

**T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

**ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ
BELİRLENMESİNDE KULLANILAN GÖSTERGELERİN
ETKİLERİ: G-20 ÜYELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

**DOKTORA TEZİ
Mahmut Kadir İŞGÜVEN**

**Enstitü Anabilim Dalı: ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN
Enstitü Bilim Dalı: ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Selami ÖZCAN
Ortak Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Erol MUZIR**

NİSAN 2021

T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ
BELİRLENMESİNDE KULLANILAN GÖSTERGELERİN
ETKİLERİ: G-20 ÜYELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

DOKTORA TEZİ
Mahmut Kadir İŞGÜVEN (157321005)

Enstitü Anabilim Dalı: ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN
Enstitü Bilim Dalı: ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN

Bu tez 09/04/2021 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oybirliği ile kabul edilmiştir.

	Adı SOYADI	Kanaati		
Jüri Başkanı <i>(Danışman)</i>	Prof. Dr. Selami ÖZCAN	☒ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret
Jüri Üyesi	Doç. Dr. Nuraydın TOPÇU	☒ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret
Jüri Üyesi	Prof. Dr. Mine AKSOY KAVALCI	☒ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret
Jüri Üyesi	Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU	☒ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret
Jüri Üyesi	Prof. Dr. Bener GÜNGÖR	☒ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU
BEYAN BELGESİ

Tez Başlığı: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Belirlenmesinde Kullanılan Göstergelerin Etkileri: G-20 Üyeleri Üzerine Bir Araştırma

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışmamın toplam 174 sayfalık kısmına ilişkin aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan ve 03/03/2021 tarihinde şahsıma iletilen iThenticate intihal tespit programı raporuna göre tezimin benzerlik oranı % 3'tür.

Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç,
2. Alıntılar dâhil,
3. 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç.

Bu bilgiler doğrultusunda tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespiti halinde doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

İmza

Adı SOYADI : Mahmut Kadir İŞGÜVEN
Öğrenci Numarası : 157321005
Ana Bilim Dalı : Uluslararası Ticaret ve Finansman
Programı : Uluslararası Ticaret ve Finansman
Türü : () Proje () Yüksek Lisans Tezi (X) Doktora Tezi

Danışman
Prof. Dr. Selami ÖZCAN



ÖNSÖZ

Yalova Üniversitesi, Uluslararası Ticaret ve Finansman Anabilim Dalı'ndaki Doktora eğitimim kapsamında yapmış olduğum tez çalışmasının her aşamasında, bilgi ve deneyimi ile yalnızca Uluslararası Ticaret ve Finansman alanında değil, her konuda desteğini gösteren doktora tez danışmanım Prof. Dr. Selami ÖZCAN'a,

Tecrübeleri ve bilgisi ile tez çalışmamda yol gösterici olan ve birlikte çalışmaktan onur duyduğum ortak danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Erol MUZIR'a,

Tezimde göstermiş oldukları katkı ve yardımlarından dolayı Doç.Dr. Nuraydın TOPÇU'ya, Prof. Dr. Mine AKSOY KAVALCI'ya, Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU'na ve Prof. Dr. Bener GÜNGÖR'e ,

Hem hayatımda hem de tezimde büyük yardımları olan, desteği ve ilgisini gece gündüz demeden gösteren, dostum ve kardeşim Dr. Ayberk ŞEKER'e ve değerli ailesine,

Tez yazım sürecinde verdiğim molalarda beni sıkılmadan dinleyen, yazdığım her kelime için fikrine başvurduğum, gösterdiği anlayışı ile bu süreci bana kolaylaştıran Sevim'e,

Okumanın ve öğrenmenin önemini çocukluktan itibaren öğreten, tüm hayatım boyunca bana sevgisini ve desteğini gösteren, yeri geldiğinde sabrını esirgemeyen ve bugünden sonra da esirgemeyeceğinden emin olduğum, ilk öğretmenlerim canım babam Karani İŞGÜVEN ve canım annem Neriman İŞGÜVEN ile canım ablalarım Aslıhan ve Duyguhan'a,

Yürekten sevgi ve saygılarımı sunar, çok teşekkür ederim.

Mahmut Kadir İŞGÜVEN



İÇİNDEKİLER

BEYAN BELGESİ	i
ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER.....	v
KISALTMALAR LİSTESİ	xiii
TABLolar.....	xv
ŞEKİLLER.....	xix
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM 1: KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI, ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE VERİLEN NOTLAR

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı.....	10
1.1.1. Kredi derecelendirmesinin tanımı ve kapsamı	10
1.1.2. Kredi derecelendirmesinin işlevi ve önemi	11
1.1.3. Kredi derecelendirme türleri.....	12
1.1.3.1. Vadesine göre	13
1.1.3.2. Döviz cinsine göre	13
1.1.3.3. Derecelendirilen kuruma göre	13
1.1.3.4. Derecelendiren kuruma göre	14
1.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları	14
1.2.1. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihçesi	15
1.2.2. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu.....	17
1.2.2.1. Standard and Poor's Global.....	18
1.2.2.2. Moody's Investors Service	19
1.2.2.3. Fitch Ratings, Inc.....	19
1.3. Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Belirleyicileri	20
1.3.1. Standard and Poor's ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri.....	20
1.3.1.1. Kurumsal değerlendirme	21
1.3.1.2. Ekonomik değerlendirme	21
1.3.1.3. Dışsal değerlendirme	21
1.3.1.4. Finansal değerlendirme	21



1.3.1.5. Parasal değerlendirme	21
1.3.2. Moody's ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri	21
1.3.2.1. Ekonomik yapı.....	22
1.3.2.2. Kurumsal yapı	22
1.3.2.3. Finansal yapı.....	22
1.3.2.4. Risk duyarlılığı	22
1.3.3. Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri	23
1.3.3.1. Yapısal özellikler.....	23
1.3.3.2. Makroekonomik performans	23
1.3.3.3. Kamu finansı	24
1.3.3.4. Uluslararası finans	24
1.4. Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Anlamları	24
1.4.1. Standard & Poor's ülke kredi derecelendirme notlarının anlamları	25
1.4.2. Moody's ülke kredi derecelendirme notlarının anlamları	25
1.4.3. Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının anlamları.....	26
1.5. Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına Getirilen Eleştiriler	26
1.6. Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırılması	29

BÖLÜM 2: G-20 ÜLKELERİNİN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ VE ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1. G-20'nin Kuruluşu, Amaçları ve Sorumlulukları	36
2.1.1. G-20 çalışma grupları, amaçlar ve sorumluluklar	37
2.1.1.1. Eğitim çalışma grubu.....	37
2.1.1.2. Sağlık çalışma grubu	37
2.1.1.3. Ticaret ve yatırım çalışma grubu	37
2.1.1.4. Geliştirme çalışma grubu.....	38
2.1.1.5. Dijital ekonomi çalışma grubu	38
2.1.1.6. Yolsuzlukla mücadele çalışma grubu	38
2.1.1.7. İşgücü çalışma grubu	38
2.1.1.8. Enerji dönüşümü ve iklim sürdürülebilirliği çalışma grubu	38
2.1.1.9. Çevre çalışma grubu	38
2.1.1.10. Kültürel çalışma grubu	38



2.1.1.11. Turizm çalışma grubu.....	39
2.1.2. Finansal izleme	39
2.1.2.1. Çerçeve çalışma grubu	39
2.1.2.2. Uluslararası finans çalışma grubu	39
2.1.2.3. Altyapı çalışma grubu.....	39
2.1.2.4. Finansal katılım çalışma grubu.....	39
2.1.2.5. Afrika danışma grubu	39
2.2. Makroekonomik Göstergeler ve Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının İlişkisi .	40
2.2.1. Almanya	40
2.2.2. Amerika Birleşik Devletleri	43
2.2.3. Arjantin.....	46
2.2.4. Avrupa Birliği.....	49
2.2.5. Avustralya.....	52
2.2.6. Birleşik Krallık	55
2.2.7. Brezilya.....	58
2.2.8. Çin	62
2.2.9. Endonezya	65
2.2.10. Fransa	68
2.2.11. Güney Afrika	72
2.2.12. Güney Kore	75
2.2.13. Hindistan.....	78
2.2.14. İtalya	81
2.2.15. Japonya	85
2.2.16. Kanada.....	88
2.2.17. Meksika	91
2.2.18. Rusya	94
2.2.19. Suudi Arabistan	97
2.2.20. Türkiye	101

**BÖLÜM 3: MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN
ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN
EKONOMETRİK ANALİZİ**

3.1. Ampirik Literatür.....	105
3.1.1. Belirleyiciler üzerine yapılan çalışmalar	106
3.1.1.1. Kontrol değişkenlerine ilişkin çalışmalar	106
3.1.1.2. Araştırma değişkenlerine ilişkin çalışmalar	108
3.1.2. Etkiler üzerine yapılan çalışmalar	109
3.2. Ekonometrik Modeller.....	116
3.2.1. S&P Global’e ilişkin modeller	118
3.2.2. Moody’s’e ilişkin modeller	119
3.2.3. Fitch’e ilişkin modeller.....	121
3.3. Ekonometrik Analizler.....	122
3.3.1. S&P Global ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin model sonuçları ..	124
3.3.2. Moody’s ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin model sonuçları	127
3.3.3. Fitch ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin model sonuçları	129
SONUÇ	133
KAYNAKÇA.....	141
EKLER	149
ÖZGEÇMİŞ	171



KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
BIS	:Uluslararası Ödemeler Bankası (<i>Bank of International Settlements</i>)
BRICS	:Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika (<i>Brazil, Russia, India, China, South Africa</i>)
ECAIs	:Dışsal Derecelendirme Kuruluşları (<i>External Credit Rating Assessment Institutions</i>)
ESMA	:Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (<i>The European Securities and Markets Authority</i>)
G-20	:Group of Twenty
G-7	:Group of Seven
GMM	:Genelleştirilmiş Modeller Tahmincisi (<i>Generalized Method of Moments</i>)
IMF	:Uluslararası Para Fonu (<i>International Monetary Fund</i>)
JCRER	:Japan Credit Rating Agency
MIKTA	:Meksika, Endonezya, Güney Kore, Türkiye ve Avustralya (<i>Mexico, Indonesia, Korea, Turkey, Australia</i>)
NSROs	:Ulusal Düzeyde Tanınan Derecelendirme Kuruluşları (<i>Nationally Recognized Statistical Rating Organizations</i>)
NYSE	:New York Hisse Senedi Borsası (<i>New York Stock Exchange</i>)
OECD	:Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>)
S&P	:Standard and Poor's
SEC	:ABD Sermaye Piyasası Kurulu (<i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>)



TABLÖLAR

Tablo 1: Ulusal Düzeyde Tanınan Derecelendirme Kuruluşları	17
Tablo 2: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Belirleyicilerinin Karşılaştırılması	20
Tablo 3: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Öngörüler.....	24
Tablo 4: 20'lik Puanlama Sistemi	29
Tablo 5: 60'lık Puanlama Sistemi	30
Tablo 6: 100'lük Puanlama Sistemi	31
Tablo 7: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırma Endeksi	32
Tablo 8: G-20 Zirveleri	36
Tablo 9: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Çalışmalar.....	112
Tablo 10: Değişkenlere İlişkin Korelasyonlar	117
Tablo 11: S&P Global'a İlişkin Model Sonuçları	125
Tablo 12: Moody's'e İlişkin Model Sonuçları	128
Tablo 13: Fitch'e İlişkin Model Sonuçları	130
Tablo 14: S&P Global Özelinde Hipotezlerin Değerlendirilmesi	135
Tablo 15: Moody's Özelinde Hipotezlerin Değerlendirilmesi.....	136
Tablo 16: Fitch Özelinde Hipotezlerin Değerlendirilmesi	137
Tablo 17: Almanya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	149
Tablo 18: ABD'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notları	150
Tablo 19: Arjantin'in Ülke Kredi Derecelendirme Notları	151
Tablo 20: Avrupa Birliği'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notları	152
Tablo 21: Avustralya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları	153
Tablo 22: Birleşik Krallık'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	154
Tablo 23: Brezilya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları	155
Tablo 24: Çin'in Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	156
Tablo 25: Endonezya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	157
Tablo 26: Fransa'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	158
Tablo 27: Güney Afrika'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları	159
Tablo 28: Güney Kore'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	160
Tablo 29: Hindistan'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notları	161
Tablo 30: İtalya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları	162



Tablo 31: Japonya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları	163
Tablo 32: Kanada'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları	164
Tablo 33: Meksika'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	165
Tablo 34: Rusya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	166
Tablo 35: Suudi Arabistan'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	167
Tablo 36: Türkiye'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notları.....	168
Tablo 37: Yatay Kesit Bağımlılık Testi.....	169
Tablo 38: Birim Kök Testleri	169





ŞEKİLLER

Şekil 1: Kredi Derecelendirme Türleri	13
Şekil 2: Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi.....	15
Şekil 3: S&P Global Derecelendirme Faaliyeti Gelirleri ve İşletme Karına Etkisi.....	18
Şekil 4: Moody's Derecelendirme Faaliyeti Gelirleri ve İşletme Karına Etkisi.....	19
Şekil 5: G-20 Üye Ülkeleri.....	35
Şekil 6: Almanya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	41
Şekil 7: Almanya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	42
Şekil 8: Almanya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	43
Şekil 9: ABD'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	44
Şekil 10: ABD'nin Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	45
Şekil 11: ABD'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler.....	46
Şekil 12: Arjantin'in Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	47
Şekil 13: Arjantin'in Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	48
Şekil 14: Arjantin'in Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler.....	49
Şekil 15: AB'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	50
Şekil 16: AB'nin Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	51
Şekil 17: AB'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	52
Şekil 18: Avustralya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	53
Şekil 19: Avustralya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	54
Şekil 20: Avustralya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	55
Şekil 21: Birleşik Krallık'ın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	56
Şekil 22: Birleşik Krallık'ın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	57
Şekil 23: Birleşik Krallık'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	58
Şekil 24: Brezilya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	59
Şekil 25: Brezilya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	60
Şekil 26: Brezilya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	61
Şekil 27: Çin'in Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	63
Şekil 28: Çin'in Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	64
Şekil 29: Çin'in Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	65
Şekil 30: Endonezya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	66



Şekil 31: Endonezya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	67
Şekil 32: Endonezya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	68
Şekil 33: Fransa'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	69
Şekil 34: Fransa'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	70
Şekil 35: Fransa'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	71
Şekil 36: Güney Afrika'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	72
Şekil 37: Güney Afrika'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	73
Şekil 38: Güney Afrika'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	74
Şekil 39: Güney Kore'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	75
Şekil 40: Güney Kore'nin Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	77
Şekil 41: Güney Kore'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	78
Şekil 42: Hindistan'ın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	79
Şekil 43: Hindistan'ın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	80
Şekil 44: Hindistan'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	81
Şekil 45: İtalya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	82
Şekil 46: İtalya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	83
Şekil 47: İtalya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	84
Şekil 48: Japonya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	85
Şekil 49: Japonya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	86
Şekil 50: Japonya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	87
Şekil 51: Kanada'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	88
Şekil 52: Kanada'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	90
Şekil 53: Kanada'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	91
Şekil 54: Meksika'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	92
Şekil 55: Meksika'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	93
Şekil 56: Meksika'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	94
Şekil 57: Rusya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler	95
Şekil 58: Rusya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	96
Şekil 59: Rusya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	97
Şekil 60: Suudi Arabistan'ın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	98
Şekil 61: Suudi Arabistan'ın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	99
Şekil 62: Suudi Arabistan'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler	100



Şekil 63: Türkiye'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler.....	102
Şekil 64: Türkiye'nin Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler	103
Şekil 65: Türkiye'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler.....	104
Şekil 66: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Çalışmalar.....	106
Şekil 67: Araştırma Modeli	117





Yalova Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Doktora Tez Özeti

Tezin Başlığı: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Belirlenmesinde Kullanılan Göstergelerin Etkileri: G-20 Üyeleri Üzerine Bir Araştırma			
Tezin Yazarı:	Mahmut Kadir İŞGÜVEN	Danışman:	Prof.Dr. Selami ÖZCAN
Kabul Tarihi:	09/04/2021	Sayfa Sayısı:	xxviii (ön kısım) + 148 (tez) + 21 (ekler)
Anabilim Dalı:	Uluslararası Ticaret ve Finansman	Bilim Dalı:	Uluslararası Ticaret ve Finansman
Finansal piyasaların gelişmesi ile bu piyasalarda bilgiye duyulan ihtiyaç da artmıştır. Bu bilgiler kullanılarak hem tahviller aracılığıyla borçlanan kuruluşlar hem de ülkeler özelinde değerlendirmeler yapılmaktadır. Risk yönetimi için bu değerlendirmeler önem arz etmektedir. Bu amaçla kullanılan yöntemlerden biri de var olan nitel ve nicel bilgilerin analiz edilmesi ile belirlenen kredi derecelendirme notları olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu notlar kredi derecelendirme kuruluşlarının, bir kuruluşun veya ülkenin borçları ödeme yeteneği ve kapasitesi hakkındaki kanaatlerini ifade etmektedir. Ülke kredi derecelendirme notları her ne kadar yatırımcılar için önemli bir bilgi kaynağı olsa da eleştirilere uğrayabilmektedir. Bu eleştiriler metodolojilerde yararlanılan nitel ve nicel değişkenleri kapsamaktadır. Not derecelendirme sürecinde incelenen ekonomik ve finansal yapıya ilişkin veriler makroekonomik göstergeler olarak ifade edilmektedir. İstatistiki analizlerde de ele alınan makroekonomik göstergelerin etkinliği ile ilgili eleştirilerin yanı sıra, kurumsal değerlendirmeler ve politik riske ilişkin görüşlerin subjektifliği üzerine de literatürde tartışmalar bulunmaktadır. Ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkili olan ve halihazırda literatürde yer alan makroekonomik göstergelerin G-20 üyeleri üzerinde test edilmesi ile; dünya ekonomisinin büyük bir bölümü için bir değerlendirme yapılabilecektir. Bu doğrultuda çalışmanın amacı; üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak nitelendirilen Standard and Poor's, Moody's ve Fitch tarafından belirlenen ve seçilmiş G-20 ülkelerinin kredi notlarında etkili olan faktörlerin analiz edilmesidir. Bu notların belirlenmesinde halihazırda kullanılan değişkenlerin yanı sıra, notlar üzerinde etkili olabilecek diğer değişkenlerin de analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda araştırma değişkenleri olarak doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, ithalat ve ihracata ilişkin göstergeler ele alınmıştır. Bir başka ifade ile; kontrol ve araştırma değişkenleri modelde yer aldığı biçimiyle daha önce bir araştırmaya konu olmamıştır. Çalışma kapsamında, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri notların belirleyicileri için oluşturulan modeller ele alınmıştır. Bu çalışma; küresel düzeyde faaliyet gösteren ve küresel ekonominin önemli bir parçası olan ülke kredi derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları metodolojilerin değerlendirilmesi ve farklı makroekonomik göstergelerin analizlerde kullanılmasının öneminin anlaşılması açısından farklılaşmaktadır. Yapılan ekonometrik analizler neticesinde, uluslararası ticaret ve uluslararası finans alanlarında çıkarımlarda bulunabilmektedir. Ayrıca; bu çıkarımların hem yatırımcılar hem de düzenleyici kuruluşlarca kullanımında dikkat edilmesi gereken noktalar olduğu anlaşılmaktadır. Bu noktalar; üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun kullandıkları derecelendirme metodolojilerindeki farklılıklar ile açıklanabilmektedir. Ayrıca; kredi derecelendirme notlarına ilişkin endüstride yer alan kuruluş sayısının az olması nedeniyle kullanılan metodolojilerin objektifliğinin artırılmasının oldukça önemli olduğu anlaşılmaktadır.			
Anahtar Kelimeler: Ülke Kredi Derecelendirme Notları, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, G-20, Dinamik Panel Veri Analizi, Makroekonomik Göstergeler.			



Yalova University Institute of Graduate Studies PhD Thesis Summary

Thesis Title: The Effects of Indicators Used in Sovereign Credit Ratings: A Research on G-20 Countries			
Thesis Author:	Mahmut Kadir İŞGÜVEN	Advisor:	Prof.Dr. Selami ÖZCAN
Date of Acceptance:	09/04/2021	Total Number of Pages:	xxviii (pretext) + 148 (main body) + 21 (appendices)
Department:	International Trade and Finance	Field of Study:	International Trade and Finance
Necessity of information is directly proportionate to developments in financial markets. Decision making processes and valuations of bond issuers or sovereign countries can be achieved with the use of these information. Another aspect of the valuation and decision making is seen in risk management. One of the valuation methods used by the investors in this purpose is sovereign credit ratings involving qualitative and quantitative analysis. These ratings generally involve opinions of credit rating agencies about a company's or sovereign's ability to meet its obligations. Sovereign credit ratings may be subject to criticisms despite its importance for the investors. These criticisms involve use of both qualitative and quantitative variables during the process. Data on economic and financial structure can be defined as macroeconomic variables of the credit rating methodology. Both the effectiveness of macroeconomic variables used in statistical analysis and evaluation of structural and political risks raise the question of subjectivity of the credit rating methodologies in the literature. Analyzing known macroeconomic variables from the literature about sovereign credit ratings on G-20 allows assessments in large part of the world economy. In this direction, the purpose of this study is to analyze macroeconomic variables significant to sovereign credit ratings determined by three big credit rating agencies, Standard and Poor's, Moody's, and Fitch on G-20 members. Variables currently used in the literature and other variables thought to be effective determining sovereign credit ratings will be analyzed in this respect. Accordingly, foreign direct investment, portfolio investment, import, and export are considered as research variables. In other words, this study considers control and research variables differently from previous studies. In the scope of this study, sovereign credit ratings determined by three big agencies are modelled. This study differs from the literature by use of different macroeconomic variables as an indicator and valuation of the credit rating methodologies of the agencies. Results of econometric analyses contains implications on both international trade and international finance. Additionally, these implications should not only be watched out by the investors but also governing bodies and regulators. Points to consider from the implications can be clarified by differences in methodologies of the three big agencies. Furthermore, lack of competition in the credit rating industry makes objectivity of credit rating methodologies rather important. In a competitive environment, objectivity of the sovereign credit ratings expected to be higher.			
Keywords: Sovereign Credit Ratings, Rating Agencies, G-20, Dynamic Panel Data Analysis, Macroeconomic Indicators.			



GİRİŞ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının, bir kuruluşun veya ülkenin borçları ödeme yeteneği ve kapasitesi hakkındaki kanaatlerini ifade eden kredi derecelendirme notlarının hesaplanması, nitel ve nicel değişkenlerden oluşan metodolojilere dayanmaktadır. Bu metodolojiler vasıtası ile ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde kullanılan makroekonomik göstergelerin incelendiği bu çalışmada, öncelikle çalışmanın konusu, önemi ve amacı ele alınacaktır. Daha sonra araştırma hipotezleri ve araştırma değişkenleri ile araştırmada kullanılan yöntem ve teknikler irdelenecektir. Son olarak araştırma bölümlerinde incelenecek konular hakkında bilgiler verilecektir.

Çalışmanın Konusu

Finansal piyasalarda bilgiye duyulan ihtiyaç, bu piyasaların gelişimi ile doğru orantılıdır. Yatırımcıların karar verme süreçlerine yardımcı olan bilgiler sayesinde, tahviller aracılığıyla borçlanan kuruluşlar veya ülkeler hakkında değerlendirmeler yapılabilmektedir. Bu bilgiler sayesinde yapılan değerlendirmeler risk yönetimi için oldukça önemlidir. Bu nedenle kullanılan yöntemlerden biri de var olan nitel ve nicel bilgilerin analiz edilmesi ile belirlenen kredi derecelendirme notları olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu notlar kredi derecelendirme kuruluşlarının, bir kuruluşun veya ülkenin borçları ödeme yeteneği ve kapasitesi hakkındaki kanaatlerini ifade etmektedir.

S&P Global (2020a) kredi derecelendirmesini, bir ülkenin veya şirketin finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirebilme olasılığı şeklinde ifade etmektedir ve derecelendirilen kuruluşun veya ülkenin kredibilitesinin ölçülmesi olarak tanımlamaktadır. Moody's (2020a) ise kredi derecelendirmesini; finansal olmayan kuruluşlar, finansal kuruluşlar, kamu kuruluşları ile yapısal ve proje bazlı finansal araçların kullanımından kaynaklanan borçların geleceğe yönelik kredi riskinin kısa ve uzun vadede ölçülmesi olarak tanımlamıştır. Son olarak Fitch (2020a) kredi derecelendirmesini; bir kuruluşun faiz, öncelikli kâr payı dağıtımı, anaparanın geri ödemesi, sigorta ödemeleri veya başka taraflara olan borçlarının karşılanabilmesi riski ile ilgili kanaatler olarak tanımlamaktadır.

Kredi derecelendirme notlarının önemi; yatırımcılar için karar verme süreçlerine yardımcı olma amacıyla 1900'li yılların başından itibaren artmış, kuruluş ve ülkelerin yeni finansal araçlar kullanarak farklı finansal piyasalarda borçlanmasına olanak sağlamıştır. Yatırımcıların bir kredi derecelendirme kuruluşuna olan ihtiyaçları ilk olarak 1837 krizinden (1837 Paniği) sonra ortaya çıkmış olup, 1841 yılında Louis Tappan tarafından kurulan ilk derecelendirme kuruluşu faaliyete geçmiştir. John Moody, 1909 yılında ABD demiryolu şirket tahvillerini derecelendirmeye başlamıştır. Poor's Publishing Company 1916, Standard Statistics Company 1922, Fitch Publishing Company ise 1924 yılında ilk derecelendirme notlarını açıklamışlardır. Poor's Publishing Company ve Standard Statistics Company birleşerek; Standard and Poor's (S&P) adıyla 1941 yılında faaliyete geçmiştir. Duff & Phelps ise 1982 yılından itibaren şirketler için tahvil derecelendirmesi yapmaya başlamıştır. Xerox Financial Services tarafından satın alınan ve daha sonra Duff & Phelps ile birleşecek olan McCarthy, Crisanti ve Maffei ise 1975 yılında faaliyete geçmiştir (Cantor ve Packer, 1995).

Amerika Birleşik Devletleri dışında; özellikle Britanya, Kanada ve Japonya merkezli kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar da yatırımcılar açısından önemlidir (Cantor ve Packer, 1995). Ancak; bu çalışmada üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak nitelendirilen Moody's Investors Service (Moody's), Standard and Poor's Corporation ve Fitch Investors Service'in (Fitch) verdiği ülke kredi derecelendirme notlarının ele alınması planlanmaktadır.

Özellikle Asya Krizi sırasında, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından belirlenen notlar krizi öngörmekte başarılı olamamıştır. Aynı şekilde Mortgage Krizi sonrası yapılan not düşürümleri nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşların verdikleri notlar üzerindeki eleştiriler artmıştır (International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, 2010). Derecelendirmelerde kullanılan metotların şeffaflığı, derecelendirmeye konu olan belirleyiciler ile ilgili bilgiler doğrultusunda son notun nasıl belirlendiği ve kredi derecelendirme endüstrisindeki rekabet eksikliği üzerinde de tartışmalar bulunmaktadır (Haspolat, 2015). Tüm eleştirilere rağmen, finansal yükümlülükleri değerlendirmede ülke kredi derecelendirme notları halen en güvenilir seçenek olarak karşımıza çıkmaktadır.

Çalışmanın Önemi

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri ülke notları birçok eleştiriye maruz kalmaktadır. Literatür incelendiğinde bu eleştirilerin dört ana grupta yoğunlaştığı görülmektedir. Ülke kredi derecelendirme notlarının yeterince şeffaf olmaması, derecelendirme endüstrisinde var olan kuruluş sayısının azlığı, derecelendirilen kuruluş ve derecelendiren kuruluş arasında olabilecek etik sorunlar ile notların finansal krizlerin öngörülmesinde yeterince başarılı olamaması bu eleştirilerin ana başlıklarını oluşturmaktadır.

Bu eleştirilerden ülke kredi derecelendirme notlarında etkili olan faktörlerin analizine ilişkin birçok araştırma bulunmaktadır. Aynı şekilde kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlara ve portföy yatırımlarına etkisi de incelenmiştir. Bu çalışmada ise diğer çalışmalardan farklı olarak; doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. İthalat ve ihracatın kredi notu üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalar ise oldukça kısıtlıdır. Bir başka ifade ile; kontrol ve araştırma değişkenleri modelde yer aldığı biçimiyle daha önce bir araştırmaya konu olmamıştır. Bu sayede literatüre katkı sağlanacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın Amacı

Finansal piyasaların gelişimi ve küreselleşmenin bir neticesi olarak yatırımlarda risk yönetimi amacıyla kullanılan bilgiler aynı zamanda ekonomik istikrarın sağlanması için yapılan düzenlemelere de katkı sağlamaktadır. Bu yüzden kullanılan bilgilerin objektifliği oldukça önemlidir. Ayrıca; bilgilerin değerlendirilmesinde kullanılan analiz yöntemleri ile hangi bilgilerin ele alınması gerektiği ayrıca incelenmelidir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini ülke bazında ifade ettikleri ülke kredi derecelendirme notlarına, son dönemlerdeki finansal krizlerin öngörülmesindeki başarısızlık neticesinde çeşitli eleştiriler getirilmiştir. Bu eleştiriler çıkar çatışmaları ve etik

gerekçelerin yanı sıra derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları metodolojileri de içermektedir.

Ülke kredi derecelendirme notlarına gelen eleştiriler, metodolojilerde yararlanılan nitel ve nicel değişkenleri kapsamaktadır. Not derecelendirme sürecinde incelenen ekonomik ve finansal yapıya ilişkin veriler makroekonomik göstergeler olarak ifade edilmektedir. İstatistiki analizlerde ele alınan makroekonomik göstergelerin etkinliği ile ilgili eleştirilerin yanı sıra, kurumsal değerlendirmeler ve politik riske ilişkin görüşlerin sübjektifliği üzerine de literatürde tartışmalar bulunmaktadır.

Ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkili olan ve halihazırda literatürde yer alan makroekonomik göstergelerin G-20 üyeleri üzerinde test edilmesi ile; dünya ekonomisinin büyük bir bölümü için bir değerlendirme yapılabilecektir. Bu doğrultuda çalışmanın amacı; üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak nitelendirilen Standard and Poor's, Moody's ve Fitch tarafından belirlenen ve seçilmiş G-20 ülkelerinin kredi notlarında etkili olan faktörlerin analiz edilmesidir. Bu notların belirlenmesinde halihazırda kullanılan değişkenlerin yanı sıra, notlar üzerinde etkili olabilecek doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, ithalat ve ihracat değişkenlerinin de analiz edilmesi amaçlanmaktadır.

Araştırma Hipotezleri

Bu çalışma kapsamında, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu özelinde oluşturulacak ekonometrik modeller aracılığıyla hem kontrol değişkenlerine hem de araştırma değişkenlerine ilişkin hipotezler test edilecektir. Kontrol değişkenlerine ilişkin toplam sekiz adet hipotez bulunmaktadır.

H₀: Gayrisafi yurt içi hasılanın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Gayrisafi yurt içi hasılanın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: Kişi başına düşen gelirin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Kişi başına düşen gelirin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: Enflasyonun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Enflasyonun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: Toplam borcun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Toplam borcun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: Kamu harcamalarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Kamu harcamalarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: Sermaye yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Sermaye yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: Cari işlemler dengesinin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Cari işlemler dengesinin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: Tasarrufların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Tasarrufların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

Araştırma değişkenleri olarak ele alınan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, ithalat ve ihracata ilişkin ise toplam dört hipotez bulunmaktadır.

H₀: Doğrudan yabancı yatırımların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Doğrudan yabancı yatırımların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: Portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: İthalatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: İthalatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

H₀: İhracatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi yoktur.

H₁: İhracatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.

Çalışma kapsamında oluşturulan altı ekonometrik model, her bir derecelendirme kuruluşu kapsamında belirlenen hipotezler doğrultusunda test edilecektir. Analizler ile, ülke kredi derecelendirme kuruluşlarının G-20 üyelerine verdikleri notlarda etkili olan makroekonomik göstergelerin etkinliği araştırılacak, ileride yapılacak olan analizlerde dikkat edilmesi gereken göstergelere ilişkin bilgi verilecektir.

Araştırmanın Yöntem ve Teknikleri

Çalışmada ülke kredi derecelendirme notlarında etkili olan makroekonomik göstergeler incelenecektir. Yapılan literatür araştırmasında gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, enflasyon, toplam borç, kamu harcamaları, sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi ve tasarruflar gibi değişkenlerin ele alındığı görülmüştür (Cantor ve Packer, 1996; Ferri vd., 1999; Block ve Vaaler, 2004; Afonso vd., 2011). Bu değişkenler çalışmada kontrol değişkeni olarak yer alacaktır. Ancak; ülke kredi derecelendirme notlarının krizleri öngörmede başarısız olması nedeniyle doğrudan yabancı yatırımlar (FDI), portföy yatırımları, ithalat ve ihracat değişkenleri araştırma değişkeni olarak modele katılacaktır.

Kontrol değişkeni olarak ele alınan gayrisafi yurt içi hasıla verilerine her bir G-20 üyesi için ulaşılabilmektedir. Arjantin'in 1994-2018 arası enflasyon; Brezilya ve Endonezya'nın 1994-1999, Meksika'nın 1994-1995 yılları arasında kamu brüt borç stoku verilerine ulaşamamıştır. Aynı şekilde, Japonya'nın 1994-1995 yıllarında cari denge, brüt tasarruflar ve portföy yatırımları verilerine ulaşamamıştır. Avrupa Birliği için kamu brüt borç stoku, cari denge ve portföy yatırımı verileri bulunmamaktadır. Bununla beraber analiz kapsamında ele alınan ülkelerden Fransa, Almanya, İtalya ve İngiltere zaten Avrupa Birliği üyesidir. Bu bilgiler doğrultusunda Arjantin, Suudi Arabistan ve Avrupa Birliği analiz kapsamından çıkarılmıştır. Analizler veri aralığı olarak 2001-2018 arasındaki dönemde, 17 G-20 üyesine uygulanmıştır.

Analizlerde kullanılan ülke kredi derecelendirme notlarının belirtilen dönemlerin her biri için bir önceki döneme göre yıllık değişimi alınmıştır. Aynı şekilde temel modeli oluşturan 8 kontrol değişkeninin yıllık bazda değişim oranları kullanılmıştır. Çalışmanın araştırma

değişkenleri olan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, ithalat ve ihracat verilerinin de yıllık bazda değişim oranları ele alınarak analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışma kapsamında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdiği notlardaki değişimleri etkileyen faktörleri, yani kurulan modelleri test etmek için yapılan dinamik panel veri analizlerinde, Arellano ve Bond (1991)'un geliştirdiği Genelleştirilmiş Modeller Tahmincisi'nden (GMM) yararlanılmıştır. Analizlerde birden fazla birim ve zaman boyutunun bulunmasının yanı sıra, ülke kredi derecelendirme notlarının gecikmeli etkisinin de incelenmesi amacıyla bu yöntem seçilmiştir.

	Değişken	Açıklama	Kısaltma	Yararlanılan Veri Tabanı
Kontrol Değişkenleri	Gayrisafi yurt içi hasıla	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	ΔGDP	Dünya Bankası Veri Tabanı
	Kişi Başına Düşen Gelir	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	$\Delta GDPPERCAP$	Dünya Bankası Veri Tabanı
	Enflasyon	Tüketici fiyat endeksinin bir önceki döneme göre değişimi	INF	Dünya Bankası Veri Tabanı
	Toplam Borç	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	$\Delta DEBT$	IMF
	Kamu Harcamaları	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	$\Delta GOVEXP$	Dünya Bankası Veri Tabanı
	Sermaye Yatırımları	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	ΔCAP	Dünya Bankası Veri Tabanı
	Cari İşlemler Dengesi	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	ΔCAB	Dünya Bankası Veri Tabanı
Araştırma Değişkenleri	Tasarruflar	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	$\Delta SAVINGS$	Dünya Bankası Veri Tabanı
	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	ΔFDI	Dünya Bankası Veri Tabanı
	Portföy Yatırımları	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	$\Delta PORTFOLIO$	Dünya Bankası Veri Tabanı
	İthalat	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	ΔIMP	Dünya Bankası Veri Tabanı
	İhracat	Dolar cinsinden bir önceki döneme göre değişimi	ΔEXP	Dünya Bankası Veri Tabanı

Literatür İncelemesi

Ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin çalışmalar genellikle kredi derecelendirmenin tarihçesinin incelenmesi ile başlamaktadır. Bu kapsamda, ülke kredi derecelendirmesi kavramı, tanımı, kapsamı, işlevi ve önemi incelenen çalışmalarda yer almaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının incelendiği ve kullanılan metodolojilerde kredi derecelendirme kuruluşları arasındaki farklılıklar da çalışmalarda yer alan bir diğer çalışma konusu olarak karşımıza çıkmaktadır. Küresel krizlerin etkisi ile ülke kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen eleştiriler ise bir başka çalışma konusudur.

Ülke kredi derecelendirme notları üzerine yapılan çalışmalar ayrıca iki kategoride toplanılabilir. Bu kategorilerden ilki, ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri

üzerine odaklanmış ve halihazırda kullanılmakta olan makroekonomik göstergelerin test edildiği çalışmaları içermektedir (Cantor ve Packer, 1996; Ferri vd., 1999; Block ve Vaaler, 2004; Afonso vd., 2011). İkinci kategoride ise ülke kredi derecelendirme notlarının etkileri incelenmektedir (Cantor ve Packer, 1995; Reisen ve von Maltzan, 1998; Dichev ve Piotroski, 2001; Ferreira ve Gama, 2007). Notlarda meydana gelen değişimlerin diğer makroekonomik göstergelere, finansal krizlere veya genel ekonomiye etkisinin incelendiği çalışmalar bu ikinci kategori altında sınıflandırılabilir.

Belirleyiciler üzerine yapılan çalışmalar literatürde yer alan değişkenlerin test edilmesi üzerine yoğunlaşmıştır. Bu çalışmalar genellikle Cantor ve Packer'ın 1996 yılında, kredi derecelendirme notlarını etkileyen belirleyicileri inceledikleri çalışmayı baz almaktadır.

Belirleyicilerin etkilerini inceleyen çalışmalarda ise genellikle olay analizi yönteminden faydalanılmıştır. Bu kapsamda ise; genellikle not değişimlerinin sermaye piyasalarına etkisi incelenmiştir. Ancak son dönemde hem küresel hem de yerel krizler ile not değişimleri arasındaki ilişkiler de incelenmiştir (Kaminsky ve Schmukler, 2002; Reisen ve von Maltzan, 1998; Reinhart, 2002; Alsakka ve Gwilym, 2013).

Ülke kredi derecelendirme kuruluşlarına ve belirledikleri notlara getirilen en büyük eleştirilerden biri olan nitel ve nicel değerlendirmeleri ele alan birçok çalışma bulunmaktadır. Bu kapsamda literatürde yer alan makroekonomik göstergelere ilişkin değerlendireler bulunmakla beraber, verilen notlardaki subjektif değerlendirmelerin azaltılması da amaçlanmaktadır. Çalışma kapsamında, araştırma değişkeni olarak ele alınacak olan makroekonomik göstergelerin ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesindeki anlamlılıklarının ortaya koyulması ile bu sübjektifliği azaltma yönünde literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Araştırma Bölümleri

Çalışma toplam üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; kredi derecelendirme kavramı, kredi derecelendirmesinin tanımı, kapsamı, işlevi ve önemi açısından teorik olarak ele alınacaktır. Daha sonra kredi derecelendirme türleri açıklanacak, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları hakkında bilgiler verilecektir. Bu kuruluşlarının tarihsel gelişimleri incelenerek günümüzdeki üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu irdelenecektir. Ülke kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlarda kullandıkları metodolojiler ayrıntılı olarak ele alındıktan sonra, belirlenen notların anlamları ele alınacaktır. Daha sonra ülke kredi derecelendirme notlarına getirilen eleştiriler incelenecektir. Bölüm içerisinde; üç büyük derecelendirme kuruluşunun belirledikleri ülke kredi derecelendirme notlarının karşılaştırılması amacıyla oluşturulan endeksler incelenecektir. Son olarak; analizlerde kullanılacak olan notların sayısallaştırılması amacıyla oluşturulan endeks verilecektir.

Çalışmanın ikinci bölümünde G-20 ülkelerinin makroekonomik göstergeleri ve ülke kredi derecelendirme notlarının trend analizi ele alınacaktır. Bu amaçla öncelikle; G-20'nin kuruluşu, amaçları ve sorumlulukları incelenerek dünya ekonomisindeki önemi ortaya koyulacaktır. Daha sonra; G-20 bünyesinde yer alan çalışma grupları incelenerek bu önem irdelenecektir. Bölümün devamında; G-20 kapsamında, ülke kredi derecelendirme

notlarının belirleyicileri olarak ele alınan kontrol ve araştırma değişkenleri ile ülke kredi derecelendirme notları arasındaki ilişki trend analizi yöntemi ile değerlendirilecektir.

Çalışmanın son bölümünde öncelikle ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin ampirik literatür incelenecektir. Ampirik literatür hem makroekonomik göstergelerin ele alındığı hem de ülke kredi derecelendirme notlarının etkilerinin incelendiği çalışmalar olarak iki aşamada verilecektir. Daha sonra çalışma kapsamında geliştirilen ekonometrik modellere ilişkin bilgiler verilecektir. Bu modeller neticesinde ise araştırma modeli oluşturulacaktır.

Her bir derecelendirme kuruluşu için geliştirilen modeller verildikten sonra bu modellerin test edilmesi için yararlanılacak ekonometrik analizlere ilişkin bilgiler verilecektir. Bölüm sonunda; ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin model sonuçları verilerek, her bir derecelendirme kuruluşu için notların belirlenmesinde kullanılan makroekonomik göstergeler, araştırma ve kontrol değişkenleri kapsamında ele alınacaktır.





BÖLÜM 1: KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI, ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE VERİLEN NOTLAR

Finansal piyasaların gelişimi piyasa katılımcılarının bilgiye duydukları ihtiyacı arttırmıştır. Özellikle tahviller aracılığıyla borçlanma yoluna giden kuruluşlara veya ülkelere yapılacak olan yatırımlarda, risk yönetimi amacıyla yapılan değerlendirmeler ile bu ihtiyaç karşılanmakta ve karar verme süreçlerine yardımcı olunmaktadır. Asimetrik bilginin giderilmesi amacıyla yapılan değerlendirme yöntemlerinden biri de var olan nitel ve nicel bilgilerin analiz edilmesi ile belirlenen kredi derecelendirme notlarıdır. Bu notlar kredi derecelendirme kuruluşlarının, bir kuruluşun veya ülkenin borçları ödeme yeteneği ve kapasitesi hakkındaki kanaatlerini ifade etmektedir. Özellikle 1900'li yılların başından itibaren önemi artan kredi derecelendirme notları hem yatırımcılar için karar verme süreçlerine yardımcı olmakta hem de kuruluş ve ülkelerin yeni finansal araçlar kullanarak farklı finansal piyasalarda borçlanmasının yolunu açmaktadır.

Yatırım imkanlarının genişlemesi ve finansal piyasaların derinleşmesi neticesinde asimetrik bilginin azaltılmasına ihtiyaç duyulan endüstri sayısı da genişlemiştir. Bu doğrultuda ticarete ilişkin faaliyetlerin değerlendirilmesi ile başlayan kredi derecelendirmesi günümüzde çok daha fazla sayıda sektörün değerlendirilmesi sonucu oluşan kanaatleri de içerir hale gelmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlarla ifade ettikleri kanaatler genelde oldukça başarılı bir performans gösterirken, özellikle son yıllardaki finansal krizlerin öngörülmesindeki başarısızlık neticesinde yapılan eleştirilerin boyutu artmıştır. Derecelendirilen kurumların ödeme yaptıkları kuruluşlarca derecelendirmesi çıkar çatışması ve etik açıdan eleştirilirken, derecelendirmeyi yapan kurumların metodolojilerinde kullandıkları nitel ve nicel değişkenler de ayrıca eleştiri konusu olmaktadır.

Ülke kredi derecelendirme notları belirlenirken incelenen ekonomik ve finansal yapıya ait veriler makroekonomik değişkenler kapsamında değerlendirilmekte ve analizlerin istatistiki açıdan karşılaştırılabilir olmasının önünü açmaktadır. Öte yandan, kurumsal değerlendirmeler ve politik riske dair kanaatler üzerinden yapılan değerlendirmeler nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşlarının not belirleme süreçlerine de eleştiriler gelmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde ilk önce kredi derecelendirmesinin tanımı, kapsamı, işlevi ve önemi incelenerek kredi derecelendirme kavramı açıklanacaktır. Daha sonra kredi derecelendirme türleri açıklanarak kredi derecelendirme kavramının temelleri oluşturulacaktır. Teorik altyapı çerçevesinde uluslararası derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme faaliyetinde bulundukları endüstriler ele alındıktan sonra bu kuruluşların gelişim süreçleri incelenecektir. Endüstride yer alan kredi derecelendirme kuruluşlarından pazar payı yüksek olan üç büyük kuruluş daha ayrıntılı incelenecek, ayrıca bu kuruluşların vermiş oldukları ülke kredi derecelendirme notları irdelenecektir. Kredi derecelendirme kuruluşlarına ve verdikleri notlara getirilen eleştiriler ayrıntılı şekilde verildikten sonra bu notların analiz edilmesi amacıyla oluşturulan endeksler incelenecektir. Literatürde yer alan

endekslerle karşılaştırılması ve bu çalışmanın son bölümünde yapılacak olan analizlerde kullanılmak üzere oluşturulan yeni endeks ise bölümün sonunda verilecektir.

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

Kredi derecelendirme kavramı incelenirken öncelikle derecelendirme kuruluşlarının tanımlarının incelenmesi gerekmektedir. Tanım çerçevesinde belirlenen derecelendirmenin kapsamının incelenmesi de önem arz etmektedir. Ayrıca, bu kapsamda yapılan derecelendirmenin işlevi ile derecelendirilen kuruluş veya ülkeler açısından öneminin ayrımının yapılması gerekmektedir. Son olarak, derecelendirmenin içeriğine ve kullanım alanlarına göre değişiklik gösteren farklı türdeki derecelendirmelerin açıklanması ile farklılıklar ortaya konulmalıdır.

1.1.1. Kredi derecelendirmesinin tanımı ve kapsamı

Kredi derecelendirmesinin tanımı için öncelikle üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun tanımlarına bakmak gerekmektedir. S&P Global (2020a) kredi derecelendirmesini, bir ülkenin veya şirketin finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yetine getirebilme olasılığı şeklinde ifade etmektedir ve derecelendirilen kuruluşun veya ülkenin kredibilitesinin ölçülmesi olarak tanımlamaktadır. Moody's (2020a) ise kredi derecelendirmesini; finansal olmayan kuruluşlar, finansal kuruluşlar, kamu kuruluşları ile yapısal ve proje bazlı finansal araçların kullanımından kaynaklanan borçların geleceğe yönelik kredi riskinin kısa ve uzun vadede ölçülmesi olarak tanımlamıştır. Son olarak Fitch (2020a) kredi derecelendirmesini; bir kuruluşun faiz, öncelikli kâr payı dağıtımı, anaparanın geri ödemesi, sigorta ödemeleri veya başka taraflara olan borçlarının karşılanabilmesi riski ile ilgili kanaatler olarak tanımlamaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri belirli bir kapsamda değerlendirilebilir. Örneğin White (2010), borç verenlerin veya tahvil yatırımcılarının en önemli endişesinin, borç alan tarafın geri ödemelerini gerçekleştirme yeterliliği hakkında olduğunu söylemektedir. Bu kapsamda borç verenlerin, borç alanlar hakkında kendi bilgileri doğrultusunda yürüttükleri analizleri bulunsun da borç alanların kredibilitesi hakkında daha kapsamlı tavsiyeye ihtiyacı olabilir. Bir başka deyişle, kredi derecelendirme kuruluşları işletmelerin veya ülkelerin çıkardığı tahviller ile ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ilişkin önerileri ile asimetrik bilginin azaltılmasına yardımcı olmaktadır.

Asimetrik bilginin azaltılması ile ilgili Camanho vd. (2009), kredi derecelendirme endüstrisinin amacının yatırımcıların ihtiyaç duydukları bilgilerin sağlanması olduğunu ifade etmiştir. Benzer şekilde Cantor ve Packer bu endüstrinin (1997), portföy yatırımları için ihtiyaç duyulan sermaye gereksiniminin hesaplanmasına yardımcı olduğunu dile getirmişlerdir. Hovakimian vd. (2009) ise kredi derecelendirilmesinin bir işletmenin sermaye yapısındaki çeşitli unsurların istatistiki özeti şeklinde algılanabileceğini söylemişlerdir. Bu unsurlar borç oranı, borcun yapısı ve vadesi ile nakit akışlarındaki oynaklıklardır.

Kredi derecelendirmesi ile; derecelendirme kuruluşları kesin olarak krizi tahmin etmek yerine diğer menkul kıymetlere göre göreceli riskin hesaplanmasına odaklanmaktadır (Dittrich, 2007). Tahviller üzerinden yapılan derecelendirme; genellikle tahvil çıkarıldığı

tarihte kamuya açıklanan borcun derecelendirilmesi ve belirli dönemlerde gözden geçirilmesi şeklinde yürütülmekte ve şirketin kredi derecelendirmesindeki değişimler not artırımı veya düşürümü şeklinde yansıtılmaktadır (Altman, 1998). Huang (2003) bu notların tahvil yatırımcılarına, tahvil çıkaranlara ve kamu görevlilerine; şirketler ve tahvillerin içerdikleri riskler hakkında bilgi verdiğini ve bu bilgilerin yardımı ile risk getirilerinden tahvillerin çıkarılacağı piyasaların belirlenmesine kadar verilen kararlarda yardımcı olduğunu söylemektedir.

1.1.2. Kredi derecelendirmesinin işlevi ve önemi

Kredi derecelendirme notları, finansal piyasaların etkinliğinin artmasına yardımcı olmaktadır. Şeffaf ve üçüncü taraflarca hazırlanan derecelendirme notları, gelecekle ilgili standart ve istikrarlı bilgiler sağlamaktadır. Kredi derecelendirme notları; borçlananlar, aracılar ve yatırımcılar açısından farklı önemlere sahiptir. Borçlanan taraf için kredi derecelendirme notları; finansman maliyetinin optimize edilmesi, sermaye ve yatırımcı havuzunun genişletilmesi, finansman süresinin uzatılması ve fon kaynaklarının çeşitlendirilmesi amaçlarıyla kullanılmaktadır. Aracı kuruluşlar ise; farklı borç yapılarını değerlendirebilmekte, bireysel borçlanmalar için fiyat belirleyebilmekte, borçlananların ödeyecekleri faiz oranlarını karşılaştırmakta ve piyasada finansal araçlar oluşturabilmektedir. Öte yandan, kredi kalitesinin üçüncü kişilerce değerlendirilmesi, varlıklara ilişkin sınıfsal ve coğrafik temel bilgilerin sunulması, bilgi ve bilgiye dayalı karar alınma sürecine yardımcı olması açısından yatırımcılar için önem arz etmektedir (S&P Global, 2020a).

Yatırımcıların erişebildikleri bilgilerdeki farklılık nedeniyle asimetrik bilgi oluşmaktadır (Ramakrishnan ve Thakor, 1984). Bu sorunun üzerinden gelebilmek için şirketler kendi faaliyetleri hakkında objektif değerlendirme sunan ve ihtiyaç duyulan bilgileri sağlayan kuruluşlara başvurmaktadır (Kerwer, 2002). Eğer piyasada değerlendirme yapan kuruluşlara duyulan güven artarsa, şirketlerin sermaye maliyetleri azalabilir. Ayrıca; yapılan değerlendirmelerin yayınlanması ve asimetrik bilginin azaltılması sonucu beklenen sermaye artırımında piyasanın ilgisinin artması beklenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirilen kuruluş veya finansal araç hakkındaki kanaatlerini tüm bilgileri dikkate alarak kamuoyuna açık halde sunmaktadır (Cowan, 1991).

Küresel finansal sistemin en önemli ve büyük parçası tahvil piyasalarıdır. Yaklaşık 100 trilyon dolarlık yatırımları kapsayan tahvil piyasalarının etkinliği bu nedenle oldukça önemlidir. Kredi derecelendirme notları da tahvil piyasalarının etkinliği için önemli bir role sahiptir. Kredi derecelendirmesinin önemini anlamak için öncelikle tahvil piyasalarının küresel ekonomi açısından önemi anlaşılmalıdır. Tahvil piyasası aracılığıyla, tahvili ihraç eden şirket, ülke veya finansal kuruluş yatırımcılara borçlanabilir. Tahvil yatırımcıları ise bireyler veya yatırım ve emeklilik fonu gibi varlık yöneticilerinden oluşur. Tahvil piyasaları aracılığıyla; iş imkânı sağlama, altyapı yatırımlarının ve teknolojik yeniliklerin finanse edilmesi gibi birçok ekonomik aktivitenin gerçekleşmesi sağlanmaktadır. Kredi derecelendirme notları, yatırımcılar için oluşabilecek riskler hakkında fikir vererek bu aktivitelerin yürütülmesine yardımcı olurlar. Tahviller bir anlamda banka kredilerine benzemekte olup, tahvil ihraç eden tarafın anapara ve faizinin zamanında ve tam

ödenmesini öngörmektedir. Yatırımcılar açısından ise tahvil piyasaları sabit getirili ve hisse senedi yatırımlarına göre daha az değişken olduğu için cazip gelmektedir. Bununla beraber tahviller de farklı türlerde olabileceği için farklı risk profillerine sahiptirler. Benzer şekilde; bir banka müşterisine kredi verirken, o müşterinin kredi riskini ölçmek için birçok değişkeni dikkate almaktadır. Bu noktada banka borcun geri ödeneceğinden emin olmak istemektedir. Tahvil piyasasında ise yatırımcı borç verendir ve farklı tahvillerin risk durumu hakkında bilgiye ihtiyacı vardır. Kredi derecelendirme notları burada devreye girmektedir. Kredi derecelendirme notları, geleceğe yönelik kredi riskinin göreceli değerlendirmesini sunmaktadır. Yani yatırımcıların zamanında ve tam olarak yatırımlarının karşılığını alma olasılığını araştırmaktadır. Kredi derecelendirme notu bir tahvile yatırım yapılırken değerlendirilen en önemli faktörlerden biri olmakla beraber ele alınması gereken değişkenlerden yalnızca biridir (Fitch, 2020a).

Kredi derecelendirme notları, derecelendirmeyi yapan kuruluşun derecelendirilen kuruluş veya ülke ile ilgili gelecekte ne olacağına ilişkin öngörüsünü içermektedir. Geçmişe yönelik bir takvim gününde gerçekleşen değerlendirmeleri içeren bağımsız denetimin aksine, kredi derecelendirme kuruluşları geleceğe odaklanmıştır. Ayrıca, kredi derecelendirme notları benzer kuruluşlar arasında kıyaslanabilir ölçüt olmayı amaçlamaktadır. Bu anlamda, temel kredi riskinin anlaşılması için kullanılan tek boyutlu bir araçtır (Fitch, 2020a).

Ülke kredi derecelendirme notları diğer derecelendirme notlarını da etkileyebilmektedir. Bir anlamda ülkenin içerdiği risk durumu diğer ülke ekonomilerini ve yerel bankacılık sistemini etkileyebilmektedir. Ayrıca; tasarruf önlemleri, vergi düzenlemeleri ve kriz yönetimleri gibi sıkılaştırma politikalarından etkilenmektedirler. Ülke riskinin diğer sektörlerde finansal stres yaratması birkaç şekilde oluşmaktadır (Moody's, 2015). Bu stresler;

- a. Ekonomideki yavaşlama veya daralma,
- b. Yatırımcıların güven kaybı yaşaması ve kredi imkanlarının azalması neticesinde finansman maliyetlerinin artması ve nakit sıkıntısı yaşanması,
- c. Sermaye akışından kaynaklanan döviz kurlarında ve bankacılıkta yaşanan krizler,
- d. Sıkılaştırma politikalarının izlenmesi ile ülkenin ödemelerini geciktirmesi ve ekonomik faaliyetlerle ilgili genel düzeyin etkilenmesi,
- e. Yasal düzenlemeler ve vergi politikalarında değişiklikler ve
- f. Politik istikrarsızlık ile bireylerde oluşan huzursuzluk şeklinde sıralanabilir.

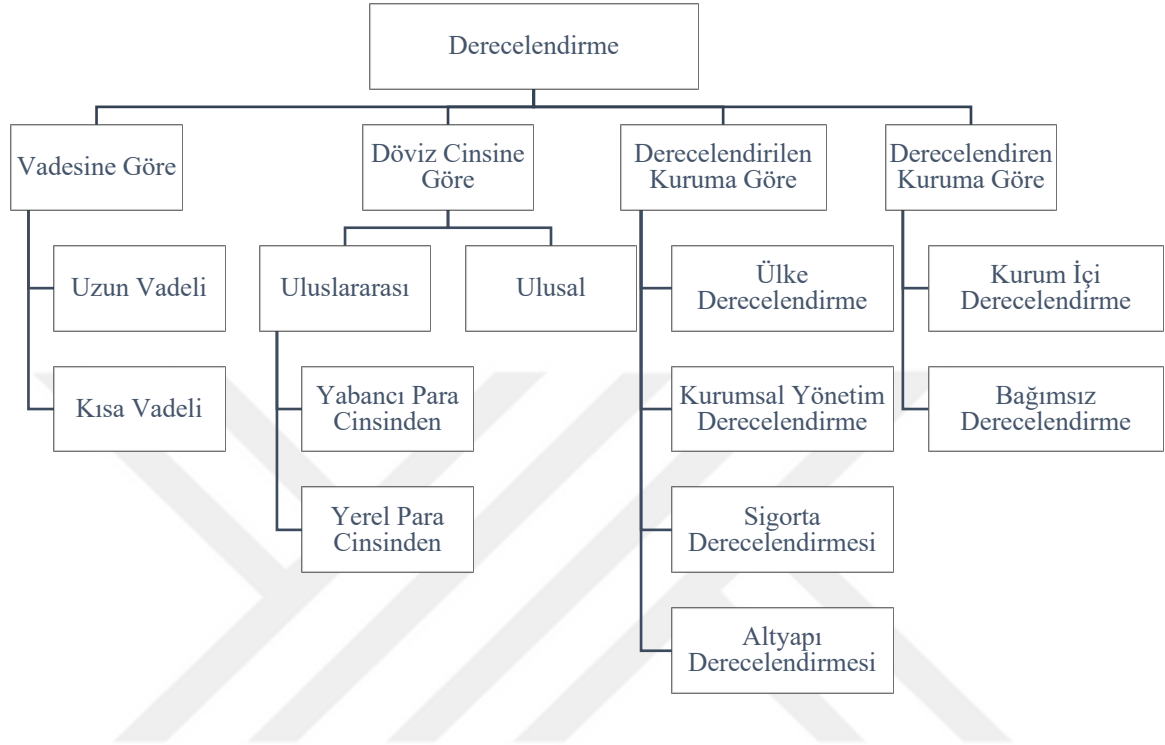
Ülke riskinden kaynaklanan bu etkiler ne kadar az olursa olsun, kredi derecelendirme notu yüksek olan ülkelerin bile yaşanabilecek streslere karşı bağımsızlıkları oldukları söylenememektedir.

1.1.3. Kredi derecelendirme türleri

Kredi derecelendirmesi; derecelendirmenin kapsadığı dönem açısından vadesine göre, ulusal veya uluslararası para üzerinden yapılan değerlendirmeler açısından ise döviz

cinsine göre yapılan derecelendirmeler olarak ayrılmaktadır. Ayrıca, derecelendirilen kurum ve derecelendiren kurumun özelliklerine göre de farklılıklar bulunmaktadır. Şekil 1’de kredi derecelendirme türleri gösterilmektedir.

Şekil 1: Kredi Derecelendirme Türleri



Kaynak: JCRER (2020) ve S&P Global (2020b) verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

1.1.3.1. Vadesine göre

Finansal yükümlülüklerin uzun dönemli veya kısa dönemli yerine getirebilme isteği ve yeteneği kredi derecelendirmesinin kapsadığı süreyi belirler. Uzun dönemli kredi derecelendirmeleri bir yıldan daha uzun süreli derecelendirmeleri, kısa dönemli derecelendirmeleri ise bir yıldan daha kısa süreli derecelendirmeleri ifade etmektedir.

