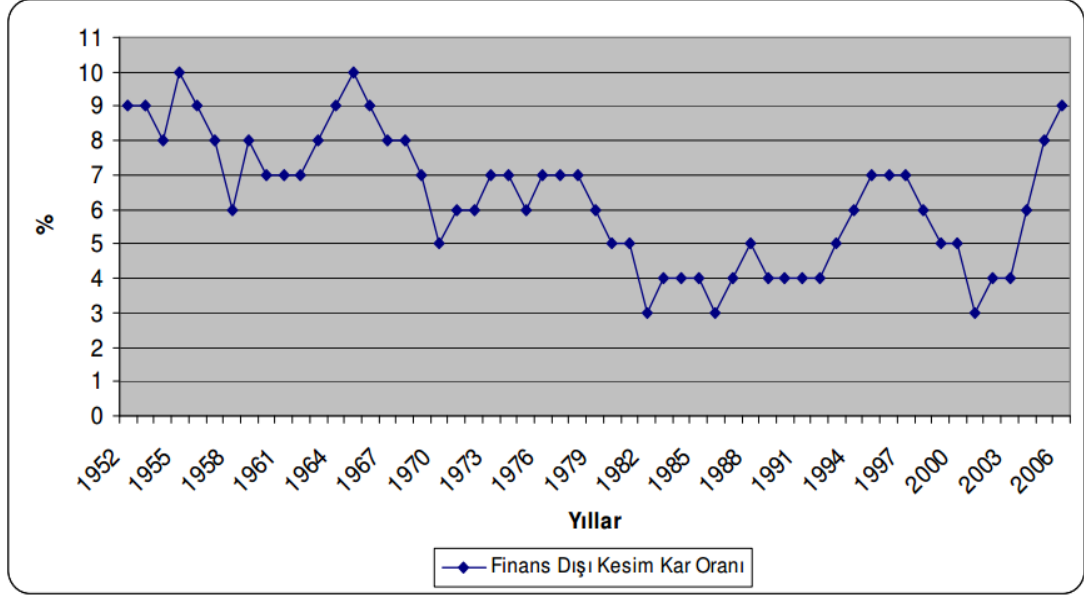
Örneğin, James Petras ve Henry Weltmeyer, reel sektörde kullanılan her 1 dolara karşılık, dünya finans piyasalarında 25-30 dolarlık bir işlem hacmi gerçekleştirildiğini hesaplamakta; 1970’lerde günde yaklaşık 190 milyar dolar hacmi olan dünya döviz piyasası işlemlerinin, 1990’ların başında günde 1,2 trilyon dolara, günümüzde de 1,8 trilyon dolara ulaştığını belgelemektedir. (Yeldan, 2008).

Finansallaşma, literatürde değişik şekillerde tanımlanmıştır. Buna göre; Epstein finansallaşmayı finans sisteminin bankacılık ağırlıklı yapıdan sermaye piyasası ağırlıklı yapıya kayması olarak tanımlarken, Krippner’in tanımı mal üretimi ve bunun ticareti yerine finansal kanallar yoluyla gelen gelirler temelinde yeni bir birikim modelidir. Harvey de finansallaşmayı Fordist birikim sürecinden neo-liberal birikim sürecine geçiş olarak tanımlamıştır. Lapavitzas ise finansallaşmanın kapitalist ekonomilerde bir değişimi ifade ettiğini ve bu çerçevede üretim ile dolaşım arasındaki dengenin ikincisi lehine değiştiğini belirtmiştir. Buna göre; kapitalist işletmeler açık piyasa işlemlerine yönelmekte, bankalar ise bireysel finansman tarafına ve de finans piyasalarında aracılık işlemlerine daha fazla kaynak ayırmaktadır. Bunun sonucunda finansal kârlılık bankalar tarafında artmaktadır. Başka bir anlatımla ise finansallaşma, neo-liberal politikalar sonucunda yerel finans piyasalarının küreselleşmesi gerçeğidir (Yılmaz ve Uçak, 2012: 69-70).

Finansallaşma iktisadi aktörlerin sabit sermaye yatırımları yerine portföy yatırımlarına yönelmesi olarak da tanımlanmaktadır. Bu süreçte borçluluk, finansal varlıkların çeşidi ve boyutu, finansal gelirler ile spekülatif faaliyetler artış göstermiştir. Ayrıca sermayenin merkezi hale gelmesini de ifade eden şirket satın almaları ve birleşmeleri de bu dönemde önceki dönemlere göre artış göstermiştir. Sistemin merkezinde bankalar, sigortacılar, yatırım bankaları ve yatırım fonları bulunmaktadır. Şekil 1.3’de finans dışı kesim kâr oranının 1950’lerdeki %10’lu seviyelerinden 1980’lerde %3’lere gerilediği görülmektedir.

Şekil 1.3: ABD Ekonomisinde Finans Dışı Kesim Kâr Oranları

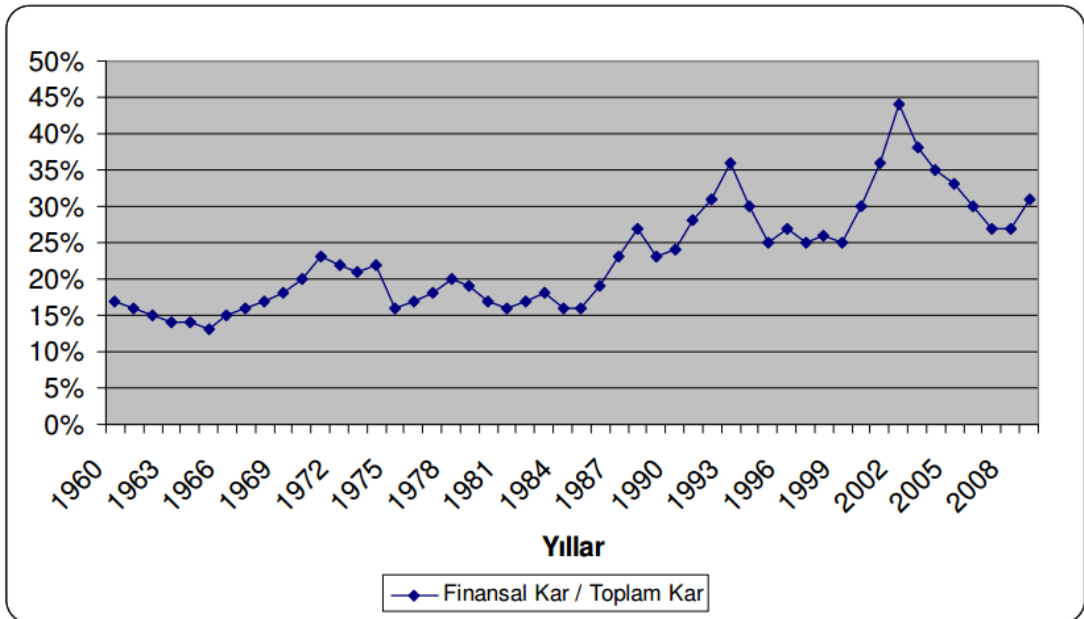
1952 - 2006



Kaynak: Karataş, Küreselleşme Sürecinde Finans Kapitalin Yükselişi ve 2007 – 2009 Dünya Ekonomik Krizi, Yayınlanmamış Yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı, İstanbul, 2011: 73

Şekil 1.4: ABD Ekonomisinde Finansal Kârların Toplam Kârlara Oranı

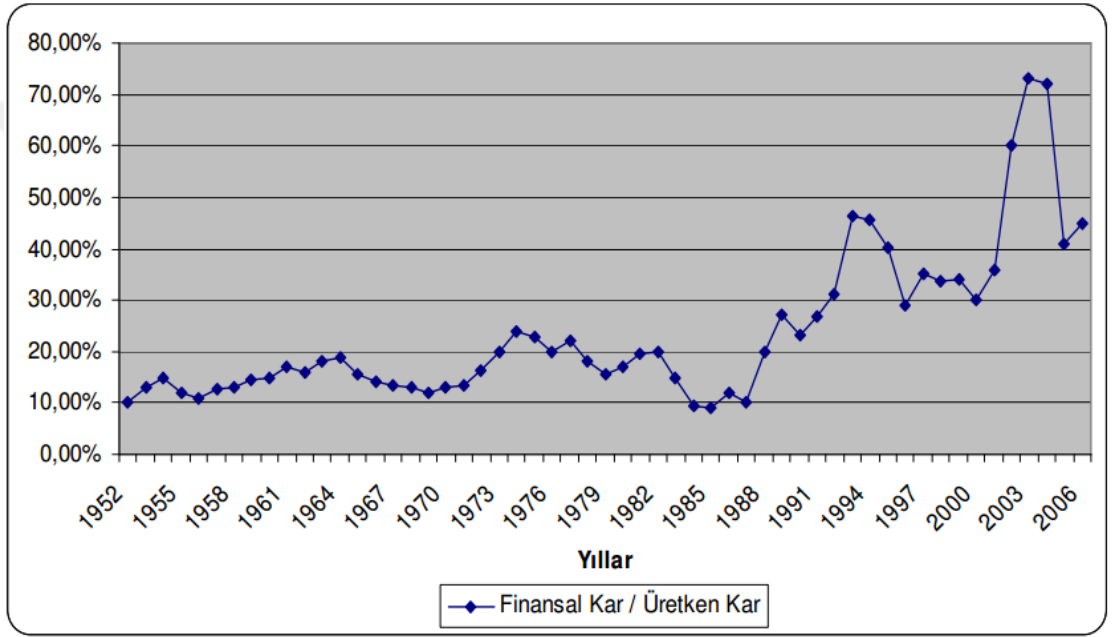
1960-2009



Kaynak: Karataş, a.g.e., 75

Finansal kârların toplam kâra oranı olarak bakıldığında ise; 1950-1980 arasında %15’lerde olan oran neo-liberal politikalar ve finansallaşma ile birlikte %45’lere kadar çıkmıştır. Küresel krize giden süreçte finansal kârlar toplam kârların neredeyse yarısını oluşturur hale gelmiştir.

**Şekil 1.5: ABD’de Finansal Kârların Üretken Kârlara Oranı
1952-2006**



Kaynak: (Karataş, a.g.e., s. 77)

1980'lere kadar %10'larda seyreden finansal kârların üretken kâra oranı neo-liberal politika uygulamaları ve finansallaşma ile %70'lere çıkmıştır (Karataş, a.g.e., 72-77). 2007-2008 küresel finansal krizine giden süreçte, günlük işlem hacmi 1,8 trilyon dolara ulaşan döviz piyasası işlemleri küresel ticaret hacminin yaklaşık 70 misline denk bir seviyede bulunuyordu ki; finansallaşmanın ulaştığı boyutu göstermesi açısından önemlidir. Reel üretim değişkenlerin çok üzerinde rakamlara ulaşan parasal değişkenler, diğer bir anlatımla finansal piyasalardaki bu şişkinlik küresel ekonomi açısından başlı başına bir istikrarsızlık unsuru haline gelmiştir. Bu çerçevede, küresel ekonominin 2008 krizi finansallaşmanın doğrudan bir ürünü olarak görülmüştür (Yeldan, 2008).

Nobel ödüllü ekonomist Joseph E. Stiglitz ise küresel krizin sebeplerini şöyle özetlemektedir: “Krizin temel sebebi, büyük ölçüde iyi düzenlenmiş fakat yanlış yönlendirilmiş sınırsız teşviklerin sonucu olarak, bankaların davranışlarıdır. Tam enformasyon, tam rekabet ve mükemmel piyasalar gibi gerçekçi olmayan ekonomik modellere dayanan muhafazakâr ideoloji, gevşek kamu düzenlemelerini yüreklendirdi ve finans sektörü tarafından seçim kampanyalarına yapılan mali katkılar da siyasi sürecin gevşek finansal düzenlemeler yapmasına yardımcı oldu. Bankalar riskleri yanlış değerlendirdiler, vahşice aşırı kaldıraçlı fon sağladılar ve ileriye göremeyen üst düzey yöneticilerine büyük paralar ödediler. Gevşek finansal düzenlemeler de, ekonominin tamamını riske sokarak, yaptıklarının yanlarına kâr kalmasına izin verdi. Mortgage (ipotek) komisyoncuları şirketlerin değerlendirmesini ihmal ettiler çünkü ipotekleri, varlığa dayalı menkul olarak kıymetleştirilmiş ve başkalarına satılmış olduğundan temerrüde düşme riski taşımayacaklardı. Suçlanacak başkaları da var: yüksek riskli (sub-prime/eşik altı) menkul kıymetleri finansal olarak sağlıklı değerlendiren derecelendirme kuruluşları, faizleri düşüren FED, Irak savaşı ve zenginler için vergi indirimleri ile düşük faizi gerekli hale getiren Bush yönetimi. Bununla birlikte düşük faiz oranları ekonomi için avantaj olabilir, düşük faiz oranlarını ekonomik krize dönüştüren finansal kurumlardı” (Stiglitz, 2009:329-339).

Bu çerçevede görülmektedir ki; finansal krize giden yolda kredi derecelendirme kuruluşlarını ciddi şekilde eleştiren görüşler olmasının yanı sıra finansal krizin finansallaşmanın ulaştığı boyut ile de ilgisi olduğunun altını çizen önemli eleştiriler de bulunmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ BELİRLEYİCİLERİ VE NOT DEĞİŞİKLİKLERİNİN FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Çalışmanın ikinci bölümünde kredi notlarının belirlenmesinde etkili olan faktörler ile ilgili yapılan akademik çalışmaların bulguları, kredi derecelendirme notlarındaki değişikliklerin finansal piyasalar üzerindeki etkisi ve bu anlamda ülkeler arasındaki bulaşıcılık incelenecektir. Kredi notunun belirlenmesinde istatistikî olarak anlamlı olan faktörlerin, yatırım yapılabilir nota sahip olan ve yatırım yapılabilir nota sahip olmayan ülkeler için aynı olup olmadığı cevap aranılan diğer bir soru olacaktır.

Kredi notu kavramı 20. yy. başlarında ortaya çıkmıştır. 1990'lı yıllara kadar ülkelerin kredi notlarının belirleyicileri üzerine sistematik bir araştırma yapılmamıştır. İlk sistematik çalışma Richard Cantor ve Frank Packer tarafından yapılmıştır ve kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde altı adet makroekonomik göstergenin etkili olduğu tespit edilmiştir. (Cantor ve Packer, 1996: 37-54). Bu göstergeler; kişi başına düşen milli gelir, GSYH büyümesi, enflasyon, dış borcun ihracata oranı, ekonomik gelişmişlik seviyesi ve dış borçta temerrüde düşme geçmişi olarak sıralanmıştır. 1997-1998 döneminde yaşanan Asya Krizi, yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notuna sahip Asya ülkelerinde aşağı yönlü not revizyonlarına sebep olduğundan kredi derecelendirme kuruluşlarının krizi olarak da adlandırılmıştır. Kriz sonrasında Cantor ve Packer'in modeli sorgulanmıştır. Kriz ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının modellerinin finansal sektör kırılganlıklarını tam olarak yansıtmadığı ve geçerliliği kalmamış varsayımlar kullandığına dair eleştiriler artmıştır.

Jüttner ve McCarthy, Cantor ve Packer'in modelini temel alan bir çalışma yapmışlardır. 1997 Asya krizi sonrasında modelin açıklama gücündeki düşüşü göstermenin yanı sıra ülkelerin kredi notlarında zaman içerisinde meydana gelen değişiklikleri açıklayabilecek “ne bir model ne de bir çerçeve” bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır (Reisen, 2003: 7-9).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları analiz yöntemlerinin ne kadar güvenilir olduğuna dair şüpheler ağırlığını korurken, kredi derecelendirme notlarının ana belirleyicilerini araştırmaya yönelik akademik çalışmalar devam etmiştir. Bu çerçevede, Afonso analizi derinleştirerek ülkelerin gelişmişlik seviyesinin kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde herhangi bir farklılaşmaya yol açıp açmadığını incelemiştir (Afonso, 2002: 1-29). Bu, kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerin kredi derecelendirme notu değerlendirmelerinde farklı yaklaşımları olabileceğini inceleyen ilk çalışma olmuştur. Görülmüştür ki; ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan makroekonomik göstergeler farklılaşabilmektedir. Bissoondoyal-Bheenick de bu sonucu destekleyen tespitler ortaya koymuştur. Buna göre; makroekonomik ve finansal değişkenler, tek başlarına kredi derecelendirme notunu belirlememektedir. Bissoondoyal-Bheenick, makroekonomik verilerin anlamlılığının, uzun finansal geçmişe ve yüksek kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerde ve halen yapısal değişimden geçmekte olan düşük kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerde aynı olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Diğer bir ifadeyle; kantitatif öğeler, kredi derecelendirme notunu tek başına belirlememektedirler. Kalitatif yaklaşımlara ilaveten ülkenin politik, tarihsel ve sosyolojik öğelerini de kapsayan sübjektif değerlendirmeler kantitatif göstergelerin yorumlanmasında göz ardı edilmemektedir (Bissoondoyal-Bheenick, 2005: 251-280).

1996 yılından günümüze kadar yapılan çalışmaların içeriğinin zamanla makroekonomik göstergelerin analizi sınırlarından çıktığı gözlemlenmektedir. 2000'li yılların ikinci yarısı itibariyle kalitatif yaklaşımların yanı sıra ülkenin politik, tarihsel ve sosyolojik öğelerini de kapsayan sübjektif değerlendirmelerin kredi derecelendirme kuruluşlarının analizleri içerisinde önemi artmaya başlamıştır. Bu çerçevede, Dünya Bankası'nın altı adet yönetimin kalitesine ilişkin göstergesi bağımsız değişken olarak analizlerin içerisine dâhil edilmeye başlanmıştır. Çalışmalar yeknesak olarak bir sonuca ulaşamamaları da, ülkeye ait makroekonomik değişkenlere göre daha sübjektif değerlendirmeler olan politika, hukuksal düzen ve yolsuzluk gibi faktörlerin de değerlendirmelerde yer aldığı görülmektedir. Ayrıca, ülkelerin hangi kredi derecelendirme notu kategorisinde olduğu da analizlerin içerisine bağımsız değişken

olarak eklenmeye başlanmıştır. Yapılan çalışmalarda belirli makroekonomik göstergeler kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde istatistikî açıdan anlamlı bulunsa da, genel olarak üzerinde uzlaşılan bir makroekonomik veri seti olduğunu söylemek zordur.

Bu bölümde kredi derecelendirme notlarındaki değişimlerin finansal piyasalar üzerine etkileri ve bu etkilerin ülkelerin kredi notlarının seviyesinden bağımsız olup olmadığı da incelenecektir. Ayrıca ülkeler arasında bulaşıcılık etkisi olup olmadığı cevap aranılan diğer bir soru olacaktır. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkeler küresel finans piyasalarını finansman kaynağı olarak kullanmaya başlamışlardır. Büyük kurumsal fonların portföylerinde bulunduracakları ülkeler, gelişmekte olan ülkelere aktarılabilecek olan yabancı sermayenin hem yapısını hem de büyüklüğünü belirleyen en kritik faktör olmuştur. Bu bağlamda; ülkelerin kredi derecelendirme notlarının hem borçlanmalarının maliyetini belirlemede hem de yatırımcıların borçlanma enstrümanlarının tercihinde önemli olduğu birçok piyasa katılımcısı tarafından kabul edilmiştir. Kredi derecelendirme notları, yatırımcılar için ülkenin risk değerlendirmesi analizinde önemli bir yer tutmaktadır. Bu çerçevede, kredi derecelendirme notlarında ve not görünümünde aşağı veya yukarı yönlü revizyonlar söz konusu ülkenin borçlanma piyasalarına erişim şartları üzerinde önemli etkilere sebep olabilmektedir.

Cantor ve Packer'in konu üzerine yaptıkları ilk sistematik çalışmada kredi derecelendirme notlarının, yatırımcılara notların belirlenmesinde önem teşkil eden makroekonomik göstergelerin ötesinde bilgi sağladıkları ifade edilmiştir (Cantor ve Packer, 1996: 37-54). Ayrıca, kredi derecelendirme notuna ilişkin duyurunun aşağı veya yukarı yönlü revizyon bilgisi içermesinden daha çok ülkenin kredi notunun bulunduğu kategori duyurunun finansal piyasalar üzerindeki etkisini belirlemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının duyuruları en fazla etkiyi spekülatif kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerin finansal piyasaları üzerinde yapmaktadır.

Cantor ve Packer’i takiben yapılan araştırmaların genel sonuçları değişiklik göstermektedir. Ülkenin yatırım yapılabilir seviyenin altında bir nota sahip olması duyurunun etkisini artırıcı yönde etki ediyor olsa da, duyurunun içeriği de önemlidir. Şöyle ki; genel olarak negatif olaylara (kredi derecelendirme notunun aşağı yönlü revizyonu ve/veya kredi notu görünümünün aşağı yönlü revizyonu) finansal piyasaların güçlü tepki verdiği tespit edilirken, pozitif olaylara (kredi derecelendirme notunun yukarı yönlü revizyonu ve/veya kredi notu görünümünün yukarı yönlü revizyonu) verilen tepkilerin daha sınırlı kaldığı görölmüştür. Kredi derecelendirme notuna veya görünümüne ilişkin yapılacak değişikliğin, piyasa oyuncuları tarafından bekleniyor olması durumunda finansal piyasalara olan etkinin daha da arttığı genel bir sonuç olarak ifade edilmiştir.

1990’lı yıllarda özellikle Asya krizi ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin kredi derecelendirme notlarına yönelik yaptığı revizyonlar sonrası sürü psikolojisi ile hareket eden yatırımcıların davranışlarının tetiklediği “ölkeler arası bulaşıcılık” etkisinin de göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Kaminsky ve Schmuckler bilgi asimetrilerinin ve yatırımcıların portföylerini çapraz korumaya almaya yönelik becerilerinin finansal bulaşıcılığın temelini oluşturduğunu belirtmektedirler (Kaminsky ve Schmuckler, 1999, 1:22). Yatırımcılar, portföylerinde yer alan herhangi bir ölkede (birinci ölk) bir şok olması durumunda bu ölkedeki varlıklarını azaltarak portföylerinde yer alan diğer bir ölkedeki (ikinci ölk) varlıklarını arttıırırlar. Portföy yöneticileri, çapraz koruma becerilerini kullanarak varlıkları satın alınan ikinci ölkenin olası risklerine karşı portföylerinden başka bir ölkeye (üçüncü ölk) ait varlıkları çıkarabilirler. Böylece birinci ölkedeki problem üçüncü ölkeye kadar yayılarak, bulaşma zinciri tamamlanmış olmaktadır. Bulaşıcılık etkisinin özellikle gelişmekte olan ölkelerde daha fazla göröldüğü tespit edilmiştir. Bu durumun sebebi olarak da; kurumsal yatırımcıların asimetrik bilgi probleminin bu ölkelerde daha güçlü olduğu ifade edilmiştir. Bulaşıcılık etkisi diğer ölkelerde kredi derecelendirme notu değişikliğine maruz kalan ölkeye göre daha hafif hissedilmektedir. Çalışmaların sonuçları bulaşıcılık etkisinin daha çok bölgesel olduğunu göstermektedir.

Araştırmalarda bulaşıcılık etkisinin asimetrik olduğuna dair güçlü sonuçlar elde edilmiştir. şöyle ki; pozitif kredi derecelendirme notu haberleri getiri farkları üzerinde bir etki yaratmazken, negatif kredi derecelendirme notu haberleri görece getiri farklarını artırıcı yönde etki yapmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin bilgi asimetrisi problemi kaynaklı bulaşıcılık etkisi yaşadıkları tespit edilmiştir ki; bu durum beklentiler dhilindedir. Gelişmiş lkeler için bulaşıcılık riskini Avrupa finansal piyasaları kapsamında ilk kez Arezki, Candelon ve Sy incelemiştir (Arezki vd., 2011: 1-27). Çalışmanın sonuçlarına göre; kredi derecelendirme notunda yapılan aşağı yönlü revizyonlar bulaşıcılık etkisine sebep olmaktadır. Bu durum, kredi derecelendirme kuruluşlarının açıklamalarının finansal istikrarsızlığı tetikleyebilecek bir etki yaratabileceği şeklinde yorumlanmıştır. Her ne kadar bulaşıcılık etkisi, kredi açıklamasının türüne ve hangi kredi derecelendirme kuruluşu tarafından yapıldığına bağlı olsa da özellikle spelatif kredi derecelendirme notuna sahip ülkeleri etkileyen aşağı yönlü revizyonların Euro Bölgesi lkeleri üzerinde de sistematik bir baskı yarattığı gözlenmiştir.

2.1. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ BELİRLENMESİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERE İLİşKİN LİTERATÜR TARAMASI

Kredi derecelendirme notları, borçlanıcıların özellikle uluslararası borçlanma piyasalarına girme koşullarını belirleme anlamında birinci bölümde belirtildiği üzere güçlü bir etkiye sahiptir. Bu bölümde, kredi derecelendirme notların belirlenmesinde etkili olan göstergelerin hangileri olduğu sorusuna ampirik çalışmaların tespitleri temel alınarak cevap aranacaktır. Araştırmaların gösterdiği üzere; kredi derecelendirme notlarını belirleyen bazı kriterler ölçülebilir. Diğer yandan, ölçülemeyen (kalitatif) kriterlerin de kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde özellikle 2000’li yılların ikinci yarısı itibariyle etkili olması kredi derecelendirme notları ile notları belirleyen kriterler arasındaki ilişkinin tespit edilmesini zorlaştırmaktadır. Kantitatif kriterler ile ilgili olarak da karşılaşılan temel zorluk, makroekonomik göstergelerin sayılarının çok fazla olmasının yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşlarının her bir kritere verdikleri ağırlığın tam olarak bilinmemesidir. Ayrıca kantitatif öğeler, kredi derecelendirme notunu oluştıran

öğelerden sadece birisidir, kalitatif yaklaşımların yanı sıra ülkenin politik, tarihsel ve sosyolojik öğelerini de kapsayan sübjektif değerlendirmeler kantitatif göstergelerin yorumlanmasında göz ardı edilmemektedir. Bu durum, kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde etkili olan faktörlerin tespitini daha da zorlaştırmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkeye ilişkin makroekonomik beklentilerinin de kredi notu değerlendirmelerinde etkili olduğunu açıklamışlardır. Bu yönelim, derecelendirme notlarının hangi kriterler üzerinden belirlendiğine ilişkin sorunun cevabına ulaşılmasını güçleştirmektedir.

Konu ile ilgili yapılan ve “locus classicus” olarak adlandırılan ilk sistematik çalışma Richard Cantor ve Frank Packer tarafından yayımlanmıştır (Cantor ve Packer, 1996: 37-54). 1990’lı yıllarda kredi derecelendirme notu talebindeki hızlı artış nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s ve S&P’nin raporlarında öne çıkan ve kredi derecelendirmelerinde etkili olduklarını düşündükleri sekiz adet makroekonomik göstergenin bir ülkenin borç ödeme isteği/kapasitesi ile olan ilişkisi Olağan En Küçük Kareler (OLS) yöntemi ile analiz edilmiştir. Oluşturulan modelin tahmin ettiği derecelendirme notları ile cari notların %90 oranında örtüştüğü ve 1-2 not seviyesi kadar standart sapma gösterdiği görülmüştür. Modelin açıklama gücü genel olarak etkileyici bulunmuş olsa da, modelin kredi derecelendirme notlarının farklılaştığı ülkelerde daha başarılı olduğu tespit edilmiştir. Örneğin; model, Almanya’nın (Aaa/ AAA) Uruguay’dan (Ba1/BB+) çok daha güçlü bir kredi derecelendirme notuna sahip olacağına işaret ederken, daha yakın kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerden olan Meksika (Ba2/BB) ile Güney Afrika’nın (Baa3/BB) kredi derecelendirme notlarını ayırt etme konusunda daha az başarılı olmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının raporlarında öne çıkan ve çalışmanın temelini oluşturan sekiz adet makroekonomik göstergeye kısaca değinmek gerekirse;

- **Kişi başına düşen milli gelir:** Kişi başına düşen milli gelirin fazla olması ülkenin potansiyel vergi tabanının geniş olduğunun bir göstergesidir. Ülkenin potansiyel vergi tabanı ne kadar geniş ise ülkenin borçlarını ödeme kapasitesi o denli fazla olmaktadır. Bu değişken aynı zamanda politik istikrarı temsil etmek için de kullanılmaktadır.

- **Gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYH) büyümesi:** Yüksek GSYH büyüme hızı ülkenin borç ödeme kapasitesini destekleyen bir gösterge olarak değerlendirilmektedir.
- **Enflasyon:** Yüksek enflasyon kamu maliyesinde yapısal problemin varlığının işaretidir.
- **Mali denge:** Yüksek bütçe açığının özel sektör tasarruflarını çekmesinin yanı sıra, kamunun harcamalarını karşılamak amacıyla vergilendirme kapasitesinden/isteğinden yoksun olduğuna işaret etmektedir.
- **Dış denge:** Yüksek bir cari açık kamunun ve özel sektörün çoğunlukla yurtdışından gelen fonlara bağımlılığının bir göstergesidir. Yapışkan bir cari açık zamanla dış borçta genişlemeye ve cari açığın sürdürülebilirliği ile ilgili soru işaretlerinin artmasına sebep olmaktadır.
- **Dış borç:** Bir ülkenin toplam dış borç stokunun artış hızı ile ülkenin temerrüde düşme ihtimali doğru orantılı olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, dış borçların yabancı para cinsinden gelirlere (ihracat) oranı dikkat edilmesi gereken bir göstergedir.
- **Ekonomik gelişmişlik seviyesi:** Her ne kadar ekonomik gelişmişlik kişi başına düşen milli gelir ile ölçülüyor olsa da; kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik gelişmişlik konusunda eşik değerler kullandıkları düşünülmektedir.
- **Temerrüde düşme geçmişi:** Her şeyin sabit kaldığı varsayımı altında daha önce borç temerrüdüne düşmüş olan ülke yüksek kredi riski taşıyor olarak değerlendirilmektedir.

29 Eylül 1995 tarihinde 49 ülkenin sahip olduğu kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri analiz edilmiştir. Yukarıda sayılan sekiz adet makroekonomik göstergenin altı tanesinin kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu altı makroekonomik gösterge; kişi başına düşen milli gelir, GSYH büyümesi, enflasyon, dış borcun ihracata oranı, ekonomik gelişmişlik seviyesi ve 1970 yılından bu yana dış borçta temerrüde düşme geçmişi olarak belirlenmiştir. Mali denge ve dış denge makroekonomik göstergelerinin kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi tespit edilmemiştir. Bu durum, iki makroekonomik göstergenin yabancı sermaye akımları ile endojen ilişkisi temelinde açıklanabilmektedir. İstatistikî olarak anlamlı bulunan göstergelerin, kredi derecelendirme notu oluşumundaki ağırlığına bakıldığında, Moody's dış borca S&P'ye göre daha fazla ağırlık verirken, S&P'nin Moody's'e göre temerrüde düşme geçmişine daha fazla ağırlık verdiği tespit edilmiştir. Diğer taraftan, Moody's kişi başına düşen milli gelire S&P'ye göre daha az ağırlık vermektedir.

1997 Asya krizi, “kredi derecelendirme sektörü” krizi olarak da adlandırılmaktadır. Krizden etkilenen ülkelerin tamamına yakını kriz ile beraber yatırım yapılabilir seviyesindeki notlarını kaybetmişler ve yeniden yatırım yapılabilir seviyeye yükselmeleri uzun zaman sonra mümkün olmuştur. Cantor ve Packer'in çalışmasında kredi derecelendirme notlarının belirleyicisi olarak anlamlı bulunan göstergelerin arasında 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde görülen finansal krizlerin ülkeler özelinde sebepleri olarak öne çıkan, denetim sorunu taşıyan bankacılık ve finans sistemi, iyi düzenlenmemiş finansal liberalizasyon, kamu ve özel sektördeki borç yönetimi sorunları, şoklara karşı yetersiz likidite imkânları ve kırılgan kur rejimleri bulunmamaktadır. 1997 Asya krizine giderken kredi derecelendirme notlarının modası geçmiş ve olası riskleri içermeyen modeller ile oluşturulduğu görülmektedir.

Cantor ve Packer'i takiben Haque, Mark ve Mathieson bir ülkenin kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde makroekonomik göstergelerin ve politika değişkenlerinin önemini karşılaştırmalı olarak analiz etmişlerdir (Haque vd., 1998: 1-13). Euromoney, Institutional Investor ve Economist Intelligence Unit kredi derecelendirme notları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır ve makroekonomik göstergelerin notların oluşturulmasında temel belirleyici olduğu sonucuna varılmıştır. Bu durumu açıklayan iki faktör olabileceği belirtilmiştir. Birincisi; kredi derecelendirme kuruluşları, borcun ödenme kapasitesi ile ilgilendiği için politika değişkenleri sadece bu kapasiteyi etkileyecekleri zaman önem arz etmektedir. İkinci olarak ise politika alanında bir problem olduğu zaman bu durumu makroekonomik değişkenler yansıtmaktadır. Araştırmacılar, kredi derecelendirme kuruluşlarının analizlerinde makroekonomik göstergelere daha fazla ağırlık vermelerinin uygun olduğunu ifade etmişlerdir. Sadece askeri darbelerin, devrimlerin ve genel grevlerin makroekonomik göstergelerin yansıttığının ötesinde bilgi taşıyabileceği belirtilmiştir.

Jüttner and McCarthy, Cantor-Packer modelinin 1997 Asya krizden bir yıl sonra açıklama gücündeki düşüşü tespit etmişlerdir. Jüttner ve McCarthy, Cantor-Packer modelinin önerdiği sekiz adet makroekonomik göstergeye ilaveten literatürde ekonomik kırılganlığı gösterdiği kabul edilen beş adet makroekonomik gösterge ile modellerini genişletmişlerdir. Bu beş makroekonomik göstergelyi tanımlamak gerekirse;

- Kur riskini temsilen ABD bonosu ile ülkenin kısa vadeli gösterge faiz farkı
- S&P'nin banka değerlendirmeleri için kullandığı bankacılık sektörü bilançosundaki problemlili varlıkların GSYH'ye oranı
- Finansal sektörün şarta bağlı yükümlülüklerinin GSYH'ye oranı
- Özel sektörün 4 yıllık yıllıklandırılmış kredi büyümesinin GSYH'ye oranı
- Reel efektif döviz kurunun 1990'lı yılların ortalamasından yüzdesel sapması

Tablo 2.1: Kredi Derecelendirme Notlarının Geleneksel Belirleyicilerinin Açıklama Gücü

Ortalama Derecelendirme Notu		Moody's Kredi Derecelendirme Notu	S&P Kredi Derecelendirme Notu
1995	0,924	0,905	0,926
1996	0,902	0,884	0,902
1997	0,913	0,909	0,893
1998	0,856	0,863	0,834

Kaynak: Reisen, "Ratings Since the Asian Crisis", OECD Development Centre, Working Paper, 214, 2003, pp. 7-9.