1.1.3.2. Döviz cinsine göre

Uluslararası ve ulusal para birimi üzerinden yapılabilecek değerlendirmelerden, ulusal para üzerinden yapılan değerlendirmeler ulusal düzeydeki yükümlülükleri yerine getirebilme olasılığı için kullanılır. Uluslararası düzeyde olup yabancı para üzerinden yapılan değerlendirmeler sadece döviz cinsi yükümlülüklerin yerine getirilmesi ile ilgilenmektedir. Uluslararası düzeyde yapıp yerel para üzerinden yapılan değerlendirmeler ise hem yerel hem de yabancı para cinsinden olan yükümlülükleri inceler. Bir başka deyişle kredi derecelendirmesinin türü, döviz kuru farklılıklarından kaynaklanan transfer riskinin değerlendirilmesine duyulan ihtiyaca göre değişmektedir (JCRER, 2020).

1.1.3.3. Derecelendirilen kuruma göre

Kredi derecelendirmesinin tanımı gereği finansal yükümlülüklerin tam ve zamanında yerine getirebilmesi derecelendirmenin mahiyetine göre farklılaşmaktadır. Bir ülke için

derecelendirme yapıldığında ülke kredi derecelendirme analizleri yürütülürken bir şirketin kurumsal yönetim performansı üzerinden yapılan değerlendirmeler kurumsal yönetim derecelendirmesi adını almaktadır. Tahvil ihracı sigortaları, sağlık sektörü ve hayat sigortaları ile gayrimenkul sigortaları topluca sigorta derecelendirmesi altında izlenmektedir. Altyapı derecelendirmesinde ise şirketlere, proje geliştiricilerine, proje finansına ve menkul kıymetlendirmeye ilişkin faaliyetler derecelendirilmektedir (S&P Global, 2020b).

1.1.3.4. Derecelendiren kuruma göre

Derecelendirilme kuruluş içinde yer alan departmanlar tarafından yapılırsa içsel derecelendirme, dış kuruluşlar tarafından yapılırsa bağımsız derecelendirme adını almaktadır (JCRER, 2020). Bu noktada, kredi derecelendirme kuruluşları bağımsız derecelendirme yapmalarına rağmen kurum içi değerlendirmelerde kullanılmak üzere derecelendirme faaliyetlerinde de bulunabilmektedir (S&P Global, 2020b).

Derecelendirme kurumlarından S&P Global (2020d) şirketler, finansal kuruluşlar, sigorta şirketleri, ülke ve yapılandırılmış finans sektörlerinde derecelendirmeler yapmaktadır. Bu sektörlerde yapılan derecelendirme faaliyetleri endüstriler, altyapı faaliyetleri, bankalar, finans şirketleri, sağlık kuruluşları, tahviller, uluslararası finans, ülke kredi derecelendirmesi, varlığa dayalı menkul kıymetler ve ipotega dayalı menkul kıymetler gibi alanları kapsamaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch (2020a) bu derecelendirme türleri kapsamında genel olarak bankalar, şirketler, ipotekli tahviller, fon ve aktif yönetim şirketleri, altyapı ve proje finansmanı, uluslararası kamu finansı, sigorta, ülke, yapısal finans ve Amerika Birleşik Devletleri için kamu finansı sektörlerini kapsamakta ve bu faaliyetleri Afrika, Asya-Pasifik, Avrupa, Latin Amerika, Ortadoğu ve Kuzey Amerika bölgelerinde yürütmektedir.

Moody's (2020b) kredi derecelendirme kuruluşu ise hava ve savunma, kimya, sağlık, petrol, emlak, finans, madencilik, teknoloji şirketleri üzerine yapılan derecelendirmeler ile birlikte; kredi piyasası üzerine araştırmalar, borçlanma, çevre, sosyal ve sahiplik durumları, ekonomik araştırmalar, finansal kuruluşlar, ülkeler ve uluslararası (supranational) değerlendirmeler, taşımacılık, sağlık, kâr amacı gütmeyen kuruluşlar ve emeklilik fonları kapsamında yer alan sektörlerde faaliyette bulunmaktadır.

1.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi derecelendirmesi finansal piyasaların gelişimini izlemiştir. Piyasadaki katılımcı sayısının artması ile yatırımcıların değerlendirmelere olan ihtiyaçları artmıştır. Uluslararası düzeyde faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşları 19. yüzyılın ortalarından itibaren kuruluşlara ilişkin analizler yapmaya başlamışlar ve daha sonra bu analizleri yayınlamışlardır. Bu analizleri ülke kredi derecelendirme notları izlemiş ve günümüzde farklı sektörler özelinde yapılan değerlendirmeler ile son halini almıştır. Derecelendirme faaliyetlerinin finansal piyasalarda kullanımının artması neticesinde endüstriye ilişkin düzenlemelere gidilmiştir.

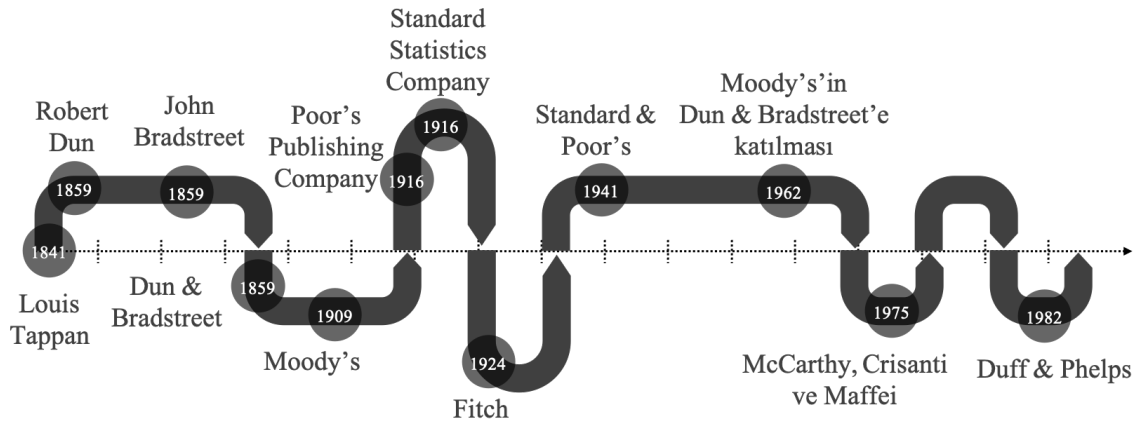
1.2.1. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihçesi

Tahvil piyasalarının derinleşmesi ile güçlü kamu borçlanma sistemine geçilmiş, güçlü para politikası uygulanmaya başlanmış, bankacılık sisteminin temelleri atılmış, merkez bankaları kurulmuş ve menkul kıymetlerin kullanımını yaygınlaştırmıştır. Bu uygulamalar ile birlikte 1600'lerde Hollanda lider ekonomi konumuna gelmiştir (Sylla, 2002: 20). Hollanda'nın sistemini örnek alan ve 1694 yılında İngiltere Merkez Bankası'nı kuran İngiltere ise ilk sanayi devrimi neticesinde 18. ve 19. yüzyılda dünya ekonomisinde liderliği ele geçirmiştir (Dickson, 2017: 1-7).

İngiltere'den ayrılarak bağımsızlığını ilan eden Amerika Birleşik Devletleri'nde izlenen ekonomi politikaları, İngiliz sistemine aşina olan ve dönemin Hazine Bakanı olarak görev yapan Alexander Hamilton tarafından şekillendirilmiştir. Sonuç olarak İngilizlerin dünya ekonomisindeki yerini devralan ABD seçkin ekonomiler arasına girmiştir (Sylla, 1998: 86-88).

Tarihi 1600'lere kadar dayanan tahvil piyasaları, ilk kredi derecelendirme notunun verilmesinden yaklaşık üç asır öncesinde kullanılmaya başlamıştır. Ancak, yatırımcılar piyasaların gelişimine uygun olarak öncelikle Hollanda, İngiltere ve ABD'de olmak üzere; finansal piyasaları gelişmiş olan ekonomilerde yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Dönemin şartları gereği bu sınıflandırmada bulunan ekonomiler az sayıda olduğundan uzun bir süre kredi derecelendirme notlarına ihtiyaç olmamıştır. Ancak, 19. yüzyıldan itibaren ülkelerin yönetim sistemlerindeki değişimler uluslararası tahvil piyasalarının gelişimine yol açmıştır (Sylla, 2002: 21). Şekil 2 bu tarihten itibaren uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihçesi hakkında bilgi vermektedir.

Şekil 2: Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi



Kaynak: Cantor ve Packer (1995) verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının öncüsü olarak nitelendirilen ticari kredi kuruluşları ilk olarak 1837 krizinden (1837 Paniği) sonra ortaya çıkmış olup, 1841 yılında Louis Tappan tarafından New York'ta kurulmuştur. Robert Dun tarafından satın alınan kuruluş, ilk derecelendirme rehberini 1859 yılında yayınlamıştır. Benzer şekilde, 1849 yılında John Bradstreet tarafından kurulan bir diğer ticari kredi derecelendirme kuruluşu, 1857 yılında değerlendirmelerinin yer aldığı bir derecelendirme kitabı yayınlamıştır. 1933 yılında Dun

& Bradstreet adıyla birleşen iki kuruluş, 1962 yılında Moody's Investors Service'ı satın almışlardır (Cantor ve Packer, 1995: 10-11).

Derecelendirme notlarının menkul kıymetlerde genişlemesi ise John Moody'nin, 1909 yılında ABD demiryolu şirket tahvillerini derecelendirmesi ile başlamış, 1910 yılında altyapı ve sanayi kuruluşları ile devam etmiştir. Poor's Publishing Company 1916, Standard Statistics Company 1922, Fitch Publishing Company ise 1924 yılında ilk derecelendirme notlarını açıklamışlardır. Poor's Publishing Company ve Standard Statistics Company birleşerek; Standard and Poor's (S&P Global) adıyla 1941 yılında faaliyete geçince ABD'de faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşu sayısı üçe inmiştir (Cantor ve Packer, 1995: 10-11).

Kamu altyapı kuruluşları ile ilgili incelemeleri 1932 yılına dayanmasına rağmen, 1982 yılından itibaren şirketler için tahvil derecelendirmesi yapmaya başlayan Duff & Phelps ABD merkezli faaliyet gösteren bir diğer kuruluştur. Xerox Financial Services tarafından satın alınan ve daha sonra Duff & Phelps ile birleşecek olan McCarthy, Crisanti ve Maffei ise 1975 yılında faaliyete geçmiştir (Cantor ve Packer, 1995: 10-11).

Amerika Birleşik Devletleri dışında; özellikle Britanya, Kanada ve Japonya merkezli kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar da yatırımcılar açısından önemlidir. Ancak; Moody's Investors Service (Moody's), Standard and Poor's Corporation ve Fitch Investors Service (Fitch) üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak nitelendirilmektedir (Cantor ve Packer, 1995: 10-11).

ABD Sermaye Piyasası Kurulu (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC), 2006 yılında çıkan kredi derecelendirme reformu yasası kapsamında, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının tanınırlığı ve gözetimi için oluşturduğu program ile ulusal düzeyde tanınan derecelendirme kuruluşlarını (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NSROs) belirlemek için yetkilendirilmiştir. 2010 yılında çıkan Dodd-Frank yasası ile de SEC bünyesinde kredi derecelendirme ofisi oluşturulmuş ve bu gözetimle görevlendirilmiştir (SEC, 2020).

SEC'ye yapılan başvurular, 2007 yılından itibaren değerlendirilmeye başlanmıştır. Bir derecelendirme kuruluşunun; finansal kuruluşlar, sigorta şirketleri, özel şirketler, varlığa dayalı tahvil çıkarıcılar veya ülke menkul kıymetleri üzerinde derecelendirme yapabilmek için başvuru yapabilecekleri belirtilmiştir (SEC, 2020). Tablo 1'de SEC tarafından ulusal düzeyde tanınan derecelendirme kuruluşları gösterilmektedir.

Tablo 1'de yer alan 9 kredi derecelendirme kuruluşu 30 Kasım 2020 tarihi itibarıyla halen NSRO statüsünü korumaktadır. Bu kuruluşlardan S&P Global, Moody's ve Fitch, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak isimlendirilirken, geri kalan altı kuruluş ulusal düzeyde tanınan kuruluşlardan daha küçük olanları şeklinde düşünülmektedir. SEC'ye bağlı kredi derecelendirme ofisi; bu kuruluşların faaliyetleri ile derecelendirme metodolojileri arasındaki uyum, çıkar çatışmalarının yönetimi, etik politikaların uygulanması, iç denetim mekanizmalarının varlığı, yönetim yapısı, uyum görevlisinin (DCO) aktiviteleri, şikâyet süreçleri ve emeklilikte sosyal yardımlar konularında incelemelerde bulunmaktadır (SEC, 2020).

Tablo 1: Ulusal Düzeyde Tanınan Derecelendirme Kuruluşları

NRSRO	İlk Tanındığı Tarih
A.M. Best Rating Services, Inc. (AMB)	24 Eylül 2007
DBRS, Inc. (DBRS)	24 Eylül 2007
Fitch Ratings, Inc. (Fitch)	24 Eylül 2007
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)	24 Eylül 2007
Moody's Investors Service, Inc. (MIS)	24 Eylül 2007
S&P Global Ratings (S&P)	24 Eylül 2007
Egan-Jones Ratings Company (EJR)	21 Aralık 2007
Kroll Bond Rating Agency, Inc. (KBRA)	11 Şubat 2008
HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR)	5 Kasım 2012

Kaynak: SEC (2020).

Bağımsız derecelendirme yapan dışsal derecelendirme kuruluşları (External Credit Rating Assessment Institutions, ECAIs) Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements, BIS) tarafından Basel III kriterleri çerçevesinde de düzenlenmektedir. 1 Ocak 2022 tarihi itibarıyla uygulanması planlanan kriterler çerçevesinde dışsal derecelendirme yapan kuruluşların taşıması gereken sekiz kriter vardır (BIS, 2020). Bu kriterler şöyledir:

a. Tarafsızlık: Kullanılan metodolojiler titizlikle ve hazırlanmalı, sistematik olmalı ve geçmiş derecelendirmelerle karşılaştırılabilir olmalıdır.

b. Bağımsızlık: Dışsal derecelendirme kuruluşları bağımsız olmalı, politik ve ekonomik baskılara maruz kalmamalıdır.

c. Uluslararası şeffaflık: Derecelendirilen kuruluşun derecelendirmeye katılıp katılmadığı kamuya açık şekilde paylaşılmalıdır. Ayrıca derecelendirmeye ilişkin prosedürler, metodolojiler ve varsayımlar da ulaşılabilir olmalıdır.

d. Açıklık: Dışsal derecelendirme kuruluşları etik ilkelerini, çıkar çatışmalarına ilişkin bilgileri, iflasa ilişkin tanımlamaları, derecelendirmenin vadesini ve derecelendirmelere ilişkin öngörülerini açıklıkla paylaşmalıdırlar.

e. Kaynaklar: Bu kuruluşların yüksek kalitede kredi derecelendirmesi yapabilmesi için yeterli kaynaklara sahip olmaları gerekmektedir.

f. İtibar: İlk beş kriterin karşılanması ile oluşan güvenilirlik veya itibar, gizli bilgilerin yanlış kullanımının engellenmesine dair var olan içsel prosedürlerle geliştirilmelidir.

g. İsteğe bağlı olmayan derecelendirmelere ilişkin kurallar: Bir kuruluşun talebi doğrultusunda yapılmayan derecelendirmeler, bu kuruluşlara baskı aracı olarak kullanılmamalıdır.

h. Denetleyiciler ile iş birliği: Metodolojilerde meydana gelen değişimlerin bildirilmesi ve dışsal derecelendirmeye ilişkin verilere erişimin sağlanması konularında iş birliği yapılmalıdır.

1.2.2. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu

Kredi derecelendirme kuruluşlarından pazar payı %10'un üzerinde olan yalnızca 3 kuruluşun olması nedeniyle; S&P Global, Moody's ve Fitch üç büyük kredi derecelendirme

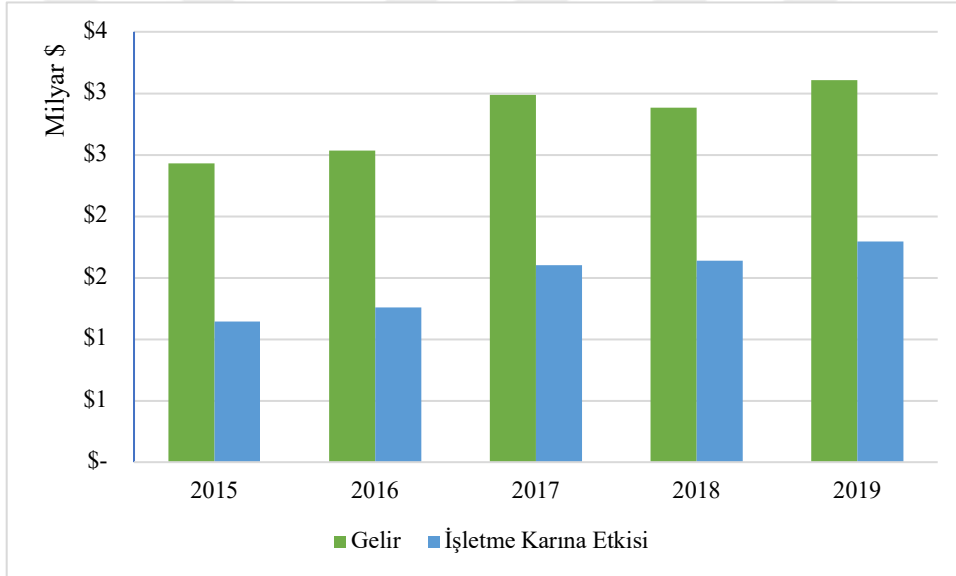
kuruluşu olarak adlandırılmaktadır. Bu sebeple bu kuruluşların daha ayrıntılı incelenmesi önem arz etmektedir.

1.2.2.1. *Standard and Poor's Global*

S&P Global; operasyonları ile ilgili şeffaflığın sağlanması amacıyla stratejik girişimler, faaliyet alanları ve aktiviteleri hakkında ülkelere, diğer kuruluşlara ve bireylere bilgilendirmeler yapmaktadır. Bu bilgilendirmeler genel görünüm, kredi derecelendirme, veri analizi, emtia fiyatları, Dow Jones Borsası ve kuruluşun finansal durumuna ilişkin faaliyetleri kapsamaktadır. ESMA (2020) raporuna göre %40,40'lık bir pazar payına sahip olan kuruluşun gelirlerinin %46'sı toplam 3,1 milyar \$ ile derecelendirme faaliyetlerinden gelirirken, bu oran 1,8 milyar \$ ile işletme kârının %53'ünü oluşturmaktadır.

Hisseleri New York Hisse Senedi Borsası (NYSE)'nda işlem gören S&P Global'a ait son 5 yıl içerisinde derecelendirme faaliyetlerinden elde edilen gelirdeki ve işletme karındaki değişim Şekil 3'te verilmiştir.

Şekil 3: S&P Global Derecelendirme Faaliyeti Gelirleri ve İşletme Karına Etkisi



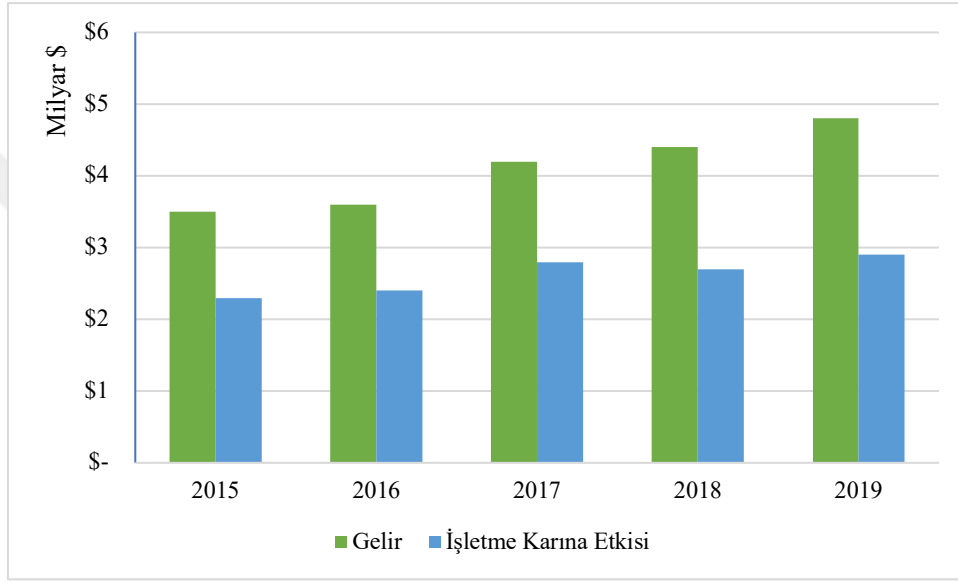
Kaynak: S&P Global (2020d: 5).

Sermaye yönetimi felsefesi doğrultusunda sorumlu yöneticilik, hesap verebilirlik, nakit akışı sağlayacak işletme modeli, yatırım yapılabilir seviyede finansal durum tablosu, sermaye dağılımı, satın alma stratejilerinde disiplin ve hisse senedi sahiplerine temettü dağıtılması ilkelerini izleyen S&P Global; güçlü bir hisse senedi geri ödemesine odaklanmaktadır. Ülke kredi derecelendirme faaliyetlerini 27 ülkede sürdürmekte ve küresel boyutta 47 trilyon \$'lık borcu derecelendirmektedir. Kredi notlarının gözetimi, müşteri bazlı yıllık ücretler ve şirket derecelendirme faaliyetleri kuruluşun sürekli gelirlerini oluştururken; tahvil çıkarımları için yapılan yeni derecelendirmeler, finansal kuruluşlar, sigorta ve ülke derecelendirmesi ile yapılandırılmış borç araçları faaliyetlerinden işlem bazlı gelirler elde etmektedir (S&P Global, 2020d: 6-16).

1.2.2.2. Moody's Investors Service

Moody's, yatırım servisleri ile kredi derecelendirme üzerine yüz yılı aşkın bir süredir bilgi sağlamaktadır. ESMA (2020) raporuna göre %33,12'lik bir pazar payına sahip olan kuruluş, müşterilerine finansal bilgiler ve analiz araçları sunarak risk yönetimi konusunda destek vermektedir. Kuruluşun gelirlerinin %62'si 5,3 milyar \$ ile yatırım servislerinden gelirirken, bu oran 2,7 milyar \$ ile işletme karının %78'ini oluşturmaktadır. Hisseleri New York Hisse Senedi Borsası (NYSE)'nda işlem gören Moody's'in son 5 yıl içerisinde derecelendirme faaliyetlerinden elde edilen gelirdeki ve işletme karındaki değişim Şekil 4'te verilmiştir.

Şekil 4: Moody's Derecelendirme Faaliyeti Gelirleri ve İşletme Karına Etkisi



Kaynak: Moody's (2020c: 12).

Kredi derecelendirme faaliyetlerinin dünya çapında sunulması ile sermayeye erişimi kolaylaştıran ve derecelendirilen kuruluşun sermaye planlaması ile finans stratejilerini formüle etmesine yardımcı olan kuruluş; ülke kredi derecelendirme faaliyetlerini dünya çapında 33 ayrı ofiste sürdürmekte ve toplam 70 trilyon \$'lık borcu derecelendirmektedir (Moody's, 2020c: 33).

1.2.2.3. Fitch Ratings, Inc.

Fitch hisselerinin tamamı 2018 yılında Hearst Communications, Inc. tarafından satın alınmıştır. Yüz yılı aşkın süredir yatırımcılara risk yönetimi konusunda metodolojiler, endeksler, araştırma raporları ve analitik ürünler sunan kuruluşun 30'dan fazla ülkede ofisi bulunmaktadır. ESMA (2020) raporuna göre ise %17,55'lik bir pazar payına sahip olan Fitch hisseleri borsada işlem görmemektedir.

Bir kuruluşun kredi derecelendirmesi için Fitch'e başvurusu ile başlayan derecelendirme süreci, kamuya açık bilgilerin toplanması ile devam etmektedir. Uygun durumlarda kamuya açık olmayan bilgiler de istenerek derecelendirilen kuruluşun yönetimi ile toplanılır. Fitch bünyesinde belirlenen derecelendirme komitesinin analizleri neticesinde verilen notlar izlenmeye devam edilmektedir (Fitch, 2020d).

1.3. Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Belirleyicileri

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi derecelendirme notlarını belirlerken kullandıkları değişkenler genelde benzerlik göstermektedir. Uzun vadeli derecelendirmelere ilişkin olmakla beraber üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak nitelendirilen Standard and Poor's, Moody's ve Fitch'e ait ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde kullanılan temel kategoriler Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Belirleyicilerinin Karşılaştırılması

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
Kurumsal Değerlendirme	Ekonomik Yapı	Yapısal Özellikler
Ekonomik Değerlendirme	Kurumsal Yapı	Makroekonomik Performans
Dışsal Değerlendirme	Finansal Yapı	Kamu Finansı
Finansal Değerlendirme	Risk Duyarlılığı	Uluslararası Finans
Parasal Değerlendirme		
1 (en yüksek) ile 6 (en düşük) arasında ölçeklendirilmektedir		+2 (en yüksek) ile -2 (en düşük) arasında ölçeklendirilmektedir

Kaynak: S&P Global (2019), Moody's (2019) ve Fitch (2020b) verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 2 incelendiğinde; ülke kredi derecelendirme notları verilirken ekonomik göstergelerin incelenmesi, finansal yapıya ilişkin değişkenlerin analizi, küresel ekonomi ile karşılaştırma ve dışsal değerlendirme gibi nitel analizlerin yanı sıra kurumsal değerlendirme ve yapısal özelliklerin incelenmesi gibi nicel analizlerin de dikkate alındığı anlaşılmaktadır. Ayrıca; S&P Global ve Moody's temel kategorileri 1 ile 6 arasında puanlamakta iken Fitch +2 ile -2 arasında puanlama yapmaktadır. İncelendiğinde tüm kuruluşların puanlama skalasının benzer olduğu anlaşılmaktadır. Temel kategorilerden alınan puanlar toplanarak ülke kredi derecelendirmelerinde kullanılan notlar açıklanmaktadır.

1.3.1. Standard and Poor's ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri

Standard and Poor's'a ait küresel derecelendirme metodolojisi; ülkeleri ve para politikasını yürüten organları değerlendirmektedir. Ayrıca; piyasa katılımcılarına derecelendirmenin nasıl yapıldığına dair bilgi verilmesi de amaçlamaktadır. Borçlanan ülke belirleyiciler üzerinden değerlendirilerek kredi notları belirlenmektedir. Bu anlamda, başka bir ülkeye bağlı olmayan ve kendi hükümetini yürütme yetkisini devretmemiş olan ülkeler değerlendirilmektedir (Sovereign Credit Rating). Ülkelerin özellikle kendi para birimi ile ilgili kararları alırken politik ve finansal hakları elinde bulundurması önem arz etmektedir. S&P Global'a ait ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri, bir ülkenin finansal yükümlülüklerini yerine getirme isteği ve yeterliliğini ölçecek şekilde belirlemiştir. Bu belirleyiciler beş temel alanı ölçmektedir. Bunlar kurumsal değerlendirme, ekonomik değerlendirme, dışsal değerlendirme, finansal değerlendirme ve parasal değerlendirmelerdir (S&P Global, 2019: 1-2).

1.3.1.1. Kurumsal değerlendirme

Bir ülkenin devlet kurumlarının ve politikalarının ülke borçlarına olan temel etkisi ölçülmektedir. Bu amaçla sürdürülebilir kamu finansının sağlanması, dengeli ekonomik büyümenin teşvik edilmesi ile ekonomik ve politik şoklara cevap verebilme yeteneği dikkate alınmaktadır. Ayrıca veri, süreç ve kurumların hesap verebilirliği ve şeffaflığı üzerine borcu geri ödeme kültürü ve potansiyel içsel ve dışsal risklerin değerlendirilmesi de yapılmaktadır (S&P Global, 2019: 3).

1.3.1.2. Ekonomik değerlendirme

Bir ülkenin borç krizi geçmişi o ülkede zengin, çeşitlendirilmiş, dirençli ve yeni koşullara uyum sağlayan bir ekonominin varlığı hakkında bilgi vermektedir. Ekonomik değerlendirme ile; kişi başına düşen gelir cinsinden hesaplanan ülkenin gelir miktarı, büyüme potansiyeli ile ekonomik çeşitliliği ve oynaklığı ölçülebilmektedir (S&P Global, 2019: 3).

1.3.1.3. Dışsal değerlendirme

Dünyanın geri kalanı ile karşılaştırıldığında tüm kamu ve özel sektör kuruluşlarına ait işlemler ve pozisyonlar; uluslararası işlemlerde yerel para biriminin durumu, dışsal likidite ile yerel ve yabancı para birimi cinsinden varlık ve kaynakların dışsal pozisyonu üzerine değerlendirmeler yapılabilmektedir (S&P Global, 2019: 3).

1.3.1.4. Finansal değerlendirme

Bir ülkeye ait borç yükü ve bütçe açığının sürdürülebilirliği hakkında fikir vermektedir. Finansal esneklik, uzun dönem finansal trend ve zayıflıklar, borç yapısı ve finansal kaynaklara erişim ile bağlı borçlar ölçülmektedir. Bu belirleyiciler; parasal performans ve esneklik ile borç yükümlülüğü olmak üzere iki kategoride izlenmektedir (S&P Global, 2019: 3).

1.3.1.5. Parasal değerlendirme

Para politikasını yürüten organların; borçlarını ödeme gücü değerlendirilmekte, dengeli ekonominin sürdürülebilirliği ve ekonomik ya da finansal krizleri hafifletebilmesine bakılmaktadır. Döviz kuru politikası analiz edilerek, para politikası ile finansal ve ekonomik diğer politikalar arasındaki ilişki incelenirken; enflasyon ve piyasa odaklı para mekanizmaları analiz edilerek reel ekonomik kredibilite ile finansal sistem ve sermaye piyasalarındaki derinlik ve çeşitlilik ölçülmektedir (S&P Global, 2019: 3).

1.3.2. Moody's ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri

Moody's, ülke kredi derecelendirme notlarını belirlerken nicel ve nitel değişkenlerden yararlanmaktadır. Puan kartları ile yapılan değerlendirmeler ekonomik yapı, kurumsal yapı, finansal yapı ve risk duyarlılığı faktörlerini içermektedir. Ekonomik ve kurumsal yapı birlikte ekonomik esnekliği göstermekte iken finansal yapının eklenmesi ile finansal güç ölçülmektedir. Tüm faktörler birlikte değerlendirildiğinde puan kartına ilişkin bir aralık belirlenebilmektedir (Moody's, 2019: 1-3).

1.3.2.1. Ekonomik yapı

Ekonominin içsel gücü bir ülkenin şoklara karşı olan direnci hakkında bilgi vermektedir. Bir ülkenin orta vadede borçlarını ödemek için yeterli gelir yaratabilme yeteneği o ülkenin sürdürülebilir ekonomik büyümesi ile doğrudan ilişkilidir. Büyüme dinamikleri, ekonominin ölçeği ve kişi başına düşen gelir; ekonomik yapının ölçülmesi için kullanılan alt faktörlerdir. Uzun süreli düşük veya değişken ekonomik büyüme, borçları geri ödemeyi zorlaştıracak için içsel veya dışsal yapısal ekonomik kısıtlamaların da bir göstergesi olabilir. Ayrıca; büyümedeki bu etki ekonomik ve mali reformları etkileyerek, kısa dönemli ekonomik maliyetlerin uzun dönemli ekonomik ve finansal getirilere tercih edilmesine de yol açabilir. Diğer yandan uzun dönemli sürdürülebilir ekonomik büyüme neticesinde borçlanarak büyüme üzerinde pozitif etki görülebilir, bütçe performansı içsel ve dışsal şoklardan daha az etkilenebilir. Ölçek açısından ise, bir ekonominin çeşitliliği ve derinliği ile doğrudan ilişkili olup küçük ekonomilerin dalgalanmalardan daha çok etkilendiği görülmektedir. Satın alma gücü paritesi üzerinden ele alınan kişi başına düşen gelir ile farklı ülkeler arasında yapılan değerlendirmeler de ekonomik yapı hakkında fikir vermektedir. Kişi başına düşen gelirin daha yüksek olduğu ekonomiler, ekonomik şokları daha kolay atlatabilmektedir (Moody's, 2019: 5-11).

1.3.2.2. Kurumsal yapı

Yatırımcılar açısından önem arz eden yasal ve hukuki çevrenin istikrarı, bir ülkedeki kurumların gücünden doğrudan etkilenmektedir. Bir ülkede büyüme odaklı ekonomik, maliye ve para politikalarının izlenmesi, sosyoekonomik istikrar ve finansal sürdürülebilirliğin desteklenmesi uzun dönem borçlanma için önem arz etmektedir. Kurumsal yapıdaki zayıflıklar ile borç krizleri arasında doğrudan bir ilişki bulunmakla beraber bu ilişki borçları ödeme isteğinde ve yeteneğindeki azalmadan veya bu azalmanın ortaya çıkardığı yapısal sorunlardan kaynaklanabilir. Bu nedenle; kurumsal yapı değerlendirilirken hukuki ve idari kurumların kalitesi, sivil toplum kuruluşlarının yasal statüleri ve izlenen politikaların etkinliği de değerlendirilmektedir (Moody's, 2019: 11-22).

1.3.2.3. Finansal yapı

Bir ülkenin finansal yapısı, o ülkedeki sürdürülebilir borç yüküne ilişkin bilgi sağlayan doğrudan bir göstergedir. Finansal yapı incelenirken borç yükü ve borç servis oranı birlikte değerlendirilmektedir. Kişi başına düşen gelire göre ölçülen borç yükü düzeyi arttıkça ekonomiyi destekleyici mali destekler sağlanamamaktadır. Genellikle mali dengesizliklerden kaynaklanan borç yükleri bazen bağlı borçların geri ödenmemesinden de kaynaklanabilir. Borç servis oranı, faiz ödemeleri ile gelir arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Kişi başına düşen gelire göre artan borç miktarı borç servis oranının azalması anlamında gelmektedir (Moody's, 2019: 23-31).

1.3.2.4. Risk duyarlılığı

Bir ülkenin risk duyarlılığının artması o ülkenin finansal gücünün azalması anlamına gelmektedir. Ani ve olağandışı değişimler ülke ekonomisini derinden etkilemekte, kamu finansmanı ve borçlanma yeteneğini sınırlandırabilmektedir. Risk duyarlılığı değişmekle beraber genellikle yerel politik veya jeopolitik riskleri, kamu likidite riskini, bankacılık

sektörüne ilişkin riskleri ve dışsal kırılganlığı içermektedir. Yerel veya jeopolitik risklerden kaynaklanan politika riski borç krizine girme olasılığını arttırabilir. Yerel riskler politik istikrarsızlıktan, sosyal memnuniyet düzeyinin azalmasından, dini veya etnik sosyal sınıflaşmalardan kaynaklanmakta ve istikrarlı bir politika oluşturulmasını zorlaştırmaktadır. Jeopolitik riskler ise komşu ülkelerle olan çözülmemiş politik veya askeri sorunlardan kaynaklanmaktadır. Diğer yandan; özellikle borç servisi oranını doğrudan ilgilendiren kamu likidite riski temelde finans kaynaklarına ulaşım kolaylığını ifade etmektedir. Çoğu ülke eksi nakit akışı ile operasyonlarını gerçekleştirilmekte ve bütçe açığı vermektedir. Bu nedenle, güvenilir finans kaynaklarına sürekli erişim sağlanması önemlidir. Ayrıca, bankaların ekonomideki rolü gereği, sistematik bankacılık krizleri ekonomik bozulmalara neden olmaktadır. Bu bozulma ise kamu gelirlerini etkilemektedir. Yabancı para cinsinden finans kaynaklarına ulaşım ve yabancı para cinsinden ödeme yapma gücü dışsal kırılganlığı ifade etmektedir. Sermaye akımlarına dayalı ithalat ve dış borç ödemeleri, oluşabilecek bir risk durumunda yatırımcıların farklı ekonomilere yönelmesi nedeniyle sekteye uğramaktadır. Düşük sermaye akımı döviz rezervlerini düşürmekte ve yerel para biriminde devalüasyona neden olmaktadır. Sonuçta döviz üzerinden yapılan ödemeler etkilenmektedir (Moody's, 2019: 32-33).

1.3.3. Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri

Ülke kredi derecelendirme notlarının analizinde nicel ve nitel değişkenlerden yararlanan Fitch, ekonomiyi etkileyen değişkenleri bir bütün olarak ele almaktadır. Bu değişkenler ise yapısal özellikler, makroekonomik performans, kamu finansı ve uluslararası finans kategorilerinde incelenmektedir (Fitch, 2020b: 1).

1.3.3.1. Yapısal özellikler

Yönetimsel kalite, ekonomik refah seviyesi ve esneklik, politik istikrar ve finansal sektör risklerini içermektedir. Yönetimin etkinliği, hukukun üstünlüğü, yolsuzlukla mücadele, hesap verebilirlik ve iş çevresi yönetimsel kalitenin çerçevesini oluşturmaktadır. Refah seviyesi ve esneklik ise; kişi başına düşen gelir, şoklara karşı dayanıklılık, finansal sistemin derinliği ve tasarrufların oranı ile ölçülmektedir. Rejimin meşruluğu, anlaşmazlık veya savaş riski, borç ödeme geçmişi ile ekonomi politikalarının riski ise genel anlamda politik istikrarı ifade etmektedir. Finansal sektör riskleri ise düzenleyici ve denetletici sistemlerin kalitesi, makro finansal istikrar, bağlı borçlar, banka sektörü göstergeleri ile makro ihtiyati politikaları ile hesaplanmaktadır (Fitch, 2020b: 10).

1.3.3.2. Makroekonomik performans

Politika çerçevesi, büyüme, enflasyon ve reel efektif döviz kuru üzerinden değerlendirilmektedir. Politika çerçevesi; bütünlük ve güvenilirlik ile şoklara karşı dayanıklılık üzerinden analiz edilmektedir. Büyüme ise büyümenin seviyesi, oynaklığı ve istikrarı ile ölçülmektedir. Öte yandan enflasyon seviyesi, istikrar ile dolarizasyon değişkenlerine bağlıdır. Reel efektif döviz kurunun politika çerçevesi ile uyumlu olması beklenirken, sabit döviz kuru rejimine olan hassasiyetten etkilenmemesi beklenmektedir (Fitch, 2020b: 15).

1.3.3.3. Kamu finansı

Kamu borcu seviyesi, yapısı ve eğiliminin para politikaları ile uyumu kamu finansının analiz edilmesinde temel değişkenlerdir. Genel olarak; kamu borcu, mali denge, borç dinamiği ve maliye politikası üzerinden incelenmektedir. Toplam kamu borç stokunun millî gelire oranı, borç toleransı, vade ve faiz oranı, finansman kolaylığı, mali varlıklar ile bağlı borçlar kamu borcu seviyesinin göstergeleri olarak ele alınmaktadır. Mali denge ise; genel mali dengenin gayrisafi yurt içi hasılaya oranı, bütçe esnekliği ve gelir tabanının genişliği üzerinden değerlendirilmektedir. Kamu borcunun sürdürülebilirliği ve faiz oranları üzerine yapılan öngörüler borç dinamiklerini etkilemektedir. Son olarak; maliye politikasının istikrarı, tutumluluğu ve şeffaflığı incelenmektedir (Fitch, 2020b: 18).

1.3.3.4. Uluslararası finans

Yabancı varlıklar ve yükümlülükleri ile ekonominin döviz kuru yaratabilmesi uluslararası finansın değerlendirilmesi için önemlidir. Ödemeler dengesi, dış bilanço ve dışsal likidite uluslararası finansın faktörleri olarak ele alınmaktadır. Bu faktörlerden ödemeler dengesi; cari denge, ticari sektörün bağımsızlığı, sermaye akımlarının yapısı ve değişkenliği ve dış borç servis oranı üzerinden incelenmektedir. Dış bilanço ise dış borcun sürdürülebilirliği, dışsal varlık ve yükümlülükler, net yabancı varlıklar pozisyonu, net dış borç, vade ve döviz yapısı ile piyasa ve resmi kurum borçları üzerinden bilgi sağlamaktadır. Son olarak dışsal likidite; uluslararası likidite oranı, yerleşik olmayan kişilerin yerel varlıkları alma isteği ve rezerv para birimi esnekliği üzerinden ölçülmektedir (Fitch, 2020b: 23).

1.4. Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Anlamları

Kredi derecelendirme kuruluşlarının, uzun dönem ülke kredi derecelendirme notlarını belirlerken kullandıkları değişkenlere verilen ağırlıklar sonucunda harf, rakam ve işaretlerden oluşabilen notlar açıklanmaktadır. Açıklanan bu notlar ile ülkelerin risk durumu, kredi derecelendirme notları çerçevesinde yatırım yapılabilir seviye ve spekülasyon seviye olmak üzere ikiye ayrılır. Yatırım yapılabilir ve spekülasyon seviye olarak değerlendirilen derecelendirme notları yine risk seviyesine göre en yüksek derece, yüksek derece, üst orta sınıf, alt orta sınıf, yatırım yapılamaz derecede spekülasyon, son derece spekülasyon, önemli riskler, büyük ölçüde spekülasyon ve iflasa yakın olarak kategorilere ayrılmaktadır. İflas kategorisinde yer alan ülkelere ait kredi derecelendirme notları ise çöp seviyesi olarak nitelendirilmektedir. Ülke kredi derecelendirme notları verilirken yararlanılan öngörüler ise Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Öngörüler

Öngörü	Anlamı
Pozitif görünüm	Derecelendirme notu yükseltilebilir (Orta vade)
Pozitif izleme	Derecelendirme notu yükseltilebilir (Kısa vade)
Durağan görünüm	Derecelendirme notunun değişmesi beklenmemektedir
Negatif izleme	Derecelendirme notu düşürülebilir (Kısa vade)
Negatif görünüm	Derecelendirme notu düşürülebilir (Orta vade)

Kaynak: S&P Global (2020c) verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Ülke kredi derecelendirme notlarını ifade eden ve mevcut durumun analizini içeren harf, rakam ve işaretlere ek olarak kredi derecelendirme kuruluşları öngörülerini de paylaşmaktadır. Kredi derecelendirme notunun muhtemel yönünü belirten bu öngörülerden kısa vadeli olası değişimler kredi izleme (CreditWatch) adıyla, orta vadeli değişimler ise not görünümü (Rating Outlook) adıyla nitelendirilmektedir. Bu öngörüler pozitif görünüm, pozitif izleme, durağan görünüm, negatif izleme ve negatif görünüm olmak üzere beş düzeye ayrılmaktadır (S&P Global, 2020c).

1.4.1. Standard & Poor's ülke kredi derecelendirme notlarının anlamları

Standard and Poor's ülke kredi derecelendirme notlarını ifade ederken harfler ve işaretlerden yararlanmaktadır. Yatırım yapılabilir seviyedeki en yüksek derece kategorisindeki not AAA olarak ifade edilmekte ve bu not finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesinde çok yüksek bir kapasitenin bulunduğu anlamına gelmektedir. Yüksek dereceli not olan AA, finansal yükümlülükler için oldukça yüksek bir kapasitenin bulunmasını ifade etmektedir. Üst orta sınıftaki notlar A harfi ile gösterilmekte ve finansal yükümlülükleri karşılamada güçlü bir kapasiteye işaret etmektedir. Alt orta sınıfa verilen notlar ise BBB'dir ve yeterli derecede kapasiteyi göstermektedir (S&P Global, 2020c).

Spekülatif seviyede verilen BB notu; ülkenin kısa dönemde daha düşük seviyedeki notlara sahip olan ülkelere nazaran kapasitesinin daha yeterli olduğunu göstermektedir. Ancak, olumsuz finansal ve ekonomik değişimler finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesini zorlaştırabilir. B ülke kredi derecelendirme notu daha savunmasız bir durumu ifade etse de ülkenin mevcut durumunun finansal açıdan yeterli olduğunu ancak olumsuz değişimlerin etkisinin görülme olasılığının arttığı anlamına gelmektedir. Son derece spekülatif olan CCC, ülkenin finansal yükümlülüklerini şu anda yerine getirmekte zorlandığını göstermektedir. Yüksek derece notlardan bu aşamaya kadar olan notlar için farklı kategoriler oluşturulmakta ve finansal yükümlülükleri karşılama kapasitesine göre artı (+) veya (-) işaretleri ile uyarlanmaktadır. Son olarak CC ise halihazırda zorluğun derecesinin oldukça fazla olduğu durumları ifade eder (S&P Global, 2020c).

İflasa yakın olan veya iflas durumunda bulunan ülkeler için sırasıyla SD (selective default) ve D (default) notları verilmektedir. D notu ülkenin tüm finansal yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlandığını ifade ederken, SD notu ise sadece belirli yükümlülüklerin yerine getirilmesinde zorluk yaşandığını gösterir (S&P Global, 2020c).

1.4.2. Moody's ülke kredi derecelendirme notlarının anlamları

Moody's, ülke kredi derecelendirme notlarını ifade ederken harfler ve rakamlardan yararlanmaktadır. Standard and Poor's'un aksine büyük ve küçük harfler kullanılmaktadır ve işaretler yerine rakamlar bulunmaktadır. En yüksek derecedeki not Aaa minimum riski ifade etmektedir. Yüksek dereceli notlar Aa ile ifade edilmekte ve oldukça düşük bir riski göstermektedir. Bu kategoriden itibaren rakamlar kullanılmakta ve riskin artışına bağlı olarak sırasıyla 1, 2 ve 3 rakamları eklenmektedir. Orta üst sınıf seviyesindeki notlar ise A ile gösterilmektedir. Yatırım yapılabilir seviyedeki son not olan Baa ise orta derecede riske maruz kaldığını göstermektedir (Moody's, 2020a).

Önemli kredi riski içeren ve spekülâtif seviyede olan notlar Ba ile, yüksek kredi riski ise B ile ifade edilmektedir. Çok yüksek riske maruz kalma olasılığını ve yükümlülükleri karşılamada zayıf kalınabileceğini Caa notu göstermektedir. Oldukça spekülâtif ve iflasa yakın durumda olsa da anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirme ihtimali bulunan ülkelere Ca notu verilmektedir. En düşük derecede olan, genellikle iflas halinde bulunan ve anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirme ihtimali oldukça düşük olan tahviller ise C notunu almaktadır (Moody's, 2020a).

1.4.3. Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının anlamları

Fitch ülke kredi derecelendirme notları S&P Global'ın verdiği notlara benzerlik göstermektedir. Harfler ve işaretler kullanılarak verilen notlardan AAA en yüksek dereceyi ifade eder. Yüksek derece kredi notu olan AA'dan itibaren artı (+) ve eksi (-) işaretleri kullanılarak notlar uyarlanır. Üst orta sınıf notlar A ile gösterilir ve ekonomideki değişimlerden etkilenme olasılığının bulunduğu durumda kullanılır. BBB notu alt orta sınıftaki ülkelerin derecelendirilmesinde kullanılır ve finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli olan kapasitenin ekonomik değişimlerden etkilenmesinin bir üst kategoriye göre daha yüksek olduğu durumları ifade eder (Fitch, 2020c).

Spekülâtif veya yatırım yapılamaz seviyenin en yüksek notu olan BB, finansal esnekliğin bulunmasına rağmen borç krizine girilmesi riskinin arttığını gösterir. B notu ise kısıtlı bir marja sahip olursa da ülke riskinin mevcut olduğu durumlarda kullanılır. Bir kriz olasılığının oldukça yüksek olduğu durumda CCC notu verilir. İflasla yakın olan analizler ise C notu ile ifade edilir (Fitch, 2020c).

Sınırlı iflas (restricted default) olarak ifade edilen RD notu derecelendirilen ülkenin iflas için gerekli işlemlere başladığını ifade eder. Buna rağmen, iflas durumunu niteleyen D notu, geciken ödemeler için tanınan süre dolmadıkça verilmemektedir (Fitch, 2020c).

1.5. Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına Getirilen Eleştiriler

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri ülke notları birçok eleştiriye maruz kalmaktadır. Literatür incelendiğinde bu eleştirilerin dört ana grupta yoğunlaştığı görülmektedir. Ülke kredi derecelendirme notlarının yeterince şeffaf olmaması, derecelendirme endüstrisinde var olan kuruluş sayısının azlığı, derecelendirilen kuruluş ve derecelendiren kuruluş arasında olabilecek etik sorunlar ile notların finansal krizlerin öngörülmesinde yeterince başarılı olamaması bu eleştirilerin ana başlıklarını oluşturmaktadır.

Finansal krizler, riskin değerlendirilmesi ve ölçülmesinde rol alan kuruluşların ve yasal düzenlemelerin önemini arttırmıştır. Risk değerlendirmesinde, kredi derecelendirme kuruluşlarına bağlı olan piyasa katılımcıları ve denetleyiciler, derecelendirme notlarının belirlenmesi ve kullanımına odaklanmaya başlamışlardır. Öte yandan, kullanılan metodolojiler potansiyel sistematik risk içermekte, yatırımcılar ile derecelendirme kuruluşu arasındaki olası çıkar çatışmaları eleştiriye neden olmaktadır. (Sangiorgi ve Spatt, 2017). Derecelendirmelerde kullanılan metodolojilerin şeffaflığı, derecelendirmeye konu olan belirleyiciler ile ilgili bilgiler doğrultusunda son notun nasıl belirlendiği ve kredi

derecelendirme endüstrisindeki rekabet eksikliği üzerinde de tartışmalar bulunmaktadır (Haspolat, 2015).

Uluslararası Ödemeler Bankası Basel Komitesi'nin, bankacılık denetimi ile ilgili 1999 ve 2001 yıllarındaki önerileri arasında, bankaların sermaye yeterliliklerine kredi derecelendirmesi uygulanması da yer almaktadır. Bu öneri sonucunda kredi derecelendirme endüstrisindeki kuruluşların kim oldukları, ne yaptıkları, nasıl yaptıkları ve bu kuruluşların faaliyetlerinin sonuçlarına olan ilgi artmıştır. Kredi derecelendirmesi yapan kuruluşların azlığı, tahvil piyasalarının daha az gelişmiş olduğu ülkelerde bilgiye duyulan ihtiyacın daha az olması ile açıklanabilir. Ancak; ABD'de bu durum analist sayısının fazla olmasına rağmen çelişkilidir. Bu çelişki ise SEC tarafından belirlenen NSROs ile açıklanmaktadır ve SEC düzenlemeleri ile endüstriye giriş zorlaşmıştır. Ayrıca; derecelendirme kuruluşları, 1970'li yılların başına kadar kredi derecelendirme notları ile ilgili yayınları satarak gelir elde etmişler, bir başka deyişle sağladıkları bilgiyi ücretlendirmişlerdir. Ancak, Moody's ve Fitch'in 1970'li yıllarda derecelendirilen kuruluşlardan ücret almaya başlaması ile gelirlerin büyük çoğunluğu alınan bu ücretlerden oluşmaya başlamıştır. Daha sonraları S&P Global da bu şekilde bir ücretlendirmeye gitmiştir. Bu kuruluşlara yapılan derecelendirme başvurusu ile derecelendirilen kurum bir ücret ödemektedir. Derecelendirilen kurum ücret ödediği için kredi derecelendirme notunun düzeyi ile ilgili de olumlu bir beklentiye girmektedir (White, 2002).

Kredi derecelendirmesi diğer taraftan oldukça değerli ve önemlidir. Derecelendirme kuruluşlarının piyasalar üzerinde büyük bir etkisi bulunmakta, açıklanan notlar ile yatırımcılara önemli bilgiler sunulmaktadır. Ancak; derecelendirme notlarının içerdiği bilgi sınırlıdır. Özellikle 1970'li yılların ortasından itibaren birçok kriz yaşanmış, notlarda beklenmedik düşüşler yapılmıştır. Bu düşüşlere Enron, Orange County, Mercury Finance, Pacific Fas & Electric gibi şirketler dışında bankalar ve birçok gelişmekte olan ülke örnek olarak gösterilebilir. Derecelendirme notlarındaki değişim krizlere yol açabileceği gibi derecelendirilen kuruluş veya ülkedeki değişimler de notu değiştirebilmektedir. Ancak, derecelendirme notları ile krizler arasındaki böyle bir ilişki bulunmamaktadır. Bu nedenle asıl sorun derecelendirmenin içerdiği bilginin değerindeki düşüşten kaynaklanmaktadır. Ancak, endüstriye girişin önünde bulunan engeller nedeniyle NSROs tarafından verilen derecelendirme notları finansal piyasalardaki katılımcılar için halen önemli bir bilgi kaynağı olarak görülmektedir. Bu bilgilerin çoğunluğu ise halihazırda piyasalarda kamuya açık haldedir (Partnoy, 2002).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yüksek not vermesi yönündeki problem asil-vekil sorunu olarak adlandırılmaktadır. Borç krizine girme olasılığını değerlendiren kuruluşların sağladığı bilgiler için ödenen ücretler; bilgiye ihtiyaç duyan yatırımcılar tarafından değil, yüksek nota ihtiyacı olan kuruluşlar tarafından ödenmektedir. Ayrıca, derecelendirme notlarının sadece kendi kanaatleri olduğunu iddia eden derecelendirme kuruluşları yasal yükümlülüklerle de karşılaşabilmektedir. Özellikle son dönemde ipotège dayalı menkul kıymetlerden kaynaklanan krizlerin yaşanması neticesinde, verilen notların olması gerekenden daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır (Stolper, 2009).

S&P Global, Moody's ve Fitch tarafından verilen ülke kredi derecelendirme notlarına gelen eleştiriler, Asya Krizi sırasında belirlenen notların krizi öngörmekte başarısız olması nedeniyle de artmıştır. Aynı şekilde Mortgage Krizi sonrası yapılan not düşürümleri nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşların verdikleri notlar üzerindeki eleştiriler artmıştır (International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, 2010).

Özellikle üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun, 2000'lerdeki konut satışı ve ipotek kullanımındaki artışı ve daha sonra bunların çöküşünü izleyen dönemde oluşan 2008-2009 finansal krizindeki rolleri kamuoyunun dikkatini çekmiştir. 1990'ların sonundan itibaren oluşan emlak balonu neticesinde konut piyasasındaki fiyatlar enflasyonun üzerinde artmış, buna rağmen ev sahibi olma oranı da yükselmiştir. Neticede emlak balonundan oluşan boşluğun giderilmesi amacıyla kullanılan ipotekler alınıp-satılabilen menkul kıymetler haline dönüştürülmüştür. İpoteğe dayalı menkul kıymetler 1970'li yıllardan itibaren gerek kamu kuruluşlarının gerekse de yarı özel kuruluşların garantisine sahip olmuşlardır. Bir başka deyişle, yatırımcılar olası bir iflas durumunda korunacaklardır. Bu nedenle, karşılaşılabilecek riskler üzerinde yatırımcıların bilgisi ve kontrolü azaltılmıştır. Ancak; yatırımcıların halen altta yatan riskler hakkında bilgiye ihtiyaç duyması ve bazı yatırımcıların sadece NSROs tarafından derecelendirilen menkul kıymetlere yatırım yapma zorunluluklarının bulunmasından dolayı kredi derecelendirme kuruluşları önemli bir bağlantı haline gelmiştir (Benmelech ve Dlugosz, 2010).

Emlak piyasasının sürekli yükseleceğinin düşünülmesi nedeniyle, kredi ödemelerinin yapılamaması durumunda bile konutların alındığından daha yüksek bir fiyata satılabileceği görüşü hâkim hale gelmiştir. Bu güven neticesinde, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin derecelendirmelerinde zorunlu kriterlerin gereksiz olduğu düşünülmüştür. Ayrıca, düşük gelir grubuna verilen konut kredilerinde az sayıda da olsa ödenmeme riski ile karşılaşmış ancak yaşanan kayıpların düşük olması nedeniyle riskli olmadığı kanaati oluşmuştur. Sonuç olarak kredi derecelendirme kuruluşları bu menkul kıymetlere yüksek not vermeye başlamışlardır. 2006 yılının ortalarından itibaren yaşanan konut fiyatlarındaki düşüş neticesinde, özellikle 2005-2007 yılları arasında çıkarılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlere verilen derecelendirme notları düşürülmüştür. 2008 krizinde, piyasada yaşanan gelişmeleri derecelendirme notlarına yansıtmakta geciken kredi derecelendirme kuruluşları bu nedenle eleştirilmektedir (White, 2013).

Ülke kredi derecelendirme notlarının; ilk başta Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya'da ortaya çıkan ve 2009 yılında başlayan Avrupa Borç Krizi'nde de önemli bir rolü bulunmaktadır. Yunanistan'ın ülke kredi derecelendirme notunun düşürülmesi, mali yapısı zayıf olan diğer ülkeleri de etkilemiştir. Yayılım riskinin öne çıkarılması ile bir ülkedeki derecelendirme notunun düşürülmesi diğer ülkeler için risk oluşturmaya başlamış, o ülkedeki risk diğer ülkeleri de etkilemiştir. Bu yayılım sadece ülke riskinden değil aynı zamanda ülke kredi derecelendirme notlarının diğer ülkeleri etkilemesi neticesinde de oluşmuştur (De Santis, 2012).

Faaliyetleri hakkındaki bilgileri yeterince açıklamamaları veya yalnızca seçilmiş bilgilerin açıklanmasının yanı sıra, derecelendirilen kuruluşlara ilişkin özel bilgilerin yanlışlıkla kamuoyu ile paylaşılması derecelendirme kuruluşlarına gelen diğer eleştirilerdendir.

Faaliyetleri hakkındaki bilgilerin açıklanması, bu kuruluşların şeffaflıklarını arttıracaktır. Şeffaflığın sağlanması amacıyla; her bir derecelendirmenin anlamı, hangi durumların iflas olarak değerlendirildiği, derecelendirmenin kapsadığı süre, derecelendirmede dikkate alınan kategorilerdeki iflas oranları ile derecelendirilen kurumdan ücret alınıp alınmadığı açıklanmalıdır (Frost, 2007).

Derecelendirme endüstrisinin %95'ine yakın kısmının yalnızca üç kuruluş tarafından paylaşılması ve endüstrinin %80'ine yalnızca 2 kuruluşun yön vermesi önemli rekabet eksikliğine işaret etmektedir. Ölçek ekonomilerine benzer özellikler göstermesi nedeniyle endüstride meydana gelen yoğunlaşma çıkar çatışmalarının, şeffaflıktaki eksikliğin ve rekabet eksikliğinin nedeni olarak görülmektedir. SEC tarafından izlenen politikalar neticesinde yeni kuruluşların endüstride yer alması da ayrıca zorlaşmıştır (Scalet, 2012).

1.6. Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırılması

Ülke kredi derecelendirme notlarının istatistikî analizi ve karşılaştırılması amacıyla oluşturulan endekslerden yararlanılabilmektedir. Literatür incelendiğinde endekslerin oluşturulması amacıyla birden fazla yöntem kullanıldığı görülmektedir. Bu yöntemlerden 20'lik puanlama sistemine göre oluşturulan endeks Tablo 4'te gösterilmektedir.

Tablo 4: 20'lik Puanlama Sistemi

Moody's	Puan	Moody's	Puan
Aaa	20	Ba1	10
Aa1	19	Ba2	9
Aa2	18	Ba3	8
Aa3	17	B1	7
A1	16	B2	6
A2	15	B3	5
A3	14	Caa1	4
Baa1	13	Caa2	3
Baa2	12	Caa3	2
Baa3	11	Ca	1

Kaynak: S Cantor ve Packer (1996), Dadush ve Dasgupta (2001), Gaillard (2009).

Moody's'in vermiş olduğu kredi derecelendirme notların sayısallaştırılması için kullanılan bu yöntem; Cantor ve Packer (1996), Dadush ve Dasgupta (2001) ile Gaillard (2009)'ın çalışmalarında uygulanmıştır.

Oluşturulan bu endeks çöp kategorisinde olan kredi derecelendirme notlarını dikkate almamakta, ilk puan iflasa yakınlığı ifade eden Ca kategorisine atanmaktadır. Ayrıca; derecelendirme notlarına ilişkin öngörüler dikkate alınmamaktadır. Bu öngörüler pozitif, durağan ve negatif görünüm olarak belirlenmektedir. Basu vd. (2012), öngörülerin analizlerde incelenmesini kolaylaştırmak amacıyla 60 puanlık yeni bir endeks türetmiştir. Bu endeks Tablo 5'te gösterilmektedir.