Jüttner ve McCarthy, 1998 yılı ortasında, geleneksel makroekonomik göstergelerden olan enflasyonun, dış borcun ihracata oranının, temerrüde düşme geçmişinin notların belirlenmesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna varmışlardır. Yeni eklenen kırılabilirlik göstergelerinden de sadece iki tanesi – ABD bonusu ile kısa vadeli gösterge faiz farkları ve reel efektif döviz kurunun 1990'lı yılların ortalamasından yüzdesel sapması- yapılan regresyon analizinde istatistikî olarak anlamlı çıkmıştır. 1997 yılı ortasında ne ABD bonusu ile kısa vadeli gösterge faiz farkı ne de reel efektif döviz kurunun 1990'lı yılların ortalamasından yüzdesel sapması kredi derecelendirme notlarını belirleyen makroekonomik göstergeler arasında yer almamaktadır. 1997 Asya krizi sonrasındaki dönemde de finansal sektör göstergeleri kredi derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirme modellerinin içerisine çok fazla dâhil edilmemiştir. Jüttner ve McCarthy yaptıkları analiz sonucunda zaman içerisinde ülkelerin kredi notlarında meydana gelen değişiklikleri açıklayabilecek “ne bir model ne de bir çerçeve” bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır (Reisen, 2003: 7-9).

Jüttner ve McCarthy'i takiben Monfort ve Mulder, kredi derecelendirme kuruluşlarının konjonktürel bir bakış açısına sahip olduğu ve kısa dönemde ve uzun dönemde kredi derecelendirme notlarını belirleyen değişkenlerin aynı olmadığı düşüncesinden yola çıkmışlardır.

Monfort ve Mulder, Hata Düzeltme Modelini (ECM) kullanarak kredi derecelendirme notlarını kısa vadede belirleyen faktörleri ortaya koymak amacıyla kısa dönem ve uzun dönem dinamiklerini ayırmışlardır (Monfort ve Mulder, 2000: 10-28). Daha önceki çalışmaların statik bir yapıyı incelemeleri ve bu anlamda Cantor&Packer ve Jüttner&McCarthy tarafından ifade edilmese de, otokorelasyon sorunu taşımaları metot olarak hata düzeltme modelinin seçilmesinde etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerin kredi notlarındaki atalet sebebiyle veri seti olarak 1994-1999 yılları için 20 adet gelişmekte olan ülkenin notları kullanmıştır. Monfort ve Mulder, kredi derecelendirme notları ile sekiz adet makroekonomik gösterge (Cantor ve Packer'ın çalışmalarında analiz ettikleri bağımsız değişkenler) arasındaki istatistikî açıdan anlamlı ilişkinin 1997 Asya krizi ile beraber bozulduğunu ve değişkenlerin açıklama gücünde azalma görüldüğünü belirtmişlerdir. Buna göre; kredi derecelendirme notları rassal yürüyüş sürecinin özelliklerini taşımaktadır ve sadece yatırımların GSYH içindeki payındaki ve enflasyondaki sürpriz değişikliklere tepki göstermektedirler. Ayrıca dış borcun ihracata oranının ve ihracat büyüme hızının geçmiş değerlerinin de mevcut kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde etkili olduğu görülmüştür. Çalışmada, kredi derecelendirme notlarının kriz dönemlerinde kullanılabilirliğine ilişkin şüphelere de yer verilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarına krizlere gecikmeli yanıt verdikleri ve öncü olmaktan çok takip eden olduklarına dair eleştiriler yöneltilmiştir.

1997 Asya krizi sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları aşağı yönlü not revizyonlarının ülkelerin ekonomik durumlarını daha da bozmasını takiben Mulder ve Perelli (2001) Havuzlanmış Olağan En Küçük Kareler (Pooled OLS) ve Uygun Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible GLS) metotlarını kullanarak 1992-1999 yılları arasında 25 adet gelişmekte olan ülkenin kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan değişkenleri incelemişlerdir. (Mulder ve Perelli, 2001: 3-10). Çıkan sonuçlara göre;

- Ülkelerin kredi derecelendirme notları basit statik bir denklemle analiz edilebilmektedir ve tahmin edilebilir niteliktedir.

- Diğer alışıl gelmiş değişkenlerin aksine (kişi başına milli gelir, büyüme, enflasyon vb) ülkede yapılan yatırımın GSYH'ye oranı kredi derecelendirme notlarındaki değişimi açıklayan en anlamlı değişken olarak tespit edilmiştir. Ayrıca dış borcun ihracata oranı ve temerrüde düşme geçmişi de ülkelerin kredi derecelendirme notları arasındaki farklılığı açıklamada etkili değişkenler olarak bulunmuştur.
- Kredi derecelendirme notlarının değerlendirilmesi anlamında yapısal kırılma dönemleri olduğuna dair kanıtlar bulunmuştur. İncelenen dönem Asya krizi öncesi ve sonrası diye ikiye ayrılıp analiz edildiğinde ise kredi derecelendirme kuruluşlarının Asya krizi sonrasında kısa dönem borcun yabancı para rezervine oranını daha fazla göz önüne aldıkları görülmüştür.
- Kredi derecelendirme notlarında özellikle kriz dönemlerinde çok hızlı aşağı yönlü revizyonlar görüldüğü de bir tespit olarak sunulmuştur.

1997 Asya krizi ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının başarısızlıklarına yönelik eleştirilere bir katkı da Fitch'den gelmiştir. Fitch'in krizinden en fazla etkilenen Güney Kore, Malezya, Tayland ve Endonezya'yı yatırım yapılabilir seviyeden spekülasyon seviyesine düşürdükten sonra yayınladığı notta altını çizdiği noktalar, Asya krizi öncesi kredi derecelendirme metodolojisi ile ilgili ipuçları vermesi açısından önemlidir (Ferri vd., 1999: 335-355). Buna göre;

- Kısa vadeli borçların toplam borca oranı düşük olan ülkelerde bile, örneğin Kore gibi, borçların toplam seviyesi önemli bir kırılganlık kaynağı olabilir.
- Sadece kamu dış borcu değil toplam dış borç seviyesi de önemlidir.
- Politika değişkenleri ve verilerde şeffaflık önem taşımaktadır.
- Ülkelerin toplam dış borç seviyeleri kadar borcun vadesi, borç veren ve borç alan kırılganlığı da önemlidir.
- Döviz kurları ekonomik gerçeklerle uyumsuz şekilde çıpalamamalıdır.

- Ülkenin toplam dış borcu düşük olsa bile banka veya özel sektörün yüksek borçluluğu ile ilgili endişelerin yoğunlaşması kamu borcuna yönelik soru işaretleri oluşabilir.
- Politikacıların sofistikasyon seviyesi abartılmamalıdır.
- Bulaşıcılık etkisi göz ardı edilmemelidir ve bu riskin yüksek olduğu ülkelerde borçlanıcılar uzun vadeli borçlanmaya teşvik edilmelidir.

Afonso, Şubat 2002 tarihli 81 ülkeyi kapsayan çalışmasında (29 adet gelişmiş ve 52 adet gelişmekte olan ülke) Moody's ve S&P'nin kredi notlarını kullanarak 1998-2000 döneminde kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde temel olan makroekonomik göstergeleri OLS metodu ile incelemiştir (Afonso, 2002: 1-29). İstatistikî olarak anlamlı çıkan makroekonomik değişkenler; kişi başına düşen GSYH, dış borcun ihracata oranı, ekonomik gelişmişlik seviyesi, temerrüde düşme geçmişi, GSYH reel büyüme oranı ve enflasyon olmuştur. Kişi başına düşen GSYH hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkeler için istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bu gösterge ülkenin gelişmişlik seviyesini ve de vergi tabanının gücünü göstermektedir. Kişi başına düşen GSYH'nin düşük olduğu ülkelerde borç problemlerini çözmek için kemer sıkma politikalarının uygulanması ve başarı kazanması daha zordur. Dış borcun ihracata oranı ise temelde gelişmekte olan ülkeler için daha önemli bulunmuştur çünkü bu oran ülkenin temerrüde düşme riskini göstermektedir. Oranın yüksek olduğu ülkelerin dış ticaret hadlerindeki ve dış talepteki değişim durumunda karşı karşıya kaldıkları riskler önemlidir. Sonuçlar genel olarak daha önceki araştırmaların sonuçları ile uyumludur.

Meksika ve Asya krizleri sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarına karşı artan eleştiriler karşısında S. Alexe Önyinelemesiz Çoklu Regresyon Modeli (Non-Recursive Multiple Regression) kullanarak S&P'nin derecelendirme sistemini analiz etmiştir (Alexe vd., 2003: 9-21). Ülkelerin geçmiş dönem kredi derecelendirme notlarının modelde bağımsız değişken olarak kullanılmaması bu modelin ayırt edici özelliğidir. Kişi başına düşen GSYH, enflasyon oranı, dış ticaret dengesi, ihracatın büyüme oranı, uluslararası rezervler, mali denge, kamu borcunun GSYH'ye oranı,

politik istikrar, hükümet etkinliği ve yolsuzluk bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. Ayrıca, daha önceki modellere eklenmemiş iki tane bağımsız değişken ile bir regresyon modeli oluşturulmuştur. Eklenen ilk bağımsız değişken “döviz kuru”, ikinci bağımsız değişken ise “finansal derinlik ve verimlilik” olmuştur. Döviz kuru bağımsız değişkeni cari kurun reel kurun beş yıllık hareketli ortalamasına bölünmüş hali olarak tanımlanırken, finansal derinlik ve verimlilik bağımsız değişkeni yurtiçi kredilerin GSYH’ye oranı olarak belirlenmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan 69 ülkeyi kapsayan çalışmada %95,5 çoklu korelasyon seviyesi ile finansal derinlik ve verimlilik, kişi başına düşen GSYH, kamu borcunun GSYH’ye oranı, politik istikrar ve hükümet etkinliği istatistiki olarak anlamlı değişkenler olarak bulunmuştur. Politika değişkenleri çıkarılarak oluşturulan yeni modelin tahmin ettiği kredi derecelendirme notları ile mevcut kredi derecelendirme notları arasındaki korelasyon %94,1 olarak hesaplanmıştır. Politika değişkenlerinin eklenmesinin modelin açıklama gücünü pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Modelin tahmin ettiği kredi derecelendirme notları ile mevcut kredi notları arasındaki yüksek korelasyon, bağımsız değişkenlerinin tahmin gücünün bir yansıması olarak görülebilir.

Brio ve Packer, Moody’s ile S&P’nin ülke kredi notu ortalamasının bağımlı değişken olduğu model çerçevesinde 52 ülkenin 1996 ile 2003 yılları arasında kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan faktörleri incelemiştir (Brio ve Packer, 2004: 46-65). Geleneksel makroekonomik ve yapısal faktörlerin ülke kredi riskinin belirlenmesinde büyük bir paya sahip oldukları belirlenmiştir. Bunlar, kişi başına düşen GSYH, yolsuzluk göstergeleri, politik risk ve tarihsel yanlış ekonomi yönetimini temsil eden makroekonomik göstergeler olarak öne çıkmıştır. Borç göstergelerinin özellikle gelişmekte olan ülkelerin kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde gelişmiş ülkelere oranla daha etkili olduğu görülmüştür. Yönetimsel hataların sonucu olarak değerlendirilen temerrüde düşme geçmişinin ve çok yüksek enflasyon dönemlerinin de kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Bissoondoyal-Bheenick, geleneksel olarak öne çıkan makroekonomik değişkenlerin ülkelerin notlarının belirlenmesindeki öneminin konjonktürel etkilerden ve kredi derecelendirme kuruluşlarından bağımsız olup olmadığı temel sorusu etrafında Sıralı Tepki (Ordered Response) modeli ile araştırma alanını genişletmiştir (Bissoondoyal Bheenick, 2005: 251-280). Veri seti 1995-1999 dönemini kapsar şekilde 95 ülkeden oluşmaktadır. 25 tanesi S&P ve Moody's derecelendirme kuruluşlarından A sınıfı kredi notuna sahip geri kalanı ise düşük seviye kredi notuna sahip ülkelerdir. Araştırmanın sonuçlarını özetlemek gerekirse; makroekonomik ve finansal değişkenler tek başlarına kredi derecelendirme notunu belirlememektedir. Makroekonomik değişkenlerin önemi uzun finansal geçmişe sahip yüksek kredi notlu ülkeler ve halen yapısal değişimden geçen düşük kredi notlu ülkeler için farklılaşmaktadır. Veri seti, kişi başına düşen GSYH, enflasyon, mali dengenin GSYH'ye oranı, kamu borcunun GSYH'ye oranı, reel efektif döviz kuru, yabancı para rezervleri, net ihracatın GSYH'ye oranından oluşmuştur. Düşük kredi derecelendirme notuna sahip ülkeler için net ihracatın GSYH'ye oranı yerine cari dengenin GSYH'ye oranı kullanılırken, dış borcun GSYH'ye oranı da bu ülkelerin veri setine eklenmiştir. İki gösterge de ülkelerin borç seviyesini göstermektedir. Sıralı Tepki (Ordered Response) yöntemi kullanılarak makroekonomik göstergelerin yüksek kredi notuna sahip ülkelerin kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde büyük bir rol oynamadığı tespit edilmiştir. Düşük kredi derecelendirme notuna sahip ülkeler için enflasyon, kişi başına düşen GSYH, cari dengenin GSYH'ye oranı ve yabancı para rezervleri bağımsız değişkenlerinin kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Kredi notunun belirlenmesinde öne çıkan makroekonomik göstergelerin üzerine yoğunlaşan çalışmaların sonrasında Mellios ve Blanc, 31 Aralık 2002 tarihi itibarıyla 86 ülkeye ait 49 adet makroekonomik ve politik göstergenin 1998-2002 döneminde kredi derecelendirme notu üzerinde etkisini Asal Bileşenler (Principal Components) yöntemi ile araştırmışlardır (Mellios ve Blanc, 2006: 361-377). Teorik tartışmaların ve daha önceki çalışmaların sonuçlarına paralel olarak, kişi başına düşen GSYH, kamu geliri ve reel efektif döviz kurundaki olumlu yöndeki değişimlerin kredi derecelendirme notunu arttırıcı etki yaparken, enflasyon oranının kredi derecelendirme

notu üzerinde baskı yarattığı görülmüştür. Ülkenin temerrüde düşme geçmişinin de kredi derecelendirme notu üzerinde etkili olduğu saptanmıştır. Uluslararası Şeffaflık Örgütünün Yolsuzluk Algıma Endeksi (Transparency International's Corruption Perceptions Index) kullanılarak ölçülen yolsuzluk göstergesinin de ülkenin gelişmişlik seviyesini ve yönetim kalitesini göstermesi açısından önemli bir gösterge olduğu ifade edilmiştir. Model, mevcut kredi derecelendirme notlarını %74 ihtimalle bir basamak, %95 ihtimalle de iki basamak fark ile doğru tahmin etmiştir.

Butler ve Fauver'in 86 adet ülkenin Mart 2004 tarihinde Institutional Investor tarafından verilen kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri üzerine yaptıkları inceleme politika göstergelerinin kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisini en kapsamlı inceleyen analizlerden biri olarak öne çıkmaktadır (Butler ve Fauver, 2006: 53-79). Literatürde o zamana dek istatistiki olarak anlamlı bulunan makroekonomik göstergelerin yanı sıra hukuksal ve politika değişkenlerinin kredi derecelendirme notlarının belirlenmesindeki önemi araştırılmıştır. Bağımlı değişken olarak seçilen Institutional Investor verisi 0 ile 100 arası bir değere sahip olup, önde gelen uluslararası bankalarda ve yatırım şirketlerinde çalışan kıdemli ekonomist ve ülke riski analistlerinin değerlendirmeleri temelinde oluşturulup her yıl Mart ve Eylül aylarında açıklanmaktadır. Değerlendirmeler finansal, makroekonomi ve politika değişkenlerini içermektedir. Ödemeler dengesi, bankacılık ve finansal sistemin stabilitesi, borç profili, borç servis oranı, borç mutlak değeri, ülkenin uluslararası kuruluşlarla ilişkileri, ihracat profili (büyüme oranı ve çeşitlilik), GSYH büyüme oranı, maliye politikası, ülkenin mevzuat rejimi, hukukun üstünlüğü, yolsuzluk, şeffaflık, ulusal güvenlik (ülkenin karşı karşıya kalabileceği olası tehditler, genel grevler, terörizm) ve politik sistem analistlerin değerlendirmelerinde göz önünde bulundurdıkları bağımsız değişkenlerdir. Değerlendiriciler, her ülkeye 0'dan 100'e kadar (not düştükçe yükümlülüklerini yerine getirememe riski yükselmektedir) not vermektedirler. Daha sonra Institutional Investor, değerlendirmeleri kurumların büyüklüklerine göre ağırlıklandırarak toplulaştırmaktadır. Institutional Investor'un tersine S&P ve Moody's kredi derecelendirme notlarını oluştururken kendi analistlerinin değerlendirmelerini esas almaktadır.

Ülkelerin yargı ve siyaset kurumlarının kalitesinin göstergesi olarak Dünya Bankası tarafından oluşturulan göstergelerden; hukukun üstünlüğü, politik istikrar, vatandaşların ifade özgürlüğü, yolsuzluk kontrolü, hükümet etkinliği veya yönetsel kalite göstergelerinin ülkenin kredi derecelendirme notu üzerinde önemli ve pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Kredi derecelendirme notlarının hukuksal ortamdaki bir değişikliğe diğer makroekonomik göstergelerdeki değişikliklere nazaran üç kat daha fazla tepki verdiği görülmüştür. Endojen etkiler temizlendikten sonra yapılan analizlerde de hukuksal ortamın kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde en önemli kriter olduğu sonucuna varılmıştır. Kredi derecelendirme notlarının bir ülkenin borcunu ödeme kapasitesinin yanı sıra borcunu ödeme isteğini de belirtiyor olması sebebiyle hukuksal ortam, notların belirlenmesinde bu denli etkili bulunmuştur. Diğer çalışmaların sonuçlarından farklı olarak, hukuksal düzenin bir ülkenin finansal gelişiminde ve ekonomik performansında makroekonomik göstergelerin üzerinde bir etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Archer, Biglaiser ve Derouen Standard Hataları Düzeltilmiş Panel (Panel Corrected Standard Errors) yöntemi ile 1987-2003 dönemini ve 50 adet gelişmekte olan ülkeyi kapsar şekilde politik göstergelerin ülkelerin kredi notları üzerindeki etkisini araştırmışlardır (Archer vd., 2007: 341-365). Ana ekseninde yönetim şekli olarak demokratik rejimin varlığının kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi yer almaktadır. Bağımsız değişkenler rejimin tipi, politik enstitüler, makroekonomik koşullar, ülkenin temerrüt geçmişi, sahip olunan doğal zenginlikler ve dış ticaret taahhütleri olarak sıralanmaktadır. Ekonometrik analizlere ek olarak, önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşundan ilgililerle telefon röportajları da yapılmıştır. Rejim tipinin ülkenin kredi notunda belirleyici bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir. Otoriter yönetimler tarafından yönetilen devletlerden Çin ve Singapur'un yanı sıra Orta Doğu'da yer alan ülkelerin, istikrarlı demokratik yönetimlerle yönetilen ülkelere kıyasla daha yüksek kredi notları alabildikleri görülmüştür. "Demokratik yönetimler" ülkelerin kredibilitesini artırır ve bu anlamda da borçlanma piyasalarına girmelerini kolaylaştırır tezine ters bir sonuç olarak görülmektedir. Diğer yandan, sadece iktidardaki partinin görev süresi ülkenin borç ödeme kapasitesini belirlemede önemli bir değişken olarak öne çıkmıştır.

Daha önceki çalışmaların sonuçlarına paralel olarak dış ticaret dinamikleri, enflasyon, GSYH büyümesi ve bono temerrüt geçmişi ülkelerin kredi derecelendirme notlarını belirleyen temel bağımsız değişkenler olarak saptanmıştır.

Afonso, Gomes ve Rother de politika değişkenlerinin notların belirlenmesindeki önemini analiz etmişlerdir (Afonso vd., 2007: 4-30). 1995-2005 dönemini kapsayan ve 130 ülkenin önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşundan aldıkları derecelendirme notlarının temel belirleyicilerinin incelendiği çalışmada, lineer yaklaşıma ek olarak Sıralı Probit (Ordered Probit) yöntemi kullanılmıştır. Kişi başına düşen milli gelir, GSYH büyüme hızı, kamu borcu, hükümet etkinliği, dış borç, yabancı para cinsi rezervler ve temerrüde düşme geçmişi kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan makroekonomik göstergeler olarak öne çıkmıştır. Ayrıca Dünya Bankası'nın altı adet yönetsel kalite göstergesi kullanılmıştır. Bunlar; ifade özgürlüğü&hesap verilebilirlik, siyasal istikrar, düzenleyici işlemlerin niteliği, hukukun üstünlüğü, yolsuzluğun kontrolü ve hükümet etkinliği olarak belirlenmiştir. Altı adet göstergeden sadece "hükümet etkinliği" istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Mali performans göstergelerinin ve AB üyesi olma kriterinin kredi derecelendirme notlarını belirlemedeki etkinliği de güçlü bulunmuştur. Yatırım yapılabilir seviyeye geçişte ülkeler Fitch ve Moody's tarafından uzunca bir zaman izlenirken, S&P için bu yargı geçerli değildir. Düşük kredi notuna sahip ülkelerde dış borç ve yabancı para rezervleri kredi notunu belirlemede daha etkili çıkarken, yüksek kredi notuna sahip ülkelerin notlarının belirlenmesinde enflasyon oranının daha etkin bir rol oynadığı görülmüştür. Ayrıca 1996-2000 döneminde cari denge belirleyici faktörlerden biri olurken, 2001-2005 döneminde yabancı para rezervlerinin daha fazla önem kazandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Samantaraya ve Verrier Hindistan'ın 1996-2008 döneminde Moody's ve S&P'den aldığı derecelendirme notlarının belirleyicilerini Sıralı Probit (Ordered Probit) metodunu kullanarak araştırmışlardır (Samantaraya ve Verrier, 2009: 193-221). GSYH büyümesi, cari denge ve ihracat performansı S&P için kredi derecelendirme notlarının oluşturulmasında istatistikî olarak anlamlı bulunurken, Moody's için yapılan ekonometrik analizde sadece ihracat performansı istatistikî

olarak anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç kredi derecelendirme notlarını makroekonomik göstergelerin dışında başka faktörlerin de etkilemesi olarak yorumlanmıştır. Kalitatif, yapısal ve politika değişkenlerin de kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde etkili olabileceği düşünülmektedir. Bissoondoyal-Bheenick'in 2005 tarihli çalışmasında belirttiği gibi; kalitatif yaklaşımların yanı sıra ülkenin politik, tarihsel ve sosyolojik öğelerini de kapsayan subjektif değerlendirmeler kantitatif göstergelerin yorumlanmasında göz ardı edilmemektedir. Bu yaklaşım paralelinde 1996-1999 dönemindeki politik belirsizliklerin, 1998 yılındaki nükleer denemelerin ve sonrasında uluslararası yaptırım sürecinin ve Pakistan ile sınır anlaşmazlıklarının Hindistan'ın 1998-2002 dönemindeki kredi derecelendirme notunun aşağı yönlü revizyonlarında makroekonomik göstergelerin performansından daha etkili olduğu düşünülmektedir.

Afonso, Gomes ve Rother Sıralı Probit (Ordered Probit) yöntemini kullanarak 2006 yılındaki araştırmalarında kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde etkili bulunan faktörlerin, kısa dönem ve uzun dönem ayrımını yaparak analizi derinleştirmişlerdir. Bu ayrımın yapılması politika yapıcılara kredi derecelendirme notlarında kısa dönem içerisinde bir gelişme sağlamak için hangi değişkenlere dikkat etmeleri gerektiğini göstermesi açısından önem arz etmektedir. Kişi başına düşen milli gelir, GSYH reel büyüme oranı, kamu borcu ve kamu açığı makroekonomik göstergelerinin kredi derecelendirme notları üzerinde kısa dönemde etkili olduğu bulunurken, hükümet etkinliği, dış borç, yabancı para rezervleri ve temerrüde düşme geçmiş kredi derecelendirme notları üzerinde uzun dönemde etkili olan makroekonomik göstergeler olarak belirlenmiştir. Modelin kredi derecelendirme notlarını tahmin etme gücü %40 seviyelerinde bulunurken, %75'den fazla bir oran ile modelin tahmin ettiği kredi notu ile mevcut kredi notu arasında sadece bir kademe fark bulunmuştur.

Bu arada; model makroekonomik göstergelerin yorumlamasında ve kredi notunun belirlenmesinde etkili olan kalitatif yaklaşımları ve derecelendirme kuruluşlarının ekonomik görünüme ilişkin tahminlerini içermemektedir. Her iki kaynak da kredi derecelendirme kuruluşlarının kararlarını etkileme anlamında önemli

bulunmaktadır. Bu iki veri kaynağı model tarafından her ne kadar ihmal ediliyor olsa da modelin tahmin gücü genel olarak başarılı bulunmuştur. (Afonso vd., 2011: 3-14).

Alsakka ve Gwilym, sadece gelişmekte olan ülkelerin kredi notlarını belirlemede etkili olan faktörleri incelemişlerdir (Alsakka ve Gwilym, 2010: 1-21). Araştırma, diğer çalışmalardan çok daha geniş kapsamlı olarak 1730 adet gözlem, 17 adet makroekonomik gösterge ve 6 adet kredi derecelendirme kuruluşunun 54 borç ihraççısı için 2000-2008 dönemindeki kredi derecelendirme notu değerlendirmesini içermektedir. Ülkelerin sınıflandırılmasında Dünya Bankası'nın kişi başına düşen milli gelir seviyesi temel kriter olarak kullanılmıştır. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu dışında R&I, JCR ve Capital Intelligence'ın kredi derecelendirmeleri de veri setinde yer almıştır.

Analiz iki model ile yapılmıştır. İlk modelin veri setinde dış ticaret verileri, kişi başı milli gelir, dış yükümlülükler, GSYH büyümesi, enflasyon, mali denge, temerrüde düşme geçmişi bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. İkinci modelin veri seti, birinci modelde kullanılan veri setine 10 adet açıklayıcı değişken ilave edilmesiyle oluşturulmuştur. Eklenen açıklayıcı değişkenler; döviz kuru, işsizlik oranı, yabancı para rezervleri, ihracatın GSYH'ye oranı, yatırımın GSYH'ye oranı, ihracat büyümesi, ihracatın ithalata oranı, yabancı para borcu ödemelerinin ihracata oranı, yabancı para rezervlerinin ithalata oranı, yabancı para rezervlerinin yabancı borca oranıdır. Görülmüştür ki; kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde birçok makroekonomik ve finansal göstergeler rol oynamaktadır. Her kredi derecelendirme kuruluşu farklı metodolojiler kullanmaktadır. Aynı metodolojiyi kullansalar bile her göstergeye farklı ağırlık vermektedirler. Kişi başına düşen milli gelir, enflasyon oranı, yabancı para rezervleri, temerrüde düşme geçmişi kredi derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirmelerinde gözönünde bulundurdıkları ortak makroekonomik değişkenler olarak belirlenmiştir. Fitch, CI ve R&I için dış borç göstergesi, Moody's, CI ve JCR için GSYH büyümesi ve mali denge, S&P, R&I ve JCR için ise dış denge istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Güçlü yerel para önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşu ve R&I için daha güçlü kredi derecelendirme notlarına işaret ederken, yüksek işsizlik oranı S&P, Fitch ve JCR için daha zayıf kredi derecelendirme

notlarına işaret etmektedir. Fitch dışında tüm kredi derecelendirme kuruluşları için ihracatın GSYH'ye oranının yüksek olması daha yüksek kredi derecelendirme notu için gerekli görülürken, yabancı para rezervinin ithalata oranının düşük olması S&P, CI ve JCR kredi derecelendirme kuruluşlarının not değerlendirmelerinde baskıya sebep olmaktadır. CI kredi derecelendirme kuruluşunun değerlendirmesinde ise borç ödeme/ihracat, yabancı para rezervleri/dış borç oranlarının ve ihracat büyümesinin güçlü olması daha güçlü kredi değerlendirmeleri için gerekli görülmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinde etkili olan tek bir makroekonomik gösterge setinden bahsetmek pek mümkün görülmemektedir. Derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan faktörlerin her bir kredi derecelendirme kuruluşu için farklı olduğunun tespitinin yanı sıra derecelendirme notlarındaki revizyonları tetikleyen değişkenlerin de kuruluş bazında değişiklik gösterdiği görülmüştür.

Araştırma, ilk kez derecelendirme notlarındaki aşağı ve yukarı yönlü revizyonlara etki eden unsurları incelemesi açısından da öne çıkmaktadır. Buna göre; kişi başına düşen milli gelir ve yabancı para rezervlerindeki artış önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşu ve CI için yukarı yönlü revizyon ihtimalini yükseltirken, temerrüt geçmişinin olması, ihracatın GSYH'ye oranında ve yabancı para rezervlerinin ithalata oranındaki düşüşler de önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinde aşağı yönlü revizyon yapma ihtimalini güçlendirmektedir. Diğer yandan, yabancı para rezervinin dış borca oranı ve GSYH büyümesindeki yavaşlama Moody's için kredi derecelendirme notunda aşağı yönlü revizyona sebep olabilmektedir. S&P için ise mali tarafta ve yabancı para rezervlerinin dış borca oranında kötüleşme aşağı yönlü revizyon için takip edilmektedir. Fitch ise dış borçtaki düşüşü, mali görünümdeki iyileşmeyi, ihracatın GSYH'ye oranı, dış borcun ihracata ve yabancı para rezervinin ithalata oranındaki artışları yukarı yönlü revizyonlar için önemsemektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal piyasalarda borçlanma imkânlarını etkileyen kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri konusunda yapılan çalışmalar göstermektedir ki; kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde geniş bir makroekonomik ve finansal göstergeler seti rol oynamaktadır. Her bir kredi derecelendirme kuruluşu farklı bir değerlendirme metodolojisi kullanmakta ve her bir göstergeye verilen ağırlık kuruluşu göre değişiklik göstermektedir. 1996 sonrasında Dünya Bankası'nın altı adet yönetsel kalite göstergesi de bağımsız değişken olarak analizlere dâhil edilmeye başlanmıştır. Kredi derecelendirme notlarının belirlenmesindeki kriterler hakkındaki belirsizlik özellikle gelişmekte olan ülkeler için bir eşik olarak görülen “yatırım yapılabilir kredi derecelendirme” notuna giden yolun uzun ve zahmetli olmasının arkasındaki en önemli sebeplerden biri olarak öne çıkmaktadır.

2.1.1. Yatırım Yapılabilir Kredi Derecelendirme Notunun Belirlenmesinde Etkili Olan Başlıca Göstergeler

2010 yılında Laura Jaramillo gelişmekte olan ülkelerin yatırım yapılabilir seviyeye ulaşmasında etkili olan faktörleri ilk kez geniş kapsamda incelemiştir. Çalışma, gelişmekte olan ülkelerin yatırım yapılabilir seviyeye giden süreçte özellikle iyileştirmeleri gereken makroekonomik göstergelere ilişkin önemli tespitler içermektedir (Jaramillo, 2010: 1-22). Tespitler ve öneriler bu bölümde detaylandırılacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerin yatırım yapılabilir seviye kredi notuna sahip olmaları sadece borçlanma maliyetlerini azaltmakla kalmayıp aynı zamanda ülkenin daha geniş bir borçlanma havuzuna erişimini sağlamaktadır. Ayrıca ülke kredi notu genellikle özel sektör şirketlerinin kredi notları için de bir tavan oluşturduğundan özel sektör borçlanmasının şartlarını belirleme açısından da önem taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yatırım yapılabilir kredi notu seviyesine yükseltilmesinde etkili olan faktörlerin politika yapıcılar tarafından bilinmesi ekonomi politikalarının oluşturulması bakımından önemlidir. Jaramillo, ülkeleri yatırım yapılabilir kredi

notuna sahip ve spekülâtif kredi notuna sahip ülkeler olarak ikiye ayırmıştır. Diğer çalışmalardan farklı olarak bağımsız değişken ikili kodla sınıflandırılmıştır.

Jaramillo, gelişmiş ülkelerin hepsinin “yatırım yapılabilir seviye” notuna sahip olması sebebiyle 1993-2008 dönemi için 48 adet gelişmekte olan ülkeyi Rassal Etkiler Binominal Logit (Random Effects Binominal Logit) yöntemi ile incelenmiştir. Gelişmekte olan ülkeler için önemli bir değişken olan borçlar kategorize edilmiştir. Buna göre; borçlar kamu ve özel ayırımına tabii tutulurken aynı zamanda iç borç ve dış borç olarak da sınıflandırılmıştır. Veri setinde bulunan ülkeler; Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, El Salvador, Guatemala, Jamaika, Meksika, Panama, Peru, Uruguay, Venezüella, Bosna&Hersek, Bulgaristan, Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, İzlanda, İsrail, Letonya, Litvanya, Polonya, Romanya, Rusya, Sırbistan, Türkiye, Ukrayna, Çin, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Tayland, Vietnam, Mısır, Hindistan, Lübnan, Kazakistan, Ürdün, Fas, Pakistan, Güney Afrika, Sri Lanka ve Tunus’dur. Bağımsız değişkenleri sıralarsak;

Makroekonomik Değişkenler

- **Kişi başına düşen milli gelir (ABD doları cinsinden):** Kişi başına yüksek milli gelir daha geniş bir vergi tabanına işaret ettiğinden daha yüksek bir borç ödeme kabiliyeti anlamına da gelmektedir.
- **Reel GSYH büyümesi ve potansiyel GSYH büyümesi:** Yüksek GSYH büyüme oranı borç yükünü azaltma kapasitesini gösterme açısından önem taşımaktadır.
- **Enflasyon oranı:** Düşük enflasyon oranı sürdürülebilir para ve kur politikası anlamına gelmektedir. Aynı zamanda ülkede uygulanmakta olan ekonomi politikasının başarısını göstermektedir.

- **İşsizlik oranı:** Düşük işsizlik oranı daha esnek bir iş piyasasının sağladığı avantaj ile ülkenin küresel ekonomik değişikliklere karşı daha güçlü tepki verebilmesini sağlar.

Dış Âlem Değişkenleri

- **İhracatın GSYH'ye oranı:** Oranın yüksek olmasının yabancı para cinsinden borç ödeme kabiliyetini artıracığı düşünülmektedir.
- **Cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı:** Yüksek cari açık yabancı sermayeye daha yüksek oranda bağımlılığı ifade etmektedir. Bu bağımlılık makroekonomik istikrara karşı risk teşkil edebilir.
- **Toplam dış borcun GSYH'ye oranı:** Dış borç seviyesi ne kadar yüksek olursa ülkenin mali veya ödemeler dengesinde stres yaratma ihtimali o denli yüksek olur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri ağırlık anlaşılabilir diye ilk kez özel sektör ve kamu sektörü dış borcu ayırmı yapılmıştır.
- **Net uluslararası rezervlerin GSYH'ye oranı:** Oran ne kadar yüksek olursa ülkenin dış borç ödeme kapasite artar ve dış şoklardan etkilenme riski azalır.