Tablo 5: 60'lık Puanlama Sistemi

Moody's	Puan	Görünüm	Uyarlanmış Puan	Moody's	Puan	Görünüm	Uyarlanmış Puan
Aaa	20	Pozitif	-	Ba1	10	Pozitif	31
		Durağan	60			Durağan	30
		Negatif	59			Negatif	29
Aa1	19	Pozitif	58	Ba2	9	Pozitif	28
		Durağan	57			Durağan	27
		Negatif	56			Negatif	26
Aa2	18	Pozitif	55	Ba3	8	Pozitif	25
		Durağan	54			Durağan	24
		Negatif	53			Negatif	23
Aa3	17	Pozitif	52	B1	7	Pozitif	22
		Durağan	51			Durağan	21
		Negatif	50			Negatif	20
A1	16	Pozitif	49	B2	6	Pozitif	19
		Durağan	48			Durağan	18
		Negatif	47			Negatif	17
A2	15	Pozitif	46	B3	5	Pozitif	16
		Durağan	45			Durağan	15
		Negatif	44			Negatif	14
A3	14	Pozitif	43	Caa1	4	Pozitif	13
		Durağan	42			Durağan	12
		Negatif	41			Negatif	11
Baa1	13	Pozitif	40	Caa2	3	Pozitif	10
		Durağan	39			Durağan	9
		Negatif	38			Negatif	8
Baa2	12	Pozitif	37	Caa3	2	Pozitif	7
		Durağan	36			Durağan	6
		Negatif	35	Ca		Negatif	5
Baa3	11	Pozitif	34		1	Pozitif	4
		Durağan	33			Durağan	3
		Negatif	32			Negatif	2
				C	0		1

Kaynak: Basu vd. (2012).

Oluşturulan endeks çöp kategorisinde olan ve iflas durumunda verilen C notunun puan karşılığını 1 olarak belirlemiştir. Ayrıca her nota ilişkin görünüm için pozitif, durağan ve negatif görünüm karşılığı puanlar verilmiştir. Moody's'e ait en yüksek not olan Aaa için pozitif görünüm var olmadığı için Aaa – Durağan 100 puan verilerek sayısallaştırılmıştır.

Yatırımcılar açısından ülke kredi derecelendirme notlarının daha karşılaştırılabilir hale gelmesi amacıyla, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri notları 100'lük puan sistemine göre analiz edilmesini öneren Akçayır ve Yıldız (2014)'in oluşturdukları endeks Tablo 6'da gösterilmektedir.

Tablo 6: 100'lük Puanlama Sistemi

Fitch / S&P	Moody's	Görünüm	Puan	Uyarlanmış Puan	Fitch / S&P	Moody's	Görünüm	Puan	Uyarlanmış Puan
AAA	Aaa	Pozitif	-	-	BB+	Ba1	Pozitif	31	51,86
		Durağan	60	100			Durağan	30	50,2
		Negatif	59	98,34			Negatif	29	48,54
AA+	Aa1	Pozitif	58	96,68	BB	Ba2	Pozitif	28	46,88
		Durağan	57	95,02			Durağan	27	45,22
		Negatif	56	93,36			Negatif	26	43,56
AA	Aa2	Pozitif	55	91,7	BB-	Ba3	Pozitif	25	41,9
		Durağan	54	90,04			Durağan	24	40,24
		Negatif	53	88,38			Negatif	23	38,58
AA-	Aa3	Pozitif	52	86,72	B+	B1	Pozitif	22	36,92
		Durağan	51	85,06			Durağan	21	35,26
		Negatif	50	83,4			Negatif	20	33,6
A+	A1	Pozitif	49	81,74	B	B2	Pozitif	19	31,94
		Durağan	48	80,08			Durağan	18	30,28
		Negatif	47	78,42			Negatif	17	28,62
A	A2	Pozitif	46	76,76	B-	B3	Pozitif	16	26,96
		Durağan	45	75,1			Durağan	15	25,3
		Negatif	44	73,44			Negatif	14	23,64
A-	A3	Pozitif	43	71,78	CCC+	Caal	Pozitif	13	21,98
		Durağan	42	70,12			Durağan	12	20,32
		Negatif	41	68,46			Negatif	11	18,66
BBB+	Baa1	Pozitif	40	66,8	CCC	Caa2	Pozitif	10	17
		Durağan	39	65,14			Durağan	9	15,34
		Negatif	38	63,48			Negatif	8	13,68
BBB	Baa2	Pozitif	37	61,82	CCC-	Caa3	Pozitif	7	12,02
		Durağan	36	60,16			Durağan	6	10,36
		Negatif	35	58,5			Negatif	5	8,7
BBB-	Baa3	Pozitif	34	56,84	CC	Ca	Pozitif	4	7,04
		Durağan	33	55,18			Durağan	3	5,38
		Negatif	32	53,52			Negatif	2	3,72
					C	C	-----	1	2,06

Kaynak: Akçayır ve Yıldız (2014).

Basu vd. (2012)'nin oluşturdukları endeks baz alınarak oluşturulan yeni endeks 100'lük sistemde puanlama yapmasına rağmen aynı sayıda puanı uyarlamıştır. Öte yandan Moody's'in verdiği notlara ek olarak S&P Global ve Fitch'in verdikleri notlar da eklenmiş ve karşılaştırma kolaylaştırılmıştır.

Ülke kredi derecelendirme notlarının karşılaştırılması amacıyla oluşturulan endeksler incelendiğinde, görünüme ilişkin öngörülere yer verilmesine rağmen izlemeye ilişkin öngörülerin değerlendirilmediği anlaşılmaktadır. Bu nedenle pozitif ve negatif kredi izleme öngörülerini de içeren bir endeksin oluşturulması gerek yatırımcıların yapacakları değerlendirmeleri kolaylaştıracak gerekse de istatistiki analizlerin derinliğini arttıracaktır. Bu amaçla oluşturulan endeks Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırma Endeksi

Not	Açıklama	S&P	Moody's	Fitch	Öngörü	Puan
Yatırım Yapılabilir Seviye	En Yüksek Derece	AAA	Aaa	AAA	Pozitif Görünüm	-
					Pozitif İzleme	-
					Durağan Görünüm	100
					Negatif İzleme	99
					Negatif Görünüm	98
					Pozitif Görünüm	97
					Pozitif İzleme	96
					Durağan Görünüm	95
					Negatif İzleme	94
					Negatif Görünüm	93
	Yüksek Derece	AA+	Aa1	AA+	Pozitif Görünüm	92
					Pozitif İzleme	91
					Durağan Görünüm	90
					Negatif İzleme	89
					Negatif Görünüm	88
		AA	Aa2	AA	Pozitif Görünüm	87
					Pozitif İzleme	86
					Durağan Görünüm	85
					Negatif İzleme	84
					Negatif Görünüm	83
	Üst Orta Sınıf	AA-	Aa3	AA-	Pozitif Görünüm	82
					Pozitif İzleme	81
					Durağan Görünüm	80
					Negatif İzleme	79
					Negatif Görünüm	78
		A+	A1	A+	Pozitif Görünüm	77
					Pozitif İzleme	76
					Durağan Görünüm	75
					Negatif İzleme	74
					Negatif Görünüm	73
	Alt Orta Sınıf	A	A2	A	Pozitif Görünüm	72
					Pozitif İzleme	71
					Durağan Görünüm	70
					Negatif İzleme	69
					Negatif Görünüm	68
		A-	A3	A-	Pozitif Görünüm	67
					Pozitif İzleme	66
					Durağan Görünüm	65
					Negatif İzleme	64
					Negatif Görünüm	63
		BBB+	Baa1	BBB+	Pozitif Görünüm	62
					Pozitif İzleme	61
					Durağan Görünüm	60
					Negatif İzleme	59
					Negatif Görünüm	58
		BBB	Baa2	BBB	Pozitif Görünüm	57
					Pozitif İzleme	56
					Durağan Görünüm	55
					Negatif İzleme	54
					Negatif Görünüm	53
		BBB-	Baa3	BBB-	Pozitif Görünüm	52
					Pozitif İzleme	51
					Durağan Görünüm	50
					Negatif İzleme	49
					Negatif Görünüm	48

Tablo 7'nin devamıdır: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırma Endeksi

Not	Açıklama	S&P	Moody's	Fitch	Öngörü	Puan
Spekülatif Seviye	Yatırım Yapılamaz Derecede Spekülatif	BB+	Ba1	BB+	Pozitif Görünüm	52
					Pozitif İzleme	51
					Durağan Görünüm	50
					Negatif İzleme	49
					Negatif Görünüm	48
		BB	Ba2	BB	Pozitif Görünüm	47
					Pozitif İzleme	46
					Durağan Görünüm	45
					Negatif İzleme	44
					Negatif Görünüm	43
		BB-	Ba3	BB-	Pozitif Görünüm	42
					Pozitif İzleme	41
					Durağan Görünüm	40
					Negatif İzleme	39
					Negatif Görünüm	38
	Son Derece Spekülatif	B+	B1	B+	Pozitif Görünüm	37
					Pozitif İzleme	36
					Durağan Görünüm	35
					Negatif İzleme	34
					Negatif Görünüm	33
		B	B2	B	Pozitif Görünüm	32
					Pozitif İzleme	31
					Durağan Görünüm	30
					Negatif İzleme	29
					Negatif Görünüm	28
		B-	B3	B-	Pozitif Görünüm	27
					Pozitif İzleme	26
					Durağan Görünüm	25
					Negatif İzleme	24
					Negatif Görünüm	23
	Önemli Riskler	CCC+	Caa1	CCC+	Pozitif Görünüm	22
					Pozitif İzleme	21
					Durağan Görünüm	20
					Negatif İzleme	19
					Negatif Görünüm	18
		CCC	Caa2	CCC	Pozitif Görünüm	17
					Pozitif İzleme	16
					Durağan Görünüm	15
					Negatif İzleme	14
					Negatif Görünüm	13
		CCC-	Caa3	CCC-	Pozitif Görünüm	12
					Pozitif İzleme	11
					Durağan Görünüm	10
					Negatif İzleme	9
					Negatif Görünüm	8
	Büyük Ölçüde Spekülatif	CC	Ca	CC	Pozitif Görünüm	7
					Pozitif İzleme	6
					Durağan Görünüm	5
					Negatif İzleme	4
ÇÖP	İflas	C	C	C	Negatif Görünüm	3
					İflasa Yakın	2
					ÇÖP	1

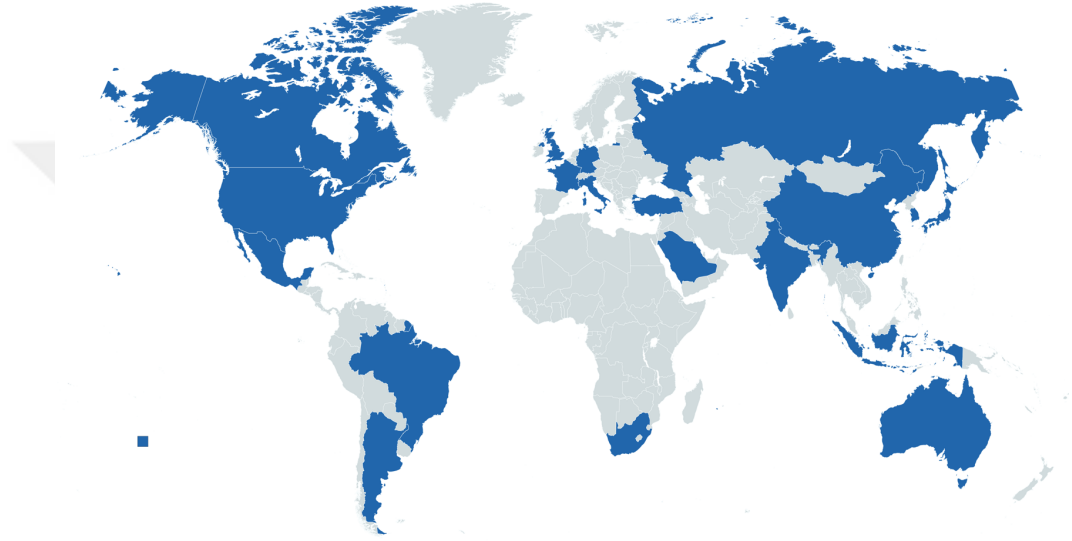
Tablo 7'ye uygun şekilde; Standard and Poor's, Moody's ve Fitch'e ait ülke kredi derecelendirme notlarının karşılaştırılması ve her bir nota karşılık gelen görünüm ve izleme öngörülerini ile oluşturulan endekse göre bu öngörülerin sayısallaştırılması için kendi içinde 5 ayrı puan gerekmektedir. Ancak, halihazırda en yüksek derecede olan notlar için pozitif izleme veya pozitif görünüm öngörülerine ilişkin puan ataması yapılmamaktadır. Aynı şekilde; iflasa yakın ve iflas durumunda olan derecelendirme notları için de tek bir puan atanmıştır. Bu şekilde toplam 22 ayrı kategori için yüz puan ataması yapılarak endeks oluşturulmuştur. Endekste en yüksek not 100, en düşük not ise 1 ile ifade edilmektedir.



BÖLÜM 2: G-20 ÜLKELERİNİN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ VE ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

G-20 (Group of Twenty) dünyanın büyük ekonomilerini bir araya getiren uluslararası bir forumdur. G-20 üyeleri birlikte; dünyadaki toplam gayrisafi yurt içi hasılanın %80'ine, uluslararası ticaretin %75'ine ve dünya nüfusunun %60'ına tekabül etmektedir. G-20'ye üye olan ülkeler alfabetik sıralamayla Almanya, Arjantin, Avrupa Birliği, Avustralya, Birleşik Krallık, Brezilya, Çin, Fransa, Güney Afrika, Güney Kore, Hindistan, İtalya, Japonya, Meksika, Rusya, Suudi Arabistan ve Türkiye'dir. Üye ülkeler Şekil 5'te gösterilmiştir.

Şekil 5: G-20 Üye Ülkeleri



Kaynak: www.g20.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Şekil 5'te gösterilen üye ülkelerin yanı sıra İspanya kalıcı konuk üye statüsünde her toplantıya davet edilmektedir. Diğer konuk ülkeler, G-20 faaliyetlerine fiili olarak katılmak üzere dönem başkanı tarafından davet edilebilmektedir. Ayrıca; birçok uluslararası ve bölgesel kuruluşun katılımıyla forumun temsil ettiği bölge genişlemektedir.

G-20'de yer alan Avrupa Birliği'ne ek olarak, Avrupa ve Asya kıtaları altı, Kuzey ve Güney Amerika kıtaları toplam beş, Afrika ve Avustralya kıtaları ise birer ülke ile temsil edilmektedir (Apak, 2008). Bu üye ülkeler incelendiğinde; gelişmiş ekonomilerin yanı sıra bölgesel güç olarak nitelendirilebilen gelişmekte olan ülke ekonomilerinin de varlığı görülmektedir (Colin ve Jonhannes, 2015). G-8'i oluşturan gelişmiş ekonomilerin yetersiz kalması nedeniyle küresel ekonominin yönetiminin kolaylaştırılması G-20'nin en önemli işlevlerindendir (Ayaz, 2014).

Çalışmanın ikinci bölümünde G-20'nin kuruluşu üzerinde bilgi verilerek küresel ekonomi açısından amaçları ve sorumlulukları açıklanacaktır G-20'ye bağlı olarak faaliyetlerini sürdüren çalışma gruplarının işlevleri bu amaç ve sorumlulukların incelenmesi için ayrıntılı olarak irdelenecektir. Çalışmanın üçüncü bölümünde yapılacak olan analizlerde kullanılacak olan makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının gelişimi bu bölümde analiz edilerek aralarındaki ilişkiler irdelenecektir.

2.1. G-20'nin Kuruluşu, Amaçları ve Sorumlulukları

Küresel ekonomi ve finans üzerine müzakereler yürütülmesi amacıyla; G7 üyesi ülkelerin Maliye Bakanları tarafından, 1997 ekonomik krizini izleyen 1999 yılında, G-20'nin oluşturulacağı duyurulmuştur. İlk toplantı Aralık 1999'da Berlin'de gerçekleşmiştir. 2008 finansal krizini takiben, ABD tarafından G-20 üye ülkelerinin küresel düzeyde katılımlarının artırılmasına dair öneri, 2009 yılında küresel ekonomi ve finans iş birliği üzerine G-20'nin ana forum haline gelmesi ile sonuçlanmıştır. 2010 yılından itibaren yıllık yapılmaya başlanan G-20 zirveleri aşağıdaki gibidir (www.g20.org):

Tablo 8: G-20 Zirveleri

Yıl	Ülke
2008	Amerika Birleşik Devletleri
2009	Birleşik Krallık
2009	Amerika Birleşik Devletleri
2010	Kanada
2010	Güney Kore
2011	Fransa
2012	Meksika
2013	Rusya
2014	Avustralya
2015	Türkiye
2016	Çin
2017	Almanya
2018	Arjantin
2019	Japonya
2020	Suudi Arabistan
2021	İtalya (Planlanan)

Kaynak: www.g20.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Küresel ekonomik krizin nedenlerinin tartışıldığı 2008 G-20 Zirvesi ABD'de gerçekleştirilmiştir. Ayrıca finansal piyasaların düzenlenmesi ve serbest piyasa ekonomilerinin güçlendirilmesi üzerinde durulmuştur (Bonciu, 2008: 7-13). 2009 yılında Birleşik Krallık'ta gerçekleştirilen ikinci zirvede ise para politikaları üzerinde yoğunlaşmış, vergi cennetleri gündeme gelmiş ve gelişmekte olan ülkelerin desteklenmesi amaçlanmıştır (Díaz-Berrio, 2011: 5). Aynı yıl içerisinde Pittsburgh, ABD'de bir diğer zirve düzenlenmiş, G-20'nin birincil küresel ekonomik forum olması kararlaştırılmıştır. Bu amaçla IMF kotalarının %5'i, Dünya Bankası kotalarının ise %3'ü gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere kaydırılmıştır (Kamel, 2014: 154).

2010 yılında Kanada'da gerçekleştirilen dördüncü zirvede, finansal reformların yanı sıra serbest piyasaların devamlılığına odaklanılmıştır (Kitchen ve Rygiel, 2014: 203-207). G8'e üye olmayan bir ülkede ve Asya'da gerçekleştirilen ilk zirveye ise Güney Kore ev sahipliği yapmıştır. Önceki zirvelere ek olarak döviz kuru piyasaları gündeme alınmıştır (Cherry ve Dobson, 2012: 363-368). Altıncı G-20 zirvesi ise Fransa'da gerçekleştirilmiş ve iklim değişikliği ve enerji konuları gündeme alınmıştır (Bracht, 2011: 1-6).

BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ülkelerinin yöneteceği bir kalkınma bankasının kurulması önerisi ile gelişmekte olan ülkelerin katılımının artırıldığı

yedinci zirve Meksika’da gerçekleştirilmiştir (Chin, 2014: 366). 2013 yılında Rusya’ya taşınan zirvede ise MIKTA (Meksika, Endonezya, Güney Kore, Türkiye ve Avustralya) ülkelerinin oluşturduğu grubun rolü artırılmış, ayrıca Türkiye’nin öncülüğünde güvenlik konseyi canlandırılarak Suriye krizinin gündeme gelmesi sağlanmıştır (Jongryn, 2015: 9). Avustralya’da gerçekleştirilen zirvede ise küresel finansal krizlerin ötesine geçilmesi amaçlanmıştır (Harris Rimmer, 2015: 46).

2015 yılında Antalya, Türkiye’de gerçekleştirilen onuncu G-20 zirvesi çerçevesinde Suriye krizi ve göçmenlere ilişkin konular ele alınmıştır. Ayrıca makroekonomik sürdürülebilirlik ve terörizme ilişkin sorunlar tartışılmıştır (Colakoglu ve Hecan, 2016: 147). Uluslararası ticaret özelinde korumacılık politikalarına karşısında yapılan tartışmalar ise Çin’de yapılan zirvenin öne çıkan konularıdır (Larionova, 2017: 68).

Almanya’da gerçekleştirilen onikinci zirvede işgücü piyasası, kamu borçları, para politikaları, finansal piyasaların gelişmesi ve merkez bankalarının şeffaflığı üzerinde durulmuştur (Prilepskiy, 2018: 46). 2018 yılında Arjantin’de düzenlenen zirvede ise iklim değişikliği ve küresel ısınma konuları ele alınmıştır (Kokotsis, 2018). Uluslararası ticaret, yenilikçilik ile çevre ve enerji konuları Japonya’da yapılan zirvede değerlendirilmiştir (Bery vd., 2019: 437). 2020 yılında yapılan son zirve ise Suudi Arabistanda gerçekleştirilmiştir ve küresel pandemiye ilişkin konular öncelikle ele alınmıştır.

2.1.1. G-20 çalışma grupları, amaçlar ve sorumluluklar

Çalışma gruplarında G-20’nin karar verme süreçlerinin bir parçası olarak uluslararası düzeyde derinlemesine analizler yapılmaktadır. Çalışma grubu üyeleri G-20 üyelerindeki uzmanlardan oluşur ve bakanlıklar ve sonuçta G-20 zirvesine veri sağlar. Her bir grup dönem başkanlığını elinde bulunduran ülkenin bakanlıklarınca koordine edilir. Her bir çalışma grubu, G-20’nin amaçları ve sorumlulukları doğrultusunda çalışmaktadır (www.g20.org).

2.1.1.1. Eğitim çalışma grubu

Eğitim çalışma grubu, eğitim hakkı ve yükseköğretimin sağlanması konusunda olumlu ya da olumsuz etkisi olan faktörleri incelemektedir. 2021 yılı önceliklerinde; dijital ayrışmanın önüne geçilmesi ve dijitalleşme için gerekli olan araçların kullanılması ile eğitim ve işgücü piyasası arasındaki bağlantının sağlanması vardır (www.g20.org).

2.1.1.2. Sağlık çalışma grubu

G-20’nin ana hedeflerinden olan ekonomik istikrar ve refahın sağlanması, sağlığa ilişkin engellerin ortadan kaldırılmasıyla doğrudan bağlantılıdır. Ayrıca, pandemi süresince çalışma grupları sağlık üzerine yoğunlaşmıştır (www.g20.org).

2.1.1.3. Ticaret ve yatırım çalışma grubu

2016 yılında oluşturulan Ticaret ve Yatırım Çalışma Grubu, küresel ticaret ve yatırımları geliştirmek amacıyla ilgili konuları inceler ve G-20 üye ülkeleri arasında koordinasyon sağlar. Önümüzdeki dönemde pandeminin olumsuz etkilerinin giderilmesi üzerine yoğunlaşmaktadır (www.g20.org).

2.1.1.4. Geliştirme çalışma grubu

Özellikle düşük gelir düzeyine sahip gelişmekte olan ülkeleri doğrudan etkileyen konuların ele alınması ve çözümler üretilmesi amacıyla 2010 yılında oluşturulmuştur. Geliştirme Grubu; Birleşmiş Milletlerin 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Planları çerçevesine ilişkin politikaların koordinasyonu ve denetimi konusunda tüm ülkeler tarafından tam yetkilendirilmiştir (www.g20.org).

2.1.1.5. Dijital ekonomi çalışma grubu

Bakanlıkların merkez bankalarının; dijital ekonomi ve dijital dönüşümlerdeki yeterliliklerini, ekonomik ve sosyal büyüme çerçevesinde desteklemek amacıyla 2016 yılında oluşturulmuştur. Yükseköğretim araştırmalarına odaklanan akademik toplantıların yapılması planlanmakta olup bakanlık düzeyinde yapılan araştırmalar için bir altyapı oluşturması öngörülmektedir (www.g20.org).

2.1.1.6. Yolsuzlukla mücadele çalışma grubu

G-20 ülkelerinin hukuki sistemleri arasında standart oluşturmak için minimum seviyeleri belirlemek ve yolsuzluğu önlemek ve yolsuzlukla mücadele amaçlarıyla oluşturulmuştur. 2022-2024 arasında yeni bir aksiyon planının uygulanması öngörülmektedir (www.g20.org).

2.1.1.7. İşgücü çalışma grubu

İşgücü ile ilgili birincil sorunlara çözüm bulunması amacıyla 2014 yılında oluşturulmuştur. İstihdamın artırılması, çalışma şartlarının geliştirilmesi ile güçlü, sürdürülebilir ve dengeli büyüme için gerekli olan ekonomik çevrenin gerçekleştirilmesine ilişkin önerilerde bulunmaktadır (www.g20.org).

2.1.1.8. Enerji dönüşümü ve iklim sürdürülebilirliği çalışma grubu

Geleceğe ilişkin sürdürülebilir şehirler, akıllı şebekeler ve yenilikçi temiz teknolojilere odaklanan grup; insan odaklı, sürdürülebilir gezegen ve çevrenin korunması için etkin ve çevrilebilir konuları araştırmaktadır. Enerjinin evrensel düzeyde erişilebilir olması konusunun yanı sıra enerji güvenliği ve temiz enerji kaynaklarının uygulanması gibi yeni anlayışların geliştirilmesine de odaklanılmaktadır (www.g20.org).

2.1.1.9. Çevre çalışma grubu

İklim değişikliğine odaklanan grup çalışmaları; biyolojik çeşitliliğin korunması ile şehirler dahil olmak üzere sürdürülebilirlik ve çevrenin iyileştirilmesi konularına da eğilmektedir. Ayrıca; G-20 üye ülkelerinin çevre bakanlıkları ile iletişim halinde kalmakta ve liderler zirvesine önerilerde bulunmaktadır (www.g20.org).

2.1.1.10. Kültürel çalışma grubu

2021 yılında İtalya'da yapılması planlanan Kültür Bakanları Konferansı'nı desteklemek için oluşturulan çalışma grubunun temel amacı, kültür miraslarının korunması ve uluslararası ilginin çekilmesi amacıyla kaçakçılık ile mücadeleye odaklanmaktır. Ayrıca; kültür ve iklim değişikliği ile kültür, eğitim ve çalışma arasındaki ilişkilerin kurulması amaçlanmaktadır (www.g20.org).

2.1.1.11. Turizm çalışma grubu

Ekonomik büyüme, istihdam yaratma, doğal ve kültürel kaynakların korunması ve sürdürülebilir kalkınmanın sağlanması konularını desteklemek amacıyla 2020 yılında oluşturulmuştur. Çalışma grubu, pandemi döneminde uluslararası turizmin hızlıca düzelmesine yönelik oluşturulacak politika ve önlemlerin koordinasyonuna odaklanmaktadır (www.g20.org).

2.1.2. Finansal izleme

Küresel ekonomiyi etkileyen 1999 ve 2009 yılındaki krizleri, G-20 düzeyinde yapılan katılımların önemini arttırmıştır. G-20’de ele alınan konular genişlese de ekonomi teması her zaman sürecin önemli bir parçası olmuştur. Ekonomi ve maliye bakanları düzeyinde koordine edilen toplantılara atıfta bulunan finansal izleme; ekonomik, finansal, parasal ve vergi konularında çeşitli yaklaşımları inceleme anlamına gelmektedir (www.g20.org).

2.1.2.1. Çerçeve çalışma grubu

Küresel ekonomik görünümün gelişiminin izleyen çalışma grubu, güçlü, sürdürülebilir ve dengeli ekonomik büyüme politikalarını da koordine etmektedir. Pandemi nedeniyle oluşan kriz neticesinde, küresel düzeyde iyileşme sağlanacak ekonomi politikaları önerilmeye başlanmıştır (www.g20.org).

2.1.2.2. Uluslararası finans çalışma grubu

Uluslararası finansal sistemin istikrarı ve bütünlüğünü geliştirmek için çalışan grup; sürdürülebilir borç ve şeffaflık, küresel finansal güvenlik ağının güçlendirilmesi, değişken sermaye akımları ve bu akımlardan kaynaklanan riskler, düşük gelir düzeyine sahip ülkelerin finanse edilmesi, uluslararası finansal kuruluşların koordinasyonu ve çok taraflı kalkınma bankaları konularına da eğilmektedir (www.g20.org).

2.1.2.3. Altyapı çalışma grubu

Tüm düzeylere sürdürülebilir ve esnek altyapı servislerinin sağlanması amacıyla kaliteli altyapı yatırımlarına ilişkin hazırlık, finansman ve yönetim konularında politika sağlamaktadır. Özel sektörün katılımını sağlamak için altyapı servislerinin varlık olarak kullanımını destekleyen çalışma grubu, yatırımlar arasındaki farklılıkların giderilmesi için çalışmaktadır (www.g20.org).

2.1.2.4. Finansal katılım çalışma grubu

Sürdürülebilir büyümenin geliştirilmesi amacıyla finansal katılımın küresel düzeyde geliştirilmesini amaçlayan çalışma grubu 2010 yılında oluşturulmuştur. Bu grup; dijital seviyeler dahil olmak üzere güvenilir ve resmi finansal servislerin ailelere ve işletmelere ulaşılabilir olmasına odaklanmıştır (www.g20.org).

2.1.2.5. Afrika danışma grubu

Afrika’daki ülkelere özel sektör yatırımlarının artırılması ve büyümenin desteklenmesi amacıyla 2017 yılında oluşturulmuştur. Gayri resmi düzeyde Almanya ve Güney Afrika tarafından başkanlık edilen çalışma grubunda ayrıca; bazı G-20 ülkeleri ile Afrika ülkelerinden Benin, Fildişi Sahilleri, Mısır, Etiyopya, Gana, Gine, Fas, Ruanda, Senegal,

Togo ve Tunus, Dünya Bankası, Afrika Kalkınma Bankası, Uluslararası Para Fonu ile OECD ve AB komisyonu gibi diğer paydaşlar bulunmaktadır (www.g20.org).

2.2. Makroekonomik Göstergeler ve Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının İlişkisi

G-20 ülkelerini ele alan analizler dünya genelindeki toplam gayrisafi yurt içi hasılanın %80'ini, toplam uluslararası ticaretin ise %75'ini kapsamaktadır. Ayrıca dünya nüfusunun %60'ı G-20 ülkelerinde yaşamaktadır. Be nedenle bu ülkeler özelinde yapılan analizler küresel düzeyde sonuçlar vermektedir.