Kamu Sektörü Değişkenleri:

- **Faiz dışı bütçe dengesinin GSYH'ye oranı:** Düşük seviyede faiz dışı fazla kamunun cari harcamaları karşılama amaçlı vergi toplama kapasitesi veya isteğinde bir zafiyet göstergesi olarak kabul edilir.
- **Kamu sektörü borcunun GSYH'ye oranı:** Oran ne kadar fazla olursa kamunun yükümlülüğünü karşılamak için o denli fazla ödeme yapması gerekecektir, bu durum da kamunun temerrüde düşme riskini artıracaktır.

Finansal Derinlik:

- **Geniş para tabanının GSYH'ye oranı:** Yatırımcı tabanı geniş olan ülkeler, yatırımcı tabanı dar ve tasarrufları düşük olan ülkelere göre borç çevirme kapasitesi olarak daha iyi durumdadırlar. Finansal derinlik kamunun mali esnekliği için önemli bir göstergedir çünkü finansal derinliğin fazla olmasının iç borç yükünün çevrilmesine katkıda bulunduğu düşünülmektedir. Bu makroekonomik gösterge ilk kez analizlere dâhil edilmiştir.

Diğer Bağımsız Değişkenler:

- **Politik risk:** Kanun gücü ve mülkiyet haklarına saygı, politik ve sivil organizasyonların finansal yükümlülüklerini yerine getirme konusunda zorluk yaşamayacaklarına dair bir algı oluşturacağından önem arz etmektedir. Uluslararası Ülke Risk Rehberi (International Country Risk Guide) tarafından özetlendiği gibi, politik risk endeksi bir ülkenin borçlarını ödeme isteği olarak yorumlanmaktadır.
- **Temerrüt geçmişi:** Bir ülkenin temerrüt geçmişinin ülkenin kredi notunu etkilediği düşünülmektedir. Ülke daha önce yabancı para cinsinden borç ödemede temerrüde düşmüş ise bu durumda kukla değişken 1 değerini almaktadır.
- **Bölgesel kukla değişkenler:** Kukla değişkenler Latin Amerika, Karayipler Avrupa ve Doğu Asya için atanmıştır.
- **Zaman kukla değişkenleri:** Küresel koşullardaki değişime göre olası kredi derecelendirme notlarındaki değişimleri yakalamak için zaman kukla değişkenleri kullanılmıştır.

Jaramillo, gelişmekte olan ÷lkelerin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilirken beş adet makroekonomik göstergenin etkili olduğunu tespit etmiştir. Etkili olan makroekonomik göstergeleri özetlemek gerekirse;

- **Borç göstergeleri** diğer çalışmaların sonuçlarının paralelinde; gelişmekte olan ÷lkeler için yatırım yapılabilir kredi notunun belirlenmesinde öne çıkmışlardır. Jaramillo, kredi derecelendirme kuruluşlarının borç çeşitlerini analiz ederken farklılaşmaya gittiklerini ilk kez tespit etmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları kamu borçlarına özel sektör borçlarına göre daha fazla ağırlık vermektedir. İç borç ve dış borç ayrımı olarak incelendiğinde ise; kredi derecelendirme kuruluşlarının kamunun dış borçlarına iç borcuna oranla 2,5 kat daha fazla önem verdikleri belirlenmiştir.
- **Politik risk** ÷lkenin borçlarını ödeme anlamındaki isteğinin bir göstergesi olarak kabul edilmesine uygun olarak yatırım yapılabilir seviye notu ile pozitif korelasyon gösterdiği tespit edilmiştir.
- **İhracatın GSYH'ye oranı ve geniş para tabanının GSYH'ye oranı** istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. İhracatın GSYH'ye oranının yüksek olması ÷lkenin dış borç ödeme kapasitesini yüksek olduğunu göstermektedir. Finansal derinlik göstergesi olarak geniş para tabanının GSYH'ye oranı da iç borç ödeme kapasitesini ifade eder.

Jaramillo, gelişmekte olan ÷lkelerin özellikle kamu borç seviyelerine, politik riske, ÷lkenin dış borç ve iç borç ödeme kapasitesini gösteren ihracatın GSYH'ye oranına ve geniş para tabanının GSYH'ye oranına dikkat çekmektedir. Ayrıca, dış borç iç borca göre daha fazla önem verilen bir makroekonomik gösterge olarak tespit edilmiştir. Bu sonuç dâhilinde, kamunun dış borcunun azaltması gelişmekte olan ÷lkelerin yatırım yapılabilir seviyeye ulaşmaları için birinci amaçları olmalıdır.

2.2. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARINDAKİ DEĞİŞİMLERİN FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Ülkelerin kredi notlarının belirleyicilerinin tespiti yanında finansal piyasaların ilgili ülke için oluşturduğu risk algısı ile ülkenin kredi notu arasındaki bağ da önemli bir ana başlığı oluşturmaktadır. Böyle bir bağın olduğu varsayımı altında; ülkelerin kredi notlarının bu risk algısının oluşmasında ne derece etkili oldukları araştırmacılar tarafından analiz edilmektedir. Bu bölümde kredi derecelendirme notlarındaki değişimlerin finansal piyasalar üzerindeki etkileri irdelenecektir.

Cantor ve Packer'in literatürde "locus classicus" olarak adlandırılan makalelerinde 29 Eylül 1995 tarihi itibarıyla seçilen 35 ülkenin Eurobond piyasalarında alım satımı yapılan ülke borçlanma araçları ile ABD 10 yıllık devlet tahvili arasındaki getiri farkı belirlenmiştir. Ülkelerin ortalama kredi derecelendirme notları ile getiri farklarının ilişkisinin yanı sıra kredi derecelendirme notlarındaki revizyonların finansal piyasalar üzerindeki etkileri ilk kez sistematik olarak incelenmiştir (Cantor ve Packer, 1996: 37-54). Regresyon analizi sonucunda ülkelerin kredi derecelendirme notu ortalamasının getiri farklarını %92 oranında sadece 20 baz puanlık bir standart sapma ile açıklayabildikleri görülmüştür. Diğer yandan, kredi derecelendirme notlarının belirleyicisi olarak Cantor ve Packer tarafından öne çıkarılan sekiz adet makroekonomik göstergenin getiri farklarını açıklama oranı %86 olarak tespit edilmiştir. Araştırmacılar, bu sonucu kredi derecelendirme notlarının, ülkelerin getiri farkını etkilediği düşünülen makroekonomik göstergelere kıyasla yatırımcılar için ilave bilgi içerdiği şeklinde yorumlamışlardır. Ayrıca kredi derecelendirme notlarının seviyesi düştükçe (yatırım yapılabilir seviyelerden spekülasyon statüsüne doğru) getiri farkının yükseldiği görülmüştür.

Cantor ve Packer, kredi derecelendirme notlarındaki revizyonların finansal piyasalar üzerindeki etkilerini de ilk kez sistematik olarak incelemişlerdir. Bu çerçevede, 1987-1994 döneminde S&P ve Moody's tarafından yapılan 79 adet duyurunun dolar cinsinden bonosu uluslararası para piyasalarında alım satımına konu olan 18 adet ülkenin getiri farkları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu ülkeler;

Arjantin, Avusturalya, Belçika, Brezilya, Kanada, Kolombiya, Danimarka, Finlandiya, İrlanda, İtalya, Malezya, Yeni Zelanda, İsveç, Tayland, Türkiye, Macaristan, Filipinler, Venezüella'dır. Tespit edilen 79 duyurunun 39 tanesi kredi notu değişimi (14 tanesi kredi notu artışı, 25 tanesi kredi notu azalışı) 40 tanesi ise kredi görünüm değişimi (23 tanesi görünüm artışı, 17 tanesi görünüm azalışı) yönünde olmuştur. Duyuruların 1 ay öncesinde ve 20 gün sonrasında görece getiri farklarının (ortalama getiri farkının ABD 10 yıllık devlet tahvil faizine bölümü) seyri incelenmiştir. Buna göre;

- Negatif duyuruların 29 gün öncesinde görece getiri farklarının ortalamada toplam 3,3 baz puan artış gösterirken, pozitif duyurulardan 29 gün öncesinde ise görece getiri farklarında 2 baz puan azalış görülmüştür.
- 2 günlük zaman diliminde (duyuruların 1 gün öncesi ve 1 gün sonrası) görece ortalama getiri farkı gelişmelerine bakıldığında ise; 79 dokuz duyurunun görece ortalama getiri farkları üzerinde etkisinin istatistikî açıdan anlamlı olduğu görülmüştür. Buna göre; kredi notu duyurularının yaklaşık %63'ü görece getirilerde beklentiler yönünde ve ortalamada %2,5 seviyelerinde bir değişime sebep olmaktadır. Kredi derecelendirme notu değişimlerinin sadece spekülative kredi notuna sahip olan ülkelerde istatistiki olarak anlamlı etki yarattığı gözlenirken, yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerde kredi notu duyurularının istatistiki açıdan anlamlı bir etki yaratmadığı görülmüştür. Model ayrıca duyurunun Moody's tarafından spekülative kredi derecelendirme notuna sahip bir ülke için yapılması durumunda görece getirilerin duyurudan daha fazla etkilendiğini tespit etmiştir.

Piyasa oyuncularının duyuruları önceden tahmin etmelerinin görece getirileri ne yönde etkilediği de incelenmiştir. Yapılan analiz sonucuna göre; kredi notuna ilişkin bir duyurunun yapılacak olmasının piyasa oyuncuları tarafından beklenmesi durumunda, duyurunun görece getiriler üzerinde yapacağı etki değişmemektedir.

Beklentilerin diğ er bir kredi derecelendirme kuruluşunun duyurusunu veya attığı bir adımı doğrular nitelikte olması durumunda duyurunun etkisini azaltmak yerine tersine duyurunun etkisini güçlendirdiği tespit edilmiştir.

2.2.1. Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimlerin 1997 Asya Finansal Krizi Sonrası Finansal Piyasalar  zerine Etkisi

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler keskin ekonomik döngüler yaşamışlardır. Bu döngülerin gelişmekte olan ülkelerin borçlanma imkânları üzerinde yarattığı oynaklık 1997-1998 yıllarında Asya finansal kriziyle sonuçlanmıştır. Meksika krizinde olduğu gibi kredi derecelendirme kuruluşları, bu krizi de tahmin edememeleri nedeniyle ciddi şekilde eleştirilmişlerdir. Her ne kadar Moody's, Kore ve Tayland'ın notlarını kriz öncesinde aşağı yönlü revize etmiş olsa da, Asya krizi esnasında krizin merkezinde olan ülkelerin kredi notlarının “yatırım yapılabilir seviye” den hızlı şekilde “spekülatif kredi notunun en alt seviyesine” indirilmesi krizin ekonomiler üzerinde baskısını daha da güçlendirmiştir. şöyle ki; ticari bankalar yerel ihracatçı sektörler için teminat mektubu hazırlamayarak, sektörlerin ciddi şekilde yara almasına sebep olmuşlardır. Kurumsal yatırımcılar, ülkelerin yatırım yapılabilir statüsünden çıkarılması sonrasında ülkelere ait varlıkları portföylerinden çıkarmak zorunda kalmışlar, yabancı yatırımcılar da verdikleri kredileri geri çağırma yoluna gitmişlerdir.

Tüm bu etkilerle kredi derecelendirme kuruluşlarının krizdeki ülkeleri “yatırım yapılabilir” statüsünden çok hızlı “spekülatif seviye” ye indirmeleri krizin etkilerinin bu ülkelerde daha da şiddetli hissedilmesine sebep olmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının prensipte kredi derecelendirme notları vasıtasıyla, ekonomik döngülerin ülkeler üzerindeki etkisini yumuşatıcı bir işlev yerine getirmeleri beklenmektedir. Ekonomik genişleme dönemlerinde, uyarıcı nitelikte erken aşağı yönlü kredi notu revizyonlarının yatırımcıların öforik beklentilerini azaltması ve bu anlamda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının  lkeye akışını yavaşlatması istenmektedir.

Kredi derecelendirme notları ekonomik gelişmeleri geriden takip ederse, kredi notlarında iyileşme yatırımcıların öforik beklentilerinin artmasına ve yabancı sermaye girişlerinin güçlenmesine yol açmaktadır. Tersı durumda ise kredi derecelendirme notlarında sert ve ani aşağı yönlü revizyonlar, yatırımcılar arasında paniğin artmasına, yabancı sermayenin ülke dışına kaçmasına ve risk primlerinde ciddi yükselişe sebep olabilmektedir. Geçerliliğini yitirmiş varsayımlarla oluşturulan kriz modelleri ile kredi derecelendirme notları oluşturulursa, krizler öncesinde kredi derecelendirme notlarının sinyal gücü zayıflayacaktır. Kredi derecelendirme notların oluşturulmasında temel alınan makroekonomik değişkenlerin kamuya açık bilgi olması, kredi derecelendirme notu duyurularının piyasa katılımcıları tarafından çoğunlukla bekleniyor olması sonucunu getirmektedir. Kamuya açık bilgilerin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notu şeklinde yorumlanması piyasalar için önem taşımaktadır.

Cantor ve Packer'i takiben Helmut Reisen ve Julia Von Maltzan 1997 Asya ve Meksika krizlerini de kapsar şekilde 1989 yılı (bu yıl gelişmekte olan ülkelerin kredi derecelendirme not taleplerinin hızlanarak artmaya başladığı yılı temsil etmektedir) ile 1997 yılı arasında S&P, Fitch ve Moody's duyurularının finansal piyasalar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir (Reisen ve Von Maltzan, 1999: 273-293). Belirtilen dönemde yapılan 152 adet kredi derecelendirme notu duyurusunun 97 tanesi gelişmekte olan ülkelere yöneliktir. Bunların 16 tanesi muhtemel aşağı yönlü revizyon öncesi izleme, 29 tanesi muhtemel yukarı yönlü revizyon öncesi izleme, 26 tanesi kredi notu düşürme, 32 tanesi kredi notu yükseltme, geri kalanı da kredi notu teyidi niteliğindedir. Çoğu gelişmekte olan ülkenin dolar cinsi bonoları düzenli olarak alım satım konu olmadıklarından, veri seti 29 adet gelişmekte olan ülke ile sınırlı kalmıştır. Veri setindeki ülkeler Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Kanada, Çin, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Ekvator, Finlandiya, Endonezya, İrlanda, İtalya, Kore, Malezya, Meksika, Yeni Zelanda, Panama, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, İspanya, İsveç, Tayland, Türkiye ve Venezüella'dır. Kredi notuna ilişkin 103 adet duyurunun 29 gün öncesinde ve 29 gün sonrasında finansal piyasaların davranışları izlenmiştir.

Piyasaların risk algılaması kredi derecelendirme kuruluşunun ülkeye ilişkin kredi notu veya kredi notu görünümü değişikliklerini ilan etmeden önce azalış veya artış göstermektedir. Bu durum özellikle ülkelerin olası bir kredi notu artışı veya azalışı öncesinde kredi derecelendirme kuruluşu tarafından izlemeye alındığı daha açık şekilde görülmektedir. Kredi derecelendirme notunun aşağı yönlü revizyonu amaçlı izlemeye alınmasının 29 gün öncesinde ülkenin ABD 10 yıllık devlet tahvili ile arasındaki getiri farkı 12 baz puan artış gösterirken, aynı şekilde olası bir kredi derecelendirme notunun yukarı yönlü revizyonu amaçlı izlemeye alınmasının 29 gün öncesinde ABD 10 yıllık devlet tahvili ile arasındaki getiri farkında 4 baz puan azalış görülmektedir. Ülkenin kredi notunun yukarı veya aşağı yönlü revizyonu maksatlı izlemeye alınmasının açıklanması ile piyasa tepkisi dengelenmektedir.

Bir ülkenin kredi derecelendirme notu aşağı yönlü revize edildikten sonraki 30 gün içerisinde de görece getiri farklarında yukarı yönlü hareketin devam ettiği tespit edilmiştir. Diğer yandan yukarı yönlü kredi derecelendirme notu revizyonlarında karar açıklanmadan önce görece getiri farklarında görülen düşüşün karar açıklandıktan sonra yerini daha oynak bir piyasa reaksiyonuna bıraktığı görülmüştür. Kredi derecelendirme notu yukarı yönlü revizyon duyurusunun ve kredi derecelendirme notu aşağı yönlü revizyonunun finansal piyasalar üzerindeki etkileri istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin kredi notlarının yukarı yönlü revizyon için izlemeye alınmasından 10 gün önce piyasa buna getiri farkını 5,7 baz puan azaltarak tepki verirken, sonrasında piyasa tepkisinin sürmediği görülmektedir. Kredi derecelendirme notunun aşağı yönlü revizyonları ise duyurunun açıklanmasından 30 gün öncesi ve açıklandıktan sonraki 20 günlük süreçte toplamda 12,7 baz puanlık bir harekete sebep olmaktadır.

Cantor&Packer ile Reisen&Von Maltzan özellikle “yatırım yapılabilir ” seviyenin altında kredi derecelendirme notlarına sahip geliştirmekte olan ülkelerin ülke kredi derecelendirme notlarında revizyon veya kredi görünümündeki revizyonun getiriler üzerinde istatistiki olarak anlamlı etki yaptığını tespit etmişlerdir. Diğer yandan, Cantor&Packer kredi derecelendirme notlarında yukarı yönlü olası bir revizyona ilişkin haberlerin görece getirilerde düşüşe sebep olduğunu fakat negatif

açıklamaların etkisinin beklenilenden az olduğunu tespit etmişlerdir. Reisen&Von Maltzan ise negatif duyuruların getiriler üzerinde baskısının 30 gün öncesinden gözlemlenmeye başlandığını ve istatistikî olarak önemli etki yarattığını ifade etmişlerdir.

Kaminsky ve Schmuckler, ülkelerin kredi derecelendirme notlarındaki değişimin ülke riskini gösteren JP Morgan Gelişmekte Olan Ülke Bono Endeksi (EMBI) getiri farkına ve ilk defa hisse senedi piyasalarına etkilerini Ocak 1990 ile Haziran 2000 arasındaki dönem için analiz etmişlerdir. Panel regresyon yöntemi kullanılırken ilk kez ABD faiz oranları da bağımsız değişken olarak regresyonun içerisine dâhil edilmiştir. Böylece kredi derecelendirme notu ve ABD faizlerindeki değişimlerin ülke riski ve hisse senedi piyasalarına eşzamanlı etkilerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Sonuçlar özetlenirse; ABD faizlerinde yükseliş ülkelerin daha yüksek bir borçlanma maliyeti ile karşı karşıya kalmasına sebep olduğundan borç yükünü artırarak ödeme kapasitesini zayıflatıcı etkide bulunabilmektedir. Ayrıca, ABD faizlerinde yükseliş yatırımcıların risk iştahını azaltarak, gelişmekte olan ülkelerin riskli varlıklarına olan talebi azaltabilmektedir. ABD faizlerinde artış olması şirketlerin faiz yükünün artacağına dair endişeyi güçlendirip hisse senedi piyasasını baskılama potansiyeline sahiptir. Diğer yandan, hisse senedi piyasasının gelişmiş ülke faiz oranlarındaki değişikliklere güçlü tepki verdiği görülmüştür.

Panel regresyon yöntemi ile anlık etkilerin incelenmesine ek olarak Vaka Çalışması (Event Study) yöntemi ile de kredi notunun aşağı veya yukarı yönlü revizyonlarının ülke riski ve hisse senedi piyasalarına dinamik etkilerini incelenmiştir. Veri setinde yer alan ülkeleri sıralamak gerekirse; Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Tayvan, Tayland, Türkiye ve Venezüella'dır. Ülke kredi notundaki değişimin tahvil getiri farklarında yaklaşık %3,2 puanlık bir baskıya sebep olduğu görülürken, hisse senedi piyasalarında görülen etki %1 seviyesi ile daha sınırlı kalmıştır. Ülke kredi notlarının ülkenin borç ödeme kapasitesi ve isteğinin bir göstergesi olduğu temel kabulü altında, sonucun beklentiler dâhilinde olduğu ifade edilmiştir.

Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen en önemli eleştirilerden olan konjonktürle aynı yönde hareket ederek, konjonktürel hareketlerin ülkeler üzerindeki etkilerini daha da güçlendirmeleri yönündeki görüşün tutarlılığı Vaka Çalışması (Event Study) yöntemi ile analiz edilmiştir. Sonuçlar eleştiriye doğrular nitelikte çıkmıştır. Kredi derecelendirme notlarında yukarı yönlü revizyonlar piyasaların güçlü şekilde yukarı hareket ettiği, aşağı yönlü revizyonlar da piyasalarda aşağı yönlü hareketin hızlandığı zamanlarda gözlemlenmektedir. Bu durum özellikle aşağı yönlü revizyonlarda daha da güçlü şekilde görülmektedir. Getiri farkları 10 gün öncesinden %9 seviyelerinde yükseliş gösterirken, hisse senedi piyasalarında %7'ye kadar geri çekilme gözlenmektedir. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının konjonktür ile aynı yönde hareket etmelerine bir kanıt olarak yorumlanmaktadır.

Araştırmanın sonuçlarına göre; kredi derecelendirme notundaki yukarı yönlü revizyonların getiri farkları üzerindeki etkisine bakıldığında; sonuçlar asimetrik bir görüntü ortaya koymaktadır. Buna göre, kredi derecelendirme notlarındaki yukarı yönlü revizyon sonrası getiri farkları ilk tepki olarak %2 düşüş gösterirken, revizyon öncesindeki 10 günlük zaman dilimine göre revizyon sonrası 10 günlük dönemde getiri farklarında %4'luk bir artış gözlenmektedir. Diğer yandan kredi derecelendirme notlarında aşağı yönlü revizyonların getiri farkları üzerindeki etkilerinin daha uzun süreli olduğu görülmüştür. Revizyon sonrasında getiri farkları %2 yükselirken, tahvil piyasasında %2'lik bir kayıp daha yaşandığı görülmüştür. Kredi derecelendirme notlarında yukarı yönlü revizyonların hisse senedi piyasalarında daha uzun süre etkili olduğu ve ABD hisse senedi endeksinin üzerinde %2 daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir (Kaminsky ve Schmuckler, 2002: 171:195).

Steiner ve Heinke, ABD dışı yatırımcıların Alman Eurobondlarına yatırım kararlarının ABD kaynaklı kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notu revizyonlarından etkilenip etkilenmediğini ve bu kuruluşların verdikleri kararların uluslararası finansal piyasalara olan etkisini incelemişlerdir (Steiner ve Heinke, 2001: 139-157). 1985-1996 yılları arasında S&P ve Moody's tarafından 546 adet kredi derecelendirme notu değişikliği ve 182 adet izlemeye alma aksiyonundan oluşan veri seti kullanılmıştır. Tespitleri özetlemek gerekirse; kredi derecelendirme notlarında

aşağı yönlü revizyon olması durumunda getiri farklarında revizyonun 100 gün öncesinden başlayan bir geri çekilme ve yaklaşık %1,3 seviyesinde bir değer kaybı tespit edilmiştir. Aksiyon sonrasındaki 15-20 günlük süreçte yaşanan toparlanma ile birlikte geri çekilme %1 ile sınırlı kalmıştır. Bu tepki kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaya önderlik etmelerinden daha çok piyasayı takip ettikleri yönünde yorumlanmıştır. Not aksiyonu sonrasında görülen toparlanma ise regüle edilmeyen yatırımcıların, regüle edilmekte olan yatırımcıların satmak zorunda kaldıkları tahvilleri ucuz bularak aldıkları şeklinde yorumlanmıştır. Yukarı yönlü revizyonlarda ise önemli ölçüde ekstra getiri gözlenmemiştir. Aşağı yönlü kredi derecelendirme notu revizyonları düzenleyici limitler yüzünden satış baskısı yaratma riski taşıırken, yukarı yönlü revizyonlar alış isteği yaratmayabilir. Aynı şekilde kredi notu görünüm değişikliği eğer kredi notunun artırımına yönelik bir aksiyon olarak algılanırsa finansal piyasalarda önemli bir etki yaratmazken, kredi notunda aşağı yönlü olası bir revizyona işaret ediyorsa o zaman yatırımcılar tarafından negatif algılanarak getirilerde bozulmaya sebep olmaktadır. Ayrıca yatırım yapılabilir seviyeden spekülâtif seviyeye kredi derecelendirme notu revizyonlarının tahvil fiyatları üzerine baskısı aynı reyting kategorisi içerisinde kalan reyting aksiyonlarına göre bir hayli güçlü bulunmuştur. Karşılaştırmalı olarak bakıldığında ise S&P ile Moody's arasında herhangi bir fark tespit edilmemiştir.

Brooks ve arkadaşları da kredi derecelendirme notlarının hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisini incelemişlerdir (Brooks vd., 2002: 233-249). 1973-2000 döneminde S&P, Moody's, Thomson ve Fitch tarafından yapılan hem yabancı para cinsinden not değişimlerinin hem de ilk kez bu araştırmada olmak üzere yerel para cinsi revizyonların etkisini içermektedir. Kredi derecelendirme notlarında yukarı yönlü revizyonlar, olağandışı bir getiri davranışı sergilenmesine yol açmazken, aşağı yönlü revizyonlar (yerel para cinsinden olanlar dışında) aksiyonun gerçekleştiği gün finansal piyasalarda negatif etki oluşturmaktadır. Kredi derecelendirme notlarındaki yukarı yönlü revizyonlar önemli bir servet etkisi içermezken, aşağı yönlü revizyonlar önemli servet etkisi içermektedir.

Ayrıca veri setinde yer alan kredi derecelendirme kuruluşlarının aksiyonlarının aynı etkiyi yaratmadığı da tespit edilmiştir. S&P ve Fitch'in kredi derecelendirme notlarında aşağı revizyonlar piyasalarda önemli etki yaratırken, Moody's ve Thomson'ın sektör içerisindeki paylarına kıyasla yarattıkları etkinin sınırlı kaldığı görülmüştür. Bazı araştırmaların sonuçları ile çelişiyor olsa da, gelişmekte olan ülkelerin kredi notunun aşağı revizyonlarına piyasa tepkisinin gelişmiş ülkelerde görülenden daha fazla olmadığı belirtilmiştir. Birden fazla kredi derecelendirme notunun aşağı revizyonu piyasalar üzerinde ilave bir servet etkisine sebep olmamaktadır.

Pukthuanthong-Le, Elayan ve Rose tarafından yapılan 34 ülkeyi 1990-2000 dönemi için kapsayan çalışma, Kaminsky ve Schmuckler tarafından yapılan çalışmanın biraz daha genişletilmiş halidir (Pukthuanthong-Le vd., 2007: 3-33). Kaminsky ve Schmuckler, 2002 yılında ilk kez bir varlık sınıfındaki kredi notu değişiminin diğer bir varlık sınıfını etkileyip etkilemediğini incelemişlerdir. Pukthuanthong-Le, Elayan ve Rose, bunun bir adım ilerisinde küresel tahvil ve hisse senedi piyasalarının kredi notu değişimlerine tepkilerini incelerken, ilk kez bu tepkilerdeki farklılaşma ile ülkelerin makroekonomik koşulları arasındaki ilişkiyi de incelemişlerdir. Sonuçları özetlemek gerekirse; önceki araştırmaların tespitleri paralelinde kredi derecelendirme kuruluşlarının sadece kredi derecelendirme notlarındaki değişimlerle değil aynı zamanda kredi not görünüm değişiklikleri ile de finansal piyasalara yeni bilgi sağladıkları görülmüştür. Tahvil piyasalarının verdiği tepki, hisse senedi piyasalarının tepkisinden dört noktada farklılık göstermektedir.

İlk olarak; ülkenin kredi derecelendirme notu yukarı yönlü revize edildiğinde sadece tahvil piyasası pozitif yönde tepki vermektedir. Bu durum iflas riskinde azalma ve ekonomik büyümede hafif bir artış beklentisi ile uyumludur. İkinci olarak; kredi notu görünüm değişikliğinin etkisi de tahvil piyasasında daha fazla hissedilmektedir. Görüldüğü üzere; kredi derecelendirme notu görünümündeki ve/veya kredi derecelendirme notundaki yukarı yönlü revizyon iflas riskinde azalma anlamına geldiğinden tahvil piyasasını hisse senedi piyasasından daha olumlu etkilemektedir. Üçüncü olarak; hem kredi derecelendirme notunda hem de kredi görünümünde aşağı

yönlü revizyonlar genellikle tahvil piyasasında baskının olduğu zamanlarda gözlemlenmektedir. Aşağı yönlü revizyon duyurularından 25 gün öncesinde ve duyurudan 5 gün sonrasında tahvil piyasasında güçlenen ayı piyasası görünümüne kredi derecelendirme kuruluşlarının da katkıda bulunduğu ifade edilmiştir. Dördüncü olarak; tahvil getirilerinin, açıklamadan 45 gün ve açıklamayı takip eden 2 gün boyunca kredi derecelendirme notlarında aşağı yönlü revizyondan negatif etkilenirken, kredi görünümündeki aşağı yönlü revizyonlardan negatif, yukarı yönlü revizyonlardan da pozitif olarak etkilendikleri görülmüştür.

Afonso, Furceri ve Gomes, Lehman Brothers'ın 2008 yılı Eylül ayındaki iflasıyla baş gösteren küresel finansal kriz sonrasını da kapsayacak şekilde 1995-2010 döneminde önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşunun kredi derecelendirme notu ve kredi notu görünümüne ilişkin yaptıkları açıklamaların AB ülkelerinin 10 yıllık devlet tahvili faiz oranlarına (Alman 10 yıllık devlet tahvili getirisine görece olarak) etkilerini incelemişlerdir (Afonso vd., 2011: 9-20). İlk kez borçlanma gereği daha fazla olan gelişmekte olan ülkeler yerine AB ülkeleri analiz edilmiştir. Veri setindeki ülkeler; Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Litvanya, Letonya, Malta, Hollanda, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç ve İngiltere'dir. Kıbrıs Rum Kesimi, Estonya ve Lüksemburg için veri seti bulunamamıştır.

Görülmüştür ki; genel olarak negatif olaylara (kredi derecelendirme notu aşağı yönlü revizyonu ve/veya kredi notu görünümünde aşağı yönlü revizyon) AB 10 yıllık devlet tahvili getirileri önemli tepki verirken, pozitif olaylara (kredi derecelendirme notu yukarı yönlü revizyonu ve/veya kredi görünümünün yukarı yönlü revizyonu) verilen tepki daha sınırlı kalmaktadır. Bu tespit, diğer çalışmaların genel sonucu olan negatif açıklamaların getiriler üzerine etkisinin pozitif gelişmelerin etkisinden daha güçlü olduğu sonucuna paraleldir. Duyuruların faiz oranlarına etkisinin ikinci gün itibariyle görülmeye başlandığı belirtilmiştir. Kredi derecelendirme notları ve görünüm ile ilgili duyuruların 1 veya 2 ay öncesinden piyasalar tarafından tahmin edilmediğini fakat iki yönlü nedensellik ilişkisinin 1 veya 2 hafta öncesinde görülmeye

başlandığı ifade edilmiştir. Negatif gelişmelerin piyasalarda sürpriz etkisi yapması temel göstergelerin piyasa oyuncuları tarafından sürekli olarak analiz edilmediğinin bir sonucu olarak yorumlanmıştır.

Bissoondoyal-Bheenick ve Brooks kredi derecelendirme notundaki değişimlerin hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerini incelemeyi amaçlamışlardır (Bissoondoyal-Bheenick ve Brooks, 2011). Çalışmayı diğer çalışmalardan ayıran nokta, kredi derecelendirme notlarının hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerini inceleyen önceki çalışmaların genel sonuçlarının farklı referans modellere duyarlı olup olmadıklarının analizini içermesidir. Kredi notlarında aşağı yönlü revizyonların piyasalar üzerinde önemli ve bir anlamda bilgilendirici bir etkisi olduğu gözlenirken, kredi derecelendirme notlarında yukarı yönlü revizyonların aşağı yönlü revizyonlar kadar bilgilendirici görülmediği ifade edilmiştir. Kredi derecelendirme notlarındaki değişikliklerin hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerinin temel varlık fiyatlandırma modelleri ile ampirik bir karşılaştırılmasının yapılması amaçlanmıştır. 1975 ile 2010 yılları arasında S&P tarafından yapılan kredi derecelendirme notu duyurularının etkilediği 33 ülkenin verileri 10 günlük pencerede incelenmiştir. Belirtilen dönemde 69 adet aşağı yönlü revizyon, 88 adet yukarı yönlü revizyon gözlemlenmiştir. Hisse senedi piyasalarının kredi derecelendirme notlarındaki değişimlere tepki gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Kredi derecelendirme notlarında yukarı yönlü revizyonlar açıklandığı gün piyasalarda bir tepkiye sebep olmaktadır ve bu durum da rasyonel piyasa hipotezi ile paralellik göstermektedir. Kredi derecelendirme notlarındaki aşağı yönlü revizyonlara ise piyasanın açıklama öncesinde tepki vermeye başladığı görülmüştür. Getiriler duyurudan 3 gün ve 1 gün önce önemli derecede negatife dönmüştür. Sonuçlar modellerden bağımsız olarak önceki çalışmaların paralelinde gelmiştir.

2.2.2. Ülkelerin Yatırım Yapılabilir Seviyeye Çıkarılmalarının Getiri Farkları Üzerine Etkisi

Yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmek birçok gelişmekte olan ülke tarafından paylaşılan ortak bir hedeftir. Yatırım yapılabilir ülke statüsünün daha az bir temerrüt riski anlamına gelmesi sebebiyle finansman maliyetlerinde bir gerilemeye yol açması beklenmektedir. Yatırım yapılabilir seviyeye ulaşmak yurtdışından daha fazla kaynağın ülkeye girmesine yol açarak getiri farklarında bir gerilemeyi de beraberinde getirmektedir. Spekülatif kredi derecelendirme notuna sahip ülkelere yatırım yapamayan kurumsal yatırımcılar, ülkeler yatırım yapılabilir seviyeye ulaşınca fonlarını bu ülkelere yönlendirebilmektedirler.

Jaramillo ve Tejada öncelikle 35 adet gelişmekte olan ülkenin 1997 ile 2010 yılları arasında kredi derecelendirme notlarının spekülatif ülke kategorisinden yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesinin getiri farkları üzerindeki etkilerini Sabit Etkili Dayanıklı Standart Hata (Fixed Effects Robust Standard Errors) yöntemi ile incelemiştirler (Jaramillo ve Tejada, 2011: 1-18). İkinci olarak, kredi derecelendirme notlarının ülkenin makroekonomik göstergelerinin işaret ettiğinin üzerinde bir bilgi sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır. Üçüncü olarak, ülkenin yatırım yapılabilir statüsünde olmasının küresel koşullara veya diğer makroekonomik değişimlere tepkisini ne derece etkilediği incelenmiştir. Sonuçlar göstermiştir ki; bir ülkenin kredi derecelendirme notu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltildiği zaman hem piyasa beklentilerinde iyileşmeye hem de yurtdışı sermaye tabanının genişlemesine yol açarak finansman maliyetlerinde gerilemeye sebep olmaktadır.

Spekülatif seviyeden, yatırım yapılabilir seviyeye ulaşılması ile birlikte ülkelerin getiri farkı makroekonomik göstergelerin işaret ettiği seviyeye göre %36 gerileme göstermektedir. Yatırım yapılabilir kategori içerisinde kalan kredi derecelendirme notu yukarı yönlü revizyonlarında ise getiri farkında %5-%10 arası bir gerileme gözlenmiştir.

Spekülatif kredi derecelendirme notu kategorisi içinde kalan yukarı yönlü revizyonlarda ise getiri farkında yüzdesel bir değişiklik gözlemlenmemiştir. Her ne kadar küresel finansal koşullar görece getirileri belirlemede merkezi bir rol üstlenmiş olsalar da, düşük kamu dış borcunun GSYH'ye oranı ve yüksek GSYH büyüme oranı piyasa beklentilerinde iyileşmeye yol açmaktadır. Yüksek GSYH büyüme oranı borçlanma maliyetlerinde gerilemeye, yüksek uluslararası yabancı para rezervleri de spekülatif ülke getiri farklarında gerilemeye sebep olmaktadır. Görülmektedir ki, özellikle düşük kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerde dış borcun GSYH'ye oranı getiri farkına en fazla etki eden makroekonomik gösterge olurken, bu tespit düşük kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerin borçlarını azaltma yönündeki gayretini açıklamaktadır. Yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notuna sahip ülkeler biraz esnekliğe sahip olsalar da borç oranlarını kontrol altında tutmaları gerekmektedir.

2.3. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLERİN ÜLKELER ARASINDAKİ BULAŞMA ETKİSİ

1997 Asya krizi, krizlerin sebepleri ve krizler öncesinde yatırımcıların davranışları hakkında tartışmanın yeniden gündeme gelmesine sebep olmuştur. Çoğu araştırmacı krizlerin açıklanmasında “yapısal” faktörlerin etkin olduğuna yönelik yaklaşımı benimserken, makroekonomik göstergelerdeki bozulmanın krizlerin ana nedeni olduğunu ifade etmişlerdir. Diğer bir görüş ise ekonomik göstergeler sağlıklı olsa da “kendi kendini gerçekleştiren kehanetler” çerçevesinde ekonominin tutunduğu bazı ana sabitlemelerin (özellikle döviz kuru sistemi olarak) ortadan kalkmasının da krizlere sebep olabileceğini savunmaktadır. Yapısal yaklaşımı benimseyenler için temel makroekonomik göstergelere bakarak krizin zamanını belirlemek oldukça güçtür. Finansal sisteme olan güveni bir şekilde zedeleyecek ve insanlara sistemin başarısız olma ihtimalini düşündürecek bir olay, krizin ateşlenmesine sebep olabilmektedir. Ayrıca söylentiler de spekülatif bir atağı tetikleyebilir. 1990'lı yıllardan itibaren söylentiler ve dedikodular kontrol edilemeyecek hale gelirken, yatırımcılar söylentileri teyit etmeden sürü psikolojisi ile hareket etmektedirler.

Bu sürü davranışına dayalı yaklaşım, bilgi edinmenin maliyetli olduğu hipotezini temel almaktadır. Bilgi edinmenin maliyetli olduğu noktada yatırımcılar kendi analizlerini yapmak için kaynak ve enerji harcamak yerine sürü psikolojisi ile piyasayı takip etmeye yönelebilirler.

Calvo ve Mendoza, küreselleşmenin finansal piyasalar üzerindeki etkilerini incelemiştir (Calvo ve Mendoza, 1997: 1-45). Portföydeki ülke sayısı arttıkça ve ülkelerin yatırımcı portföyünde ağırlığı azaldıkça, ülke özelinde bilgi toplamak için emek ve kaynak harcamak yerine sürü psikolojisi ile hareket etmenin yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilir hale geldiği ifade edilmiştir.

Kaminsky ve Schmuckler ise bilgi asimetrilerine karşı yatırımcıların portföylerini ülkelerin varlık piyasalarını kullanarak çapraz korumaya almaya yönelik becerilerinin finansal bulaşıcılığın temelini oluşturduğunu belirtmektedir (Kaminsky ve Schmuckler, 1999: 1-22). Bulaşıcılık durumu ülkeyi etkileyecek bir haber olmaması ve/veya ülkeler arasında direk bir ilişki olmamasında bile mümkün olmaktadır. Örneğin; yatırımcılar, portföylerinde yer alan herhangi bir ülkede (birinci ülke) bir şok olması durumunda bu ülkedeki varlıklarını azaltarak portföylerinde yer alan diğer bir ülkedeki (ikinci ülke) varlıklarını artırır. Portföy yöneticileri, çapraz koruma becerilerini kullanarak varlıkları satın alınan ikinci ülkenin olası risklerine karşı portföylerinden başka bir ülkeye (üçüncü ülke) ait varlıkları çıkarabilirler. Böylece birinci ülkedeki problem üçüncü ülkeye kadar yayılarak, bulaşma zinciri tamamlanmış olmaktadır. Bilgi asimetrisinin bulaşıcılık etkisinin artmasına yol açtığı çalışmada belirtilmektedir. Diğer bir ifade ile ülkeler hakkında yeterince bilgi sahibi olmayan yatırımcıların piyasada görülen talep değişkenliğinin kaynağını bilememeleri, bulaşıcılık etkisini güçlendirmektedir.

Çalışmada özellikle 1997 Asya krizi sonrası finansal piyasaların bulaşıcılığa duyarlı hale gelmesinin sebepleri de tartışılmaktadır. Buna göre, kriz sonrası borçlanma piyasalarının çökmesi ile ortaya çıkan bilgi asimetrisindeki artış, bulaşıcılık için ana sebep olarak görülmektedir. Borçlanma piyasaları düzgün işlemediği zamanlarda doğru bilgiye sahip yatırımcıların bilgileri daha değerli olmaktadır. Doğru

bilgiye ulaşmak diğer yatırımcılar için ne kadar zor olursa bilgi asimetrisi kaynaklı bulaşıcılık problemi de finansal piyasalarda o denli güçlü hissedilmektedir. Bilgi asimetrisi azaldığında bulaşıcılık etkisinin de azalacağı öngörülmektedir. Araştırmacılar, 1997 yılındaki Asya krizinin başlangıcından Mayıs 1998'e kadar olan dönemde 9 adet Asya ülkesini (Hong Kong, Endonezya, Japonya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland) incelemişlerdir. Belirtilen dönemde her ülke için hisse senedi piyasasında değer değişimlerinin en fazla olduğu 20 gün belirlenmiştir. Böylece veri seti 180 günden oluşmuştur. Bu dönem boyunca uluslararası basında çıkan raporlar da incelenmiştir. Para ve maliye politikasına, IMF'nin adı geçen ülkelerle anlaşmalarına, makroekonominin durumuna ve politik istikrara yönelik haberlerin piyasalardaki stresin arttığı dönemin merkezinde olduğu görülmüştür. Diğer yandan hiçbir haber akışının olmadığı dönemlerde de piyasa oynaklığının arttığı tespit edilmiştir. Ülkeler arasındaki bulaşıcılık etkisine örnek olarak; piyasalara etki eden haberlerin her zaman yerel kaynaklı olmadığı görülmüştür.

Haberlerin zaman etkisi de incelenmiştir. Hisse senedi piyasalarında yüksek oynaklığın olduğu dönemlerin yatırımcıların yatırım yapma isteklerinde bir değişiklik yaratıp yaratmadığı analiz edilmiştir. Hisse senedi piyasalarında değer değişimlerinin en fazla olduğu günlerdeki durumun ülkelere özel makroekonomik ve/veya politik haberlerden daha çok yatırımcıların sürü içgüdüleri ile hareket etmeleri sonucu ortaya çıktığı görülmektedir. Herhangi bir söylenti ya da verinin yayınlanmasından bağımsız olarak oluşan endişelerin, hem ulusal hem de uluslararası finansal piyasaları bulaşıcılık etkisi ile önemli derecede baskıladığı görülmüştür. Kriz derinleştikçe, ülke ile ilgili haber olmamasına rağmen, piyasaların günlük tepkileri daha belirgin hale gelmiştir. Uluslararası kuruluşlarla olan anlaşmalar ve kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili olan haberlerin finansal piyasalar üzerinde daha fazla etkili olduğu görülmüştür. Para ve maliye politikası ile ilgili haberler de günlük istikrarsızlığın sebebi olabilmektedir. Ayrıca, yatırımcıların kötü haberlere iyi haberlere oranla hem daha hızlı hem de daha fazla tepki verdiklerine yönelik kanıtlar da bulunmuştur. Kriz zamanlarında kötü haberlerin belirsizliği artırarak, sürü psikolojisini tetiklediği de ifade edilmiştir.

Roman Kräussl Ocak 1997 ile Aralık 2000 dönemini kapsayarak ülkelerin yabancı para kredi derecelendirme notlarındaki değişimlerin diğer ülkeleri etkileme ihtimalini araştırmıştır. Ülkelerin kredi notlarındaki değişimler yatırımcılar tarafından diğer ülkeler için uyarı niteliğinde değerlendirilebilmektedir. Veri seti, 28 adet gelişmekte olan ülke için S&P ve Moody's' in 302 tane duyurusunu (69 tanesi kredi derecelendirme notu aşağı revizyonu, 43 tanesi kredi derecelendirme notu yukarı revizyonu, 42 tanesi negatif kredi notu görünümü, 28 tanesi pozitif kredi notu görünümü, 30 tanesi negatif yönlü izlemeye almak, 14 tanesi ise pozitif yönlü izlemeye almak) kapsamaktadır. Görülmüştür ki; bir ülkenin kredi derecelendirme notunda bir değişiklik olduğu zaman diğer gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları not değişikliğinden etkilenmektedir. Bu durum, bulaşıcılık etkisinin özellikle yatırımcıların asimetrik bilgi probleminin olduğu gelişmekte olan ülkelerde daha güçlü olmasının bir sonucu olarak yorumlanmıştır. Her ne kadar bu etki diğer ülkelerde kredi derecelendirme notu değişikliğine maruz kalan ülkeye göre daha hafif hissedilse de negatif bir kredi derecelendirme notu duyurusu yatırımcılar için özellikle bölge genelinde bir alarm niteliğinde olabilmekte ve yatırımcıları, portföylerini yeniden dengelemeye sevk edebilmektedir. Ayrıca, bulaşıcılık etkisinin de daha çok bölgesel olduğu gözlenmiştir. Bu anlamda kredi derecelendirme notu değişikliklerinin etkileri komşu ülkeler ile sınırlı kalmaktadır. Çalışmanın bir diğer sonucuna göre yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notuna sahip olmayan gelişmekte olan ülkeler, finansal merkezlerdeki faiz değişimlerine karşı daha kırılgan bir yapı sergilemektedirler (Kräussl, 2003: 1-45).

Gande ve Parsley, 1991-2000 dönemini ve 34 ülkeyi kapsar şekilde S&P kredi derecelendirme kuruluşunun verdiği kredi derecelendirme notu veya kredi görünümü değişimlerinin diğer ülkelerin aynı vadedeki ABD 10 yıllık devlet tahvili ile arasındaki getiri farkını nasıl etkilediğini incelemiştir (Gande ve Parsley, 2005: 691-734). Yapılan regresyon analizleri sonucunda veri seti içerisindeki ülkeler arasında bulaşıcılık etkisi tespit edilmiştir.

Öncelikle; bir ülkenin kredi derecelendirme notundaki bir değişiklik diğer ülkelerin aynı vadedeki tahvilleri ile ABD 10 yıllık devlet tahvilleri arasındaki getiri farkını etkilemektedir. İkinci olarak; bu etki asimetriktir, pozitif kredi derecelendirme notu haberleri getiri farkları üzerinde bir etki yaratmazken, negatif kredi derecelendirme notu haberleri ise getiri farklarını artırıcı yönde istatistikî olarak anlamlı etki yapmaktadır. Ortalamada, kredi derecelendirme notunda tek basamaklık aşağı yönlü bir revizyon, aynı vadedeki ABD 10 yıllık devlet tahvili ile arasındaki getiri farklarında 12 baz puanlık bir artışa sebep olmaktadır. Üçüncü olarak; sermaye kanalları ile bulaşıcılık, ticaret kanalları ile bulaşıcılıktan daha güçlüdür. Son olarak Kräussl'in sonuçlarının tersine kültürel veya kurumsal yakınlık, ortak dil, yasal ticari blok, ortak hukuk sistemi veya fiziksel yakınlık gibi öğelerin gözlemlenen bulaşıcılığı etkilemek anlamında sistematik bir etkiye sahip olmadıkları sonucuna varılmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler başta bilgi asimetrisi problemi nedeniyle kredi derecelendirme notlarındaki değişikliklerden bulaşıcılık sebebiyle en fazla etkilenen ülkeler olarak öne çıkarken, Arezki, Candelon ve Sy Avrupa finansal piyasalarındaki bulaşıcılık etkisini incelemişlerdir (Arezki vd., 2011: 1-27). İlk kez gelişmiş ekonomilerdeki bulaşıcılık etkisi incelenmiştir. Ekim 2006- Nisan 2010 döneminde Baltık ülkeleri, Doğu Avrupa ve Merkezi Avrupa'da yer alan ülkelerin Fitch, Moody's ve S&P tarafından yayınlanan 71 adet kredi derecelendirme notuna ilişkin duyurunun bulaşıcılık etkisi analiz edilmiştir. Hem ülkeler hem de finansal piyasalar arasındaki bulaşıcılık etkisi analiz edilirken CDS farkları, hisse senedi piyasası endeksleri, banka ve sigortacılık alt endeksleri veri seti olarak kullanılmıştır. 71 adet duyurudan 29 tanesi kredi derecelendirme notunda aşağı yönlü revizyon, 25 tanesi kredi notu görünüm revizyonu, 16 tanesi hem kredi notu görünüm hem de kredi derecelendirme notu revizyonu, 1 tanesi de izlemeden oluşmaktadır. S&P, 32 adet duyuru ile en aktif kredi derecelendirme kuruluşu olurken, onu 29 adet duyuru ile Moody's ve 10 adet duyuru ile Fitch takip etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının negatif duyurularının Ocak 2009'da zirve noktasına ulaştığı görülmektedir. Bu durum, öncesinde Avrupa Bölgesi ekonomilerindeki zayıflığın kredi derecelendirme kuruluşları tarafından tespit edilmediğinin bir kanıtı olarak yorumlanmaktadır.

Yapılan analizler sonucunda kredi derecelendirme notlarının aşağı yönlü revizyonu ilgili ülkelerin finansal piyasaları üzerinde bulaşıcılık etkisi yarattığı görülmüştür. Kredi derecelendirme notuna ilişkin duyurular finansal oynaklığı artırıcı yönde etki yapabilmektedirler. Duyuruların etkisi farklı kredi derecelendirme kuruluşlarına göre kategorize edilmiştir. Duyuruları finansal piyasalar üzerinde en fazla etki yapan kuruluşun S&P olduğu, en az etki yapanın ise Fitch olduğu tespit edilmiştir. Kredi derecelendirme notlarındaki revizyonların ülkelerin kredi derecelendirme notunu spekülasyon nota yakın seviyeye çekmesi durumunda sistematik bulaşıcılık etkisinin gözlemlendiği belirtilmiştir. Özellikle yatırım yapılabilir ülke statüsünün yatırımlardaki bağlayıcılığı göz önüne alındığında bu durum daha kolay anlaşılabilir.

Araştırmacılar çalışmanın sonuçlarını politik önerme olarak da yorumlamışlardır. Öncelikle; bölgede yer alan görece büyük ekonomilerden birinin kredi derecelendirme notunun spekülasyon seviyeye yakınsayacak şekilde revizyonu sonrasında bölgedeki diğer ülkelerin politika yapıcılarının proaktif bir şekilde hareket ederek, piyasa oyuncularının endişelerini giderici yönde açıklamalar yapmaları gerekmektedir. İkinci olarak; bulaşıcılık etkisi ülke borçlanma piyasalarının ötesine geçip diğer piyasaları da etkilediğinden politika yapıcılar bankacılık, sigorta, finansal olmayan sektörleri de koruyacak şekilde bir acil durum planına sahip olmalıdırlar. Üçüncü önerisi ise, finansal oynaklık eğer kredi derecelendirme notlarına ilişkin düzenlemelerden kaynaklanıyorsa, politika yapıcıların kredi derecelendirme notu bazlı düzenlemelerin uygunluğunu gözden geçirmeleri gerekmektedir.

2008-2009 döneminde ABD’de baş gösteren konut balonunun patlaması ve küresel bir krize dönüşmesiyle AB ekonomileri de ciddi şekilde hasar görmüştür. Kasım 2013 tarihinde Baum, Karpava, Schafer ve Stephan bulaşıcılık etkisinin yakından gözlemlendiği AB ekonomilerini incelemişlerdir (Baum vd., 2013: 3-17). 2011-2012 döneminde önde gelen üç derecelendirme kuruluşunun yaklaşık 150 duyurusu veri seti olarak kullanılmıştır. Diğer çalışmalardan farklı olarak bölge ülkelerinin notlarındaki aşağı yönlü revizyonların ülkeler arası portföy tercihlerini ve Avro’nun diğer para birimleri karşısındaki değerini ne yönde etkilediği incelenmiştir.

Vaka Çalışması (Event Study) methodolojisi Genelleştirilmiş Otoresgresif Koşullu Değişen Varyans (GARCH) metodu ile birleştirilerek analiz yapılmıştır.

Kredi derecelendirme notu görünümündeki değişikliklerin Avro üzerinde önemli bir etkisi gözlenmezken, kredi derecelendirme notlarındaki aşağıya yönlü revizyonların Avro'nun diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine sebep olduğu görülmüştür. Bazı durumlarda ise, kredi derecelendirme notlarına ilişkin duyuruların Avro'nun diğer para birimleri karşısındaki değerinde oynaklığı artırıcı yönde etki ettiği tespit edilmiştir. Devlet tahvilleri üzerindeki etkisine bakıldığında; kredi derecelendirme notlarında aşağı yönlü revizyon Fransız, İtalyan ve İspanyol devlet tahvillerinin getirilerinin artmasına sebep olurken, Alman devlet tahvili getirisinin düşmesine sebep olmaktadır. Tespitler, yatırımcıların portföylerini kredi derecelendirme notları aşağı yönlü revize edilen ülkelere, daha güvenilir bulunan ülkelere doğru yönlendirdiklerine ilişkin düşünceleri desteklemektedir. Diğer bir anlatımla; kredi derecelendirme kuruluşlarının aşağı yönlü revizyonları bölgeden fon çıkışına sebep olmamakta sadece fonların kredi notu aşağı yönlü revize edilen ülkelere daha sağlıklı görülen ülkelere gitmesine sebep olmaktadır. Böylece, ülkelerin dış ticaret hadleri kredi notlarındaki aşağı yönlü revizyonlardan kalıcı şekilde etkilenmemektedir. Bu durumun arkasındaki sebep olarak bölgede yatırımcıların fonlarını yönlendirebilecekleri güçlü ekonomilere sahip ülkelerin bulunuyor olması öne çıkmıştır. Kredi derecelendirme notlarındaki aşağı yönlü revizyonlar portföyün dağılımında etkili olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, Almanya daha ucuza borçlanırken, kredi derecelendirme notunda revizyon olan ülkelerin borçlanma maliyetleri artmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN YATIRIM YAPILABİLİR ÜLKE STATÜSÜNE YÜKSELTİLMESİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ

3.1. TÜRKİYE’NİN KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

Hazine Kamu Borç Yönetimi Raporları’nın gösterdiği üzere Türkiye’ye ülke notunu¹ (uzun vadeli döviz cinsinden) ilk kez Moody’s vermiştir. 5 Mayıs 1992 tarihinde ülke notunu yatırım yapılabilir seviyede Baa3 olarak ilan etmiştir. Sonrasında kuruluş 8 Ekim 1993 tarihinde Baa3 notunu, not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını açıklamış ve 1994 krizinin baskısının hissedilmeye başlaması ile 3 Ocak 1994’de ülke notunu Ba1’e revize etmiştir. Böylece yatırım yapılabilir seviyede olan ülke notu kaybedilmiştir. 5 Nisan kararlarının açıklanmasından 1 gün sonra 6 Nisan 1994’de ise Ba1 notunu not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını ilan etmiştir. 2 Haziran 1994 tarihinde ülke notunu iki kademe birden düşürerek Ba3’e çekmiştir. Moody’s kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye’nin ülke notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmesi yaklaşık 20 sene sonra 16 Mayıs 2013’de mümkün olmuştur. Moody’s 11 Nisan 2014 tarihindeki gözden geçirmesinde, Türkiye’nin ülke notunu Baa3 seviyesinde tutarken, not görünümünü durağandan negatife düşürmüştür. Son olarak 15 Temmuz darbe girişimini takiben 18 Temmuz 2016’da Türkiye’nin ülke notunu not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını bildirmiştir. 23 Eylül 2016’de ülke notunu Baa3’dan Ba1 spekülasyon kategorisine çekmiştir. Görünümü ise negatiften durağana revize etmiştir. 17 Mart 2017 tarihinde kuruluş notu Ba1 seviyesinde tutarken, görünümü durağandan negatife revize etmiştir. Yaklaşık bir sene sonra 7 Mart 2018’de ise Moody’s Türkiye’yi yatırım yapılabilir not seviyesinin iki kademe altına Ba2 seviyesine çekerken, görünümü durağan olarak açıklamıştır. Son olarak 1 Haziran 2018’de kuruluş Ba2 seviyesindeki kredi notunu aşağı yönlü revizyon için izlemeye

¹ Ülke notu uzun vadeli döviz cinsinden kredi değerlendirmesi anlamında kullanılmaktadır.

aldığını ilan etmiştir. Aşağı yönlü revizyon için izlemeye alma sonrasında en fazla altı ay içerisinde kredi derecelendirme kuruluşlarının aksiyon alması beklenir.

Kronolojik olarak bakıldığında, S&P Türkiye'nin ülke notunu değerlendirmeye başlayan ikinci kuruluştur. Buna göre 3 Mayıs 1993 tarihinde S&P ülke notunu BBB seviyesinde ilan etmiştir. Böylece Türkiye'yi Moody's sonrası S&P de yatırım yapılabilir kategoride değerlendirmiştir. S&P, 1994 krizinin baskısının hissedilmeye başlaması ile 4 Ocak 1994'de ülke notunu aşağı yönlü revizyon ile BBB-seviyesine çekmiştir. Revizyona rağmen Türkiye'nin ülke notu yatırım yapılabilir seviyede olmaya devam etmiştir. Spekülatif statüye çekilmesi 22 Mart 1994 tarihinde gerçekleşmiştir. Kuruluş sonrasında Türkiye'yi tekrar yatırım yapılabilir statüde hiç değerlendirmemiştir. 15 Temmuz darbe girişimi sonrasında S&P 20 Temmuz 2016'da ülke notunu BB+'dan, BB'ye; görünümü de durağandan negatife çekmiştir. 4 Kasım 2016'da ülke notunu BB'de tutarken; görünümü negatiften durağana yükseltmiştir. 27 Ocak 2017 tarihinde ise görünümü durağandan tekrar negatife revize etmiştir. Kuruluş hâlihazırda kredi notunu BB- seviyesinde, görünümü ise durağan olarak değerlendirmektedir. Ülke notumuz yatırım yapılabilir eşik değerinin üç basamak altında bulunmaktadır. S&P Türkiye'yi 2012 yılından bu yana talep edilmemiş kredi derecelendirme notu bazında değerlendirmektedir.

Fitch, 10 Ağustos 1994 tarihi itibarıyla Türkiye'ye ülke notu vermeye başlamıştır. 1994 sonrası dönemde kuruluş, ülke notunu spekülatif statüde B seviyesinde açıklamıştır. Kuruluş, 5 Kasım 2012 tarihinde ise ülke notunu iki basamak birden yükselterek BBB- seviyesinde ilan etmiştir. Böylece, Fitch Türkiye'yi yatırım yapılabilir statüye yükselten ilk kuruluş olmuştur. Kuruluş 15 Temmuz darbe girişimi sonrasında 19 Ağustos 2016 tarihinde kredi derecelendirme notunu BBB-'de (yatırım yapılabilir seviyede) bırakırken, görünümü durağandan negatife çekmiştir. Son olarak 27 Ocak 2017'de ülke kredi notunu BBB-'den, BB+ spekülatif seviyeye indirirken; görünümü durağana yükseltmiştir. Kuruluş, şu an Türkiye'yi BB+, görünümü ise durağan olarak değerlendirmektedir. Diğer bir ifade ile ülke notumuz yatırım yapılabilir statünün bir basamak altında bulunmaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, Türkiye'nin yatırım yapılabilir ülke statüsünü kaybetmesine yol açan 1994 krizine kısaca değinmek ve uzunca bir aradan sonra 2012-2013 döneminde belirtilen statünün yeniden kazanılmasında etkili olan faktörleri ekonometrik metotlar yardımıyla analiz etmek amaçlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin tasarruf eksikliği göz önüne alındığında büyümelerinin finansmanı için dış borçlanmaya gereksinimleri olduğu açık bir şekilde görülmektedir. Bu çerçevede, yatırım yapılabilir ülke statüsüne sahip olmak, yurtdışı tasarruflara ulaşmak anlamında önem taşımaktadır. Türkiye'nin uzun bir zaman sonrasında ulaştığı yatırım yapılabilir ülke statüsüne giden yolda kredi derecelendirme kuruluşlarının en fazla önem verdiği faktörlerin analizinin yatırım yapılabilir ülke notunun yeniden kazanılması anlamında faydalı ve önemli olduğu düşünülmektedir.

Tablo 3.1: Türkiye'nin Ülke Notu Gelişimi

	Moody's		S&P			Fitch		
5.05.1992	Baa3		3.05.1993	BBB	Negatif	10.08.1994	B	
8.10.1993	Baa3	*	4.01.1994	BBB-	Negatif	26.09.1995	BB-	
3.01.1994	Ba1		22.03.1994	BB		20.12.1996	B+	
6.04.1994	Ba1		29.04.1994	B+	Durağan	10.04.2000	B+	**
2.06.1994	Ba3	*	16.08.1994	B+	Durağan	27.04.2000	BB-	
9.01.1997	Ba3		24.07.1995	B+	Pozitif	22.02.2001	BB-	
3.03.1997	B1	*	18.10.1995	B+	Durağan	2.04.2001	B+	*
30.11.1999	B1	Pozitif	17.07.1996	B+	*	2.08.2001	B	Negatif
24.07.2000	B1	Pozitif	13.12.1996	B	Durağan	5.02.2002	B	Negatif
21.12.2000	B1	Pozitif	10.08.1998	B	Pozitif	25.03.2003	B-	Negatif
21.02.2001	B1	Pozitif	21.01.1999	B	Durağan	6.08.2003	B	Pozitif
6.04.2001	B1	Negatif	10.12.1999	B	Pozitif	25.09.2003	B	Pozitif
15.01.2002	B1	Durağan	25.04.2000	B+	Pozitif	9.02.2004	B+	Durağan
10.07.2002	B1	Negatif	5.12.2000	B+	Durağan	25.08.2004	B+	Pozitif
21.10.2003	B1	Durağan	21.02.2001	B+		13.01.2005	BB-	Durağan
11.02.2005	B1	Pozitif	23.02.2001	B	*	6.12.2005	BB-	Pozitif
14.12.2005	Ba3	Durağan	16.04.2001	B-	*	10.05.2007	BB-	Durağan
18.09.2009	Ba3	Pozitif	27.04.2001	B-	Durağan	3.12.2009	BB+	Durağan
8.01.2010	Ba2	Durağan	11.07.2001	B-	Negatif	24.11.2010	BB+	Pozitif
5.10.2010	Ba2	Pozitif	30.11.2001	B-	Durağan	23.11.2011	BB+	Durağan
20.06.2012	Ba1	Pozitif	29.01.2002	B-	Pozitif	5.11.2012	BBB-	Durağan
16.05.2013	Baa3	Durağan	26.06.2002	B-	Durağan	4.04.2014	BBB-	Durağan
11.04.2014	Baa3	Negatif	9.07.2002	B-	Negatif	27.01.2017	BB+	Durağan
18.07.2016	Baa3	Negatif	7.11.2002	B-	Durağan			
23.09.2016	Ba1	Durağan	28.07.2003	B	Durağan			
7.03.2018	Ba2	Durağan	16.10.2003	B+	Durağan			
1.06.2018	Ba2	Negatif	8.03.2004	B+	Pozitif			
			17.08.2004	BB-	Durağan			
			23.01.2006	BB-	Pozitif			
			27.06.2006	BB-	Durağan			
			3.04.2008	BB-	Negatif			
			31.07.2008	BB-	Durağan			
			13.11.2008	BB-	Negatif			
			17.09.2009	BB-	Durağan			
			9.02.2010	BB	Pozitif			
			1.05.2012	BB	Durağan			
			27.03.2013	BB+	Durağan			
			7.02.2014	BB+	Negatif			
			20.07.2016	BBu				
			1.05.2018	BB-u				

* Not düşürme eğilimi ile izlemeye alma, **Not yükseltme eğilimi ile izlemeye alma

Kaynak: Bloomberg, Reuters

3.2. 1980 DÖNEMİ SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİ

Sermaye, mal ve hizmetlerin tam serbestlikle hareket etmesi, ülkelerin pazarlarının birbirleri ve küresel pazarlarla bütünleşme çabaları 1980’li yılların ana hikâyesi olarak ifade edilebilir. Türkiye de bu yeni oluşumun içinde yerini almıştır. 1980 öncesinde büyüme ve gelir bölüşümünün iyileşmesi temel hedefti. Tüm ekonomi politikaları, karma ekonomi kuralları içerisinde kamu kesimi ve özel kesim işbirliğine dayalı oluşturulmuştu. 1980’li ve özellikle 1990’lı yıllardan itibaren yeni ekonomik düzenin devreye girmesi ile temel hedef büyüme ve bölüşümün iyileştirilmesi olmak yerine serbestleşme-özelleştirme-devletin küçülmesi yoluyla küreselleşme olmuştur. Serbestleşen sermaye hareketlerinin belirleyeceği döviz kuru, faiz haddi ve yabancı sermaye yatırımları ekonominin gidişatını belirleyen öğeler arasında yer almıştır. TÜİK verilerine göre 1980 yılında %12 olan dış ticaret hacminin GSMH’ye oranı 1997 yılı itibariyle %30’lara ulaşırken, 2016 yılsonu itibariyle %40 olmuştur. Sermaye giriş çıkışları serbestleşirken, mali piyasalar tam özgürleşmiş, devletin küçülmesi ve özelleştirme faaliyetleri devam etmiştir.

Ardıç çalışmasında, Türkiye ekonomisini 1980 sonrasında 3 döneme ayırmıştır. İlki, 1981-1987 arası dış ticaret rejiminin serbestleştirildiği ve imalat sanayinin ihracata yöneldiği “dışa açılım” dönemi, ikincisi kambiyo kontrollerinin tamamen kaldırıldığı 1989-1993’ün “finansal serbestleşme” dönemidir. Üçüncü dönem ise ekonominin tekrar kısa vadeli yabancı sermaye kaynaklı büyümeye döndüğü 1995-1997 dönemidir. Bu dönem Doğu Asya ve Rusya krizlerinin etkilerinin yerel ekonomiye yansımaları ile derinleşen 1998-1999 iktisadi krizi ile son bulmuştur (Ardıç, 2004: 82-153).

3.2.1. Neo-Liberal Politikalara Giriş

1980’li yıllardan itibaren Türkiye ekonomisinin küresel ekonomi ile bütünleşme sürecinde kredi derecelendirme notları da bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu çerçevede özellikle 1980-1999 dönemi analizi değişen yerel ve küresel yapıyı anlamada önemlidir.

1980 sonrası neo-liberal anlayış dünya üzerinde ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu durumun ortaya çıkışında dört ana sebep bulunmaktadır. Bunlardan ilki; 1980’lerin başlarında İngiltere’de Margaret Thatcher’in (Thatcherism) ve ABD’de Ronald Reagan yönetiminin (Reaganomics) ekonomi politikaları, neo-liberal anlayışın dünyaya yayılmasına sebep olmuştur. ABD’de ve İngiltere’de uygulanan neo-liberal ekonomi politikalarının temelini oluşturan özellikler; kamu harcamalarının azaltılması ve bu sayede denk bir bütçe politikası izlenmesi, istikrarlı bir para politikası uygulanması, özelleştirme, yasal kurumların serbestleşmesi, vergi oranlarının düşürüldüğü bağımsız vergi politikası uygulamaları olarak sıralanabilir. Neo-liberal politikaların yayılmasında ikinci önemli sebep ise “Yapısal Uyum” olarak tanımlanan ve önde gelen uluslararası finans kurumları tarafından dizayn edilmiş programlardır. Üçüncü etken kapitalizme alternatif olan komünizmin çökmesi ile soğuk savaşın bitmesi olmuştur. Neo-liberal ekonomi politikaların ortaya çıkmasını sağlayan dinamiklerin dördüncüsü ise neo-liberal düşüncenin küreselleşmenin ideolojisi olarak benimsenmesi olmuştur. Türkiye de dünyaya egemen olmaya başlayan bu yeni düzene ayak uydurmakta gecikmemiştir.

Neo-liberal ekonomi politikaları geliştirmekte olan ülkelere önerilirken üç temel nokta üzerinde durulmuştur. Birincisi, bir ülkenin dışa açıklığı ile büyüme performansı arasında pozitif bir ilişki bulunmasıdır. Bir ülke ne kadar çok dışa açık ise, büyüme performansı da o denli güçlü ve sürdürülebilir olmaktadır. İkincisi, kaynakların en verimli dağılımı için serbest rekabetçi pazar temel koşul olarak ifade edilmektedir. Üçüncü olarak, devlet kaynakları verimli kullanmaz ve israf eder. Onun karşıtı olarak rasyonel bireyler serbestçe karar verip hareket edebildikleri sürece kalkınma en yüksek düzeyde gerçekleşecektir. (Ekrem ve Ak, 2003: 1-13).

1980 yılında Süleyman Demirel tarafından kurulan azınlık hükümetinde ekonomi yönetimi Turgut Özal'ın sorumluluğundaydı. Özal ise 24 Ocak kararları olarak bilinen ve Türkiye ekonomisinin kabuk değiştirmesi anlamında bir dönüm noktası olan istikrar paketini hazırlamıştır. Bu paket ile Türkiye'nin ekonomi anlayışı "piyasa ekonomisi" odaklı bir hale gelmiştir. (Türkiye Ekonomisinin Kırılma Noktası: 24 Ocak İstikrar Kararları, 2015). Enflasyonu kontrol altına almak, arz talep dengesi ve ödemeler dengesini sağlamak 24 Ocak kararlarının temel amaçları olarak ifade edilmiştir. (Danışman, 1986: 24-25). Benimsenen temel yaklaşım, süregelmekte olan ekonomik yapıyı değiştirmek amaçlı köklü düzenlemelerin yapılmasıdır. Bu düzenlemeleri özetlemek gerekirse;

- "İthal ikamesi" modeli yerine "ihracata yönelik" sanayileşme modelinin benimsenmesi,
- Ekonomik temellerden kopuk "döviz kuru" yerine "gerçekçi kur" politikasının uygulanması,
- Faiz seviyelerinin piyasa tarafından belirlenmesi,
- Enflasyonu kontrol altına almaya çalışılırken faiz silahının yanısıra kredi koşullarının sıkılaştırılması ile iç talebin frenlenmesi,
- Temel mallarda devlet sübvansiyonların kaldırılması,
- Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin (KİT) reforme edilmesi,
- Bütçe denkleğinin sadece hükümet harcamalarını denetim altına almak ile değil yanında kapsamlı bir vergi reformuyla sağlanması.