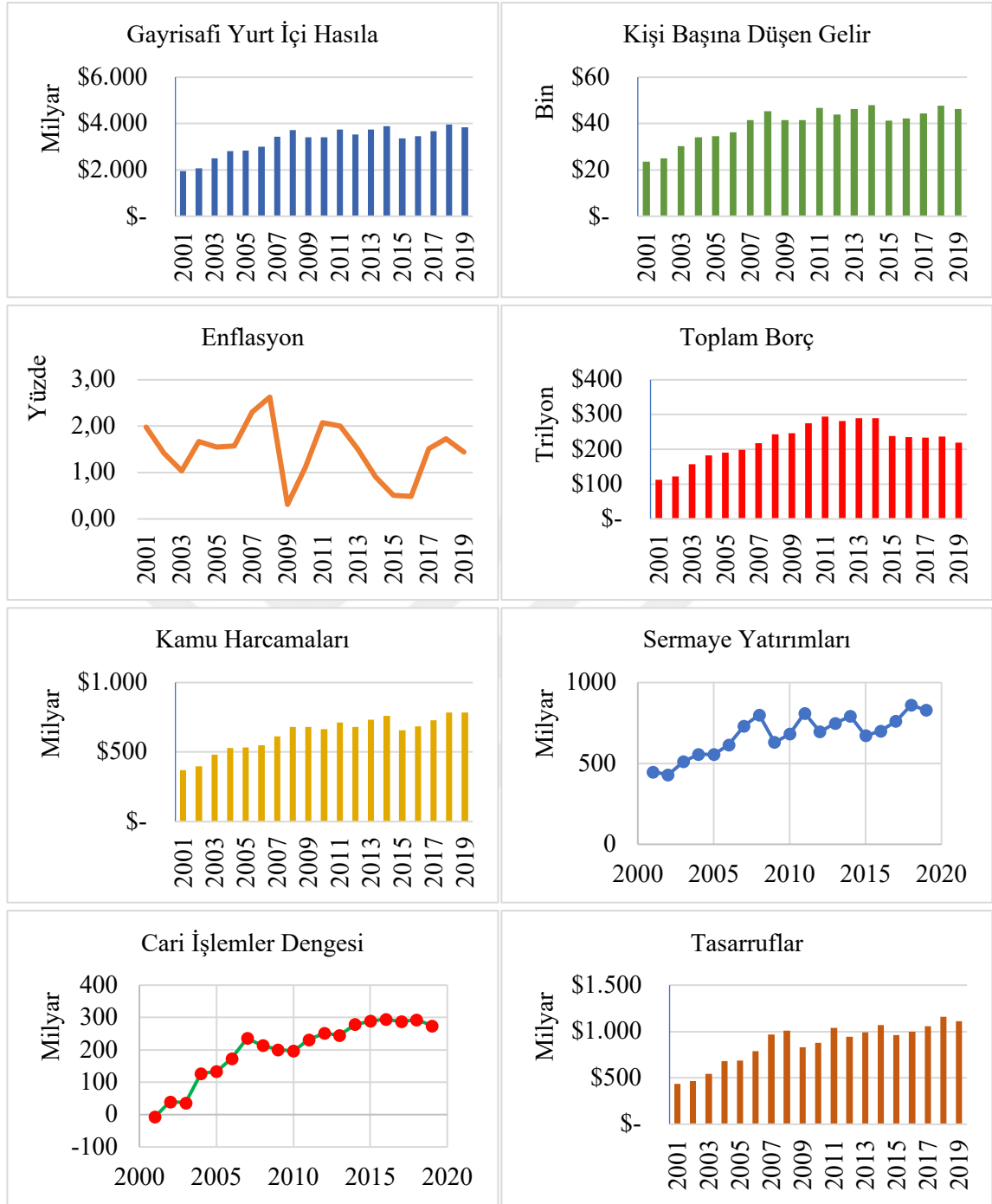
Cantor ve Packer (1996) yaptıkları çalışmada ülke kredi derecelendirme notlarının tahmin edilmesinde sekiz değişkene önem vermişlerdir. Kurdukları modelle S&P Global ve Moody's'in vermiş oldukları notlara ilişkin örneklemi incelemişler ve ele aldıkları değişkenlerin notları açıklama gücünün %90'dan fazla olduğunu belirtmişlerdir. Bu nedenle; gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, enflasyon, toplam borç, kamu harcamaları, sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi ve tasarruflar kontrol değişkeni olarak ele alınacaktır. Ayrıca; çalışmanın üçüncü bölümünde araştırma değişkeni olarak incelenecek olan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, ithalat ve ihracat verileri ile ülke kredi derecelendirme notları 2001- 2019 arasındaki dönem özelinde gerçekleştirilecek olan trend analizi ile değerlendirilecektir.

2.2.1. Almanya

Almanya'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 yılları arasındaki dönemde incelenmiştir. Bu göstergelerden gayrisafi yurt içi hasıla 2001 yılında 1,95 trilyon \$ iken, 2019 yılında 3,85 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. 2019 yılı itibariyle Almanya G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek beşinci ülke konumundadır. Kişi başına düşen gelir ise 2001 yılındaki 23.600 \$ seviyesinden, 2019 yılında 46.200 \$ seviyesine gelmiştir. İncelenen ülkeler arasında kişi başına düşen geliri en yüksek dördüncü ülke olan Almanya'da enflasyon bu dönemde %0,31 ile %2,63 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 112 trilyon \$'dan 219 trilyon \$'a yükselmiştir. Almanya, G-20 içerisinde en çok borcu olan sekizinci ülkedir.

Kamu harcamaları 368 milyar \$'dan 783 milyar \$ seviyesine çıkan Almanya, 2019 yılı itibariyle 860 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde hem en çok kamu harcaması yapan hem de en yüksek sermaye yatırımlarına sahip olan beşinci ülke konumunda bulunmaktadır. Düzenli bir artış gösteren cari işlemler dengesi 2001 yılında açık verirken 2019 yılında 293 milyar \$ fazla vermiştir. Almanya 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en az açık veren ülkedir. Tasarruflar ise 440 milyar \$ seviyesinden 1,15 trilyon \$ seviyesine yükselmiş ve 2019 yılı itibariyle en yüksek tasarrufa sahip olan dördüncü ülke konumunda yer almıştır. Almanya'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 6'da verilmiştir.

Şekil 6: Almanya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler

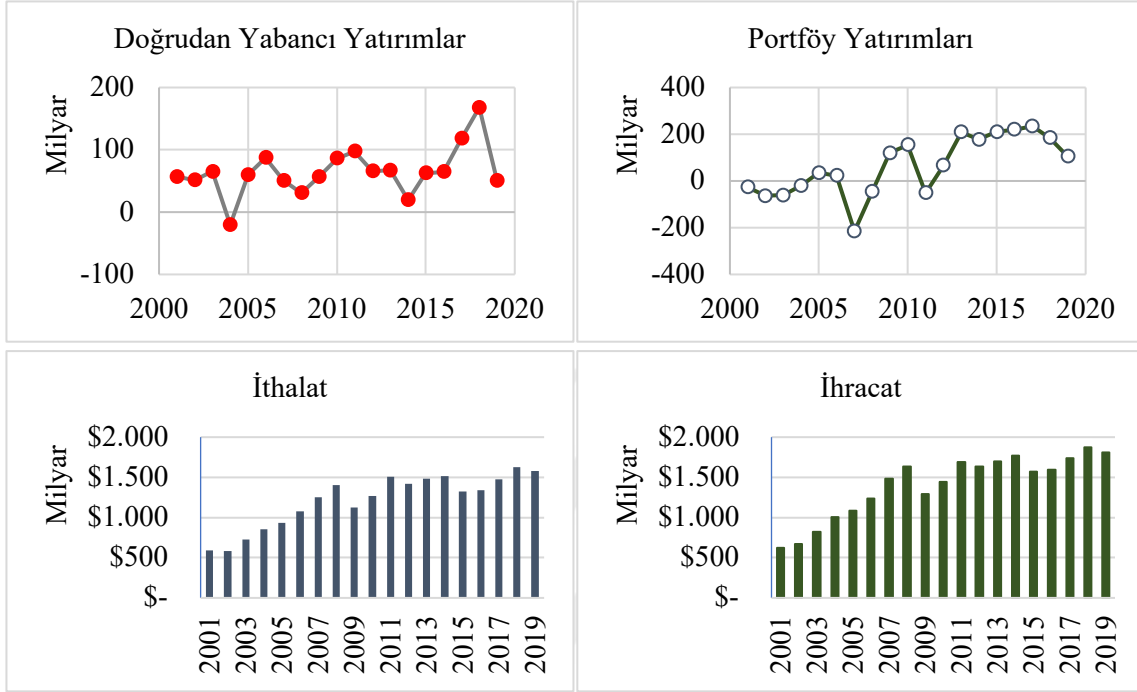


Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Almanya’da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak 50 milyar \$ ile 60 milyar \$ arasında kalmıştır. Ancak; 2004 yılı içerisinde Almanya’ya daha önce yapılan doğrudan yabancı yatırımların çıkışı yeni doğrudan yabancı yatırım girişlerinden 20 milyar \$ fazla olmuştur. 2017 yılında ise 118 milyar \$ ve 2018 yılında 168 milyar \$ seviyelerine gelmiştir. 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en çok doğrudan yabancı yatırım alan ülkeler arasında altıncı sırada yer almaktadır. Aynı dönemde portföy yatırımları artış göstermiş ve 2019 yılında 105 milyar \$ ile ilk sırada yer almıştır. İthalat ve ihracat benzer bir trend göstermiş ve 2001 yılında ihracat 587,4 milyar \$, ithalat ise 619

milyar \$ seviyelerinden 2019 yılında sırasıyla ithalat 1,5 trilyon \$, ihracat ise 1,8 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Almanya G-20 içerisinde hem ithalatı hem de ihracatı en yüksek olan dördüncü ülke konumunda yer almaktadır. Almanya'nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 7'de verilmiştir.

Şekil 7: Almanya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler

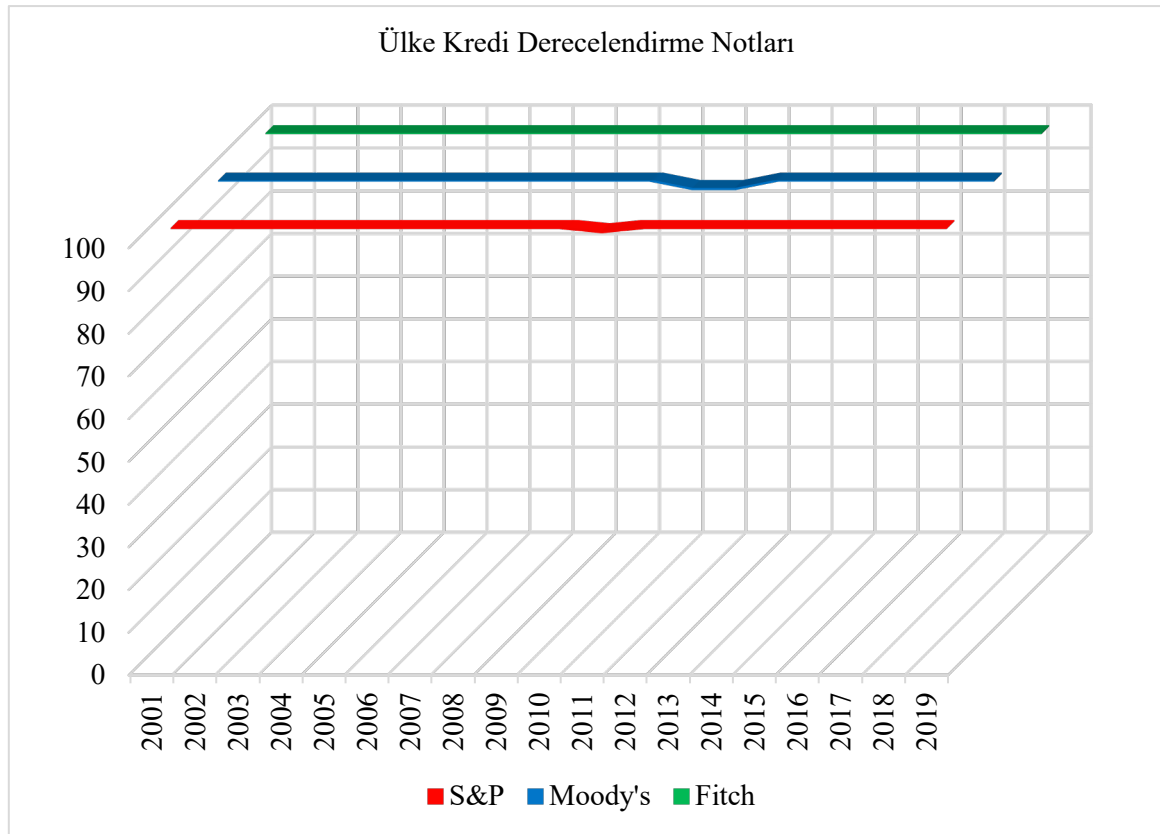


Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Almanya'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlara yansıdığı görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Almanya için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar açıklamışlardır. S&P Global 5 Aralık 2011 tarihinde AAA (negatif izleme) olarak açıkladığı Almanya'nın ülke kredi derecelendirme notunu, 13 Ocak 2012 tarihinde tekrar en yüksek not olan AAA (durağan görünüm)'e yükseltmiştir. Moody's, 23 Temmuz 2012'de Aaa (negatif görünüm)'e düşürdüğü notu 28 Şubat 2014'te tekrar Aaa (durağan görünüm)'e yükseltmiştir. Fitch ise 2001-2019 arasındaki dönemde Almanya için AAA (durağan görünüm) notunda değişikliğe gitmemiştir. Gelişmiş ekonomiler kapsamında değerlendirilen ve küresel düzeyde en büyük ekonomilerden biri olan Almanya'nın makroekonomik göstergelerinin izlediği trend ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend birlikte değerlendirdiğinde uyumsuz bir derecelendirme yapılmadığı anlaşılmaktadır. Almanya için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 8'de gösterilmiştir.

Şekil 8: Almanya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



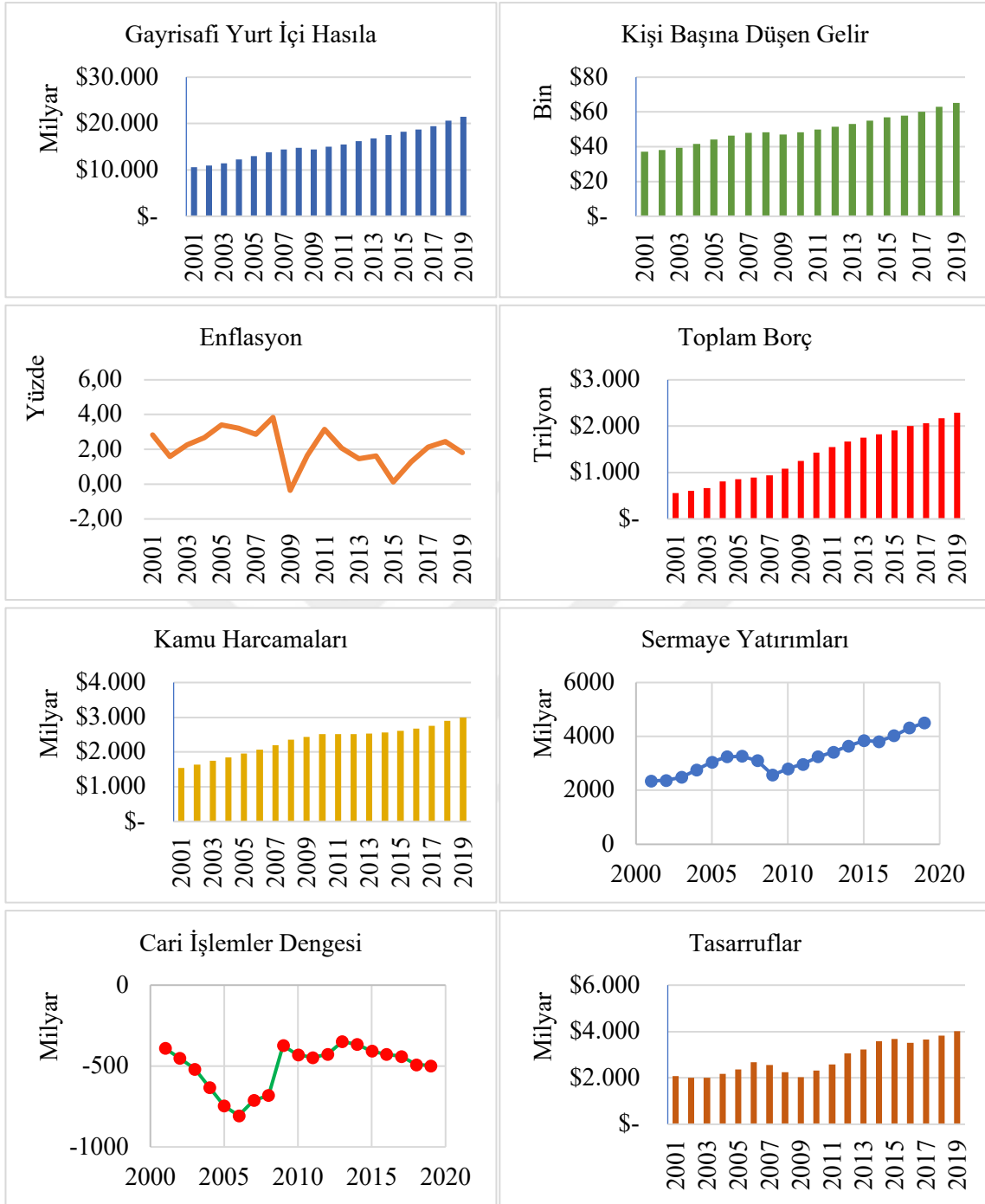
Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

2.2.2. Amerika Birleşik Devletleri

ABD'ye ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 yılları arasındaki dönemde incelenmiştir. ABD'ye ait gayrisafi yurt içi hasıla 2001 yılında 10,5 trilyon \$ seviyesinde iken 2019 yılında 21,5 trilyon \$ seviyesine gelmiştir ve 2019 yılı itibari ile G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek ülke olmuştur. Kişi başına düşen gelir ise 37.100 \$'dan 65.200 \$ seviyesine gelmiştir ve incelenen ülkeler arasında 2019 yılı itibariyle en yüksek kişi başına düşen gelire sahip olmuştur. Enflasyon bu dönemde %-0,36 ile %3,84 arasında değişmiş; toplam borç ise 561 trilyon \$'dan 2,3 katrilyon \$'a yükselerek G-20 içerisinde en çok borcu olan ülke olarak gözlenmiştir.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 1,5 trilyon \$'dan 2019 yılı itibariyle 2,99 trilyon \$ seviyesine çıkan ABD, ayrıca 4,5 trilyon \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde hem en çok kamu harcaması yapan hem de en yüksek sermaye yatırımına sahip olan ikinci ülke konumundadır. Düzenli bir şekilde açık veren ABD'nin cari işlemler dengesi incelendiğinde, 2001 yılında 390 milyar \$ seviyesinde açık vermişken 2019 yılında bu açık yaklaşık 500 milyar \$'a yükselmiştir. Ancak cari işlemler dengesindeki en yüksek açık 2006 yılında 806 milyar \$ ile gerçekleşmiştir ve 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en az açık veren on dokuzuncu ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 2 trilyon \$ seviyesinden yaklaşık 4 trilyon \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibariyle tasarrufları en yüksek ikinci ülke olmuştur. ABD'nin kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 9'da verilmiştir.

Şekil 9: ABD'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

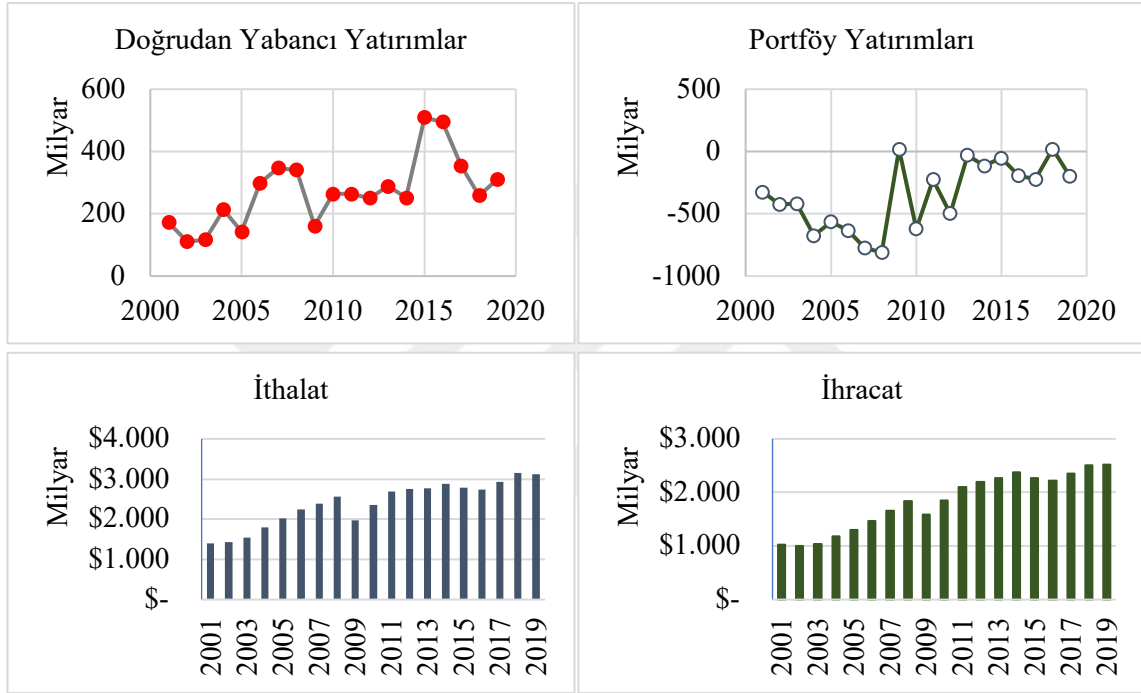
ABD’de doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak değişken bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 172,5 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2002 yılında en düşük seviyesi olan 111 milyar \$’a düşmüş, en yüksek seviyesi olan 510 milyar \$ ise 2015 yılında gerçekleşmiştir. ABD, 310 milyar \$ ile 2019 yılında G-20 içerisinde en yüksek net doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları benzer bir dalgalanma göstermiş ve genelde negatif olarak gözlenmiştir. 2001 yılında ABD’ye daha önce gelen portföy yatırımlarının çıkışı o yılki portföy yatırımı

girişlerinden 324 milyar \$ daha fazla iken 2019 yılında bu fark 195 milyar \$ seviyesine inmiştir. ABD, 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en yüksek on dokuzuncu portföy yatırımına sahip olan ülkedir. Bu dönemde yalnızca 2009 ve 2018 yıllarında ABD'ye yeni gelen portföy yatırımları daha fazla olmuştur.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 1,4 trilyon \$, ihracat ise 1 trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 3,12 trilyon \$, ihracat ise 2,5 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. ABD, G-20 içerisinde ithalatı en yüksek ikinci ve ihracatı en yüksek üçüncü ülke konumunda yer almaktadır. ABD'nin araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 10'da verilmiştir.

Şekil 10: ABD'nin Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



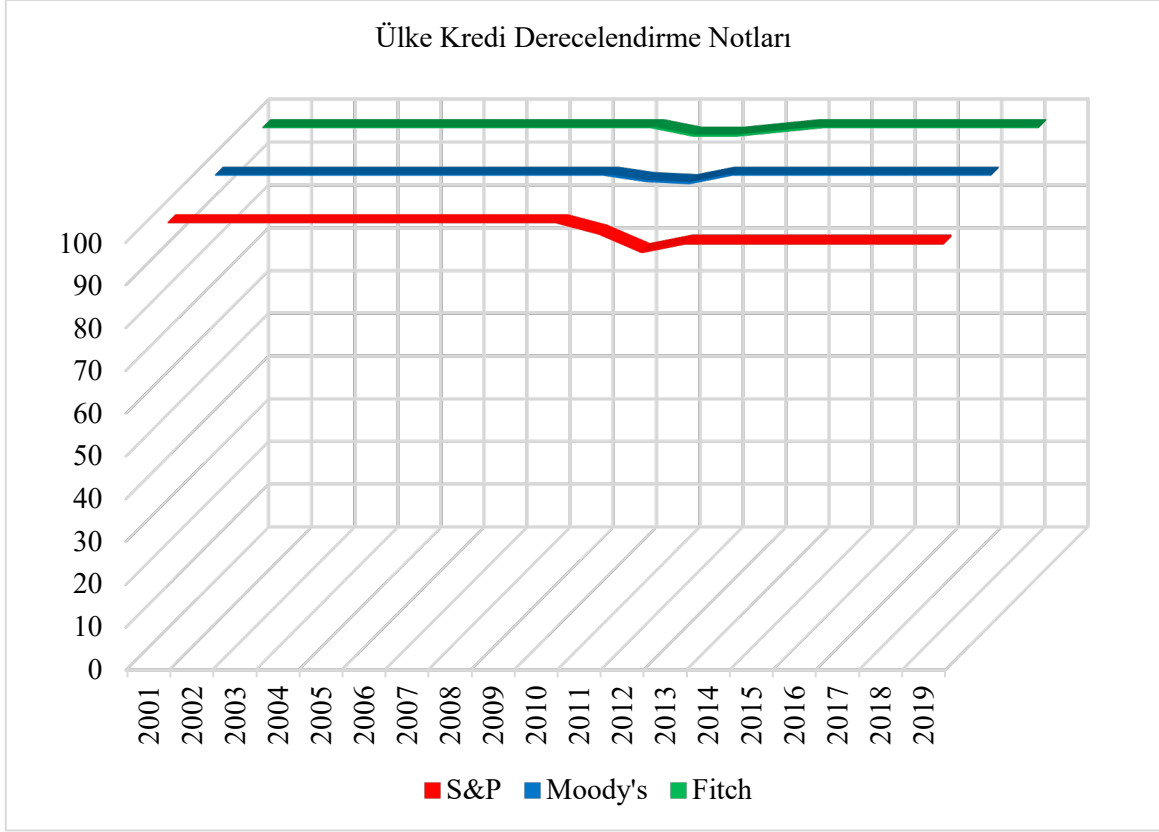
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

ABD'nin 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlara yansıdığı görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde ABD için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar açıklamışlardır. S&P Global, 18.04.2011 tarihinde açıkladığı AAA (negatif görünüm)'e kadar ABD'nin ülke kredi derecelendirme notunu en yüksek seviyede tutmuştur. 14.07.2011 tarihinde AAA (negatif izleme)'ye düşürülen not, 10.06.2013 tarihinde ise AA+ (durağan görünüm)'e yükseltilmiş ve bu tarihten itibaren değişmemiştir. Moody's, 13.07.2011 tarihinde vermiş olduğu Aaa (negatif izleme) ve 2.08.2011 tarihinde vermiş olduğu Aaa (negatif görünüm) not düşürmelerini; 18.07.2013'te tekrar en yüksek dereceye arttırmıştır. Fitch ise 28.11.2011'de AAA (negatif görünüm)'e düşürdüğü ABD'nin ülke kredi derecelendirme notunu önce 15.10.2013'te AAA (negatif izleme)'ye, sonra 21.03.2014'te AAA (durağan görünüm)'e yükseltmiştir. Küresel düzeyde en büyük ekonomilerden biri olan ABD'nin ülke kredi derecelendirme notları ile

makroekonomik göstergeleri beraber incelendiğinde uyumsuz bir derecelendirme yapılmadığı anlaşılmaktadır. ABD için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 11’de gösterilmiştir.

Şekil 11: ABD’nin Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

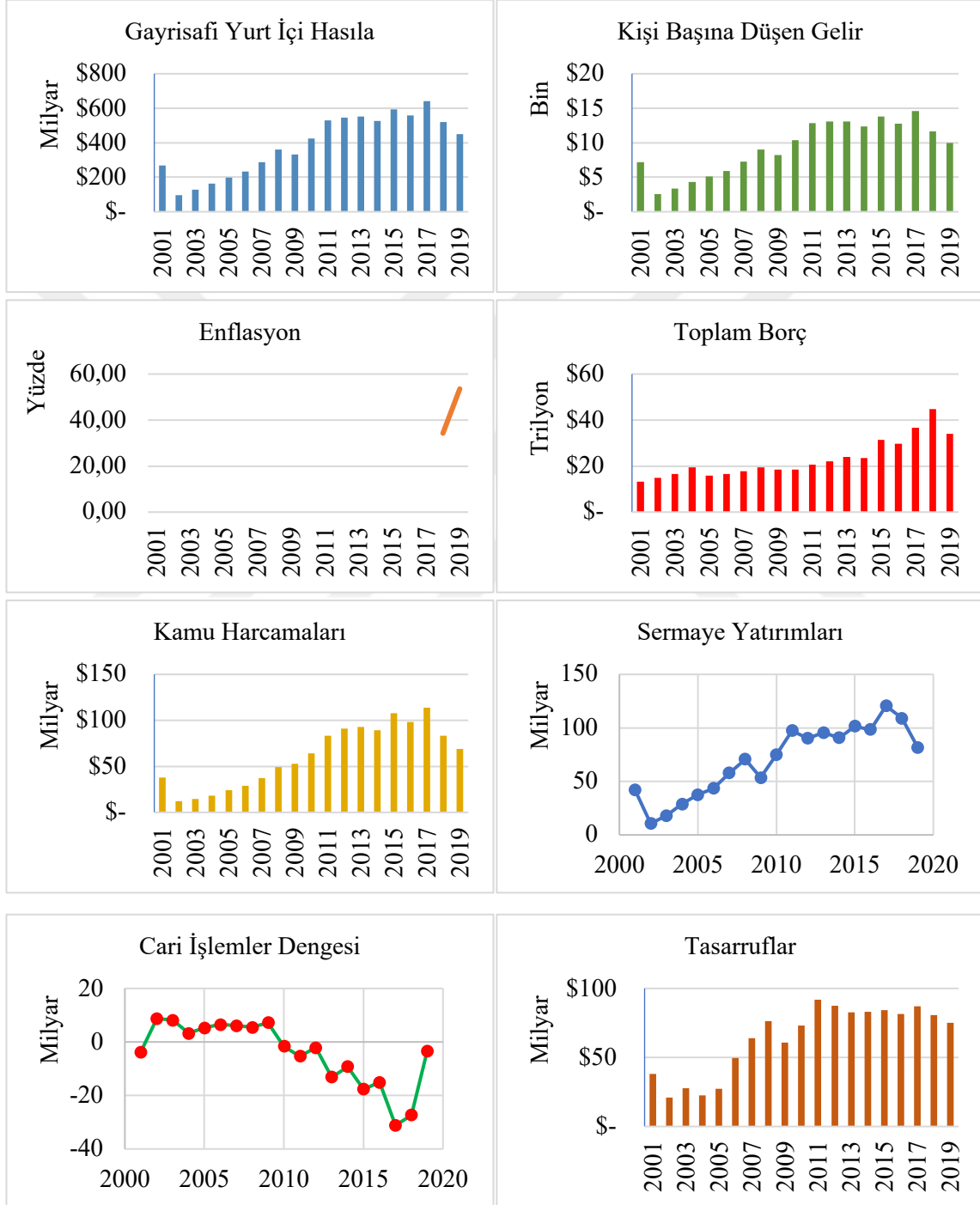
2.2.3. Arjantin

Arjantin’e ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 yılları arasındaki dönemde incelenmiştir. Arjantin’in gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 268,5 milyar \$ iken 2019 yılında 450 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Arjantin 2019 yılı itibari ile G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek on dokuzuncu ülkedir. Kişi başına düşen gelir ise 7.200 \$’dan 14.500 \$’a kadar çıkmış ancak 2019 yılında 10.000 \$ seviyesine gerilemiştir. İncelenen ülkeler arasında 2019 itibariyle kişi başına düşen geliri en yüksek on dördüncü ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyona ilişkin veriler bu dönemde yalnızca 2018 ve 2019 yılları için sırasıyla %34 ve %53,54 olarak açıklanmıştır. G-20 içerisinde son dönemde en yüksek enflasyonun görüldüğü ülke olan Arjantin’de, toplam borç 13 trilyon \$’dan 34 trilyon \$’a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan on beşinci ülke konumunda bulunmaktadır.