Açıklanan programın temel ilkesi piyasanın verimliliğini arttırma ve kaynak dağılımını iyileştirme odaklı bir anlayışa geçilmesidir. 24 Ocak Kararları sonucunda;

- İhracat 1980'den 1983'e kadar neredeyse ikiye katlanmış ve 2,9 milyar dolardan 5,9 milyar dolara yükselmiştir.
- İhracat ve diğer döviz gelirlerindeki artış ödemeler dengesi açığının gerilemesini sağlamıştır.
- Ülkeye giren yabancı sermayenin yanı sıra turizm gelirleri ve işçi dövizlerinin de artması ülkedeki döviz darboğazının aşılmasına destek olmuştur.

- İhracat artarken diğer yandan ithalatın artış hızının ihracat artış hızını geçmesi dış ticaret açığında bir genişlemeye sebep olmuştur.
- Sistemdeki mevduat seviyesi faizlerdeki artış ile birlikte yükselişe geçmiştir.
- GSMH 1980 ile 1983 arasında %4 seviyesinde büyüme kaydetmiştir.
- KİT ürünlerine yapılan fiyat ayarlaması KİT'lerin bilançolarını desteklemiş ve KİT'lerin görev zararı kaynaklı Hazine üzerindeki baskıları azalmıştır.
- 1980 yılında enflasyonun Cumhuriyet tarihinde ilk kez üç haneli seviyeleri görmesi sonrasında uygulanan ekonomi politikaları sayesinde 1981 ile 1987 arasında ortalama enflasyon %30 seviyelerine gerilemiştir.

Turgut Özal'ın özellikle önem verdiği ve uygulayıcısı olduğu “dışa açılma politikaları” ile birlikte küreselleşme Türkiye’de etkilerini hissettirmeye başlamıştır. (Arık, 2006: 108). Bu dönemde Türkiye’nin uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleşmesinde IMF’nin politikalarının etkisi olmuştur. Diğer yandan IMF politikaları enflasyonda artış ve ücretlerin yükselen enflasyon karşısında erimesi gibi olumsuzlukları da beraberinde getirmiştir. Bunlar toplumsal dengeleri bozarak toplumsal bütünleşmeye zarar verir bir nitelik kazanmıştır. 1980 ile 1983 arası dönemde başlayan Türkiye ekonomisinin küresel pazarlar ile uyum sağlama süreci 1989 ile 1990 yılları arasında tamamlanmıştır. Türkiye’nin küresel pazarlar ile uyum sağlama süreci üç olguyu içermektedir (Yeldan, 2011: 29);

- Yaratılan milli gelirin bölüşümüne ilişkin anlayışın değişmesi ile kamu kesimi açıkları ortaya çıkmıştır.
- Kamu kesimi açıkları ile ücretlerin verimliliği arasındaki bağ zayıflamıştır.
- Finansal serbestleştirmenin sonucu olarak ortaya çıkan kısa vadeli yabancı sermaye girişlerine dayalı büyüme yapısı kriz ve istikrarsızlık dönemlerinin yaşanmasına sebebiyet vermiştir.

Küreselleşme süreci ile Türkiye daha önce karşılaşmadığı sorunlarla da karşılaşmaya başlamıştır.

3.2.2. 1994 Ekonomik Krizi

1950-1989 döneminde yaşanan krizlerin arkasında makroekonomik dengesizliklerin sebep olduğu döviz darboğazı olduğu belirtilmektedir. Kaynak açığı sonucu oluşan enflasyon, sabit kur rejiminde TL'yi aşırı değerli hale getirmektedir. Devalüasyon yapmak istemeyen hükümetlerin politikaları ihracatı baskılarken, ithalatı arttırıp döviz darboğazı kaynaklı krizlerin yaşanmasına sebep olmuştur. 1994 yılının başlarında kontrolden çıkan kamu kesimi açıklarının ve bu açıkların yanlış finansman tercihlerinin ana sebepler olarak öne çıktığı bir kriz yaşanmıştır. Krizin etkileri en fazla finansal piyasalarda hissedilmiştir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla beraber uluslararası sermaye, Türkiye'nin yüksek getirili sermaye piyasalarına yönelmiştir. Bir anda ülkeye akan yabancı sermaye TL'nin aşırı değerlenmesine sebep olmuştur. Ayrıca kamu otoritelerinin enflasyonu kontrol etmek maksatlı döviz satım ihalelerinde sterilizasyon yapması da TL'yi güçlendirici etki yapmıştır. Bu dönemde, bankacılık sektörünün yabancı piyasalardan sağladığı kaynağı tüketici kredilerine yönlendirmesi ile döviz açık pozisyonu artışa geçmiştir. Sayılan faktörlerin üzerine reel faiz oranlarının ekonominin reel büyüme oranının üzerine çıkması kamu açığının finansmanını sürdürülemez hale getirmiştir. Bu şartlar altında, kamu finansman açığının sürdürülebilmesi iç borç piyasası aktörlerinin davranışlarına bağlı olmaktadır. 1993 yılının ikinci yarısı ile kriz döneminde aynı kırılgan temel makroekonomik göstergeler olmasına rağmen 1993'te politika hatasından kaynaklanan bir şok olmaması nedeniyle mali kriz bir süreliğine ertelenmiştir.

1994 yılında yapılan politika hatası 1994 yılındaki krizi tetiklemiştir. 1993 yılının ikinci yarısında ekonominin tüm alanlarına sirayet etmiş dengesizlikler politika yapıcılarını yeni politikalar oluşturmaya sevk etmiştir. Sürdürülemez hale gelen kamu açıkları ve çeşitli yapısal sorunların baskısını yansıtır şekilde yüksek seyreden enflasyon ile mücadele için temel çözüm "faiz oranlarını" düşük tutmak olarak öne çıkmıştır. Diğer bir ifadeyle; faiz oranları düşürülürse yüksek seyreden enflasyon ve döviz-faiz arbitrajının ekonomiyi içine soktuğu kısır döngüyü kırılacaktır. Fakat bu yeni politikanın yarattığı belirsizlikler hedeflenen sonucun tam tersi bir etki ile tasarruf sahiplerinin TL karşısında yabancı para tercihlerinin daha da güçlenmesine sebep

olmuştur. Hükümet, faizi düşük tutma politikasına yönelirken bir takım taahhütlerini TCMB'den sağladığı kaynaklarla karşılamayı planladığını ve bu kaynakların kullanılması ile ortaya çıkacak fazla likiditenin ise borsaya yönelip orada canlılık yaratacağını düşünmüştü. Beklentilerin tersine fazla likidite, döviz talebi yarattı. Böylece, uzun zamandan beri ekonomiye hâkim olan yapısal sorunların yarattığı ve tüm ekonomiye sirayet etmiş olan ekonomik dengesizlikler 1994 krizine sebep oldu. Kriz öncesi ve sonrasında devam eden makroekonomik dengesizlikleri özetlemek gerekirse;

- 1993 yılında yurt içi borç stokunun GSMH'ye oranının oldukça yüksek bir seviyede olması,
- İç borçlanmanın maliyetinin yüksek olması,
- 1993 yılında gerçekleşen cari işlemler açığının, 1990'lı yıllar boyunca ulaşılan en yüksek seviye olması,
- 1993 yılında net sermaye girişlerinin yaklaşık %35'inin kısa vadeli olması,
- TL'nin aşırı değerlenmiş olması,
- M2Y'nin ve M2YB'nin merkez bankası yabancı para rezervlerine oranının yüksek olması,
- Kredi stokunun GSMH'ye oranının artma eğiliminde olması,
- Bankacılık sektörünün toplam döviz borçlarının toplam borca oranının ciddi seviyelere yükselmiş olması.

Tablo 3.2: 1994 Krizi Öncesi Makroekonomik Göstergeler

	1990	1991	1992	1993	1994
KKBG/GSMH	3,6	3,7	6,1	4,8	5,3
M2Y (Milyon USD)	27.991	28.774	33.418	36.171	28.897
MBDöviz Rezervi (Milyon USD)	5.758,5	4.812,9	6.106,6	6.227,2	6.905
M2Y/MB Döviz Rezervi	4,86	5,98	5,47	5,76	4,18
İç Borç Stoku/GSMH	14,40	15,39	17,60	17,89	20,56
Kısa Vadeli Sermaye/GSMH	1,97	-1,99	0,87	1,69	-3,93
Sermaye Hareketleri/GSMH	2,65	-1,58	2,27	4,95	3,21
Cari İşlemler Açığı/GSMH	-1,72	0,17	-0,59	-3,77	2,02
YP Aktif/YP Pasif	88,1	90	86,8	84,6	96,5
YP Borçlar/Toplam Borçlar	7,10	7	10,9	14,10	7
Krediler/GSMH	17,40	16,80	17,70	18,20	16,20
Reel Faiz Oranı (%)	-4,6	8,10	9,60	13	28,2
Büyüme Oranı (%)	9,4	0,3	6,4	8,10	-6,1

Kaynak: Ardic, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara, 2004, 1994 ve 2011 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi, ss. 151

Tablo 3.3: Enflasyon ve GSMH Büyümesi (%)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Enflasyon	43,22	29,58	32,19	68,22	69,43	54,67	58,16	65,53	64,02	118,47	88,01
Büyüme	4,30	6,76	9,81	1,45	1,63	9,37	0,35	6,40	8,14	-6,09	7,95

Kaynak: Ardic, a.g.e., ss. 152.

Türkiye ekonomisi 1994'ün başlarında yaşadığı bunalımın sonucunda 5 Nisan 1994 tarihinde hükümet, dengelerini yeniden kurmak amacıyla bir dizi önlem açıklamıştır. Açıklanan önlemlerin temel hedefleri; kamu finansman açıklarını kontrol altına alarak finans piyasaları üzerindeki baskıyı azaltmak, döviz kazandırıcı faaliyetleri teşvik ederek dış açığı sürdürülebilir bir hale getirmek olarak ilan edilmiştir. Fakat ne 5 Nisan kararları ne de 1999 İstikrar Programı ülkeyi Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine giden yoldan geriye döndürememiştir (Ardic, 2004: 82-153).

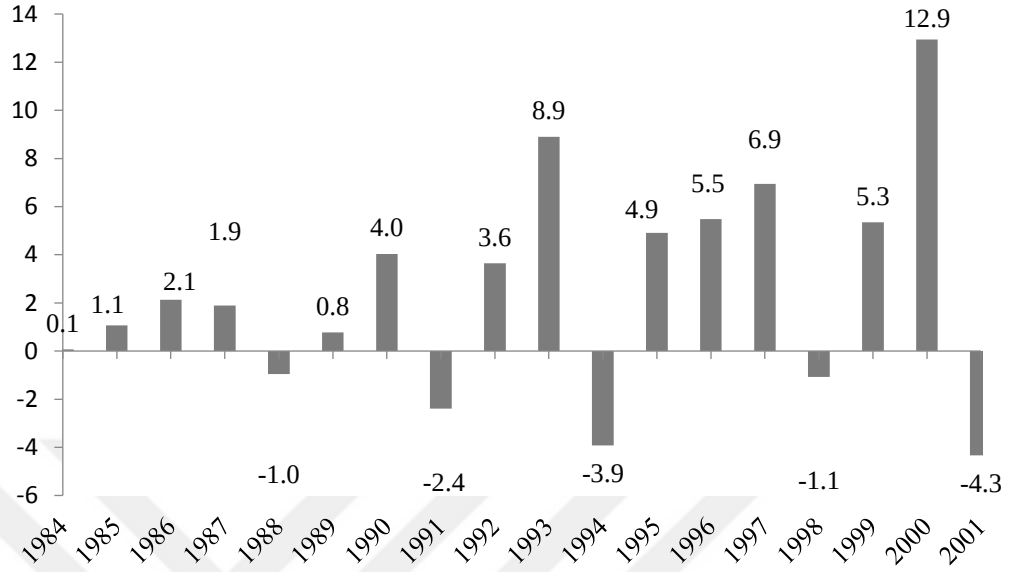
3.2.3. Türkiye'nin Ülke Notları ile Uluslararası Sermaye Akımlarının İlişkisi

Kredi derecelendirme kuruluşları, borçlanıcı ve borç verici arasında bilgi asimetrisinin önemli bir problem olarak öne çıktığı finansal piyasalarda çeşitli değişkenler üzerinden yaptıkları analizlerin sonucunda ortaya çıkan kredi notları vasıtasıyla özellikle borç verici için bu bilgi sorununu en aza indirmeyi amaçlarlar. Kökeni 1900'lü yıllara kadar uzanan not değerlendirmesi aktivitesi, 1980 sonrasında ortaya çıkıp küresel ekonomi anlayışını domine eden neo-liberal politikalarla daha da önem kazanmıştır. Neo-liberal politikaların önemli uygulamalarından olan finansal liberalizasyon ile borçlanma piyasalarına girmeye başlayan ülkelerin borçlanma piyasalarına erişim ve erişim koşullarının belirlenmesinde ülke notları önemli bir ölçüt haline gelmeye başlamıştır. (Ioannou, 2013).

1989 yılında Türkiye'de finansal liberalizasyon ile birlikte sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Bu gelişmeyi takiben uluslararası sermaye, yüksek getirili Türk tahvil piyasasına ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na yönelmeye başlamıştır. Sermaye girişlerinin artış trendi Şekil 3.1'de görülmektedir. Bloomberg veri tabanından alınan verilere göre finansal liberalleşme ile birlikte uluslararası sermaye girişleri 1989 yılındaki 0,8 milyar dolardan seviyesinden 1990 yılında 4 milyar dolar seviyesine sıçramıştır. 1991 yılındaki gerileme sonrasında 5 Mayıs 1992 Moody's ve 3 Mayıs 1993 tarihinde ise S&P'nin Türkiye'yi sırasıyla Baa3 ve BBB yatırım yapılabilir statüde değerlendirdiklerini bildirmeleri ile uluslararası sermaye girişlerinde önemli bir hızlanma gözlemlenmiştir. 1992-1993 yılları arasında sermaye girişleri 12,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1994 yılında ekonomide stres yaşanmaya başlamadan önce Moody's 3 Ocak 1994'de ve sonrasında S&P 22 Mart 1994'de Türkiye'nin ülke notunu spekülasyon seviyesine çekmiştir.

Bu durum ekonomi üzerindeki baskıyı arttırarak, uluslararası sermaye çıkışlarının hızlanmasına sebep olmuştur. İlerleyen yıllara bakıldığında 1993 yılındaki uluslararası sermaye girişi seviyesi ancak 2000 senesinde mümkün olmuş fakat sonrasında patlak veren kriz ile 14,5 milyar dolara varan bir sermaye çıkışı yaşanmıştır.

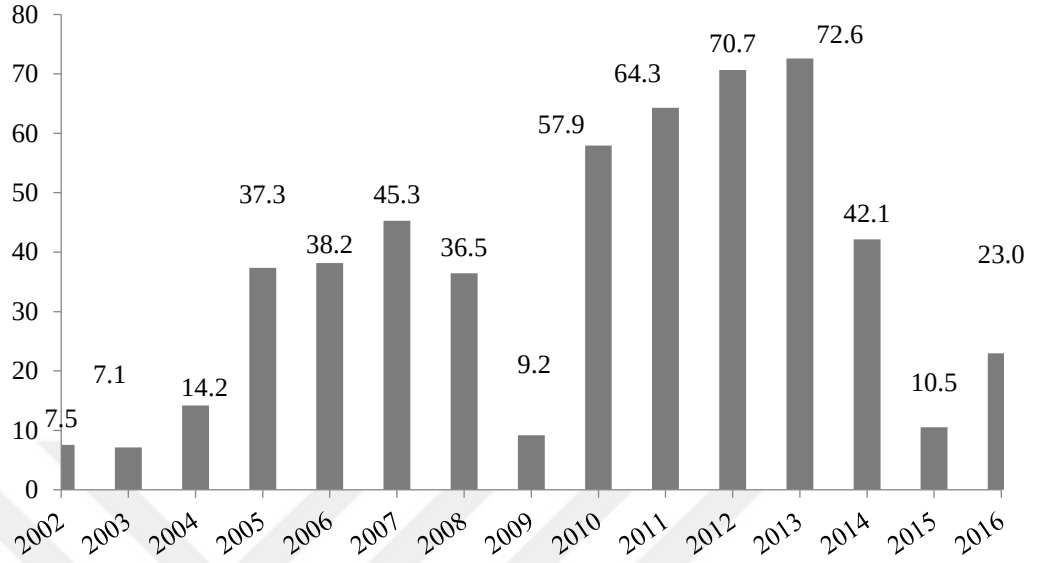
Şekil: 3.1: Sermaye Girişleri 1984-2001 (Milyon USD)



Kaynak: Bloomberg

1994 krizi zamanında kaybedilen yatırım yapılabilir kredi notu seviyesine erişmek ancak 5 Kasım 2012 Fitch ve 6 Mayıs 2013 tarihinde ise Moody's tarafından yapılan not artırımları ile mümkün olmuştur. Yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notunun özellikle yabancı yatırımcıların portföylerinde yer alacak ülke borçlanma senetlerinin seçiminde önem taşımaktadır. Türkiye, 2012-2013 döneminde yatırım yapılabilir statüye yükseltilmiştir. Bu çerçevede, 2012 yılı ortaları ile birlikte hızlanmaya başlayan ve 2013 yılında rekor seviyeye ulaşan yabancı sermaye girişlerinin sebebi daha iyi anlaşılabilir. Kredi derecelendirme kuruluşları her ne kadar 2008 krizi sonrasında sert bir şekilde kritik edilmiş olsalar da ve ilaveten verdikleri notların belirleyicileri hakkında soru işaretleri halen gücünü koruyor olsa da ülkeler hakkındaki değerlendirmeleri yatırımcılar açısından yol gösterici niteliğini korumaktadır.

Şekil 3.2: Sermaye Girişleri 2002-2016 (Milyon USD)



Kaynak: Bloomberg

3.3. TÜRKİYE’NİN YATIRIM YAPILABİLİR ÜLKE STATÜSÜNE YÜKSELTİLMESİNDE ETKİLİ OLAN GÖSTERGELERE İLİŞKİN KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI TARAFINDAN YAPILAN AÇIKLAMALAR

Yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltilmek birçok gelişmekte olan ülke tarafından paylaşılan bir hedeftir. Bu statü daha düşük bir temerrüt riskine işaret ettiğinden hem kamu hem de özel sektör için daha düşük borçlanma maliyetleri anlamına gelebilmektedir. Buna ek olarak, ülkenin özel sektörü için ülke kredi derecelendirme notu bir tavan oluşturduğundan ülkenin yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notunun altında değerlendirilmesi, özel sektörün borçlanma maliyetleri üzerinde baskı oluşturabilmektedir. Son olarak da, bazı kurumsal yatırımcıların portföylerini yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerin borçlanma senetlerinden oluşturma zorunlulukları bulunmaktadır.

3.3.1. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu'nun Türkiye'yi Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Çıkarmasında Etkili Olan Faktörler

Türkiye'nin ülke notu 5 Kasım 2012 tarihinde ilk olarak Fitch tarafından BB+ durağan görünümünden iki basamak yukarı yönlü revizyon ile BBB- durağan görünüme yükseltilmiştir. Fitch'in Türkiye'nin yatırım yapılabilir ülke statüsüne çıkarılmasında etkili olan göstergelere ilişkin yayınladığı raporda öne çıkan noktaları özetlemek gerekirse (Parker ve Rawkins, 2012: 1-3);

- Türkiye'nin yumuşak inişe doğru gidiyor olması sebebiyle kısa vadeli makro finansal risklerdeki gevşeme,
- İlimli ve gerilemekte olan hükümet borçluluğunun kredi gücüne katkıda bulunması,
- Güçlü bankacılık sistemi,
- Orta vade için olumlu büyüme görünümü,
- Görece kaynak çeşitliliğine gitmiş bir ekonomi.

Fitch'in açıklamalarına göre; Türkiye ekonomisi daha sürdürülebilir büyüme oranlarına dönme yolundadır. 2011 yılındaki rekor seviyeler sonrasında cari işlemler açığını daraltmış, enflasyon oranını düşürmüştür. 2012, 2013 ve 2014 yılları için GSYH büyüme oranlarını %3, %3,8 ve %4,5 olarak öngörmektedir. Dış ticaret performansı ile desteklenen yeniden dengelenme sürecini resesyon yaşamadan ve 11 yılın en düşük işsizlik oranı ile geçirmek, ülkenin gelişmiş ekonomik esnekliğini ve bir anlamda da gücünü göstermektedir. Fitch ekonomik büyümenin her ne kadar diğer yatırım yapılabilir ülkelere göre daha oynak kalacağını beklese de ülkenin şoklara karşı daha dayanıklı hale geldiğini düşünmektedir. Bir noktada, herhangi bir dış finansman şoku ve ekonomik durgunluk muhtemeldir. Fakat kredi derecelendirme kuruluşu, ülkenin güçlü kamu sektörü, banka ve hanehalkı bilançolarının yanı sıra döviz kurunun esnek olmasının şokların finansal bir krize dönüşmesine karşın tampon oluşturacağına inanmaktadır. Türkiye'nin kamu maliyesi, kredi derecelendirme notu için anahtar güçtedir. Merkezi yönetim borç dinamikleri tatmin edici sağlamlıktadır.

2012 yılı için Fitch bütçe açığının GSYH'ye oranını özelleştirme gelirlerini katmadan %1,9 seviyesinde ve trend GSYH büyümesini ise reel faiz oranı üzerinde tahmin etmektedir. Fitch, merkezi yönetim borç stokunun GSYH'ye oranını ise 2012 yılı sonunda %37 (2009 yılsonundan beri 9 baz puan gerilemiş) olarak öngörmektedir. BBB kategorisinin medyanı 2009 yılı sonundan beri 7 baz puanlık bir artışa işaret eder şekilde %41 seviyesindedir. Hükümet, ortalama borç vadesini 2009 yılındaki 3,5 yıldan 2012 ortası itibariyle 4,5 yıla uzatırken, borç içerisinde yabancı para oranını %30 seviyesinin altına çekmiştir. Daha düşük bütçe açıkları ve borç vadeleri ile Türkiye'nin finansman ihtiyacının 2012 yılı itibariyle GSYH'nin %9'una gerilemesi beklenmektedir. 2010 yılında bu oran %17 seviyesindeydi. Görece daha derin yurtiçi sermaye piyasaları finansal esnekliğine ilaveten Türkiye'nin güçlü bankacılık sistemi kredi derecelendirme notunu desteklemektedir. Sektör %16,3 sermaye yeterlilik oranına sahiptir ve takipteki kredi oranı %2,8 seviyesindedir. Kredi büyümesi son yıllarda güçlü seyretmiştir. Kredi/mevduat oranı %100'ün üzerine çıkarmıştır. Hane halkı borcunun GSYH'ye oranı %18 seviyesindedir.

Büyüme görünümü, kredi görünümünü desteklemektedir. Türkiye'nin potansiyel büyüme oranı olan %4,5-%5 seviyesi demografik trendler, girişimci kültürü ve finansal derinleşme ile güçlenmektedir. Türkiye, Dünya Ekonomik Forum Rekabetçilik Ligi'nde 144 ülke içerisinde sıralamasını 59'dan 2012 yılında 43'e yükseltmiştir. Kişi başına düşen GSYH'si BBB medyanı üzerindedir. Ayrıca Türkiye, Dünya Bankası'nın 6 adet yönetsel kalite göstergesinin dördünde emsal ülkelerin medyan değerinin üzerinde performans göstermektedir. Ancak, Türkiye'nin dış finansman görünümü, kredi derecelendirme notu için temel zayıflık olarak öne çıkmaktadır. Fitch, 2012 yılı için 58 milyar dolar seviyesinde (GSYH'nin %7,3'ü) bir cari açık öngörmektedir. 2011 yılında cari açık GSYH'nin %10'nuna karşılık gelecek şekilde 77 milyar dolar seviyesindeydi. Kuruluş 2013 yılı için açığın 63 milyar seviyesinde (GSYH'nin %7,2'si) kalmasının yanı sıra vadesi gelen dış yükümlülüklerin ülkeyi dış şoklara maruz bırakacağını tahmin etmektedir. Buna karşın, altın dahil yabancı para rezervleri yılbaşından bu yana 24 milyar dolar artışla 112 milyar dolara yükselmiştir ve Türkiye 2008 küresel finansal kriz veya Eurozone krizleri döneminde sermaye akımlarında ani bir duruş ile karşılaşmamıştır.

Türkiye'nin net dış borcunun GSYH'ye oranı önümüzdeki dönemde yukarı yönlü kademeli bir trend gösterecektir. Türkiye'nin düşük tasarruf seviyesini, dış finansmana bağımlılığını ve yerel politika yönetimini yansıtır şekilde oynak bir enflasyon ve GSYH büyümesi geçmişi bulunmaktadır.

Fitch, enflasyonun 2011 yılsonu seviyesi olan %10,5'den 2012 yılsonunda %7,4'e ve 2013 yılsonunda ise %6,5'e gerilemesini beklemektedir ki; bu seviyeler Merkez Bankası'nın %5'lik hedefinin bir hayli üzerindedir. Her ne kadar yeni para politikası çerçevesi ekonominin yeniden dengelenme sürecine yardım etmiş olsa da, enflasyon hedefini yakalamakta başarısız olmuştur. Yerel para cinsinden kredi derecelendirme notunun yabancı para cinsinden kredi derecelendirme notunun bir kademe üzerinde olması, kamunun vergilendirme gücü, güçlü bankacılık sistemi ve derin yerel sermaye piyasaları sayesinde kendini yerel para cinsinden finanse etmesinin yabancı para cinsinden finansmanına göre daha kolay olduğunu göstermektedir. Yerel para cinsinden borcun vadesindeki uzama finansman riskini azaltmıştır. Ülkenin görece daha zayıf dış finansman olanakları yerel para birimi kredi derecelendirme notları üzerinde daha az baskı yaratmaktadır.

Pozitif bir kredi notu gelişmesine yol açabilecek etkenler; Fitch böylesine bir gelişmeyi yakın zaman için öngörmese de cari açıkta kalıcı bir gerilemeye ek olarak daha düşük ve daha stabil bir enflasyon oranını pozitif kredi notu gelişmesine yol açabilecek etkenler olarak ifade etmiştir.

Negatif bir kredi notu gelişmesine yol açabilecek etkenler; dışsal bir şok veya yerel politika hataları sonucu yaşanabilecek bir ödemeler dengesi krizi, hızlı kredi büyümesinin tetikleyebileceği yüksek cari açık sonucunda orta vadede dış borç oranlarında beklentilerin ötesinde bozulma ve ekonomik/mali görünümde kalıcı bir etki yaratacak politik bir şok, negatif kredi notu gelişmesine yol açabilecek etkenler olarak ifade edilmiştir.

Kredi derecelendirme notları ve görünümüleri gerçekleştirmelerin yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşlarının beklentilerini de içermektedir. Fitch'in açıklamasındaki temel noktaları ifade etmek gerekirse; kuruluşun ekonomi ve maliye politikasına ilişkin tahminleri, hükümetin 2013-2015 dönemini kapsayan Orta Vadeli Programı'yla genel olarak uyumlu ekonomik bir çerçevede, düşen hükümet borç stokunun GSYH'ye oranı temel alınarak oluşturulmuştur. Fitch, Euro Bölgesi'ndeki durumun aynı kalacağı, bu anlamda küresel finansal stabiliteye ilişkin kuyruk risklerin ve Türkiye gibi yüksek cari açığa sahip ülkelere sermaye girişlerinde ani bir durmanın gerçekleşmeyeceğini varsaymaktadır.

3.3.2. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu'nun Türkiye'yi Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Çıkarmasında Etkili Olan Faktörler

16 Mayıs 2013 tarihinde Moody's, Türkiye'nin ülke notunu Baa3 olarak ilan edip Türkiye'yi yaklaşık 20 sene sonra yeniden yatırım yapılabilir statüye yükseltmiştir. Moody's ile birlikte Türkiye'nin ülke notunu yatırım yapılabilir seviyede gören kuruluş sayısı iki olmuştur. Önde gelen üç kuruluşun iki tanesinden yatırım yapılabilir notunun alınmış olması kanuni düzenlemeler yüzünden Türkiye'ye yatırım yapamayan yatırım fonlarının önünü açmıştır.

Kuruluş açıklamasında ekonominin dış kırılganlıklara hassasiyetini azaltacak yapısal değişiklikler olmadan kredi notunda yukarı yönlü yeni hareket beklenmemesi gerektiğini belirtmiştir (Dünya Gazetesi, 2013). Kredi notu görünümünü "durağan" olarak açıklayan Moody's, Türkiye'nin benzer kredi notuna sahip ülkelere daha güçlü kamu finansmanı ve ekonomik ölçütlere sahip olduğuna, ancak dış kırılganlıkların da bu ülkelere fazla olduğuna dikkat çekmiştir. Türkiye'nin kredi notuna dair değerlendirmesinde, "Türkiye'nin ekonomik gücü, benzer nota sahip birçok ülkeden daha iyi bir durumdadır. Ancak cari açık ve kısa vadeli dış borcun döviz rezervlerine oranı ile ölçülen dış kırılganlıkları yatırım yapılabilir ülkeler arasında en yükseklerden biri" denilmiştir. Türkiye'nin dış dengesizlikleri yüksek olduğu sürece kredi notunun ödemeler dengesine ilişkin faktörler tarafından sınırlanacağını belirten Moody's, "Bu kırılganlıkların yapısal olarak azaltılması, ülkenin kurumsal yapısı veya

rekabet gücünün daha da iyileşmesi halinde kredi notu artırılabilir" yorumunu yapmıştır. Değerlendirmede Kürt sorununun çözümü gibi siyasi riskleri azaltacak gelişmelerin kredi notu açısından pozitif olduğu kaydedilirken, bunların tek başına kredi notunu artırmak için yeterli olmayacağı belirtilmiştir. Moody's açıklamasında not artışında etkili faktörler olarak; yabancı sermaye girişlerindeki oynaklığa karşı tampon oluşturacaklarına inandıkları kurumsal ve yapısal reformları ve sıkı mali disiplin sonucu tüm makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeyi öne çıkartmıştır. Türkiye'nin borç seviyesinin GSYH'ye oranının yönetilebilir bir seviye olan %36 olduğunu ve bu seviyenin 2009 yılına göre 10 puan düşüşe işaret ettiğini ve orandaki iyileşmenin devam etmesinin beklendiği söylenmiştir. Moody's Türkiye'nin dış şokları yönetebilmek maksatlı uygulamaya koyduğu yapısal reformların önemli olduğunu belirtmiştir. Bireysel emeklilik sistemi ve enerji verimliliğini örnek reformlar olarak kaydetmiştir. Yeni Ticaret Kanunu'nun kurumsal yönetime sağladığı katkının da altı çizilmiştir.

3.3.3. S&P Kredi Derecelendirme Kuruluşu'nun Türkiye'yi Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsünün Bir Kademe Altında Bırakmasında Etkili Olan Faktörler

Kuruluş, 27 Mart 2013 tarihinde Türkiye'nin ülke notunu yatırım yapılabilir seviyesinin bir basamak altı olan BB+ seviyesine yükseltirken, görünümü de "durağan" olarak belirlemiştir (Dünya Gazetesi, 2013). Kuruluş tarafından yayımlanan değerlendirmede, Türkiye'nin halen önemli miktarda dış finansman ihtiyacı olsa da, bu gereğin istikrarlı bir şekilde azaldığı ifade edilmiştir. Bu görüntüde ihracat performansının iyileşiyor olması da etkilidir. GSYH performansının 2012'de güçlü mali performansı zedelemeyen zayıfladığı ifade edilirken , "Yabancı para cinsi borçlanmayı sınırlayan politikalar, nominal kredi büyümesini sınırlayan önlemler ve dalgalı kur rejiminin faydaları, Türkiye'nin dış dengelenmesine yardımcı olmaktadır." görüşüne yer verilmiştir.

Açıklamada Türkiye'nin Kürt sorununun çözümü için attığı adımlar ve barış sürecinin de yukarı yönlü revizyona katkı sağladığı ifade edilerek, "Atılan adımların öncekilerden daha uzun ömürlü olacağını düşünmekteyiz. Bu durum beklenen yönde

gelişir ise güvenlik ile ilgili maliyetler azalır. Yerel ekonomi ve sınır ötesi ticaret güçlenir" ifadeleri kullanılmıştır. Söz konusu olumlu gelişmelere karşılık Türkiye'nin Mart 2014'de yapacağı mahalli seçimlerin ve cumhurbaşkanlığı seçiminin ve 2015'teki genel seçimlerin uygulanan makroekonomi politikası bileşimi için risk yarattığına dikkat çeken S&P, alışlagelen ekonomi politikalarının bu dönemlerde büyümeye yönelik olduğunu ve bütçe kompozisyonuna daha az özen gösterildiğini belirtmiştir. S&P, kredi notu üzerinde yukarı yönlü etkisi olacak faktörleri ise gelecek iki yılda yapılacak seçimlerin mali disiplini zedelemesine izin vermemek ve barış sürecinin devam etmesi olarak sıralamıştır.

S&P, "Maliye ve para politikası seçimlerden bağımsız yürütülmeye devam edilebilir ise kredi notu daha da artırılabilir. Kürt sorunu barışçıl şekilde çözülebilir ve mali durum ile dış ticarete olumlu yansır, uzun vadede kredi notu pozitif etkilenebilir" açıklamasında bulunmuştur. Kredi notunu aşağı yönlü etkileyen faktörleri ise kredi büyümesi ve dış borçlar olarak niteleyen S&P, "Buna karşılık hızlı kredi büyümesi geri döner, cari açık önemli ölçüde artar ya da Türkiye ekonomisinin dış kaldırıcı artışa geçerse kredi notu düşürülebilir. Ayrıca Türkiye borçlanma ve hisse senedi piyasalarına girişleri tersine döndüren ya da daha maliyetli hale getiren ani bir değişiklik ile karşılaşır, not indirimini düşünebiliriz. Buna ilaveten yaklaşan seçimlere bağlı olarak mali politikada önemli bir gevşeme olur ise not indirimi düşünülebilir" ifadelerini kullanmıştır. Türkiye'nin GSYH büyüme hızının önümüzdeki yıllarda artacağını öngören S&P, Türkiye'nin azalan altın ithalatı nedeniyle cari açığın GSYH'ye oranının 2012 yılında %6'ya gerileyeceğini tahmin etmekte ve gelecek iki yılda tekrar %7 seviyelerine yükseleceğini öngörmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch ve Moody's ile sözleşmesi olan Türkiye'nin kredi notu S&P tarafından sözleşme olmaksızın değerlendirilmektedir.

3.4. TÜRKİYE’NİN YATIRIM YAPILABİLİR ÜLKE STATÜSÜNE YÜKSELMESİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.4.1. Amaç ve Kapsam

Çalışmanın bu bölümünde, çeyreksele veriler kullanılarak Türkiye’nin 1999 yılı 1. çeyrek ile 2016 yılı 2. çeyrek arasındaki dönemde kredi derecelendirme kuruluşları Fitch ve Moody’s tarafından verilen ülke notlarının temel belirleyicilerin tespitine yönelik yapılan ekonometrik analizlerin sonuçları değerlendirilecektir. Belirlenen tarih aralığında S&P, Türkiye’yi yatırım yapılabilir ülke statüsünde değerlendirmedikten S&P analiz dışında bırakılmıştır.

Türkiye, Moody’s ilk olmak üzere 26 yıldır kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notu ile değerlendirilmektedir. Ülkeye ilk uzun vadeli döviz cinsi kredi derecelendirme notu (ülke notu) 5 Mayıs 1992 tarihinde Moody’s tarafından verilmiştir. Moody’s belirtilen tarihte ülke notunu Baa3 (yatırım yapılabilir seviye) olarak ilan etmiştir. 1994 krizine giden yolda, ülke notunun aşağı yönlü revizyon eğilimiyle gözden geçireceğini ilan etmiş ve 3 Ocak 1994’de ülke notunu Ba1’e (yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak altı) indirmiştir. Moody’s Türkiye’yi Baa3 seviyesine yaklaşık 20 yıl sonra 16 Mayıs 2013 tarihinde yükseltmiştir. Moody’s şu an ülke notunu yatırım yapılabilir statünün iki kademe altında Ba2 seviyesinde ve durağan görünüm ile değerlendirilmektedir. Son olarak 2 Haziran 2018 tarihinde kuruluş önümüzdeki dönemde uygulanacak makroekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler nedeniyle kredi derecelendirme notunu izlemeye aldığını belirtmiştir.

S&P, Türkiye’yi değerlendirmeye 1993 yılında başlamış ve yatırım yapılabilir statü olan BBB notu ile değerlendirmiştir. Fakat 1994 krizi yatırım yapılabilir ülke statüsünün kaybedilmesine yol açmıştır. S&P, hâlihazırda ülke notunu BB-seviyesinde (yatırım yapılabilir statünün üç basamak altı) görünümü de durağan olarak değerlendirmektedir.

Fitch, 1994 yılı ile Türkiye’yi ülke notu bazında değerlendirmeye başlamış, krizin etkisi ile diğer iki kuruluşan farklı olarak ülke notunu spekülâtif seviyede açıklanmıştır. Ülkeyi yatırım yapılabilir statüye yükseltmesi de değerlendirmeye başladıktan yaklaşık 18 yıl sonra 5 Kasım 2012’de mümkün olmuştur. Kuruluş, şu an ülke notunu BB+ (yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak altında) seviyesinde durağan görünüm ile değerlendirmektedir.

Tablo 3.1’de görüldüğü üzere önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşunun hem Türkiye’nin ülke notunu değerlendirme sıklığı hem de verdikleri notlar farklıdır. Ülkenin Fitch ve Moody’s tarafından yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesi, 1994 krizi sonrasında ortalama 20 yıl geçtikten sonra mümkün olmuş iken S&P diğer iki kuruluşun aksine Türkiye’yi bir daha yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltmemiştir.

Kredi derecelendirme notları özellikle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara erişiminde ve erişimin koşullarının belirlenmesinde önem taşımaktadır. Yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notuna sahip olmak sadece borçlanma maliyetlerini etkilemekle kalmayıp, potansiyel yatırımcı tabanının da genişlemesine katkıda bulunmaktadır. Yatırım yapılabilir kredi derecelendirme statüsünde değerlendirilmek, refah seviyelerini artırmak için uluslararası piyasaların sunduğu borçlanma imkânlarını kullanma ihtiyacında olan gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşımaktadır. Diğer yandan, bu önemli eşiği aştıktan sonra kredi derecelendirme notunu aynı seviyede korumak da önemlidir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bir ülkeyi yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltirken hangi kriterlere ne kadar ağırlık verdiğinin bilinmemesinin yanı sıra son yapılan çalışmalar, ülkelerin ekonomik gelişmişlik seviyelerinin de kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinde önem verdikleri makroekonomik göstergelerin farklılaşmasına sebep olabileceğini tartışmaktadır. Ek olarak, kredi derecelendirme notu değerlendirmelerinde sadece kantitatif değil kalitatif değerlendirmelerin de rol oynadığına dair tespitler bulunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerindeki farklılıklar, her bir kuruluşun önem verdiği makroekonomik göstergelerin farklı olabileceğine dair görüşleri de desteklemektedir.

Kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerine yönelik literatüre katkı sağlayan çalışmaların sonuçlarına bakıldığında belirleyicilerin net olarak tanımlanamadıkları görülmektedir. Yapılan çalışmaların sonuçlarının ışığında ve kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı açıklamalarda altını çizdikleri noktalar çerçevesinde Türkiye'nin yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltilmesinde etkisi ölçülecek makroekonomik göstergeler şu şekilde sıralanmaktadır;

GSYH büyümesi: GSYH büyümesi birçok çalışmada kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Düşük GSYH büyümesi, ülkenin yükümlülüklerini yerine getirmesinde problem yaratabilme riskini beraberinde getirebilmektedir. Yüksek ve sürdürülebilir büyüme performansının ise ülkenin iç ve dış yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesini güçlendirmesi beklenmektedir. Makroekonomik bir şok veya bankacılık krizi durumunda artışa geçen borç oranlarını zaman içerisinde dengelemek ve iyileştirmek ancak yüksek büyüme performansı ile mümkün olabilmektedir (Moody's Investors Service, 2013: 10). Türkiye'nin dönemsel olarak ortalama büyüme oranlarına bakıldığında; 1990-1993 döneminde ortalamada %6,1 büyüme kaydeden GSYH, 1994 krizi ile %5,5 daralma göstermiştir. 1995-2000 döneminde ise ortalama GSYH büyüme oranı %4,8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 krizinde %5,3'lük GSYH daralması sonrasında 2002-2013 döneminde ortalama GSYH büyümesi %5,2 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Mayıs 2013'deki konuşmasında FED Başkanı Ben Bernanke, bankanın 2009'dan bu yana ultra gevşek olarak tanımlanan ve gelişmekte olan ülkelerin büyümesine rekor yabancı sermaye akımları ile önemli destek sağlayan para politikasında değişiklik olacağına dair ilk sinyali vermiştir. Bu sinyalle beraber diğer gelişmekte olan ülkelere de gözlemlenen şekilde Türkiye'nin büyüme performansında önemli miktarda güç kaybı meydana gelmiştir. Buna göre, 2014-2015 döneminde GSYH ortalamada %3,5 büyüme kaydedip, 2011-2013 dönemi ortalaması olan %5,1'in bir hayli altında performans göstermiştir. 2016 yılının ilk iki çeyrek ortalama büyümesi ise %3,9 olmuştur.

Toplam yatırımların GSYH'ye oranı: Gelişmekte olan ülkelerin büyümelerini sürdürülebilir bir patikaya oturtmaları ve refah seviyelerini artırmaları önem taşımaktadır. Bu hedefe ulaşmada yatırımların rolü göz ardı edilmemelidir. Yatırım yerine tüketim odaklı büyüme modellerinin sürdürülemez olduğu ve üretmeden tüketmenin ekonomileri zaman içerisinde ödemeler dengesi problemi ile karşı karşıya bıraktığı bilinmektedir. 1990'lı yıllardan itibaren bakıldığında, Türkiye'de yatırımların GSYH'ye oranında bir gerileme göze çarpmaktadır. 2009 yılında %20'nin de altına düşen yatırımların GSYH'ye oranı sonrasındaki yakalanan güçlü büyüme ile toparlanmış ve bir süreliğine %25 seviyesinin üzerine çıkmıştır. 2011-2013 arası dönemde ortalamada %25 seviyelerindeydi. Fakat yatırımların GSYH'ye oranında FED Başkanı'nın 2013 Mayıs sonunda yaptığı konuşmasında, ekonomik görünüme ilişkin şartların yerine gelmesi durumunda FED'in aylık tahvil alımlarını yavaşlatabileceğini açıklaması sonrasında genel bir güç kaybı gözlemlenmektedir. Buna göre; yatırımların GSYH'ye oranı 2016 yılının ilk iki çeyreğinde ortalamada %23 olmuştur.

Enflasyon: Enflasyon, ekonomik birimlerin karşı karşıya kaldığı belirsizliği artırarak, üretim ve yatırım kararları almalarını engeller ve uzun vadeli plan yapmaktan kaçınmalarına sebep olur. Bireyler uzun vadeli planlar yapmak yerine daha kısa vadeli plan yaparlar ve tasarruflarını üretken olmayan yabancı para, altın, gayrimenkul gibi alanlara yönlendirirler. Ekonomik birimlerin bu tercihi de ülkenin potansiyel büyümesinin ve refah seviyesinin gerilemesine sebep olmaktadır. (TCMB, 2004: 6-7).

Enflasyon, ekonomide birçok dengesizliğe sebep olduğu gibi aynı zamanda ekonomideki birçok dengesizliği yansıtmaları sebebiyle ülkelerin makroekonomik performanslarının değerlendirmesinde en fazla dikkate alınan göstergelerdendir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomi gündeminde fazlasıyla yer tutan enflasyonun sebepleri iktisat yazınında en fazla tartışmanın yaşandığı konulardan biri olarak öne çıkmaktadır. Enflasyon, ekonomide birçok dengesizliği yansıttığından, sorunu tek bir sebep üzerinden tanımlamak bir hayli zordur. Literatürde, enflasyonun sebepleri çeşitli teoriler çerçevesinde analiz edilmektedir. Başlıca teorileri sıralarsak;

Paranın miktar teorisi: Klasik iktisatçılar tarafından benimsenmiş ve 1929 Büyük Buhran'a kadar parasal analizlerin temelini oluşturmuştur. Paranın Miktar Teorisi para arzında yapılan dışsal bir değişimin reel değişkenler üzerinde kalıcı bir etki yaratmayacağını, fakat mal fiyatlarında eşit orantılı bir değişmeye yol açacağını ifade eden bir önermedir. Miktar Teorisi, diğer şartlar sabitken, paranın değerinin ya da satın alma gücünün, para miktarıyla ters yönlü olarak değiştiğini açıklar. Nominal para arzındaki bir artışın, veri reel talep düzeyinde, parayla alınabilecek mallar açısından her bir birim paranın değerini düşüreceğini tahmin eder. (Çiçek, 2011: 88)

Modern miktar teorisi: Modern miktar teorisi, klasik miktar teorisinin yeni bir yorumudur. Milton Friedman'ın para miktarı ve fiyatlar genel düzeyi üzerinde yaptığı teorik ve ampirik araştırmalar literatürde Monetarizm olarak bilinmektedir. Monetaristler, enflasyonun temel nedeni olarak para arzının hükümetler tarafından gereksiz yere ve aşırı ölçüde artırılmasını görmektedir. Monetaristlere göre, ekonomideki istikrarsızlıkların birçoğu parasal kökenlidir. Bu nedenle para politikası iktisadi sorunlara karşı diğer iktisat politikası araçlarından daha etkilidir. Monetarizm, paranın miktarındaki değişmelerin, iktisadi faaliyetler ve fiyatlar genel düzeyi üzerinde büyük etkisinin olduğunu ve fiyat istikrarının sağlanması için en uygun çözümün para arzındaki artış hızının önceden belirlenmesi ile gerçekleştirilebileceğini savunmaktadır. M. Friedman'ın ünlü, "enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur" sözü monetarizmin temel felsefesini oluşturmaktadır (Aktan, 2010: 169-170).

Talep kaynaklı enflasyon teorisi: John Maynard Keynes ve takipçileri tarafından benimsenen görüştür. Ekonomi tam istihdam seviyesinde iken tüketim, yatırım ve devlet harcamalarının oluşturduğu toplam talebin toplam arzı geçmesi durumunda ekonomide "enflasyonist açık" sorunu ortaya çıkmaktadır. Toplam talep ile toplam arz arasındaki fark ne kadar fazla olursa enflasyon oranı da o denli hızlı artış gösterecektir. Bu çerçevede, toplam talebin vergi artışları ve/veya para miktarının azaltılması ile baskılanması enflasyonun kontrol altına alınmasını sağlayacaktır. (Totonchi, 2011: 459-460)

Maliyet kaynaklı enflasyon teorisi: Maliyet kaynaklı enflasyon çalışanların ücret artışları ve/veya işverenin kar artışları sonucunda oluşur. Teori, işçilerin ücretlerinin üretkenlik artışının üzerinde artış göstermesi sebebiyle üretim faktörlerinin maliyetlerinin yükselmesini enflasyonun temel sebebi olarak görmektedir. Sendikalar, ücret artışları konusunda işverenler üzerinde önemli bir baskı unsurdurlar. Monopol veya oligopol piyasa yapılarında işverenlerde artan üretim maliyetlerinin karlarını eritmemesi için üretim maliyeti artan ürünlerin fiyatlarına zam yaparlar. Bu arada, maaşları artan işçiler artan ürün fiyatlarına rağmen daha fazla tüketim yapma isteğinde olurlar. Birkaç sektörde görülen maaş artışları tüm ekonomiye yayılıp fiyatların artmasına sebep olabilir. Bu sebepler dışında ithalat ürünlerin fiyatlarının artması da maliyet kaynaklı enflasyona sebep olabilir (Totonchi, a.g.e., 459-460).

Yapısal enflasyon teorisi: Yapısalcı yaklaşım, gelişmiş ekonomilerdeki enflasyon probleminin nedenlerini analiz eden teorilerden farklı olarak özellikle gelişmekte olan ekonomilerde görülen enflasyon probleminin nedenleri üzerine yoğunlaşmaktadır. Yapısalcı yaklaşım, gelişmiş ekonomilerde, sektörlerin dengeli ve bütünlümlü ekonomik yapılar vasıtasıyla piyasalardan gelen sinyalleri gayet hızlı ve net bir şekilde kavrandığını ve bu sinyallere göre kaynakları verimli/etkin şekilde bölüştüklerini ifade eder. Etkin piyasalar çerçevesinde toplam arz ve toplam talebin birbiriyle etkileşimindeki aksaklıklar enflasyon problemine sebep olur. Gelişmiş ülkelerdeki enflasyon problemi toplam talep ile toplam arz koşulları çerçevesinde daha bütüncül bir yaklaşım üzerinden tanımlanabilirken, gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon problemi sektörel arz talep ve sektörel darboğazlar/kısıtlar üzerinden parçalara ayrılmış bir yapı üzerinden tanımlanmalıdır. Yapısalcı yaklaşımın temel yaklaşımları iki önerme ile özetlenebilir.

Birinci önerme; gelişmiş ülkelerde enflasyon tam istihdam politikaları ve istihdam piyasasının bu politikalara verdiği tepkinin; gelişmekte olan ülkelerde ise sektörlerdeki yapısal darboğazların ülkenin kalkınma çabalarına verdiği tepkinin bir sonucudur. İkinci önerme ise; gelişmekte olan ülkenin sosyoekonomik ve politik yapısı ülkenin gelişmesi esnasındaki arz talep dengesizliklerini ve sektörel kısıtların yapısını belirlemektedir. Yapısalcı yaklaşıma göre; gelişmekte olan ülkelerde, sektörlerin yapısal olarak karşı karşıya bulundukları kısıtlar ve darboğazlar bu ülkelerde görülmekte olan enflasyonun ana sebebini oluşturmaktadır. Kısıtlar dört ana başlık altında toplanmaktadır. Bunlar; tarım sektöründeki tıkanıklıklar, kaynak açığı, döviz kaynak kısıtı ve diğer yapısal kısıtlardır.

Tarım sektöründeki tıkanıklıklar: Gelişmekte olan ülkelerde birçok yapısal faktör sebebiyle gıda arzının artış hızı gıda talebinin artış hızının gerisinde kalmaktadır. Bu yapısal faktörlerin önde gelenleri; aksak/sorunlu toprak sahipliği, gıda üretiminin hava koşullarına bağımlılığı, tarıma yetersiz yatırım, teknolojik gerilik ve hızlı kentleşme olarak sıralanabilir. Bunlara ek olarak; gıda piyasasının manipülasyona açık olması ve piyasadaki araçların denetiminin sağlıklı yapılmaması sorunun çözülmesini daha zor hale getirmektedir. Gıda kaleminin gelir seviyesi düştükçe enflasyon sepetinde ağırlığı artarken, enflasyon üzerindeki baskısı daha da güçlenmektedir.

Kaynak açığı: Gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün finansman kısıtı olduğundan ülkenin büyümek için ihtiyaç duyduğu yüksek maliyetli altyapı yatırımları kamu sektörü tarafından üstlenilir. Sosyoekonomik ve politik sebepler yüzünden gelişmekte olan ülkelerin kamu kesimi vergi toplama konusunda çok başarılı olamamaktadır. Bu sebepten, kamu kesimi, altyapı yatırımlarının finansmanı için borçlanmasını artırmak ve/veya para basmak zorunda kalmaktadır. Bu durum, yıllarca devam eden kamu finansman açığı sıkıntısına sebep olmaktadır. Kamunun finansman açığı para arzını büyütürken ekonomide enflasyon problemi yaratmaktadır. Ayrıca, kaynak kısıtı olan özel sektöre kredi sağlama maksatlı da para arzında büyümeye gözlemlenmektedir.

Döviz kaynak kısıtı: Gelişmekte olan ülkelerin sanayileşme çabaları sermaye malları ve ara malların ithalatını zorunlu hale getirmektedir. Yüksek ithalat finansmanını karşılamada yetersiz kalan katma değeri düşük ihracat kapasiteleri, ülkenin döviz darboğazı yaşamasına sebep olmaktadır. İhracatı teşvik etmek amaçlı yapılan devalüasyonlar da kur geçişkenliği üzerinden enflasyonu artırıcı etkide bulunmaktadır. Ülke yaptığı ithalatı verimli bir şekilde yatırıma dönüştürüp ihracat kapasitesini artırmada ve ihracata odaklı büyüme modeline geçmekte başarısız olursa ithalata bağımlı üretim modeli ülkenin ödemeler dengesini bozup, yıllar itibariyle dış borç stokunun artmasına sebep olacaktır.

Diğer yapısal faktörler: Bu faktörler, gelişmekte olan ülke vatandaşlarının uzun yıllar enflasyon ile yaşamaları sonucunda edindikleri alışkanlıkların toplamı olarak görülebilir. Enflasyonun ekonomide yarattığı belirsizlik sonucunda bu ülkelerde girişimcilik güçlü değildir. İnsanlar yatırım yaparak bir risk almaktansa, tasarruflarını daha sağlam olduklarını düşündükleri, arsa, gayrimenkul, kıymetli madenler ve yastık altı döviz/altın gibi üretken olmayan alanlarda değerlendirir. Ekonomik birimlerin bu tercihleri ülkenin kısıtlı tasarruflarının yatırım kapasitesini artırmak için değerlendirilmesini engellerken, arz kısıtının varlığını sürdürerek enflasyon yaratmaya devam etmesine sebep olmaktadır. (Panth, 2016)

Enflasyon, ekonomideki birçok dengesizliği yansıtmasının yanı sıra birçok dengesizliğe de sebep olduğundan ülkelerin makroekonomik görünümünün değerlendirilmesinde öne çıkan değişkenlerin başında gelmektedir. TCMB de 2000 yılından itibaren para politikası uygulamalarına enflasyon hedeflemesi temelinde yön vermiş ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçmenin ana hedef olduğunu ilan etmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için ön koşulların belirli ölçüde sağlanması gerekmektedir. Enflasyonun çok yüksek ve oynak olması enflasyonu öngörmeyi zorlaştırdığından, rejim uygulanmaya başlanmadan önce enflasyondaki oynaklığın azaltılması hedeflenmiştir.

Başlangıçta enflasyon hedeflemesi rejiminin örtük olarak uygulanması, ayrıca parasal büyüklükler üzerinde de hedefler konulması daha uygun görülmüştür. Para politikasının 2002-2005 dönemindeki uygulamaları “örtük enflasyon hedeflemesi” çerçevesindedir. (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2006: 16). 1990-2001 döneminde ortalama %75 seviyelerinde seyreden yıllık TÜFE, 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle %18 seviyelerine gerilemiş ve dönem boyunca belirlenen hedeflerin altında gerçeklemiştir. 2006 yılı ile açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ile ortalama enflasyon %8,5 seviyelerine gerilemiş olsa da, 2009-2010 yılları dışında enflasyon hedefi tutturulamamıştır. Fitch’in Türkiye’yi yatırım yapılabilir statüsüne çıkarmadan önceki çeyrek olan 2012 yılı 2. çeyrekte enflasyonun çeyrekten çeyreğe değişimi -%0,2 olmuştu. Diğer bir ifadeyle, enflasyon çeyrek bazda gerileme kaydetmişti. 2013 yılı 2. ve 3. çeyreğinde de enflasyon çeyrek bazda ortalama %1,2 artış göstererek, 1999 yılı 1. çeyrek ile 2012 yılı 2. çeyrek arasındaki dönemde ortalama artış olan %4,8’in bir hayli gerisinde kalmıştır.

Ödemeler Dengesinin GSYH’ye oranı: TCMB’nin tanımlamasına göre;

“Ödemeler dengesi, geniş anlamıyla, bir ekonomide yerleşik kişilerin (Genel Hükümet, Parasal Otorite, Bankalar, Diğer Sektörler), diğer ekonomilerde yerleşik kişiler (yurtdışında yerleşikler) ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistikî bir rapordur. Ekonomik işlemler; mal, hizmet ve gelirle ilgili işlemler, finansal varlık ve yükümlülüklerle ilgili işlemler ve bir ekonomide yerleşik kişilerden diğer bir ekonomide yerleşik kişilere karşılıksız olarak reel ya da finansal kaynakların sağlandığı transferleri kapsamaktadır” (TCMB, 2013: 4).

Yurtdışından alacaklar yurtdışına yapılacak ödemelerden fazla olması durumunda ise ödemeler dengesi artı verirken, tam tersi durumda eksi vermektedir. Ödemeler dengesinin eksi olması bir ülkenin yatırım miktarı ile tasarruf imkânları arasındaki farkı kapatmak için yurtdışından sağladığı net sermaye ithalatını göstermektedir. Büyük ve yapışkan ödemeler dengesi açıkları dış borç stokunun

artışına sebep olmaktadır. Bazı ülkelerin yerel para kaynakları döviz cinsinden borçlarını ödemek için yeterli olmayabilir. Ekonomik aktiviteleri sonucu yeteri kadar döviz üretemeyen ve bu sebeple cari işlemler açığı veren ülkeler döviz sıkıntısı çekmektedirler. Döviz kısıtı nedeniyle yerel paraları değer kaybına uğramakta ve resmi yabancı para rezervleri de azalmaktadır. Bu tür ülkeler, “ödemeler dengesi kısıtlı” ülkeler olarak adlandırılırlar (Moody’s Investors Service, 2013: 25). Yüksek cari açık seviyesi ülkenin yabancı sermayeye bağımlılığını göstermektedir. Uzun süre devam eden yüksek cari açık ülkenin makroekonomik dengelerini tehdit eder hale gelebilmektedir (Mellios ve Paget-Blanc, 2006: 361-377).

Türkiye’nin cari açık gelişimine bakıldığında; cari açığın GSYH’ye oranı 1990’lı yıllar ve 2000’li yılların ilk dönemindeki ortalama %1 seviyelerinden 2004 yılı ile birlikte %6 seviyelerine yükselmiştir. 2011 yılsonunda cari açığın GSYH’ye oranı %10 seviyelerine çıkarak rekor kırmıştır. Sonrasında alınan makro ihtiyati tedbirler dâhilinde cari açığın GSYH’ye oranı %6,5-%7 seviyelerine gerilemiş olsa da, halen kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’nin kredi derecelendirme notu anlamında en fazla dikkat çektikleri makroekonomik gösterge olmayı sürdürmektedir. 2013 yılında %7 seviyelerinde olan cari açığın GSYH’ye oranı alınan makro ihtiyati tedbirlerin ve Bernanke’nin konuşmasının sermaye akımları üzerinde yaptığı etki ile 2016 yılı 2. çeyrek itibarıyla %4 seviyesine kadar gerilemiştir.

Yabancı Sermaye Girişlerinin GSYH’ye oranı: Daha önceki çalışmalarda bu göstergenin kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi incelenmemiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları ve/veya uluslararası kuruluşlar 2008 yılı sonrasında bollaşan küresel likidite imkânları ile özellikle gelişmekte olan ülkelere giden uluslararası sermaye akımlarının ülkelerin ekonomik performanslarını önemli derecede etkilemeye başladığını belirtmektedirler. Cari açığın yüksek ve kısa vadeli dış borç yükünün ağır olduğu ülkelerde uluslararası sermaye akımlarındaki değişiklikler, ülkenin yerel para biriminin değer kaybetme veya kazanmasından genel ekonomik performansına kadar etkili olabilmektedir.

Türkiye genelinde bakıldığında; 2004 yılı sonrasında uluslararası sermaye girişlerindeki artış dikkat çekicidir. 1990'lı yıllar ve 2000'li yılların başında %2,5 seviyelerindeki sermaye girişlerinin GSYH'ye oranı 2004 yılı sonrasında %7'ler seviyesine yükselmiştir. 2011-2013 arası dönemde ise sermaye girişlerinin GSYH'ye oranı %9 seviyelerine yükselmişti.

Sermaye girişlerinin çeşitli kanallarla makroekonomik dengeleri etkilediği bilinmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerindeki yapısal sorunlar sermaye girişlerinin yarattığı olumlu hava sürdükçe gözardı edilmektedir. Sermaye girişlerinde yavaşlama olması durumunda ise gelişmekte olan ülkelerdeki yapısal sorunların yarattığı baskı kredi derecelendirme kuruluşları ve uluslararası kuruluşların dikkat çektiği risklerin başında gelmektedir. IMF'nin yayınlarında da bu riskten sıklıkla bahsedilmektedir. Kuruluşa göre; ABD'nin para politikasındaki beklentilerden daha hızlı normalleşme ve yatırımcıların riskten kaçınma sürelerinin uzaması finansal çalkantıların görülme sıklığını artırabilecektir. Bu durum gelişmekte olan ülkeler için daha zorlu bir adaptasyon süreci, bulaşıcılık ve daha geniş alana yayılmış finansal stres anlamına gelip sonucunda daha zayıf bir GSYH büyüme performansını da beraberinde getirebilecektir (IMF, 2014: 15).

Merkez Bankası Brüt Yabancı Para Rezervlerinin Kısa Vadeli Toplam Dış Borç Stokuna oranı: Bu gösterge, borç vericilerin borçları döndürme konusunda isteksiz olmaları durumunda ülkenin bir yıl içerisinde ödenmesi gereken döviz cinsi borçlarını Merkez Bankası'nın elinde hazır bulunan uluslararası rezervlerinin ne oranda karşılayabileceğini göstermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından "Dışsal Kırılganlık Göstergesi" olarak adlandırılan bu oranın, yatırımcıların genelinde bir güven kaybı veya uluslararası likidite koşullarında genel bir sıkışıklık olması durumunda, ülkenin bu tür bir strese dayanma kapasitesini gösterdiği düşünülmektedir. Oranın düşük olması, uluslararası rezervlerin kısa vadeli borç ödemelerini karşılaması anlamında yetersiz olduğunu göstermektedir. (Moody's Investors Service, 2013: 25).

Genel olarak bakıldığında; 2001 krizinden 2011 yılının 1. çeyreğine kadar Merkez Bankası brüt rezervlerinin kısa vadeli toplam dış borç stokuna oranı %100 seviyesinin bir hayli üzerindeydi. 2011-2013 arası dönemde ise oran ortalama olarak %110 seviyelerindeydi. Anılan dönem sonrasında Merkez Bankası brüt yabancı para rezervlerinin artış hızı kısa vadeli toplam dış borç stokunun artış hızının gerisinde kaldığından belirtilen oran %100'ün altına gerilemiştir. 2008 yılı itibariyle önde gelen Merkez Bankaları'nın varlık alım programları ile uluslararası likiditeyi ciddi şekilde artırıcı adımlar atması ile bollaşan likidite imkânlarından yararlanan özel sektörün dış borçlanmasını ciddi derece artırmıştır. Bu durum ise kısa vadeli dış yükümlülüklerdeki artışın temel nedeni olarak görülmektedir.

Kamu Dış Borç Stokunun GSYH'ye oranı: Hazine Müsteşarlığı'nın tanımlamasına göre “*Kamu dış borç stoku belirli bir tarih itibarıyla, Merkezi Yönetim kapsamındaki kurum ve kuruluşların herhangi bir dış finansman kaynağından sağlamış oldukları her türlü mali yükümlülüklerin toplamıdır*” (Hazine Müsteşarlığı, 2014).

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından biri dış borç stoku olarak belirtilmektedir. Borçların ödenme yükümlüğü büyümeyi, yatırımları ve sermaye birikimini kısıtlama yönüyle aşağı baskılamaktadır. Ayrıca, yüksek dış borç yükü özellikle sermaye imkânlarının kısıtlandığı durumlarda yabancı yatırımcıların risk algısını bozarak ülkeden yabancı sermayenin çıkmasına sebep olabilmektedir. (Karagöl, 2010: 4). Son dönemde yapılan çalışmalarda gelişmekte olan ülkelerde kamu ve özel sektör ayrımı da incelenmiştir. Türkiye 1994 ve 2001 krizlerinde yerel paranın ciddi derece değer kaybetmesi ile kamu dış borç stokunun GSYH'ye oranı sırasıyla %35 ve %30 seviyelerine ulaşmıştır. 2001 krizi sonrasında uygulanan istikrar programının bir yansıması olarak kamu dış borcunun GSYH'ye oranında ciddi gerileme yaşanmıştır. 2001-2013 arası dönemde ortalama seviye %14 olmuştur. Bu oran 2016 yılının 2.çeyreği itibariyle %17 seviyesindedir.

Özel Sektör Dış Borç Stokunun GSYH'ye oranı: Yapılan çalışmalarda bu oran özellikle gelişmekte olan ülkelerin kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Toplam dış borç stoku kamu sektörünün ve özel sektörün yabancı para yükümlülüklerinin toplamından oluşmaktadır. Çalışmada kamunun dış borç yükümlülüklerinin yanı sıra özel sektör dış borç yükümlülüklerinin GSYH'ye oranının Türkiye'nin kredi derecelendirme notu üzerindeki etkisi analiz edilecektir. Özel sektör dış borç stokunun GSYH'ye oranının gelişimine baktığımızda; özellikle 2001 krizi sonrasında uygulanan sıkı maliye politikasının bir yansıması olarak kamu dış borç stokunda bir gerileme gözlemlenirken, 2004 yılı itibariyle özel sektör dış borç stokunun GSYH'ye oranı ciddi şekilde artış göstermiş ve oran %15 seviyelerinden %30'a yükselmiştir. 2008 yılsonunda %25 seviyelerinde bulunan özel sektör dış borç stokunun GSYH'ye oranı küresel finansal krizde ciddi derecede artan küresel likidite olanakları ve kolaylaşan borçlanma şartları ile 2016 2.çeyrek itibariyle %42'ye ulaşmıştır.

Merkezi Yönetim Borç Stokunun GSYH'ye oranı: Bu oran mali güç anlamında başlangıç noktası olarak kabul edilmektedir. Borcun seviyesi tek başına bir ülkenin borçlarını ödeyememe durumunu belirlememekte, bu anlamda yüksek bir oran ne yeterli ne de gerekli bir koşul olarak görülmemektedir. (Moody's, 2012: 19). Kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları analizlerde Türkiye'nin kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde mali göstergelerinde son yıllarda görülen düzelmenin öneminin altı çizilmiştir. 2001 krizi sırasında %80'lere ulaşan merkezi yönetim borç stokunun GSYH'ye oranı 2016 yılı 2. çeyrek itibariyle %34 seviyelerine gerilemiştir.

3.4.2. Model ve Yöntem

Sosyal bilimler kullandıkları ekonometrik teknikler ve modeller kapsamında bireylerin tercihlerini, kararlarını anlamayı, analiz etmeyi ve elde edilen bilgiler ışığında ileriki dönem için bir tahminde bulunmayı amaçlarlar. Bireylerin tercihleri veya kararları çoğu zaman sürekli olasılıklar etrafında yenileniyor olsa da; bazı zamanlarda ise sınırlı olasılıklar veya alternatifler bazında da tanımlanmaktadır.

İki veya daha fazla değer alabilen kukla değişkenler, bağımlı değişken olarak da regresyon modellerinde yer alabilirler. Bağımlı değişkenin ikili ya da çoklu değer almalarına göre sırasıyla ikili ya da çoklu tercih modelleri olarak sınıflandırılırlar. İkili tercih modellerinin en basit hali doğrusal olasılık modelleridir. Bu modeller En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile çözümlendiğinde bazı sorunlar ile karşılaşmaktadır. Bu sorunlar sıralanırsa; bağımlı değişken iki değer aldığı için hata terimleri binom dağılım gösterecektir. Fakat, hata terimlerinin normal dağılım göstermesi beklenir. Hata terimlerinin varyansının sabit olma şartı da yerine getirilmemektedir. Hata terimlerinin değişken varyans problemi de diğer bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. (Gujarati, 2004: 542-544). İlâveten, modelin açıklanma gücünü gösteren belirginlik katsayısı olan R^2 nitel tercih modellerinde oldukça düşük çıkmaktadır. (Aldrich ve Nelson, 1984: 15).

Bu modelde olasılık 0 ile 1 arasında değer aldığından, $0 \leq E(Y_i | X_i) \leq 1$ veya $0 \leq (\alpha + \beta X_i) \leq 1$ şeklinde bir sınırlama zorunlu olmaktadır ve koşullu olasılık 0 ile 1 arasında olmalıdır. Bu varsayım uygulamalı çalışmalarda her zaman gerçekleşmemektedir. Belirtilen bu sorunlar çeşitli yöntemler yardımıyla çözümlenebilmektedir. İkili doğrusal olasılık modelinin temel sorunu $P_i = E(Y = 1 | X)$ olasılığının bağımsız değişken olan X ile doğrusal artış ilişkisi içinde olduğunu kabul etmesidir. Bağımsız değişkenlerin değerleri sonsuza doğru arttıkça veya azaldıkça olasılık değerlerinin buna bağlı olarak azalması öngörülmektedir.

Bu yapıyı kapsayacak model iki özelliğe sahip olmalıdır.

1-) X_i arttıkça, $P_i = E(Y = 1 | X)$ olasılık değeri de artacaktır ama değer 0–1 aralığının içinde kalmalıdır.

2-) X_i ile P_i arasındaki ilişki doğrusal değildir. X_i ’nin değeri küçüldükçe sıfıra daha yavaş değeri büyüdüğü de bire daha yavaş yaklaşmaktadır (Aldrich ve Nelson, 1984: 26).