Kamu harcamaları, 2001 yılındaki 38 milyar \$’dan 2017’de 113,5 milyar \$ seviyesine çıkmıştır. Arjantin, 2019 yılındaki 68 milyar \$’lık harcamasıyla, en yüksek kamu harcaması yapan ülkeler arasında on dokuzuncu sırada yer almıştır. 2001 yılındaki sermaye yatırımları yaklaşık 43 milyar \$’dan 2017’de 120,5 milyar \$ seviyesine yükselmiş, 2019 yılında ise 81 milyar \$’a gerilemiştir. Bu alanda ise G-20 içerisinde en yüksek sermaye yatırımına sahip

olan on dokuzuncu ülkedir. 2017 yılında 31 milyar \$ açık veren cari işlemler dengesi ise 2002-2010 arasındaki dönemde fazla vermiştir. 2019 yılı itibarıyla cari işlemler dengesi açısından en az açık veren ülkeler arasında on birinci sırada yer alan Arjantin, ayrıca en çok tasarrufa sahip olan on sekizinci ülkedir. Arjantin'in kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 12'de verilmiştir.

Şekil 12: Arjantin'in Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

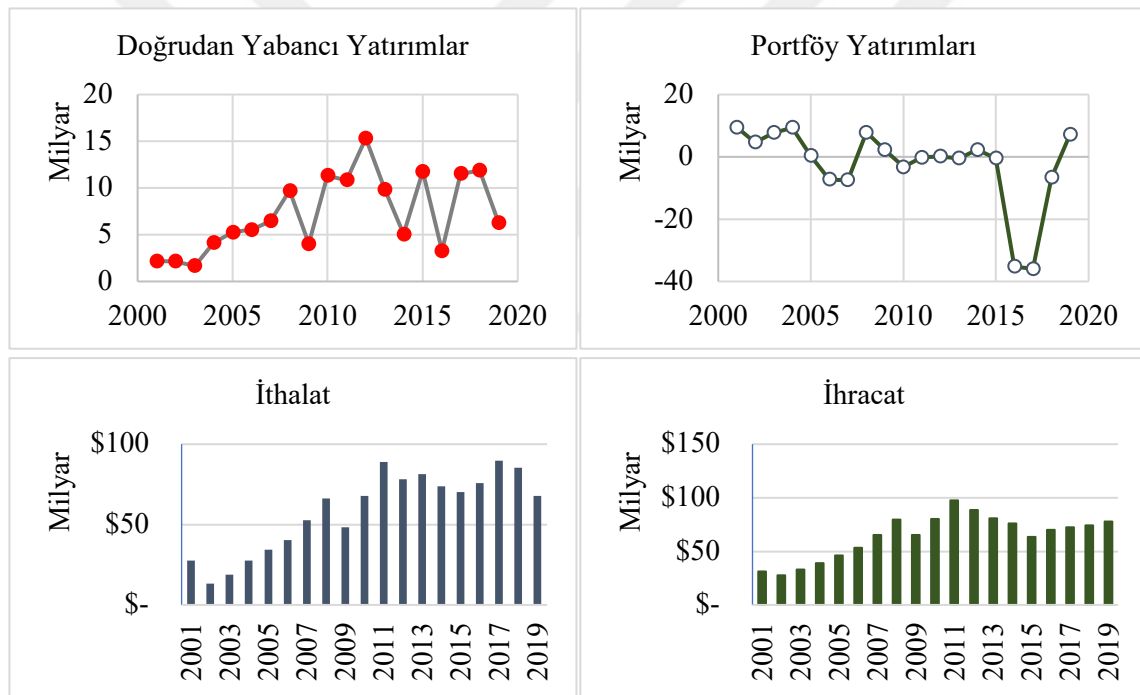
Arjantin'de doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak değişken bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 2,16 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar

2012 yılında en yüksek seviyesi olan 15,3 milyar \$ seviyesine gelmiş, 2016'da ise son yıllara göre daha düşük bir performans sergilemiştir. 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en yüksek doğrudan yabancı yatırım değerine sahip olan ülkeler arasında on sekizinci sırada bulunmaktadır.

Portföy yatırımları benzer bir dalgalanma göstermiş, 2016 ve 2017 yıllarında en düşük düzeye ulaşmıştır. Bu yıllardan önce Arjantin'e yapılan portföy yatırımlarının bu yıllarda Arjantin'den çıkışı ile Arjantin'e yeni yapılan portföy yatırımları arasındaki fark 35 milyar \$ seviyesindedir. Genelde ise en yüksek portföy yatırımına sahip olan yedinci ülkedir.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 27 milyar \$, ihracat ise 31 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırasıyla ithalat 68 milyar \$, ihracat ise 77,5 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Arjantin G-20 içerisinde ithalatı ve ihracatı en düşük olan ülke konumunda yer almaktadır. Arjantin'in araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 13'te verilmiştir.

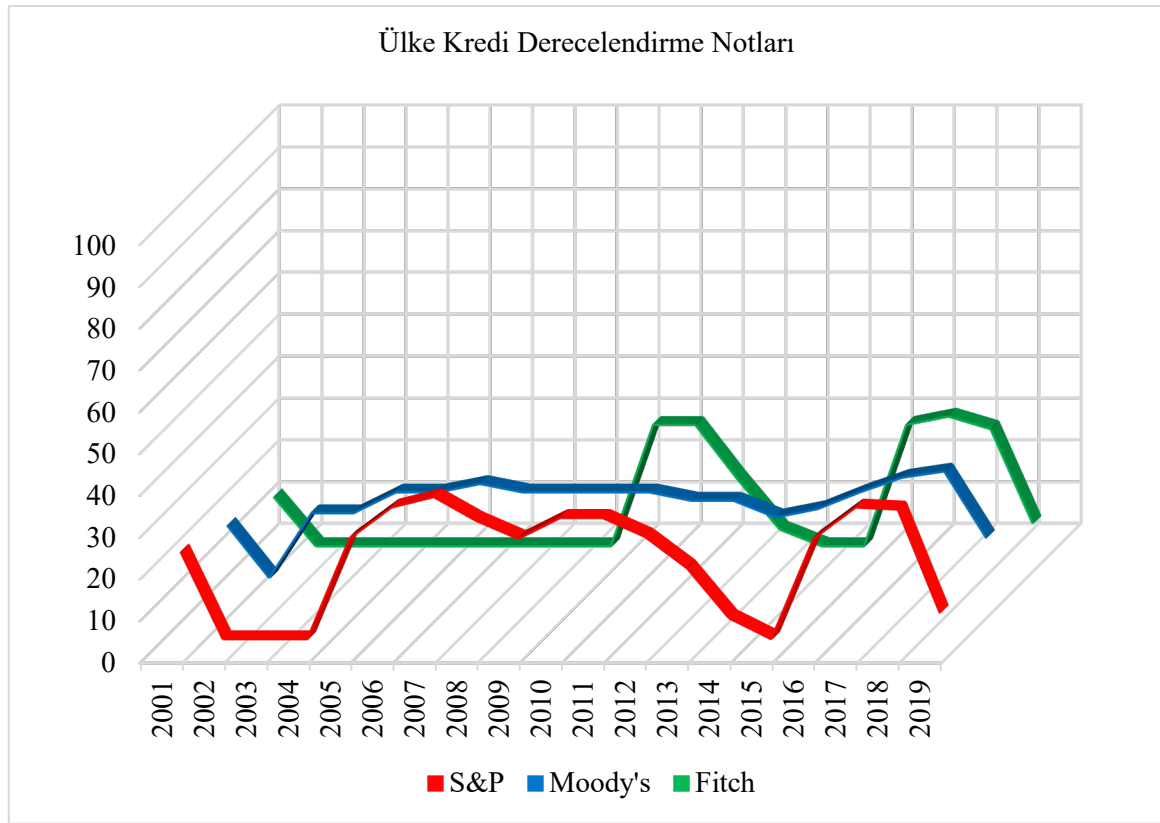
Şekil 13: Arjantin'in Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Arjantin'in 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlara yansıdığı görülmektedir. Arjantin için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 14'te gösterilmiştir.

Şekil 14: Arjantin'in Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

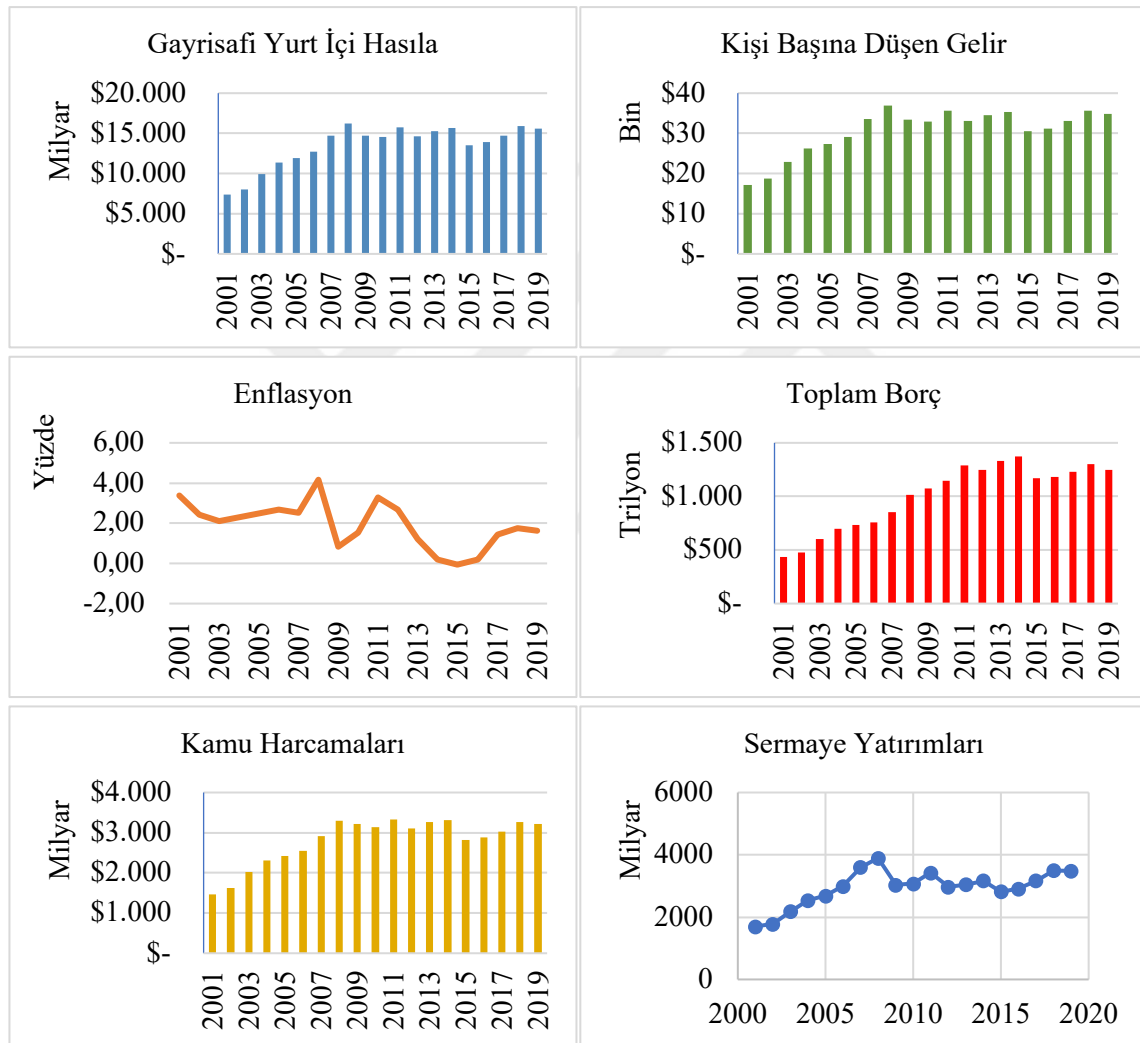
Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Arjantin için hiçbir zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar açıklamamış ve Arjantin'in derecelendirmesini spekülasyon seviyede tutmuşlardır. S&P Global, 19.03.2001 tarihinde açıkladığı BB- (negatif izleme) notunu aynı yıl içerisinde birçok defa düşürmüştür. 30.10.2001'de ise iflas olarak değerlendirilen SD notunu açıklamıştır. 01.06.2005 tarihinde B- (durağan görünüm) olarak yükseltilecek ülke kredi derecelendirme notu; 30.07.2014'te tekrar iflas seviyesi için verilen D'ye düşürülmüştür. 2016 yılında B- (durağan görünüm)'e yükseltilecek not, 2019 yılı içerisinde iki kere daha iflas seviyesi olan SD'ye düşürülmüştür. Moody's ise Arjantin'e ilişkin ülke kredi derecelendirme notlarını 28.03.2001 tarihinde B2 (negatif izleme) olarak açıklamış, ancak bu yıl içerisinde sürekli düşürerek 21.12.2001 tarihinde iflasa yakın olarak nitelendirmiştir. 20.12.2019 tarihinde yapılan açıklamada Arjantin iflas durumunda olarak derecelendirilmiştir. Benzer şekilde Fitch, 3.12.2001'den 12.07.2010 tarihine kadar iflas düzeyinde notlar açıklamış, ayrıca 2014 ve 2019 yıllarında iki kere daha iflasa ilişkin notlar vermiştir. Makroekonomik göstergeler değerlendirildiğinde; G-20 içerisinde makroekonomik göstergeleri alt sıralarda yer alan Arjantin'in ülke kredi derecelendirme notlarının bu göstergelerle uyumlu bir trend izlediği anlaşılmaktadır.

2.2.4. Avrupa Birliği

Avrupa Birliği; G-20 içerisinde yer alan ve Avrupa Birliği üyesi olan ülkeler haricinde, küresel ekonomi ve finansal piyasaların düzenlenmesine katılım sağlanması amacıyla G-20'de temsil edilmektedir. AB'ye ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. AB'nin toplam

gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 7,4 trilyon \$ seviyesinde iken 2019 yılında 15,6 trilyon \$ seviyesine gelmiştir ve bu yıl itibari ile G-20 içerisinde ABD'nin arkasından ikinci sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 17.184 \$'dan 34.843 \$ seviyesine gelmiş ve incelenen üyeler arasında 2019 itibariyle kişi başına düşen geliri en yüksek sekizinci üye konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde ortalama %-0,18 ile %4,16 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 436 trilyon \$'dan 1,25 katrilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en yüksek borcu olan ülkeler sıralamasında ikinci sırada yer almaktadır. AB'nin cari işlemler dengesi ve tasarruflarına ilişkin veriler incelenen dönemde paylaşılmamıştır. AB'nin kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 15'te verilmiştir.

Şekil 15: AB'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler

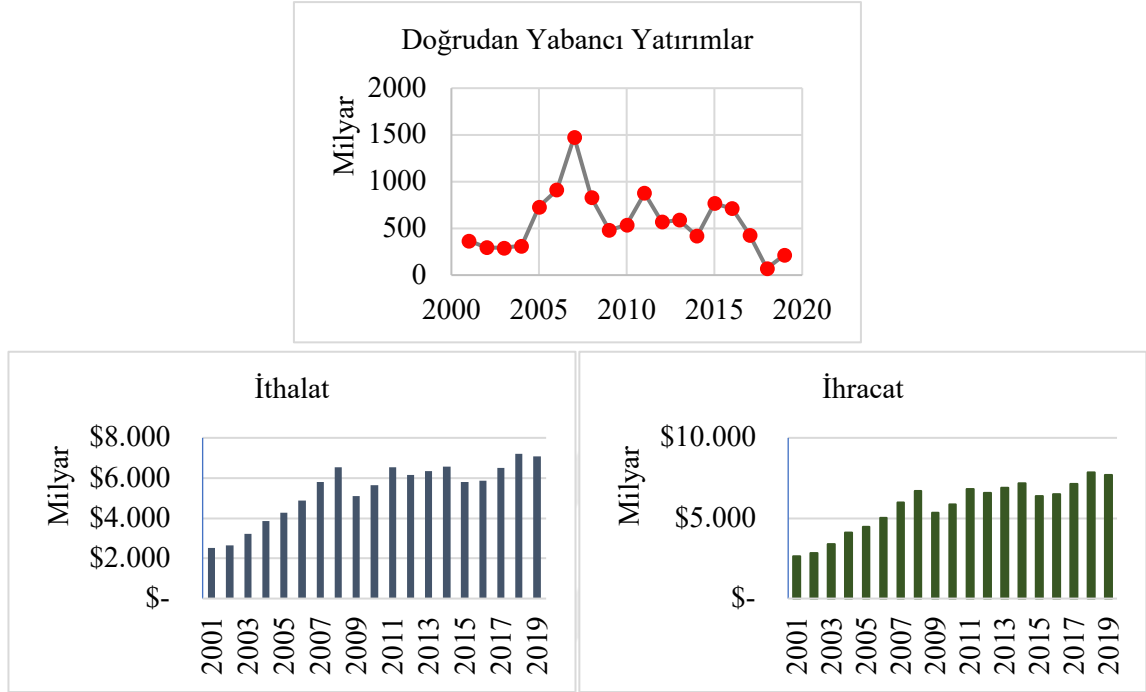


Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

AB'de doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak değişken bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 366 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2007 yılında en yüksek seviyesi olan 1,47 trilyon \$'a yükselmiş, en düşük seviyesi ise 71,9 milyar \$ ile 2018 yılında gerçekleşmiştir. 215 milyar \$ ile 2019 yılında G-20 içerisinde en yüksek ikinci doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir. AB'nin portföy yatırımlarına ilişkin veriler ise paylaşılmamıştır. İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 2,5 trilyon \$, ihracat ise 2,6 trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

2019 yılında ise sırasıyla ithalat 7,1 trilyon \$, ihracat ise 7,6 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. AB, G-20 içerisinde ithalatı ve ihracatı en yüksek üye konumunda yer almaktadır. Araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 16’da verilmiştir.

Şekil 16: AB’nin Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler

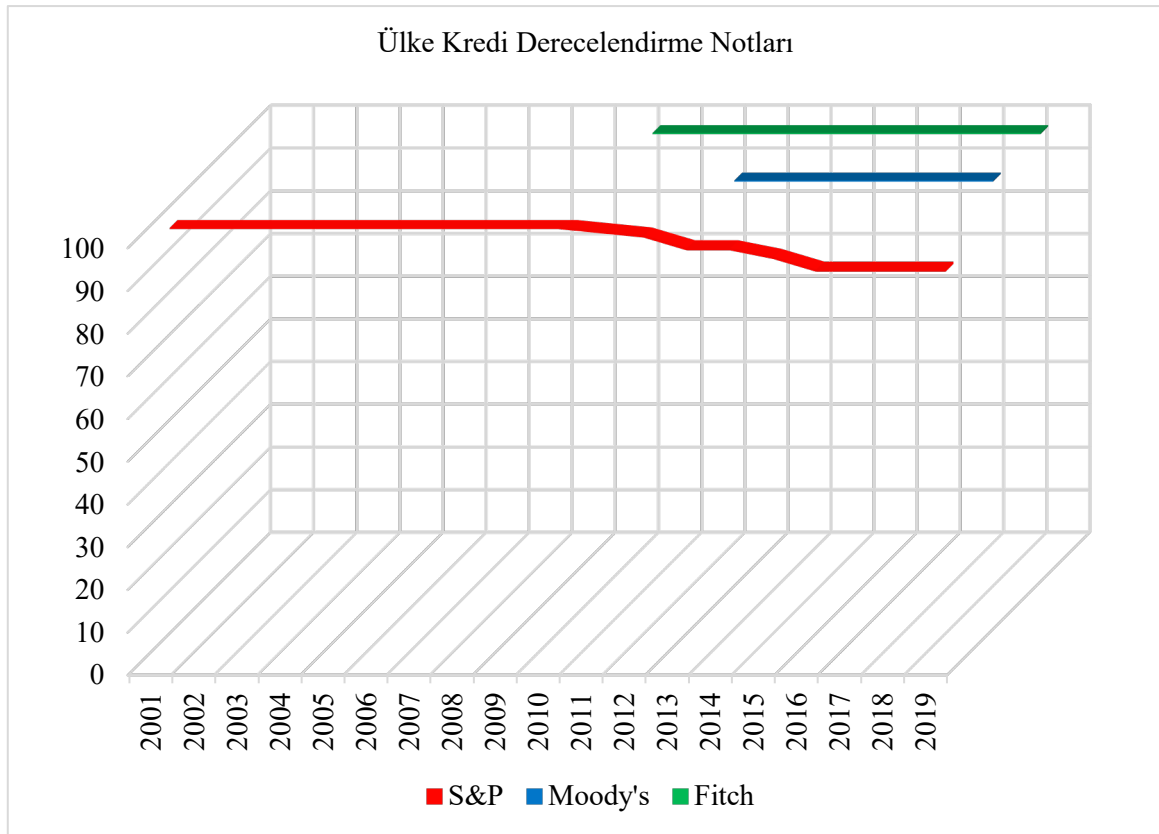


Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

AB’nin 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlara yansıdığı görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde AB için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar açıklamışlardır. S&P Global, 7.12.2011 tarihinde açıkladığı AAA (negatif izleme)’ye kadar AB’nin ülke kredi derecelendirme notunu en yüksek seviyede tutmuştur. 7.12.2011 tarihinde AAA (negatif görünüm)’e, 20.12.2013’te AA+ (durağan görünüm)’e 3.08.2015’te AA+ (negatif görünüm)’e düşürülen AB’nin kredi derecelendirme notu; 30.06.2016 tarihinden itibaren AA (durağan görünüm) seviyesinde tutulmuştur. Moody’s ise, AB için ilk notunu 14.03.2013 tarihinde AAA (durağan görünüm) olarak açıklamıştır. Benzer şekilde, Fitch ilk kredi derecelendirme notunu açıkladığı 5.02.2010 tarihinden itibaren değişikliğe gitmemiştir. AB için verilen ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend Şekil 17’de gösterilmiştir.

Şekil 17: AB'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

2.2.5. Avustralya

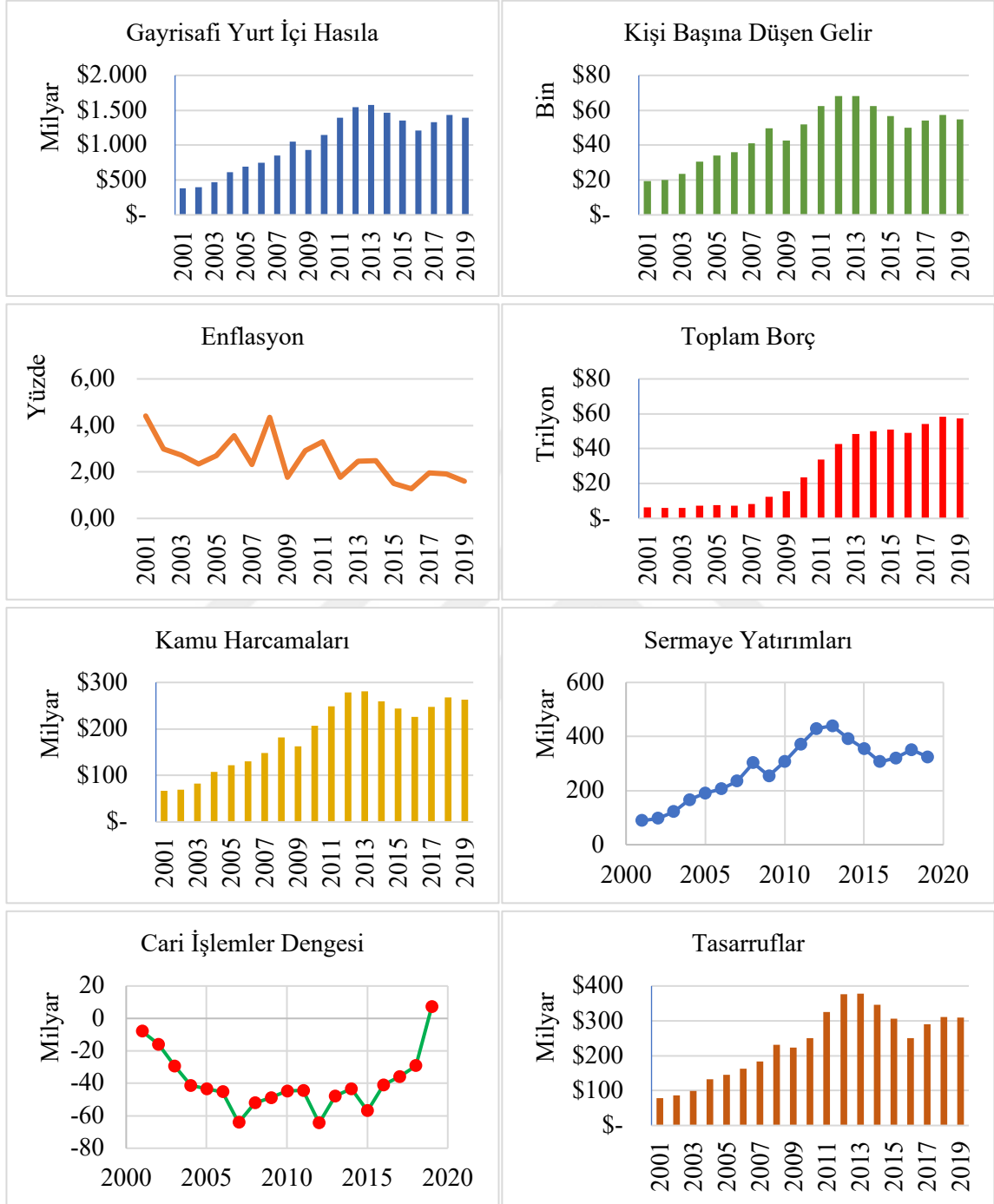
Avustralya'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Avustralya'nın gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 378 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 1,4 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Bu alanda, 2019 yılı itibari ile, G-20 içerisinde en yüksek gayrisafi yurt içi hasılaya sahip olan ülkeler arasında on dördüncü sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 19.491 \$'dan 54.907 \$ seviyesine gelmiş ve incelenen ülkeler arasında 2019 itibariyle en yüksek kişi başına düşen geliri olan üçüncü ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %1,28 ile %4,41 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 6,5 trilyon \$'dan 57,2 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan on dördüncü ülke konumunda yer almaktadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 67 milyar \$'dan 2019 itibariyle 263 milyar \$ seviyesine çıkan Avustralya, ayrıca 323 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde hem en çok kamu harcaması yapan hem de en yüksek sermaye yatırımına sahip olan on dördüncü ülke konumundadır.

Düzenli bir şekilde açık veren Avustralya'nın cari işlemler dengesi 2001 yılında 8 milyar \$ açık verirken, incelen dönemde ilk kez 2019 yılında yaklaşık 7 milyar \$ fazla vermiştir. Bununla beraber cari işlemler dengesindeki en yüksek açık 2012 yılında 64,5 milyar \$ ile gerçekleşmiştir ve G-20 içerisinde en az açık veren dokuzuncu ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 78 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 309 milyar \$ seviyesine

yükselmiş ve 2018 yılı itibarıyla tasarruf seviyesi en yüksek olan on üçüncü ülke olmuştur. Avustralya'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 18'de verilmiştir.