Doğrusal olmayan ilişkilerde X ’ in doğrusal olmayan şekilde değişmesini ve olasılığın 0 ile 1 arasında kalmasını sağlayan, geometrik olarak birikimli dağılım fonksiyonudur. Bir rassal değişkenin birikimli dağılım fonksiyonu (BDF), 0 ile 1 arasında S şeklinde bir sigmoid eğrisine benzemektedir. Teoride tüm BDF’leri S biçiminde olsa da her bir rassal değişken için tek bir BDF bulunmaktadır. Bu modelleri temsil etmek için uygulamalı çalışmalarda en yaygın kullanılan lojistik ve normal birikimli dağılım fonksiyonlarıdır. Bunlardan ilki logit ikincisi probit modeller olarak adlandırılmaktadır. Ayrıca literatürde, tamamlayıcı log-log model olarak adlandırılan gompertz dağılımına dayanan gompit model bulunmaktadır. Lojistik ve normal birikimli dağılım fonksiyonları arasındaki en önemli fark bu eğrilerin kuyruk kalınlıklarıdır. Probit model uç olasılık değerlerine logit modele göre daha hızlı yaklaşmaktadır. Uygulamalı çalışmalarda uç değerlerde çok fazla gözlem olmadığı zaman aynı sonuçları vermektedirler. Kuyruk kısımları haricinde her iki birikimli dağılım fonksiyonu birbirine çok yakın olduğu için probit ve logit modelinden elde edilen sonuçlar örnekler büyük olmadıkça birbirine yakın olacaktır.

3.4.2.1 Logit Modeli

Doğrusal Olasılık modelleri tercih modelleri içerisinde en basit model olarak nitelendirilse de uygulamada bazı varsayımları sağlayamadığı için kullanımında sorunlar çıkmaktadır. Bu çerçevede; karşılaşılan sorunları çözmek maksatlı oluşturulan Logit modelleri tercih modellerini çözmek için sıklıkla kullanılmaktadır. Logit modelleri; ikili bağımlı değişkenler için oluşturulmuş, çeşitli teknikler ile doğrusal olmayan yapıları doğrusal hale getirebilen bir regresyon uygulamasıdır. Bu modellerde bağımlı değişken iki değer alıyorsa ikili lojistik regresyon modeli, ikiden fazla değer alıyorsa çoklu Lojistik Regresyon Modeli olarak sınıflandırılmaktadır.

Çalışmada bağımlı değişken ikili değer aldığından İkili Logit modeli kullanıldı. Logit modelleri, nitel tercih modelleri arasında en fazla kullanılanlardan olup, birikimli dağılım fonksiyonu yardımı ile kurulan modellerdir. Logit modelde bağımsız değişken sonsuza giderken bağımlı değişken olan Y_i 'nin 1'e eşit olduğu bir fonksiyondur.

$$P_i = E(Y_i | X_i) = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (3.1)$$

$$P_i = E(Y_i = 1 | X_i) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_1 + \beta_2 X_i)}} = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} \quad (3.2)$$

(3.2) numaralı model logit modelidir. Model açıklanırsa; X_i bağımsız değişkeni veri iken, i . bireyin seçim yapma olasılığını ($Y_i=1$ veya $Y_i=0$) P_i vermektedir. Logit dağılım fonksiyonu olan Z_i değişkeni ile P_i arasında doğrusal olmayan bir ilişki vardır. $Z_i - \infty$ ile $+\infty$ arasında değerler alırken P_i bunun karşılığında 0 ile 1 arasında değerler alacaktır. (Güriş ve Çağlayan, 2005: 684). Görülmektedir ki; P_i , parametrelere ve bağımsız değişkenlere göre doğrusal değildir. Modelde; $P_i=1$ olayın gerçekleşme olasılığı, $1-P_i=0$ ise olayın gerçekleşmeme olasılığıdır.

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} \quad (3.3)$$

(3.3) numaralı denklemin her iki tarafını $1 + e^{-Z_i}$ ile çarptığımızda $(1 + e^{-Z_i})P_i = 1$ eşitliğini elde ederiz.

$$\frac{P_i}{1 - P_i} = \frac{1 + e^{Z_i}}{1 + e^{-Z_i}} = e^{Z_i} \quad (3.4)$$

Bir olayın gerçekleşme olasılığı (P_i) gerçekleşmeme olasılığına ($1 - P_i$) bölündüğünde odds oranı hesaplanır. Bu oranın doğal logaritması alınarak L_i elde edilir. Böylece L_i hem bağımsız değişkene hem de parametrelere göre doğrusallaşmış olur.

$$L_i = \ln e^{Z_i} = Z_i = \ln \frac{P_i}{1 - P_i} \quad (3.5)$$

Bu doğrusallaştırma işlemi modelin tahminini kolaylaştırmaktadır. L_i logit olarak isimlendirildiğinden, modellere de logit modeller denmektedir. (Gujarati, 2004: 545-555).

3.4.2.1.1. Logit Modellerinin Tahmini

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan logit model tahminlerinde elde edilen parametreler etkin bulunmamaktadır. O yüzden farklı yöntemler kullanılmaktadır. Tartılı en küçük kareler ve en çok benzerlik yöntemleri modellerin tahmininde en fazla kullanılan yöntemler olarak öne çıkmaktadırlar. En çok benzerlik yöntemi özellikle uygulamalı çalışmalarda daha fazla tercih edilmektedir. Bu yöntem benzerlik fonksiyonunun maksimizasyonundan oluşmakta olup doğrusal olmayan parametreler tahmin edileceğinden bu tahminler ancak iterasyonlarla yapılabilmektedir.

Bir olayın meydana gelme olasılığı P_i ve meydana gelmeme olasılığı $1 - P_i$ olduğunda olasılığın n gözlem için benzerlik fonksiyonu (3.6) denklemi ile ifade edilmektedir.

$$L(\beta | X_i) = \prod_{i=1}^n P(Y_i | X_i; \beta) = \prod P(Y_i = 0 | X_i; \beta)^{1-Y_i} \cdot P(Y_i = 1 | X_i; \beta)^{Y_i} \quad (3.6)$$

Olabilirlik fonksiyonunun logaritmasının alınması ile benzerlik fonksiyonunu maksimum yapacak $\hat{\beta}$ katsayılar vektörü belirlenmiş olur. Fonksiyonun logaritmasının alınması ile (3.7) numaralı denklem elde edilir.

$$\ln L(\beta | X_i) = \sum_{i=1}^n [Y_i(\beta_1 + \beta_2 X_i) - \log(1 + e^{\beta_1 + \beta_2 X_i})] \quad (3.7)$$

En çok benzerlik fonksiyonunun birinci türevi alınıp sıfıra eşitlenince fonksiyonu maksimize edecek parametreleri tahmin edilmiş olur.

$$\frac{\partial L}{\partial \beta_1} = \sum (Y_i - \hat{P}_i) = 0 \quad (3.8)$$

$$\frac{\partial L}{\partial \beta_2} = \sum (Y_i - \hat{P}_i) X_i = 0 \quad (3.9)$$

Kısmi türevlerde yer alan $\hat{P}_i$ olasılık değeridir.

$$\hat{P}_i = \frac{e^{\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 X_i}}{1 + e^{\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 X_i}} \quad (3.10)$$

Bu denklemin çözümü ile $\hat{\beta}_1$ ve $\hat{\beta}_2$ katsayıları elde edilmektedir. Bu yöntemle elde edilen en çok benzerlik tahmincileri küçük örneklerde eğilimsiz, normal

dağılmayan ve etkin olmayan; büyük örneklerde ise tutarlı, asimtotik normal ve asimtotik etkin tahmincilerdir (Güriş ve Çağlayan, 2005: 687).

3.4.2.1.2. Katsayıların Anlamlılığının Testi

Farklı yöntemler ile logit modelinin katsayılarının anlamlılığın test edilir. Regresyon modellerindeki F testi yerine logit modellerde Wald Testi ile En Çok Benzerlik Oranı (Likelihood Ratio Test) testleri kullanılır.

3.4.2.1.2.1. Wald Testi

Bu test klasik regresyon analizinde modelde yer alan katsayıların ayrı ayrı anlamlılığının test edilmesinde kullanılan t testinin bu modellerdeki karşılığıdır. Eğim parametresi β_1 'in en çok benzerlik tahmini ile bu tahminin standart hatasını karşılaştırmaya dayanmaktadır.

$$W = \frac{\hat{\beta}_1}{sh(\hat{\beta}_1)} \quad (3.11)$$

Wald test istatistiği standart normal dağılım göstermektedir (Hosmer ve Lemeshow, 2000: 25). Normal rassal bir değişkenin karesinin alınması 1 serbestlik dereceli ki-kare rassal değişkenine eşit olacağı için bu test istatistiği aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$W = \left(\frac{\hat{\beta}_1}{sh(\hat{\beta}_1)} \right)^2 \quad (3.12)$$

Teste ait hipotezler aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır;

$$H_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1 = \beta_1 \neq 0$$

Hesaplanan W test istatistiği Z tablo değerinden büyük ise sıfır hipotezi reddedilmekte, test istatistiği tablo değerinden küçük ise reddedilmemektedir.

3.4.2.1.2.2. En Çok Benzerlik Oranı Testi

Test modelin genelini, sabit parametre dışındaki tüm parametrelerin aynı anda sıfırdan farklılığını test etmek için kullanılmaktadır. Regresyon modellerinde F testine karşılık gelmektedir. Fakat F dağılımı yerine ki-kare dağılımına sahiptir. En çok benzerlik yöntemi ile kısıtlı ve kısıtsız modeller tahmin edildikten sonra test istatistiği hesaplanmaktadır (L_R = bağımsız değişkenlerin model dışında bırakılarak hesaplanan benzerlik oranı değeri, L_U = tüm bağımsız değişkenlerin yer aldığı model için hesaplanan benzerlik oranı değeri).

$$LR = -2(\ln L_R - \ln L_U) \quad (3.13)$$

Temel hipotez bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni etkilemediği şeklinde oluşturulmaktadır. Hesaplanan test istatistiği belli bir serbestlik derecesindeki ki-kare değerinden büyük ise sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda en az bir eğim parametresi sıfırdan farklı olmakta, modelde yer alan değişkenler anlamlı bulunmaktadır. Bu testin uygulamasındaki en büyük zorluk, tüm değişkenlerin yer aldığı modelin yanında her bir bağımsız değişkenin tek tek çıkartılmasıyla kısıtlı modellerin tahmin edilmesidir (Astar, 2009: 55-57).

3.4.2.1.3. Uygunluk Ölçütleri

Belirginlik katsayısı R^2 doğrusal regresyon modellerinde uygunluk ölçütü olarak kullanılmaktadır. Bu modellerde, bağımlı değişkenin ortalaması ve varyansı ayrı ayrı parametreler olmaktadır. Fakat nitel bağımlı değişkenli modellerde bağımlı değişkenin ortalaması ve varyansı ayrı ayrı parametreler değildir. Bağımlı değişken iki

değer aldığı için P ortalama ve P(1-P) varyansa yani P değerine bağlı olmaktadırlar.Bu sebepten R^2 küçük bir değere sahip olduğundan kullanılabilir bir gösterge olmamaktadır. Bu modeller için R^2 yerine geçecek farklı göstergeler geliştirilmiştir. Pseudo- R^2 ve Mc Fadden uygulamalarda R^2 yerine kullanılmaktadır. (Güriş ve Çağlayan, 2005: 692).

L_0 ; modelde bağımsız değişken olmaması durumunda benzerlik fonksiyonu değeri

L_1 : tahmin edilen model için benzerlik fonksiyonu değeri

$$Pseudo - R^2 = -2(\ln L_0 - \ln L_1) \quad (3.14)$$

$$McFadden - R^2 = 1 - \frac{\ln L_1}{\ln L_0} \quad (3.15)$$

3.4.2.1.4. Logit Modellerde Katsayıların Yorumlanması

Logit modellerinde odds değeri ile odds oranı katsayı yorumu anlamında önemli değerlerdir. X olayının gerçekleşme olasılığının gerçekleşmeme olasılığına oranı bize Odds (X) değerini verir.

$$Odds(X) = \frac{P(X)}{1 - P(X)} \quad (3.16)$$

İki odds değerinin birbirine oranlanması hesaplanan değere ise bahis oranı denilmektedir. Tahmin sonucunda parametrenin anlamlı çıkarsa, parametreye ait bahis oranı da anlamlı olacaktır.

$$OR_{AB} = \frac{odds(X_A)}{odds(X_B)} \quad (3.17)$$

Bahis oranı katsayısının anlamlı olması durumunda 1'den büyük ise bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenin değişimine önemli katkıları olduğunu ima eder. Bahis oranı, 1'e yakın çıkan değerler bağımlı değişkenin değişimine önemli katkıları olmayan değişkenler olurken bahis oranı 0'a yakınsa bağımlı değişkenin negatif değer almasına neden olan negatif etkili değişkenlerdir.

Katsayı yorumu için odds oranı ve odds katsayısı dışında marjinal etkilerden de yararlanılmaktadır. Olasılığın, P_i , bağımsız değişkene, X_i , göre kısmi türevi alındığında, bağımsız değişkendirdeki değişmelerin olasılık üzerinde sabit bir etkiye sahip olduğu görülür. X_i 'nin P_i üzerine marjinal etkisi ile bulunmaktadır.

Marjinal etkiler denklem (3.18)'deki eşitlik ile ifade edilir.

$$\frac{\partial P_i}{\partial X_i} = \frac{\hat{\beta}_i \cdot e^{-I_i}}{(1 + e^{-I_i})^2} = \frac{\hat{\beta}_i \cdot [(1 - P_i) / P_i]}{[1 + ((1 - P_i) / P_i)]^2} = \hat{\beta}_i \cdot P_i \cdot (1 - P_i) \quad (3.18)$$

Olasılığın bağımsız değişkene göre değişme oranı yalnız β_i 'ye değil, değişimin ölçüldüğü olasılığın düzeyine de bağlıdır. Bağımsız değişkenlerdeki değişimin, herhangi bir tercihin seçilme olasılığı üzerine en büyük etkisi dağılımın orta noktasında ($P_i=1/2$) oluşmaktadır. (Astar, 2009: 57-58)

3.4.3. Ampirik Bulgular

Moody's, Fitch ve S&P kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'yi farklı zamanlarda ve farklı kredi derecelendirme notları ile değerlendirmektedirler. Moody's ve Fitch'in ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan bağımsız değişkenler lojistik regresyon modeli ile çeyreksel veriler kullanılarak 1999 yılı 1. çeyrek ile 2016 yılı 2. çeyrek arası dönem için analiz edilmiştir. S&P bahsedilen dönemde Türkiye'yi yatırım yapılabilir kredi notu ile değerlendirmedeği için S&P

analiz dışı bırakılmıştır. Daha önceki çalışmalarda kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde anlamlı çıkan faktörlerin yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yaptıkları not değerlendirme açıklamalarında özellikle altını çizdikleri makroekonomik göstergelerden veri seti oluşturulmuştur.

Analizlerde kullanılacak açıklayıcı değişkenler zaman serileri olduğundan durağanlıkları Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller-ADF) ve Phillips Perron birim kök testleri ile sınanmıştır. Durağanlık testlerinin uygulamasında E-views paket programı kullanılmıştır. ADF ve Phillips Perron testlerinin sıfır hipotezi serinin birim köke sahip olduğu diğer bir anlatımla durağan olmadığı, alternatif hipotezi ise serinin birim köke sahip olmadığı yani durağan olduğunu önermektedir.

GSYH: TÜİK veri tabanından alınan mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış 1998 bazlı verinin çeyrek bazda yüzdesel değişimi ile GSYH serisi oluşturulmuştur. Seri “gsyh” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.4: GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.761056	-4.096614	-3.476275	-3.16561
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.742161	-4.096614	-3.476275	-3.16561

ADF testi sonucunda “gsyh” serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde durağan olduğu görülmektedir. Phillips Perron testi sonucunda da sıfır hipotezi reddedilmektedir. Her iki test de “gsyh” serisinin durağan olduğunu göstermektedir.

Toplam yatırımın GSYH’ye oranı: TÜİK veri tabanından alınan mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış 1998 bazlı veriden toplam gayrisafi sabit sermaye oluşumu verisi alınmıştır. Bu seri aynı bazdaki GSYH serisine bölünerek yeni bir seri oluşturulmuştur. Durağanlığı sınanan seri yatırımın GSYH’ye oranının çeyrek bazda yüzdesel değişimidir. Seri “yat” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.5: Yatırım/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.548204	-3.528515	-2.904198	-2.589562
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.531035	-3.528515	-2.904198	-2.589562

ADF testi “yat” serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde durağan olduğunu göstermektedir. Phillips Perron testi sonucunda da sıfır hipotezi reddedilmektedir. Test sonuçlarına göre “yat” serisi durağandır.

Enflasyon: Enflasyon serisi, her çeyrek için ortalama enflasyon endeksinin bir önceki çeyreğe göre değişiminin hesaplamasından oluşturulmuştur. IMF finansal istatistikler veri seti kullanılmıştır. Baz yılı 2010’dur. Seri “enfimf” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.6: Enflasyon serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-3.923339	-4.118444	-3.486509	-3.171541
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-4.291826	-4.096614	-3.476275	-3.16561

ADF testi “enf” serisinin %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde durağan olduğunu göstermektedir. Phillips Perron testi sonucunda sıfır hipotezi reddedilmektedir. Her iki testin sonuçlarına göre “enf” serisi durağandır.

Ödemeler Dengesinin GSYH’ye oranı: TCMB tarafından aylık olarak açıklanan ödemeler dengesi verisi kullanılmıştır. Her çeyrek için 12 aylık ABD doları cinsinden cari açık 12 aylık ABD doları cinsinden nominal GSYH’ye bölünmüştür. Oluşturulan serinin çeyreksel bazda yüzdesel değişimlerinden yeni bir seri elde edilmiş ve bu serinin durağanlığı sınanmıştır. Seri “oded” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.7: Ödemeler Dengesi/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-8.177146	-3.528515	-2.904198	-2.589562
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.531035	-3.528515	-2.904198	-2.589562

ADF testi “oded” serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde durağan olduğunu göstermektedir. Phillips Perron testi sonucunda da sıfır hipotezi reddedilmektedir. Her iki test de göstermektedir ki; “oded” serisi birim köke sahip değildir.

Sermaye Girişlerinin GSYH’ye oranı: Her çeyrek için ödemeler dengesinin finansman tarafını oluşturan toplam dolar cinsinden yabancı para sermaye girişlerinin 12 aylık toplamının 12 aylık dolar cinsinden GSYH’ye oranı hesaplanmıştır. Her çeyrek için bulunan oranın çeyreksel bazda yüzdesel değişimleri ile yeni bir seri oluşturulmuştur ve bu serinin durağanlığı sınanmıştır. Seri “ser” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.8: Sermaye Girişleri/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron**Birim Kök Testi Sonuçları**

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-3.620455	-3.534868	-2.906923	-2.591006
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-8.208206	-3.528515	-2.904198	-2.589562

ADF testi “ser” serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde durağan olduğunu göstermektedir. Phillips Perron testi sonucunda sıfır hipotezi reddedilmektedir. Her iki test de göstermektedir ki “ser” serisi birim köke sahip değildir.

TCMB Yabancı Para Rezervlerinin Toplam Kısa Vadeli Dış Borç Stokuna oranı: TCMB altın dahil brüt yabancı para rezervlerinin ülkenin toplam kısa vadeli dış borç stokuna oranı her çeyrek için hesaplandıktan sonra çeyreksel bazda yüzdesel değişim hesaplanmıştır. Seri “rez” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.9: TCMB Yabancı Para Rezervleri/Toplam Kısa Vadeli Dış Borç**Stoku serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları**

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.249089	-4.096614	-3.476275	-3.16561
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.240692	-4.096614	-3.476275	-3.16561

ADF testi “rez” serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde durağan olduğunu göstermektedir. Phillips Perron testi sonucunda da sıfır hipotezi reddedilmektedir. Her iki test de göstermektedir ki; “rez” serisi birim köke sahip değildir.

Kamu Sektörü Dış Borç Stokunun GSYH'ye Oranı: Hazine Müsteşarlığı veri tabanından alınan 12 aylık kamu sektörü ABD doları cinsinden dış borç stokunun 12 aylık ABD doları cinsinden GSYH verisine çeyrekse olarak oranı bulunur ve her çeyrek için bir önceki çeyreğe göre yüzdesel değişim hesaplanmıştır. Seri “kamu” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.10: Kamu Sektörü Dış Borç Stoku/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-4.476897	-3.528515	-2.904198	-2.589562
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-4.485624	-3.528515	-2.904198	-2.589562

ADF ve Phillips Perron testlerinin sonuçları tabloda gösterilmiştir. Buna göre; ADF testi “kamu” serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde durağan olduğunu göstermektedir. Phillips Perron testi sonucunda da PP test istatistik değeri mutlak değer olarak kritik değerlerden büyük olduğundan sıfır hipotezi reddedilmektedir. Her iki test de göstermektedir ki; “kamu” serisi birim köke sahip değildir ve durağandır.

Özel Sektör Dış Borç Stokunun GSYH'ye Oranı: Hazine Müsteşarlığı veri tabanından alınan ABD doları cinsinden 12 aylık özel sektör dış borç stokunun 12 aylık ABD doları cinsinden GSYH verisine çeyrekse olarak oranı bulunmuştur ve çeyrekse bazda yüzdesel değişimi hesaplanmıştır. Seri “özel” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.11: Özel Sektör Dış Borç stoku/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.083954	-4.096614	-3.476275	-3.16561
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-6.125828	-4.096614	-3.476275	-3.16561

ADF testi “özel” serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde durağan olduğunu göstermektedir. Phillips Perron testi sonucunda da sıfır hipotezi reddedilmektedir. Her iki test de göstermektedir ki; “özel” serisi durağandır.

Merkezi Yönetim Borç Stokunun GSYH’ye Oranı: Hazine’nin veri tabanından alınan merkezi yönetim borç stokunun her çeyrek için GSYH’ye oranı hesaplanmıştır. Bu oran bir önceki çeyrek ile karşılaştırılarak, çeyrekse bazda yüzdesel değişimi hesaplanmıştır. Seri “merkezi” olarak adlandırılmıştır.

Tablo 3.12: Merkezi Yönetim Borç Stoku/GSYH serisi için ADF ve Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-5.976221	-4.118444	-3.486509	-3.171541
Phillips Perron Test İstatistiği	Kritik Değer %1	Kritik Değer %5	Kritik Değer %10
-4.142269	-4.096614	-3.476275	-3.16561

ADF testi “merkezi” serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde durağan olduğunu göstermektedir. Phillips Perron testi sonucunda da sıfır hipotezi reddedilmektedir. Her iki test de göstermektedir ki; “merkezi” serisi birim köke sahip değildir.

Analizde kullanılan tüm makroekonomik değişkenler durağandırlar. Çalışmanın amacı; Türkiye’nin yatırım yapılabilir ülke notuna sahip olmasında etkili olan makroekonomik değişkenlerin çeyrekse veriler ile ekonometrik analizini yaparak, hangi makroekonomik değişkenlerin Türkiye’nin spekülative kredi derecelendirme notu seviyesinden yatırım yapılabilir statüye geçmesinde etkili olduğunu tespit etmektir. Çalışmada nitel tercih modellerinden logit modeli kullanılacaktır. Bağımlı değişken $Y_i = 1$ Türkiye’nin ilgili çeyrekte yatırım yapılabilir notuna sahip olmasını, $Y_i = 0$ ise Türkiye’nin ilgili çeyrekte yatırım yapılabilir notuna sahip olmamasını göstermektedir. Bağımsız değişkenlerimiz bir önceki bölümde ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır.

Etkili açıklayıcı değişkenleri belirleyebilmek için özelden genel doğru analiz yapılmıştır. Moody's için açıklayıcı değişkenlerin teker teker analizinin yanı sıra çeşitli kombinasyonlar şeklinde logit modelleri Stata paket programı ile çözümlenmiştir. Kuruluşun, Türkiye'yi yatırım yapılabilir seviyeye yükseltirken hangi makroekonomik değişkenlere önem verdiği dair analiz sonucunda enflasyon verisi dışında hiçbir açıklayıcı değişkenin istatistiki olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Sadece enflasyon oranındaki değişim açıklayıcı değişkeni bağımlı değişkenin 1 veya 0 değerini almasında etkilidir. Ayrıca enflasyon katsayısının eksi olması da beklentilere uygundur.

Tablo 3.13: Moody's için Logit Modeli Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hatalar	Z-İstatistikleri	Olasılık
Y=1				
Enf	-31.73361	17.70404	-1.79	0.073*
Sabit	-0.586045	0.4855113	-1.21	0.227

Bağımlı Değişken: Moody's

Gözlem Sayısı: 70

$LR \chi^2_{(1)} = 6.34$

$Prob > \chi^2 = 0.0118$

Pseudo – $R^2 = 0.0943$

Log-Benzerlik = -30.428731

*: %10 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezinin reddedildiğini ifade etmektedir.

Enflasyon verisinin marjinal etki analizine bakıldığında; diğer tüm açıklayıcı değişkenler sabit tutulduğunda enflasyon oranındaki değişimde %1'lik artış bağımlı değişkenin Y=1 değerini diğer bir anlatımla yatırım yapılabilir kredi notu seviyesinde değerlendirilme ihtimalini %3,6 oranında azaltmaktadır.

Tablo 3.14: Moody's için Enflasyon Bağımsız Değişkeni için Marjinal Etki Sonuçları

Değişkenler	dy/dx	Standart Hatalar	z-İstatistikleri	Olasılık
Y=1				
Enf	-3.601218	1.34066	-2.69	0.007

Fitch için açıklayıcı değişkenlerin teker teker analizinin yanı sıra çeşitli kombinasyonlar şeklinde logit modelleri çözümlenmiştir. Kuruluşun, Türkiye'yi yatırım yapılabilir seviyeye yükseltirken hangi makroekonomik değişkenlere önem verdiğine dair analiz sonucunda enflasyon verisi dışında hiçbir açıklayıcı değişkenin istatistiki olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Sadece enflasyon açıklayıcı değişkeni bağımlı değişkenin 1 veya 0 değerini almasında etkilidir. Ayrıca enflasyon katsayısının eksi olması da beklentiler paralelindedir.

Tablo 3.15: Fitch için Logit Modeli Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hatalar	z-İstatistikleri	Olasılık
Y=1				
Enf	-27.9383	15.13219	-1.85	0.065*
Sabit	-0.474166	0.4520063	-1.05	0.294

Bağımlı Değişken: Fitch

Gözlem Sayısı: 70

$$LR \chi^2_{(1)} = 6.37$$

$$Prob > \chi^2 = 0.0116$$

$$Pseudo - R^2 = 0.0876$$

$$Log-Benzerlik = -33.183449$$

*: %10 anlamlılık düzeyinde Ho hipotezinin reddedildiğini ifade etmektedir.

Enflasyon verisinin marjinal etki analizi göstermektedir ki; diğer tüm açıklayıcı değişkenler sabit tutulduğunda enflasyon oranındaki değişimde %1’lik artış bağımlı değişkenin Y=1 değerini diğer bir anlatımla yatırım yapılabilir kredi notu seviyesinde değerlendirilme ihtimalini %3,8 oranında azaltmaktadır.

Tablo 3.16: Fitch için Enflasyon Bağımsız Değişkeni için Marjinal Etki Sonuçları

Değişkenler	dy/dx	Standart Hatalar	z-İstatistikleri	Olasılık
Y=1				
Enf	-3.832941	1.54286	-2.48	0.013

3.4.4. Modelin Sonuçlarının Değerlendirilmesi

1999 yılı 1. çeyrek ile 2016 yılı 2. çeyrek dönemi için çeyreksele veriler kullanarak hem literatür taramasında hem de kuruluşların Türkiye değerlendirmelerinde öne çıkarttıkları bağımsız değişkenlerden oluşan veri setiyle logit modeli kullanılarak Moody's ve Fitch'in Türkiye'yi yatırım yapılabilir seviyede değerlendirmelerinde (Y=1) etkili olan makroekonomik değişkenlerin ekonometrik analizi yapılmıştır. S&P anılan dönemde Türkiye'yi yatırım yapılabilir statüde değerlendirmedikten analizin içerisinde yer almamıştır.

İlk olarak Moody's için yapılan analiz sonuçlarını değerlendirilirse; veri setini oluşturan bağımsız değişkenlerin hepsi ADF ve Phillips Perron birim kök testlerinin sonuçlarına göre durağan seri özelliği taşımaktadırlar. Bu önemli kriterin sağlanması ile birlikte modelin yapısına en uygun analiz tekniği olarak logit modeli kullanılmıştır. Bağımsız değişkenlerin teker teker ve çeşitli kombinasyonlar temelinde logit model çözümlemeleri sonucunda dokuz adet açıklayıcı değişken içerisinde sadece enflasyon oranındaki değişimin %0,073 olasılık değeri ile bağımlı değişkenin alacağı değere etki ettiği görülmüştür.

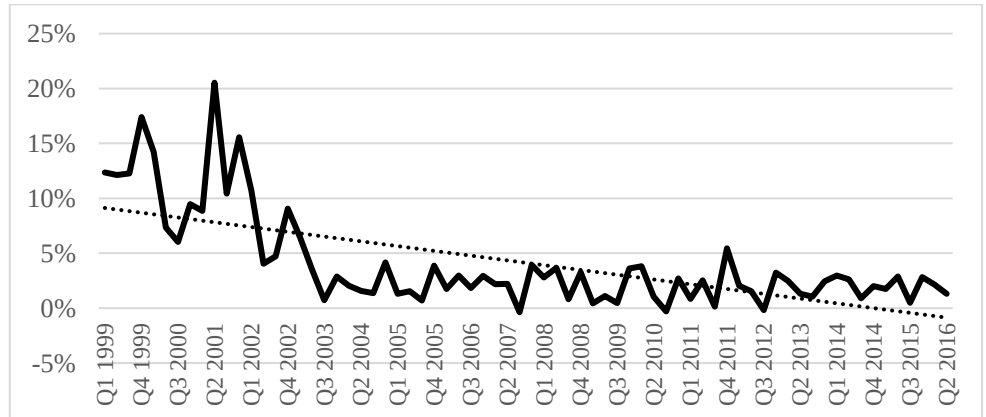
Marjinal etki analizi ise enflasyon oranındaki değişimde %1'lik artışın bağımlı değişkenin Y=1 olma ihtimalini %3,6 oranında azalttığını göstermektedir. Marjinal etki analizinin yönü ve enflasyon katsayısının aldığı negatif değer genel olarak beklentiler ile uyumludur.

Fitch için aynı veri setini kullanıp logit modeli ile çözümleme yapıldığında dokuz adet bağımsız değişken içerisinde enflasyon oranındaki değişimin %0,065 olasılık değeri ile bağımlı değişkenin alacağı değeri etkilediği görülmüştür. Marjinal etki analizi ise enflasyon oranındaki değişimde %1'lik artışın bağımlı değişkenin Y=1 olma ihtimalini %3,8 oranında azalttığını göstermektedir. Marjinal etki analizinin yönü ve enflasyon katsayısının aldığı negatif değer genel olarak beklentiler ile uyumludur.

Her iki kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye’yi yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltmesinde etkili olan faktörlerin analizi sonucunda istatistiki olarak anlamlı tek değişkenin enflasyon oranındaki değişim olduğu tespit edilmiştir. Marjinal etki sonuçlarına göre; her iki modelde göstermektedir ki; enflasyon oranındaki değişimde %1’lik artış Türkiye’nin yatırım yapılabilir ülke statüsünde değerlendirme olasılığını %3 ile %4 bandında azaltmaktadır. Enflasyon katsayısının negatif olması da genel beklentiye uygundur.

Enflasyon görünümü anlamında bakıldığında; araştırmanın kapsadığı dönemde enflasyon, diğer makroekonomik değişkenler içerisinde en ciddi iyileşmeyi göstermiş değişken olarak öne çıkmaktadır. Buna göre; enflasyon 1999 yılı 1. çeyrek ile 2002 yılı 4. çeyrek arasında ortalama çeyrek bazda %10,9 artış gösterirken, 2003 yılı 1. çeyrek ile 2011 yılı 4. çeyrek arası dönemde çeyrek bazda artış ortalama %2,2’ye gerilemiştir. Her iki kredi kuruluşunun Türkiye’yi yatırım yapılabilir statüye yükseltme kararını aldıkları dönemin biraz öncesini de kapsayacak şekilde düşünüldüğünde 2012 yılı 1. çeyrek ile 2013 yılı 4. çeyrek arasında çeyrek bazda ortalama enflasyon artışı araştırma döneminin en düşük çeyrek ortalaması olan %1,7’ye işaret etmektedir. Şekil 3.4’de de bu düşüş trendi görülmektedir. 2014 yılı 1. çeyrek ile 2016 yılı 2. çeyrek arası dönemde de çeyrek ortalama artış hafif yükseliş ile %2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şekil 3.3: Türkiye’nin Enflasyon Görünümü (%)



Kaynak: IMF Financial Statistics, <http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B&sId=1390030341854>, 10 Ağustos 2017.

SONUÇ

Yatırım yapılabilir ülke statüsünde değerlendirilmek, iç tasarruf yetersizliği sebebiyle ekonomik büyümeleri için yabancı tasarrufa ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler için önemlidir. Bu ülkeler için sadece yurtdışı tasarruflara ulaşabiliyor olmak değil aynı zamanda bu kaynakların kullanım şartları da önem taşımaktadır. Uluslararası bazı hukuki uygulamalar sebebiyle SEC tarafından NRSRO statüsündeki kredi derecelendirme kuruluşlarından alınan ülke notlarının seviyesi, ülkelerin küresel sermaye piyasalarında borçlanma şartlarını belirlemede gözardı edilmeyecek bir ağırlığa sahiptir. Ayrıca ülke kredi notu genellikle özel sektör şirketlerinin kredi notları için de bir tavan oluşturduğundan özel sektör borçlanmalarının şartlarını belirleme açısından da önem taşımaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları önce 1997 Asya krizi esnasında krize giren ülkelere vermiş oldukları yüksek kredi derecelendirme notları ve sonrasında 2008 küresel finansal krize giden süreçteki oynadıkları rol sebebiyle ciddi eleştirilere maruz kalmışlardır. Buna karşın, finansal liberalizasyon ile borçlanma piyasalarının önemli borçlanıcıları olan gelişmekte olan ülkelerdeki bilgi asimetrisine karşı kredi derecelendirme notları yabancı yatırımcılar tarafından halen önemli bilgi kaynağı olarak görülmektedirler.

Türkiye’de 1989 yılı itibariyle başlayan finansal liberalizasyon sürecinin yabancı sermayenin ülkeye girişine serbestlik kazandırmasını takiben kredi derecelendirme kuruluşları ile ilişki kurulmaya başlanmıştır. S&P ve Moody’s ilk değerlendirmelerinde ülke notunu yatırım yapılabilir statüde açıklarken, Fitch 1994 krizi etkisiyle ilk notu spekülative seviyede ilan etmiştir. 1994 krizini takiben hem S&P hem de Moody’s ülke notunu spekülative seviyeye indirmiştir. Yaklaşık 20 yıl sonra 5 Kasım 2012’de Fitch ve sonrasında 16 Mayıs 2013’de Moody’s ülke notunu yatırım yapılabilir statüye yükseltmiştir. Finans literatüründe “siyah kuğu” olarak adlandırılan olay tanımına uyan 15 Temmuz darbe teşebbüsünü takiben Moody’s ve Fitch ülke notunu yeniden spekülative seviyeye indirmişlerdir. S&P, 1994 krizi sonrasında ülke notunu bir daha yatırım yapılabilir seviyede değerlendirmemiştir.

Yatırım yapılabilir statüde olmak özellikle yabancı yatırımcılar için hem kanuni gerekleri sağlaması hem de ülkenin temerrüt riskinin azaldığını işaret etmesi nedeniyle bir eşik değer olarak görülmektedir ve ülkelerin borçlanma maliyetlerini önemli derecede düşürmektedir. Çalışmada yer verilen Jaramillo ve Tedaja'nın araştırmasının sonucuna göre, ülkelerin spekülasyon seviyeden yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesi durumunda görece risk primlerinde makroekonomik göstergelerin işaret ettiği seviyeye göre %36'lık bir gerileme görülmektedir. Bu durum, yatırım yapılabilir statünün yatırımcıya ülke ekonomisinin genel gücüne ilişkin makroekonomik göstergelerin işaret ettiği bilginin üzerinde bilgi taşıması olarak yorumlanmıştır. Türkiye yüksek büyüme performansını korumak isteyen fakat bunu sağlamak için iç tasarrufları yetersiz geliştirmekte olan bir ülke olarak uygun koşullarda yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadır. 20 yıl sonra elde edilen yatırım yapılabilir ülke statüsünün 3-4 yıl içerisinde kaybedilmiş olması Türkiye'nin bu notu almasında etkili olan makroekonomik değişkenlerin analizinin gereğini ortaya koymaktadır. Makroekonomik değişkenlerin tespiti önümüzdeki dönem için makroekonomi politikalarının dizaynı açısından önem arz etmektedir. Bu bağlamda; çalışmanın amacı yatırım yapılabilir statüye ulaşmamızda etkili olan makroekonomik değişkenleri tespit edip, bunun paralelinde makroekonomi politika önerisi sunmaktır.

Hem literatür taramasında öne çıkan hem de kuruluşların açıklamalarında özellikle üzerinde durdukları makroekonomik göstergeler temelinde çeyreksele verilerle 1999 yılı 1. çeyrek ile 2016 yılı 2. çeyrek dönemi için dokuz adet bağımsız değişkenden oluşan veri seti oluşturulmuştur. Yapılan ekonometrik analizler sonucunda hem Moody's hem de Fitch'in Türkiye'yi spekülasyon seviyeden yatırım yapılabilir seviyeye çıkarmalarında sadece enflasyon bağımsız değişkeninin istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye'nin enflasyon ile mücadelesinde katettiği yol düşünüldüğünde; araştırmanın kapsadığı dönemde enflasyon diğer makroekonomik değişkenler içerisinde en ciddi iyileşmeyi göstermiş değişken olarak öne çıkmaktadır. Buna göre; enflasyon 1999 yılı 1. çeyrek ile 2002 yılı 4. çeyrek arasında ortalama çeyrek bazda %10,9 artış gösterirken, 2003 yılı 1. çeyrek ile 2011 yılı 4. çeyrek arası dönemde çeyrek bazda artış ortalama %2,2'ye gerilemiştir. Her iki kredi kuruluşunun Türkiye'yi yatırım yapılabilir statüye

yükseltme kararını aldıkları dönemin biraz öncesini de kapsayacak şekilde düşünüldüğünde 2012 yılı 1. çeyrek ile 2013 yılı 4. çeyrek arasında çeyrek bazda ortalama enflasyon artışı araştırma döneminin en düşük çeyrek ortalama olan %1,7'ye işaret etmektedir. Şekil 3.4'de de bu düşüş trendi görülmektedir. 2014 yılı 1. çeyrek ile 2016 yılı 2. çeyrek arası dönemde de çeyrek ortalama artış hafif yükseliş ile %2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Dokuz adet makroekonomik değişken içerisinde sadece enflasyon açıklayıcı değişkeninin istatistiki olarak anlamlı çıkması önemlidir ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon ile yıllarca süren mücadelesini daha da anlamlı kılmaktadır.

Önceki bölümde değinildiği üzere; enflasyon ekonomide birçok dengesizliğe sebep olduğu gibi aynı zamanda ekonomideki birçok dengesizliği de yansıtmaları sebebiyle ülkelerin makroekonomik performanslarının değerlendirilmesinde en fazla dikkate alınan göstergelerdendir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomi gündeminde fazlasıyla yer tutan enflasyonun sebepleri iktisat yazınında en fazla tartışmanın yaşandığı konulardan biri olarak öne çıkmaktadır. İlgili bölümde sıralandığı gibi; enflasyonu açıklayan birçok teori bulunmaktadır fakat bu teoriler genellikle gelişmiş ülke ekonomilerinin dinamikleri üzerinden enflasyonu açıklamaktadır. Yapısalcı yaklaşım, gelişmiş ekonomilerdeki enflasyon probleminin nedenlerini analiz eden teorilerden farklı olarak gelişmekte olan ekonomilerde görülen enflasyon probleminin nedenleri üzerine yoğunlaşmaktadır. Yapısalcı yaklaşım, gelişmiş ekonomilerde, sektörlerin dengeli ve bütünleşmiş ekonomik yapılar vasıtasıyla piyasalardan gelen sinyalleri gayet hızlı ve net bir şekilde kavrandığını ve bu sinyallere göre kaynakları verimli/etkin şekilde dağıttıklarını ifade eder. Etkin piyasalar çerçevesinde toplam arz ve toplam talebin birbiriyle etkileşimindeki aksaklıklar enflasyon problemine sebep olur.

Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerdeki enflasyon problemi toplam arz/toplam talep koşulları ve daha bütüncül bir yaklaşım üzerinden tanımlanabilirken, gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon problemi sektörel arz talep ve sektörel darboğazlar/kısıtlar üzerinden parçalara ayrılmış bir yapı üzerinden tanımlanabilir. Diğer bir anlatımla, yapısalci yaklaşıma göre; gelişmekte olan ülkelerde, sektörlerin yapısal olarak karşı karşıya bulundukları kısıtlar ve darboğazlar enflasyonun ana sebebini oluşturmaktadır. Kısıtlar dört ana başlık altında toplanmaktadır. Bunlar; tarım sektöründeki tıkanıklıklar, kaynak açığı, döviz kaynak kısıtı ve diğer yapısal kısıtlardır.

Tarım sektöründeki tıkanıklıklar: Gelişmekte olan ülkelerde birçok yapısal faktör sebebiyle gıda arzının artış hızı gıda talebinin artış hızının gerisinde kalmaktadır. Bu yapısal faktörlerin önde gelenleri; aksak toprak sahipliği, teknolojik gerilik, gıda üretiminin hava koşullarına bağımlılığı, yetersiz yatırım, hızlı kentleşme olarak sıralanabilir. Bunlara ek olarak; gıda piyasasının manipülasyona açık olması ve piyasadaki aracılardan denetiminin sağlıklı yapılmaması sorunun çözümünü daha zor bir hale getirmektedir. Gıda kaleminin gelir seviyesi düştükçe enflasyon sepetinde ağırlığı artarken, enflasyon üzerindeki baskısı daha da güçlenmektedir. Türkiye'deki duruma baktığımızda; gıda ürünleri enflasyon sepeti içerisinde %23'lük pay ile en yüksek ağırlığa sahiptir. Türkiye'de enflasyon üzerindeki en önemli baskı unsurlarının başında gıda enflasyonu gelmektedir. Alınan tüm önlemlere rağmen sorun çözümden uzak görünmektedir.

Kaynak açığı: Gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün finansman kısıtı olduğundan ülkenin büyümek için ihtiyaç duyduğu yüksek maliyetli altyapı yatırımları kamu sektörü tarafından üstlenilir. Sosyoekonomik ve politik sebepler yüzünden gelişmekte olan ülkelerin kamu kesimi vergi toplama konusunda çok başarılı olamamaktadır. Bu sebepten, kamu kesimi, altyapı yatırımlarının finansmanı için borçlanmasını artırmak ve/veya para basmak zorunda kalmaktadır. Bu durum, yıllarca devam eden kamu finansman açığı sıkıntısına sebep olmaktadır. Kamu finansman açığı para arzını büyütürken ekonomide enflasyon problemi yaratmaktadır. Ayrıca, kaynak kısıtı olan özel sektöre kredi sağlama maksatlı da para arzında büyüme gözlemlenmektedir.

Türkiye 2001 krizi ve öncesinde yaşadığı krizlerin temel nedenlerinden biri yüksek kamu açıkları ve kamunun finansman açığını finanse etme yönteminin piyasalar üzerinde yarattığı faiz baskısı idi. 2001 krizi sonrasında kamu maliyesi disiplin altına alınmış ve para arzının harcamaları finanse etmek için ölçüsüz şekilde genişletilmesine son verilmiştir. Diğer yandan, özel sektörün kaynak kısıtı ülkenin tasarruflarının yetersiz olması nedeniyle devam etmektedir. Kamu sektörü özellikle 2013 yılından bu yana özel sektör yatırımlarındaki büyüme hızının yavaşlaması ile GSYH büyümesini desteklemek için harcamalarını reel bazda artırmaktadır. Ayrıca, özel sektöre verilen çeşitli teşviklerle kredi stokunun mevduata oranı %150 seviyelerine ulaşmıştır. Özel sektör bu teşviklerinin büyük bir bölümünü yatırım kapasitelerini ve bu anlamda ülkenin potansiyel büyüme oranının destekleyecek harcamalara yöneltmek yerine ithal tüketime ve üretime katkısı olmayan yatırım tercihlerine yönlendirmiştir.

Döviz kaynak kısıtı: Gelişmekte olan ülkelerin sanayileşme çabaları sermaye malları ve ara malların ithalatını zorunlu hale getirmektedir. Yüksek ithalatın finansmanını karşılamada yetersiz kalan katma değeri düşük ihracat kapasiteleri, ülkenin döviz darboğazı yaşamasına sebep olmaktadır. İhracatı teşvik etmek amaçlı yapılan devalüasyonlar da kur geçişkenliği üzerinden enflasyonu artırıcı etkiye bulunmaktadır. Ülke, yaptığı ithalatı verimli bir şekilde yatırıma dönüştürüp ihracat kapasitesini artırmada ve ihracata odaklı büyüme modeline geçmekte başarısız olursa ithalata bağımlı üretim modeli ülkenin ödemeler dengesini bozup, dış borç stokunun artmasına sebep olacaktır. 2008-2009 döneminde küresel krize karşı önde gelen merkez bankalarınca uygulanan ultra genişlemeci politikalar sonucu küresel likidite imkânları artmıştır. Artan küresel likidite imkânları yerel paraların değer kazanmasına ve gelişmekte olan ülkelerin görece ucuzlayan ithalatı yerel üretime tercih etmesine sebep olmuştur. Güçlenen yerel paralar ülkelerin dış ticaret dengesini bozmakla kalmamış aynı zamanda ucuzlayan küresel likidite geliştirmekte olan ülkelerin yabancı para cinsinden borçlanmalarını rekor seviyelere taşımıştır.

2013 yılı Mayıs ayı sonrasında FED'den gelen işaretler bol para döneminin kademeli de olsa da son bulacağını gösterirken, ucuz borçlanma imkânları sayesinde büyüme performanslarını potansiyel büyümelerinin bir hayli üzerine taşıyan gelişmekte olan ülkelerin büyüyen dış borç stokları ve cari açıkları ile artan kırılganlıkları tartışılmaya başlanmıştır. 2013 yılı ikinci yarısı itibariyle sermaye girişlerinin veya çıkışlarının oynak seyri ülkelerin yerel paralarını ve finans piyasalarını baskılamaya başlamıştır. Yerel paralarda ve finans piyasalarındaki sağlıksız olarak nitelendiren oynaklığın ekonominin tümüne sirayet edeceği ve kur geçişkenliği ile de fiyat istikrarını tehdit eder bir hale evrileceği öngörülmüştür. Belirtmek gerekir ki; yabancı yatırımcılar küresel sermayenin sıkışıklık gösterdiği zamanlarda öncelikle yabancı para yükümlülüğü fazla olan ülkeler için risk algılarını yükselterek, bu ülkelerdeki varlıklarını azaltırlar. Yabancı yatırımcıların bu tercihi de yerel para üzerinde baskı kurarak yerel paranın değer kaybetmesine sebep olur. Değer kaybeden yerel para ise kur geçişkenliği ile enflasyonun artmasını tetikler. Görüldüğü üzere; ülkenin dış dünyaya sorumluluklarının fazla olması, yabancı sermayenin risk algısının bozulduğu zamanlarda kur geçişkenliği vasıtasıyla enflasyonu artırıcı yönde etki etmektedir. Bu süreç aynı zamanda ülkenin finansal istikrarını bozma tehlikesini taşımaktadır. TCMB, özellikle 2013 yılı sonrasındaki resimde fiyat istikrarından ayrı düşünilemeyen finansal istikrarı korumayı amaçlayan çeşitli makro ihtiyati tedbirler almıştır. Belirmek gerekir ki; küresel risk iştahının azaldığı dönemlerde yabancı sermayenin Türk varlıklarını tercih etmemesinde temel nedenleri olarak döviz kısıtının yansımaları olan cari açığındaki yüksek ve yapışkan görüntü ile dış borç stokunun yüksekliği öne çıkarılmaktadır.

Diğer yapısal faktörler: Bu faktörler, gelişmekte olan ülke vatandaşlarının uzun yıllar enflasyon ile yaşamaları sonucunda edindikleri alışkanlıkların toplamı olarak görülebilir. Enflasyonun ekonomide yarattığı belirsizlik sonucunda bu ülkelerde girişimcilik güçlü değildir. İnsanlar yatırım yaparak bir risk almaktansa, tasarruflarını daha sağlam olduklarını düşündükleri, arsa, gayrimenkul, kıymetli madenler ve yastık altı döviz/altın gibi üretken olmayan alanlarda değerlendirir. Ekonomik birimlerin bu tercihleri ülkenin kısıtlı tasarruflarının yatırım kapasitesini

artırmak için değerlendirilmesini engellerken, arz kısıtının varlığını sürdürerek enflasyon yaratmaya devam etmesine sebep olmaktadır.

Türkiye’de de gözlemlediğimiz üzere uzun yıllar enflasyon ile yaşanılması sonucunda insanlar para politikası yapıcılarının ifadelerinden çok kendi beklentileri üzerinden aksiyon almaktadırlar. Bu durum enflasyondaki katılığın en önemli sebeplerinden birini oluşturmaktadır. İfade etmek gerekir ki; beklentiler kanalıyla yaratılan enflasyon ile savaş topyekün ve ciddi bir çaba gerektirir. Bu çerçevede, ekonomik aktörlerin, kamu otoritelerinin enflasyon ile mücadeledeki kararlılığı konusunda ikna olması enflasyon ile mücadelede temel şarttır. Ekonomik aktörlerin para politikası çerçevesine ve açıklanan hedeflere güvenleri yoksa hedefler paralelinde hareket etmeyeceklerinden hedefe ulaşmak daha da zorlaşacaktır. Beklentilerdeki katılığı kırmak ve beklentileri yönetir hale gelmek Merkez Bankaları açısından ciddi önem taşımaktadır. Beklentilerdeki bu katılık yıllarca yüksek enflasyon ile yaşamının ve uygulanan politikaların bu durumu bertaraf edemediğinin görülmesi sonucunda oluşmuştur. Yapısalcı yaklaşımın enflasyonun sebepleri olarak altını çizdiği noktalar, ekonomide üretim yapısından, ödemeler dengesine, tasarruf tercihlerine kadar birçok dengesizliğe işaret etmektedir. Bu çerçevede, enflasyonunun ortaya çıkma nedenleri yapısal anlamda birçok makroekonomik göstergenin birleşimidir.

Enflasyonun oluşmasında etkili makroekonomik dengesizliklerin yanı sıra enflasyonun diğer makroekonomik göstergeler üzerindeki bozucu etkisi de önemlidir. Enflasyon özellikle ekonomik birimlerin karar alma süreçlerini olumsuz etkilemektedir. Yatırımcı yatırım kararı verirken, ekonominin 5-10 yıllık döneminin yaklaşık seyrini tahmin etmek ister. Enflasyonun yarattığı belirsizlik, tahmin yapmayı güçleştirip hatta bir noktada imkânsız hale getiriyorsa bu durumda yatırımcı yatırım kararını erteleme ve hatta iptal etme tercihini kullanabilir. Bu durumda ekonomik büyüme ve akabinde de istihdam sekteye uğrayacaktır. Kaynakların enflasyonun yarattığı belirsizlik ortamında yatırım yerine daha fazla getiri imkânı sunan yabancı paraya veya gayrimenkule kaydığı görülmektedir. Bu durum da orta uzun vadede ülkenin büyüme potansiyelini düşürme riskini taşımaktadır.

Yüksek enflasyon ülkedeki gelir dağılımını bozarak, genel refah seviyesini de düşürücü etkide bulunur. Yüksek enflasyon sonucunda artan faizler finans sektörü açısından da kaynakların verimli kullanılmasını engellemektedir. Özellikle enflasyonist dönemlerde insanların yerel paradan kaçıp daha güvenli gördükleri yabancı paraya geçiş yaptıkları görülmektedir. Bu tercih, para politikasının etkili olmasını engelleyen en önemli sebeplerden biridir. Parasal aktarım mekanizmasının etkisini azaltarak para politikasının makroekonomik göstergeleri etkileme gücünü sekteye uğratır.

Genel olarak hem sebepleri hem de diğer makroekonomik göstergeler üzerinde yarattığı olumsuzluklarla enflasyon özellikle gelişmekte olan ülkelerin en önemli yapısal sorunlarının başında gelmektedir. Bu çerçevede, ekonominin genel resmini gayet sağlıklı bir şekilde özetleyen bu yapısal sorunun çözülmemesi diğer makroekonomik göstergelerin de bu sorundan etkilenmesine sebep olacaktır. Enflasyon gelişmelerinin yakından takip edilmesinin ve sorunun çözümüne yönelik gerekli makroekonomik politikaların uygulanmasının çok önemli olduğuna inanmaktayız. Enflasyon çok yönlü bir sorun olduğundan, enflasyon ile savaş ekonomik aktörlerin ve karar vericilerin koordineli bir şekilde hareket etmesini gerektirir. Sadece Merkez Bankası'nın para politikası uygulamaları ile çözülemez.

Sebepler bazında incelediğimizde; tarım sektöründe reform yapılması, sektörün hava koşullarına bağımlılığının minimuma indirilmesi ve bu çerçevede ileri teknoloji kullanılması gıda arz güvenliğini sağlamak açısından önem arz etmektedir. Kaynak kısıtı ile ilgili olarak alınacak önlemler de çok boyutludur. Daha rasyonel hareket ettiğine inanılan özel sektörün ekonomideki ağırlığının artırılması ülkenin kaynaklarının daha verimli kullanılması amacına hizmet edecektir. Kamunun yüksek kamu açıkları finanse etmesi sonucu oluşan özel sektörü dışlama etkisinin azaltılması piyasalardaki baskıyı azaltıp özel sektörün daha uygun maliyetler ile ülkenin kaynaklarına ulaşmasını sağlayacaktır. Bu da özel sektörü yatırımlarını artırıp ülkenin potansiyel büyümesine katkıda bulunmasına destek olacaktır. Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından olan ithalat bağımlılığı, yapışkan cari açık ve yüksek dış borç sorunu disiplinli ve ilgili tüm ekonomi birimlerinin koordineli çalışmasını

öngören sanayide dönüşüm süreci ile ortadan kaldırılabilir. Beklentiler kanalıyla oluşan enflasyon sorunu ile ilgili olarak; ekonomi birimleri enflasyon ile mücadele konusunda koordineli bir şekilde hareket etmeli ve enflasyon ile mücadeledeki topyekûn kararlılık kamuoyunu ikna edecek açıklıkta ilan edilmelidir.



KAYNAKÇA

Afonso, António,
Furceri, Davide,
Gomes Pedro:

“Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages- Application to European Data”, **European Central Bank: Working Paper Series**, No: 1347, 2011, pp. 9-20.

Afonso, António,
Gomes, Pedro,
Rother, Philipp:

“What ‘Hides’ Behind Sovereign Debt Ratings?”, **European Central Bank: Working Paper Series**, No: 711, 2007, pp. 4-30.

Afonso, António, Gomes,
Pedro, Rother Philipp:

“Short and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings”, **International Journal of Finance and Economics**, 16(1), 2011, pp. 3-14.

Afonso, António:

“Understanding the Determinants of Government Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies”, **Department of Economics and Research Center on the Portuguese Economy (CISEP)**, 2002, pp. 1-29.

Aktan, Çoşkun Can:

“Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, No:1, 2010, ss. 169-170.

Aldrich, John H., Nelson,
Forrest D.:

Linear Probability, Logit, and Probit Models: Series Quantitative Applications in Social Sciences, New Delhi: Sage Publications, 1984, pp. 15-26.

Alexe S., Hammer, P. L.,
Kogan A., Lejeune, M.A.:

“A non-recursive regression model for country risk rating”, **Rutgers Center for Operations Research Rutgers University, New Jersey**, RRR 9-2003 pp. 9-21.

Alsakka Rasha, Gwilym ap
Owain

“Sovereign Ratings and Migrations: Emerging Markets”, **Bangor Business School Working Paper**, Financial Studies Division, Prifysgol Bangor University March 2010, BBSWP/10/09, pp. 1-21.

Astar, Melek:

OECD Ülkelerinde Taylor Kuralı’nın Geçerliliğinin Logit Modelleri ile İncelenmesi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, Ekonometri Bilim Dalı, İstanbul, 2009, ss.55-57.

- Archer, Candace C., Biglaiser, Glen, DeRouen, Karl Jr.: "Sovereign Bonds and the "Democratic Advantage": Does Regime Type Affect Credit Rating Agency Ratings in the Developing World?", **International Organization**, Vol: 61(2), 2007, pp. 341- 365.
- Ardıç, Hülya: **1994 ve 2011 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara, 2004, ss. 82-153.
- Arezki, Rabah, Candelon, Bertrand, Sy, Amadou N. R.: "Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis", **International Monetary Fund Working Paper**, 2011, pp. 1-27.
- Baum, Christopher F., Karpava, Margarita, Schafer, Dorothea, Stephan, Andreas: "Credit Rating Agency Announcements and the Eurozone Sovereign Debt Crisis", **Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung**, 2013, pp. 3-17.
- Bissoondoyal-Bheenick, Emawtee, Brooks, Robert: "The impact of sovereign rating changes on the stock market. An analysis using alternative modelling techniques", (Çevrimiçi) http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012_0083_fullpaper.pdf, 3 Nisan 2013
- Bissoondoyal-Bheenick, Emawtee: "An analysis of the determinants of sovereign ratings", **Global Finance Journal**, Vol: 15(3) 2005, pp. 251-280.
- Borio, Claudio, Packer, Frank: "Assessing new perspectives on country risk", **BIS Quarterly Review**, 2004, pp. 46-65.
- Brunnermeier, Markus K.: "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 23(1), 2009, pp. 77-100.
- Brooks, Robert, Faff, Robert W., Hillier David, Hillier, Joseph: "The national market impact of sovereign rating changes", **Journal of Banking&Finance** 28 (2004), August 2002, pp. 233-249.

- Butler, Alexander W.,
Fauver, Larry: "Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings", **Financial Management**, Vol: 35(3), 2006, pp. 53-79.
- Calvo, Guillermo A.,
Mendoza, Enrique G.: "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Market", **Institute for Empirical Macroeconomics Federal Reserve Bank of Minneapolis**, Minnesota, Discussion Paper 120, 1997, pp. 1-45.
- Cantor, Richard,
Packer, Frank: "Determinants and Impact of Sovereign Ratings", **FRBNY Economic Policy Review**, Vol: 2(2), 1996, pp. 37-54.
- Coval, Joshua D.,
Jurek, Jakub,
Stafford, Erik: "The Economics of Structured Finance", **Harvard Business School: Working Paper**, 09-060, 2008, pp. 2-5.
- Çiçek, Macide: "Paranın Miktar Teorisi ve Türkiye’de Geçerliliği", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.16, 2011, ss. 88.
- Danışman, A.Ümit, **24 Ocak İstikrar Tedbirlerinin ihracatımızda Doğurduğu Yapısal Değişmeler Üzerine Bir Araştırma**, 1. bs, Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, 1986, ss.24-25.
- Dünya Gazetesi "Moody’s Yeni Bir Not Artırımı için Ne Dedi?", (Çevrimiçi), <http://www.dunya.com/moodys-yeni-bir-not-artirimi-icin-ne-dedi-192308h.htm>, 22 Aralık 2013.
- Erdoğan, Ekrem,
Ak M. Zeki: "Neo-Liberal Ekonomik Dönüşüm ve Sendikalar", **Kamu-iş**, Cilt: 7(2), 2003, ss. 1-13.
- Ferri G.,
Liu, L.-G.,
Stiglitz, J. E.: "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis", **Economic Notes: Economic Review of Banca Monte dei Paschi di Siena Spa**, Vol: 28(3), 1999, pp. 335-355.
- Gande, Amar,
Parsley, David C.: "News spillovers in the sovereign debt market", **Journal of Financial Economics**, Vol: 75(3) 2005, pp. 691-734.

- Gujarati, Damodar N.: **Basic Econometrics**, 1. ed., New York, McGraw-Hill Higher Education, 2004, pp. 545-555.
- Güriş, Selahattin, Çağlayan, Ebru: **Ekonometride Temel Kavramlar**, 3. bs., İstanbul, Der Yayınevi, 2005, ss.687.
- Haque, Nadeem U., Mark, Nelson, Mathieson, Donald J.: “The Relative Importance of Political and Economic Variables in Creditworthiness Ratings”, **IMF Working Paper**, 1998, pp. 1-13.
- Hazine Müsteşarlığı: “Temel Tanımlar”, (Çevrimiçi): <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Gr9i93osrUr1liQiVYj1mA==H7deC+LxBI8=&nm=495>, 28 Mart 2016.
- Hosmer, David W., Lemeshow, Stanley: **Applied Logistic Regression**, 3. ed., Wiley Publications, 2000.
- IMF: “Recovery Strengthens, Remains Uneven”, **World Economic Outlook (WEO)**, 2014, pp.15.
- Ioannou, Stefanous: “The Political Economy of Credit Rating Agencies. The Case of Sovereign Ratings”, (Çevrimiçi), http://www.boeckler.de/pdf/v_2013_10_24_ioannou.pdf, 18 Haziran 2015.
- Jaramillo, Laura, Tejada, C. Michelle: “Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?”, **IMF Working Paper**, 2011, pp. 1-18.
- Jaramillo, Laura: “Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets”, **IMF Working Paper**, 2010, pp. 1-22.
- Kaminsky, G. Laura, Schmukler, L. Sergio: Short Run Pain Long Run Gain: The Effects of Financial Liberalization, **IMF Working Paper**, 2003, pp. 1-59.
- Kaminsky, Graciela L., Schmukler, Sergio L.: “What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis”, **Journal of International Money and Finance**, Vol: 18(4), 1999, pp. 1-22.

Karataş, Togan

Küreselleşme Sürecinde Finans Kapitalin Yükselişi Ve 2007 – 2009 Dünya Ekonomik Krizi, Yayınlanmamış Yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı, İstanbul, 2011, ss. 66-77.

Katz, Jonathan, Salinas, Emanuel, Stephanou, Constantinos:

“Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions”, **The World Bank Group: Financial and Private Sector Development Vice Presidency**, Vol: 8, 2009, pp. 3-6.

Kräussl, Roman:

“Do Changes in Sovereign Credit Ratings Contribute to Financial Contagion in Emerging Market Crises?”, **Center for Financial Studies**, Vol: 22, 2003, pp. 1-45.

Kudva, Roopa:

“Issuer-pays model ensures ratings are available to the entire market”, (Çevrimiçi), http://articles.economictimes.indiatimes.com/2010-05-6/news/27585572_1_rating-agencies-downgrades-issuer, 2010, 10 Kasım 2012.

Kudva, Roopa:

“A business model for rating agencies: Learning from the CRISIL experience”, (Çevrimiçi), http://siteresources.worldbank.org/FINANCIAL_SECTOR/Resources/Session5_RoopaKudva_presentation.pdf, 2011, 12 Aralık 2012.

Mellios, Constantin, Paget-Blanc, Eric:

“Which Factors Determine Sovereign Credit Ratings?”, **The European Journal of Finance**, Vol: 12(4), 2006, pp. 361-377.

Monfort, Briec, Mulder, Christian:

“Using Credit Ratings for Capital Requirements on Lending to Emerging Market Economies: Possible Impact of a New Basel Accord”, **IMF Working Paper**, No:00/69, 2000, pp. 10-28.

Moody’s Investors Service:

“Rating Methodology: Sovereign Bond Ratings”, (Çevrimiçi), https://www.moody.com/research/Moodys-updates-its-Sovereign-Bond-Ratings-Methodology-with-Minor-Changes--PR_359566?WT.mc_id=AM~RmluYW56ZW4ubmV0X1JTQl9SYXRpbmdzX05ld3NfTm9fVHJhbnNsYXRpb25z~20161222_PR_359566, 23 Temmuz 2015.

- Moody's History: "Moody's History: A Century of Market Leadership" (Çevrimiçi)
<http://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx>, 03 Aralık 2012.
- Mulder, Christian, Perrelli, Roberto: "Foreign Currency Credit Ratings for Emerging Market Economies", (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Foreign-Currency-Credit-Ratings-for-Emerging-Market-Economies-15318>, 02 Ocak 2017.
- OECD Hearings: "Competition and Credit Rating Agencies", (Çevrimiçi),
<http://www.oecd.org/competition/sectors/46825342.pdf>, 29 Temmuz 2012.
- Parker, Ed, Rawkins, Paul: **Full Rating Report**, Fitch Ratings, 2012 pp.1-3.
- Panth, Prabha "Structural Theory of Inflation",
<https://www.slideshare.net/ppanth/structuralist-theory-of-inflation>, 2016, 01.05.2017.
- Pukthuanthong-Le, Kuntara, Elayan, Fayez A., Rose, Lawrence: "Equity and Debt Market Responses to Sovereign Credit Ratings Announcement", **Global Finance**, Vol: 18(1), 2007, pp. 3-33.
- Reisen, Helmut, Von Maltzan, Julia: "Boom and Bust and Sovereign Ratings", **International Finance**, Vol: 2(2), 1999, pp. 273-293.
- Reisen, Helmut: "Ratings Since the Asian Crisis", **OECD Development Centre, Working Paper**, 214, 2003, pp. 7-9.
- S&P: "A History of S&P", (Çevrimiçi),
<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>, 03 Aralık 2012.
- S&P: "Credit Ratings Definitions&FAQs", (Çevrimiçi),
<http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us/>, 05 Aralık 2012.

Samantaraya, Amaresh,
Verrier, Jeanne:

“Do Macroeconomic Indicators Explain India's Sovereign Ratings? An Empirical Analysis”, **The Journal of Applied Economic Research**, Vol: 3(3), 2009, pp. 193-221.

Steiner, Manfred,
Heinke, Volker G.,:

“Event Study Concerning International Bond Price Effects of Credit Rating Actions”, **International Journal of Finance and Economics**, Vol: 6(2), 2001, pp. 139-157.

Stiglitz, E. Joseph:

“The Anatomy of a Murder: Who Killed American Economy?” **Critical Review: A Journal of Politics and Society**, Vol: 21 (2-3), 2009, pp. 329-339.

Sylla, Richard:

“A Historical Primer on the Business of Credit Ratings”, Department of Economics, Stern School of Business, New York, March 2001, (Çevrimiçi)
http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/historical_primer.pdf, s. 2-23, 12 Temmuz 2013.

TCMB:

“Ödemeler Dengesi İstatistikleri’ ne İlişkin Yöntemsel Açıklama”, (Çevrimiçi), http://hakan.hozyildiz.com/file/resource/141717,2899_odemldengtcmb.pdf, 2013, 07 Haziran 2015.

TCMB:

“Enflasyon” (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/33b1cba7-cb43-4dc5-bb5c-e6e3960ef964/enflasyon.pdf?CACHEID=33b1cba7-cb43-4dc5-bb5c-e6e3960ef964&MOD=AJPERES>, 2004, 26 Nisan 2015.

TCMB:

“Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b9659002-b4e9-4344-8ef8-dab79aed7a24/DUY2005-56.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=b9659002-b4e9-4344-8ef8-dab79aed7a24>, 2006, 19 Nisan 2016.

- Tellalbaş, Işıl: **Sermaye Birikimi ve Finansallaşma: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans ve Bankacılık, İstanbul, 2011, ss. 51.
- Totonchi, Jalil: “Macroeconomic Theories of Inflation”, **2011 International Conference on Economics and Finance Research IPEDR**, Vol.4, 2011, pp.459-460.
<http://www.avrupabulteni.com/print.php?type=1&id=44395>, (Çevrimiçi) 2 Aralık 2015.
- Türkiye Ekonomisinin Kırılma Noktası: 24 Ocak İstikrar Kararları: <http://www.avrupabulteni.com/print.php?type=1&id=44395>, (Çevrimiçi) 2 Aralık 2015.
- U.S. Securities and Exchange Commission “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets”, (Çevrimiçi)
<https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, 14 Şubat 2016.
- White, Lawrence J.: “The Credit Rating Agencies: How did we get here? Where Should we go?”, (Çevrimiçi), <https://www.competitionpolicyinternational.com/assets/Uploads/WhiteAPR-2.pdf>, 30 Mayıs 2015.
- Yeldan, A. Erinç: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, 15. bs, İstanbul, İletişim Yayınları, 2011, ss. 29.
- Yeldan, A. Erinç: Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007 Krizi
http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/13372/Kapitalizmin_Yeniden_Finansallasmasi_ve_2007_Krizi.html, 02 Ekim 2008
- Yılmaz, Ahmet, Uçak, Ayhan: “Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Sürecinin Eleştirel Bir Değerlendirmesi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, Cilt: 23(2), 2012, ss. 69-70.

ÖZGEÇMİŞ

1979 yılında İstanbul'da doğdu. İlkokul eğitimini, Şişli Terakki Vakfı ilkokulunda, ortaokul ve lise eğitimini ise Kadıköy Anadolu Lisesi'nde tamamladı. Boğaziçi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat bölümünden 2002 yılında mezun oldu. Boğaziçi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Anabilim Dalında yüksek lisans eğitimini 2004 yılında tamamladı. Mezuniyet sonrasında profesyonel kariyerine, yurtdışında başladı ve sonrasında, 2006 yılında Türkiye'de, OYAK Yatırım A.Ş.'de ekonomist olarak görev aldı. Aynı zamanda, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim dalında doktora eğitimine başladı. OYAK Yatırım A.Ş. sonrasında 2013 yılında Ata Holding bünyesinde yer alan, Ata Yatırım'da başekonomist olarak görev aldı. 2014 yılında Şeker Yatırım A.Ş.'ye başekonomist olarak geçti ve 2016 yılından itibaren, Şekerbank T.A.Ş.'de başekonomist pozisyonunda çalışmaktadır.