Şekil 18: Avustralya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

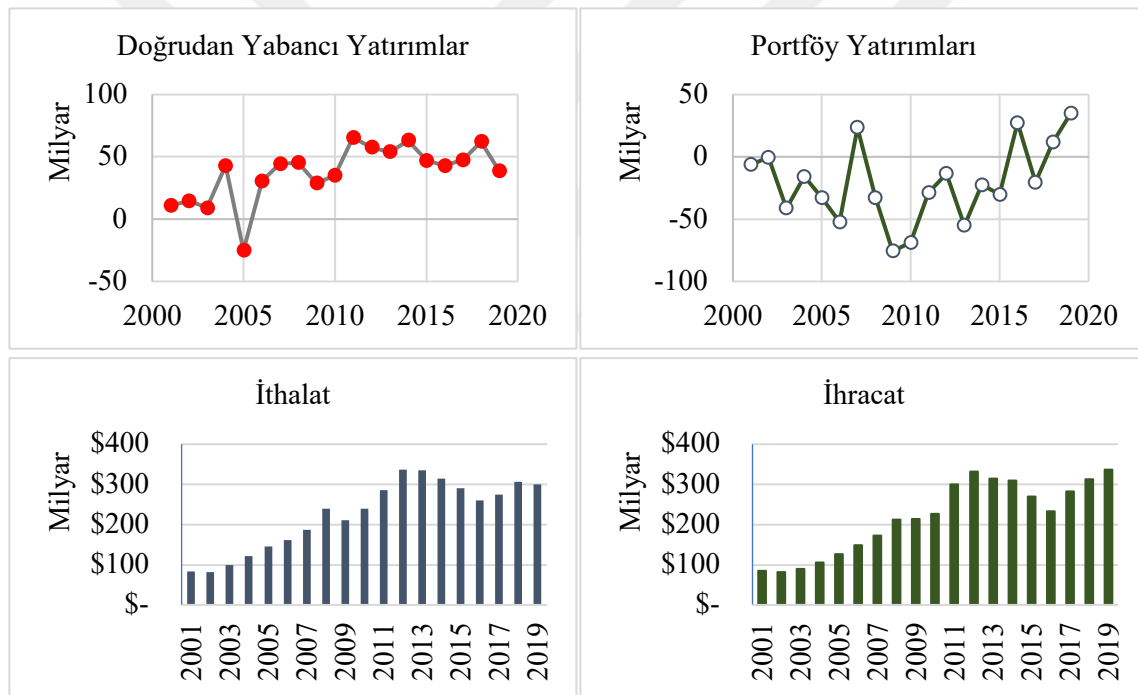
Avustralya'da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 10,7 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımların, en yüksek seviyesi olan 65,5 milyar \$ ise 2011 yılında gerçekleşmiştir. 2005 yılında doğrudan yabancı yatırım akışları negatife dönmüş en düşük değer gerçekleşmiştir. G-20

içerisinde 2019 yılı itibariyle ve 38,6 milyar \$ ile en yüksek dokuzuncu doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları benzer bir dalgalanma göstermiş ve genelde negatif olarak gözlenmiştir. 2001 yılında Avustralya'dan çıkan portföy yatırımları Avustralya'ya yapılan yatırımlardan 6,3 milyar \$ daha fazla iken 2019 yılında bu fark 35 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Bu dönemde yalnızca 2006, 2018 ve 2019 yıllarında Avustralya'ya yapılan portföy yatırımları daha fazla olmuştur. Avustralya 2019 yılı itibariyle portföy yatırımları en yüksek olan ülkeler arasında beşinci sıradadır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 83,7 milyar \$, ihracat ise 84 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 300 milyar \$, ihracat ise 336 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Avustralya G-20 içerisinde ithalatı en yüksek on dördüncü ve ihracatı en yüksek on beşinci ülke konumunda yer almaktadır. Araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 19'da verilmiştir.

Şekil 19: Avustralya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



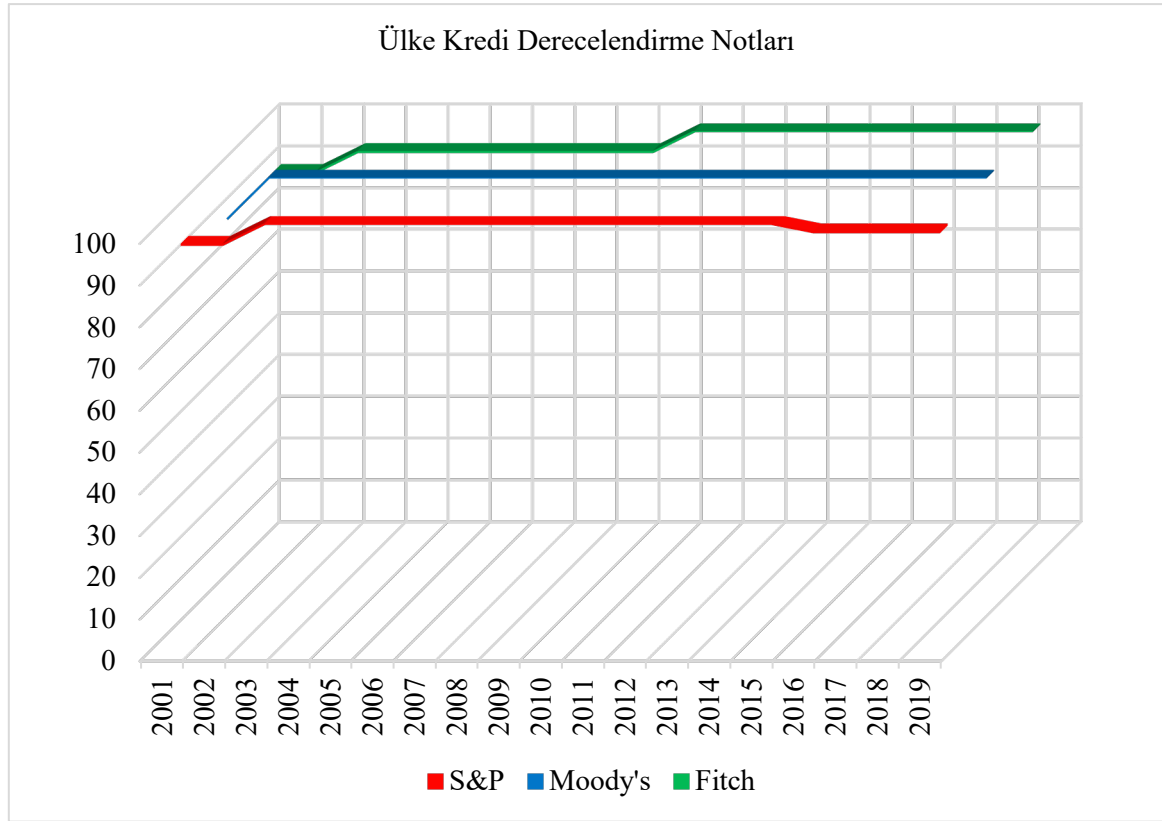
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Avustralya'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlara kısmen yansıdığı görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Avustralya için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar açıklamışlardır. S&P Global, 16.03.2013 tarihinde açıkladığı AAA (durağan görünüm)'e kadar Avustralya'nın ülke kredi derecelendirme notunu AA+ (durağan görünüm) seviyede tutmuştur. 6.07.2016 tarihinde AAA (negatif görünüm)'e düşürülen not, 21.09.2018 tarihinde tekrar AAA (durağan görünüm)'e yükseltilmiş ve bu tarihten itibaren değişmemiştir. Moody's ise, 20.10.2002 tarihinde vermiş olduğu Aaa (durağan görünüm) notunu izleyen yıllarda değiştirmemiştir. Fitch, 3.02.2003'te AA+

(durağan görünüm)’e yükselttiği Avustralya’nın ülke kredi derecelendirme notunu 28.11.2011’de AAA (durağan görünüm)’e yükseltmiştir. Avustralya’nın makroekonomik göstergelerinden bazıları G-20 içerisinde üst sıralarda yer alırken bazı göstergeleri daha düşük bir performans sergilemiştir. Bu göstergeler yıllar içerisinde incelendiğinde notlar ile uyumsuz bir değerlendirme yapılmadığı anlaşılmaktadır. Avustralya için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişim Şekil 20’de gösterilmiştir.

Şekil 20: Avustralya’nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

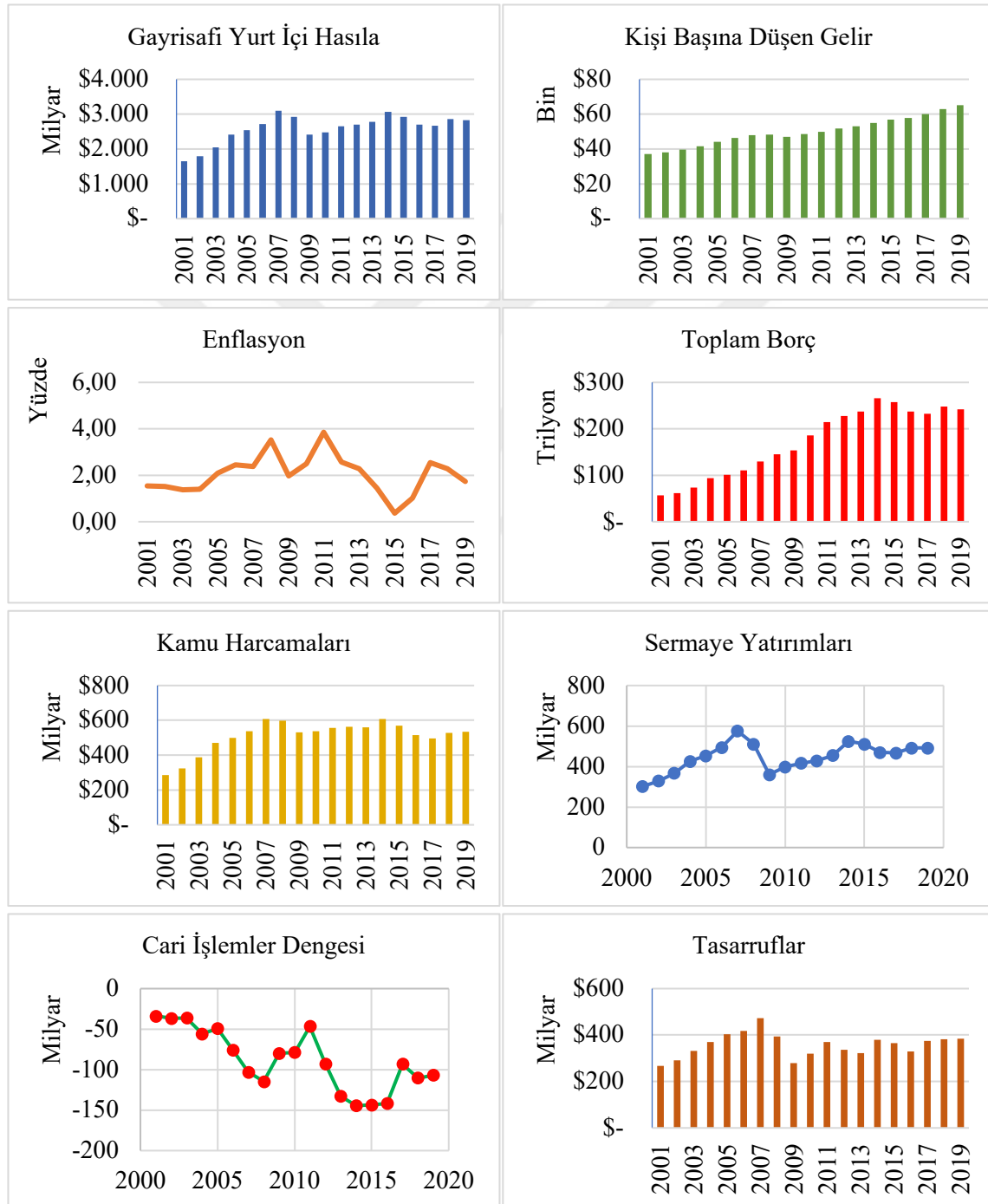
2.2.6. Birleşik Krallık

Birleşik Krallık’a ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Birleşik Krallık’a ait gayrisafi yurt içi hasıla 2001 yılında 1,65 trilyon \$ seviyesinde iken 2019 yılında 2,82 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Birleşik Krallık, 2019 yılında G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek yedinci ülkedir. Kişi başına düşen gelir ise 37.133 \$’dan 65.281 \$ seviyesine gelmiş ve incelenen ülkeler arasında 2019 itibarıyla kişi başına düşen milli geliri en yüksek ikinci ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %0,37 ile %3,86 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 56,2 trilyon \$’dan 242 trilyon \$’a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan ülkeler arasında yedinci sırada yer almaktadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 285 milyar \$’dan 2019 itibarıyla 533 milyar \$ seviyesine çıkan Birleşik Krallık, ayrıca 492 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan yedinci ve en yüksek sermaye yatırımına sahip olan dokuzuncu ülke konumundadır.

AB'nin cari işlemler dengesinde verilen açık 2001 yılında 33,8 milyar \$ seviyesinde iken, bu seviye 2019 yılında yaklaşık 107 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler dengesindeki en yüksek açık ise 2014 yılında 144 milyar \$ ile gerçekleşmiştir. Bu alanda 2019 yılı itibarıyla G-20 içerisinde en çok açık veren on sekizinci ülke konumundadır. Tasarruflar ise 267 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 384 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibarıyla tasarrufları en yüksek olan ülkeler arasında onuncu sırada yer almıştır. Birleşik Krallık'a ait kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 21'de verilmiştir.

Şekil 21: Birleşik Krallık'ın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



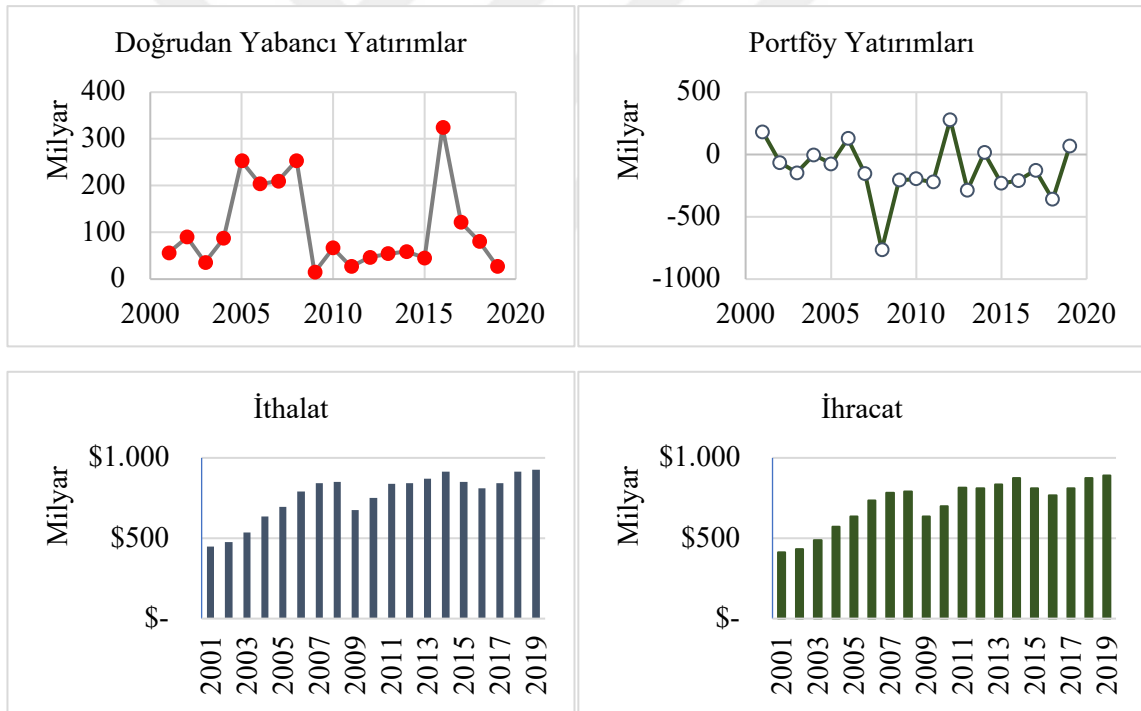
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Birleşik Krallık'ta doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 56 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar, en yüksek seviyesi olan 325 milyar \$'a 2016 yılında, en düşük değer olan 14,5 milyar \$'a ise 2009 yılında ulaşmıştır. G-20 içerisinde 2019 yılı itibarıyla ve 27 milyar \$ ile en yüksek on dördüncü doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları bu dönemde değişiklik göstermiş ve genelde negatif olarak gözlenmiştir. 2001 yılında Birleşik Krallık'tan çekilen portföy yatırımları Birleşik Krallık'a gelen yatırımlardan 182,5 milyar \$ daha az iken 2019 yılında bu fark 65 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Bu dönemde 2006 ve 2014 yılları benzer pozitif portföy yatırımları gerçekleşmiştir.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 446 milyar \$, ihracat ise 410 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 925 milyar \$, ihracat ise 892 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Birleşik Krallık G-20 içerisinde ithalatı en yüksek beşinci ve ihracatı en yüksek yedinci ülke konumunda yer almaktadır. Birleşik Krallık'a ait araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 22'de verilmiştir.

Şekil 22: Birleşik Krallık'ın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



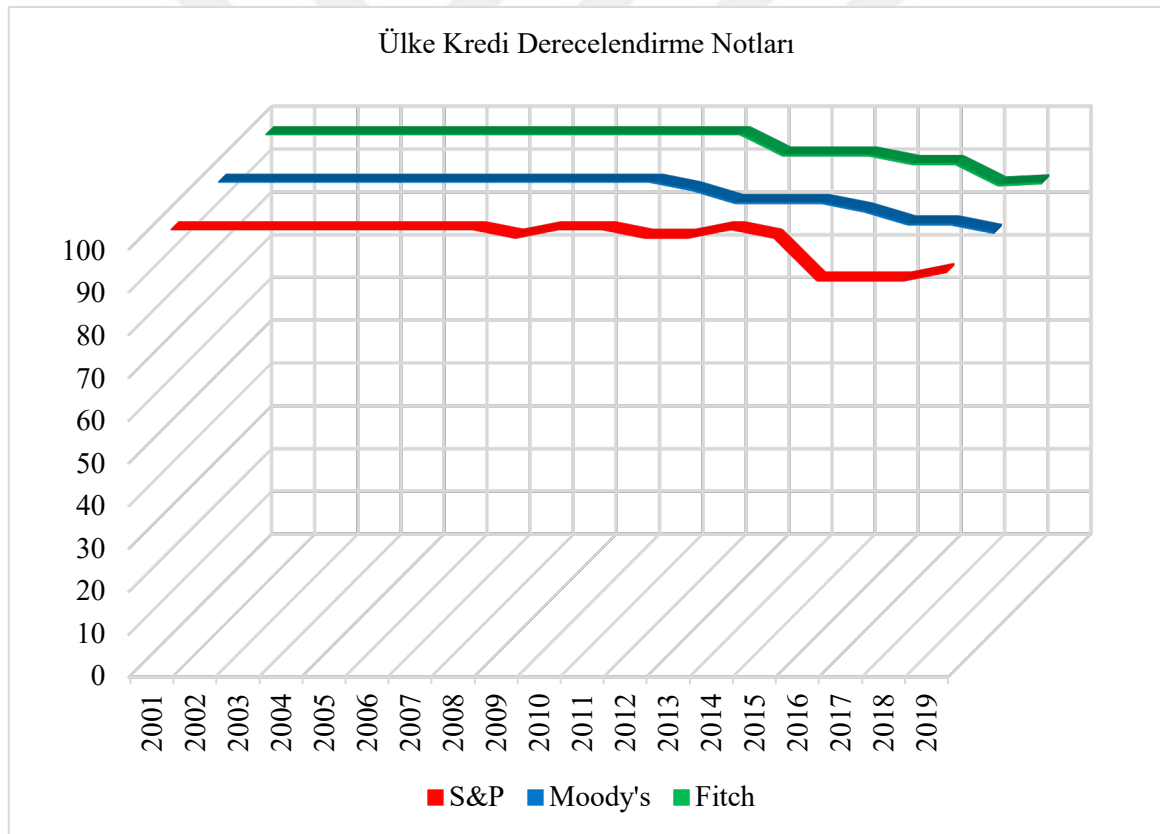
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Birleşik Krallık'ın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin izlediği trend ile verilen notlar arasında farklılıklar olduğu görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Birleşik Krallık için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar açıklamışlardır. S&P Global, 21.05.2009 tarihinde açıkladığı AAA (negatif görünüm)'e kadar Birleşik Krallık'ın ülke kredi derecelendirme notunu AAA (durağan görünüm) seviyesinde tutmuştur. 26.10.2010 tarihinde AAA

(durağan görünüm)’e yükseltile not, 13.12.2012 tarihinde tekrar AAA (negatif görünüm)’e düşürülmüştür. 27.06.2016 tarihinde AA (negatif görünüm)’e düşürülen not 17.12.2019 tarihinden itibaren AA (durağan görünüm) olarak belirlenmiştir. Moody’s ise, 13.02.2012 tarihinde vermiş olduğu Aaa (negatif görünüm) notuna kadar Aaa (durağan görünüm) notunu değiştirmemiştir. 22.02.2013 tarihinde ise Aa1 (durağan görünüm) seviyesine düşürülen not izleyen dönemde gerilemeye devam etmiş ve son olarak 8.11.2019 tarihinde Aa2 (negatif görünüm) olarak belirlenmiştir. Benzer şekilde Fitch, 14.03.2012’de AAA (negatif görünüm)’e düşürdüğü Birleşik Krallık’ın ülke kredi derecelendirme notunu izleyen yıllarda da düşürmeye devam etmiş ve 17.12.2019 tarihinde AA (negatif görünüm)’e kadar düşürmüştür. Birleşik Krallık’a ait makroekonomik göstergeler genelde G-20 içerisinde üst sıralarda yer almasına rağmen ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend azalmaya devam etmiştir. Bu anlamda verilen notlar ile makroekonomik göstergeler arasında farklılıklar bulunduğu anlaşılmaktadır. Birleşik Krallık için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 20’de gösterilmiştir.

Şekil 23: Birleşik Krallık’ın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

2.2.7. Brezilya

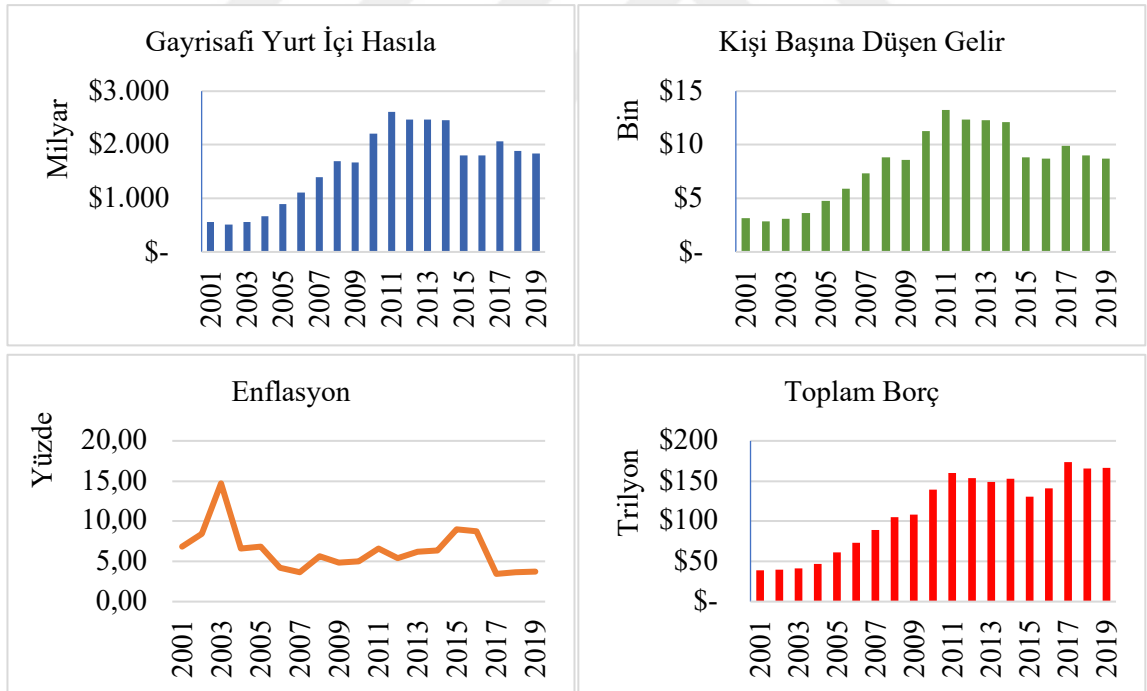
Brezilya’ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Brezilya’nın gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 559 milyar \$ seviyesinde iken yıllar 2019 yılında 1,83 trilyon \$ seviyesine gelmiştir ve bu yıl itibari ile G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek olan ülkeler arasında

onuncu sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 3.157 \$’dan, 2011 yılında 13.246 \$’a yükselmiştir. 2019 yılında ise 8.717 \$ ile, incelenen ülkeler arasında en yüksek kişi başına düşen gelire sahip olan on yedinci ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %3,45 ile %14,71 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 39,2 trilyon \$’dan 166,3 trilyon \$’a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en yüksek borcu olan onuncu ülke konumundadır.

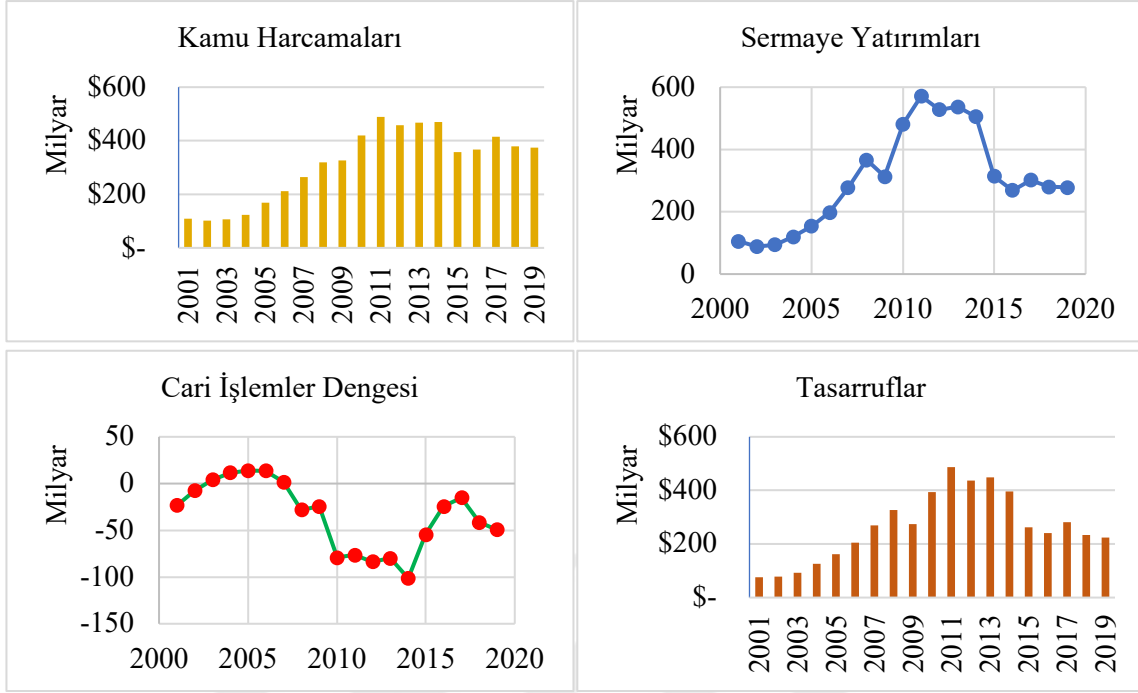
Kamu harcamaları 2001 yılında 108,2 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, 2019 yılında ise 373,15 milyar \$ seviyesine çıkmıştır. Brezilya ayrıca 278 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan dokuzuncu ve en yüksek sermaye yatırımına sahip olan on beşinci ülke konumundadır.

Özellikle 2008’den itibaren düzenli bir şekilde açık veren Brezilya’nın cari işlemler dengesi; 2001 yılında 23,2 milyar \$ açık verirken 2003-2007 arasındaki dönemde fazla vermiştir. Bununla beraber cari işlemler dengesindeki en yüksek açık 2014 yılında 101,4 milyar \$ ile gerçekleşmiştir ve G-20 içerisinde en az açık veren on yedinci ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 76 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 224 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibarıyla on altıncı sırada yer almıştır. Brezilya’nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 24’te verilmiştir.

Şekil 24: Brezilya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



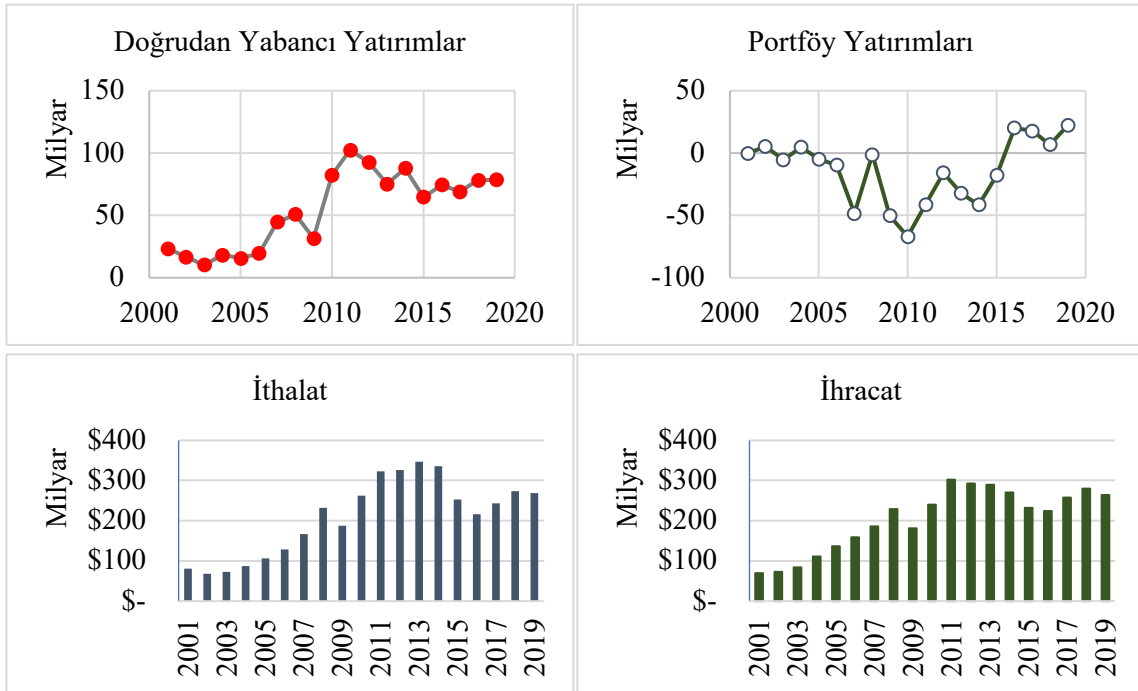
Şekil 24'ün devamıdır: Brezilya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Brezilya'da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 23,2 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımların en yüksek seviyesi 102,4 milyar \$ ile 2011 yılında gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibari ve 78,5 milyar \$ ile en yüksek dördüncü doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir. Brezilya'nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 25'te verilmiştir.

Şekil 25: Brezilya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



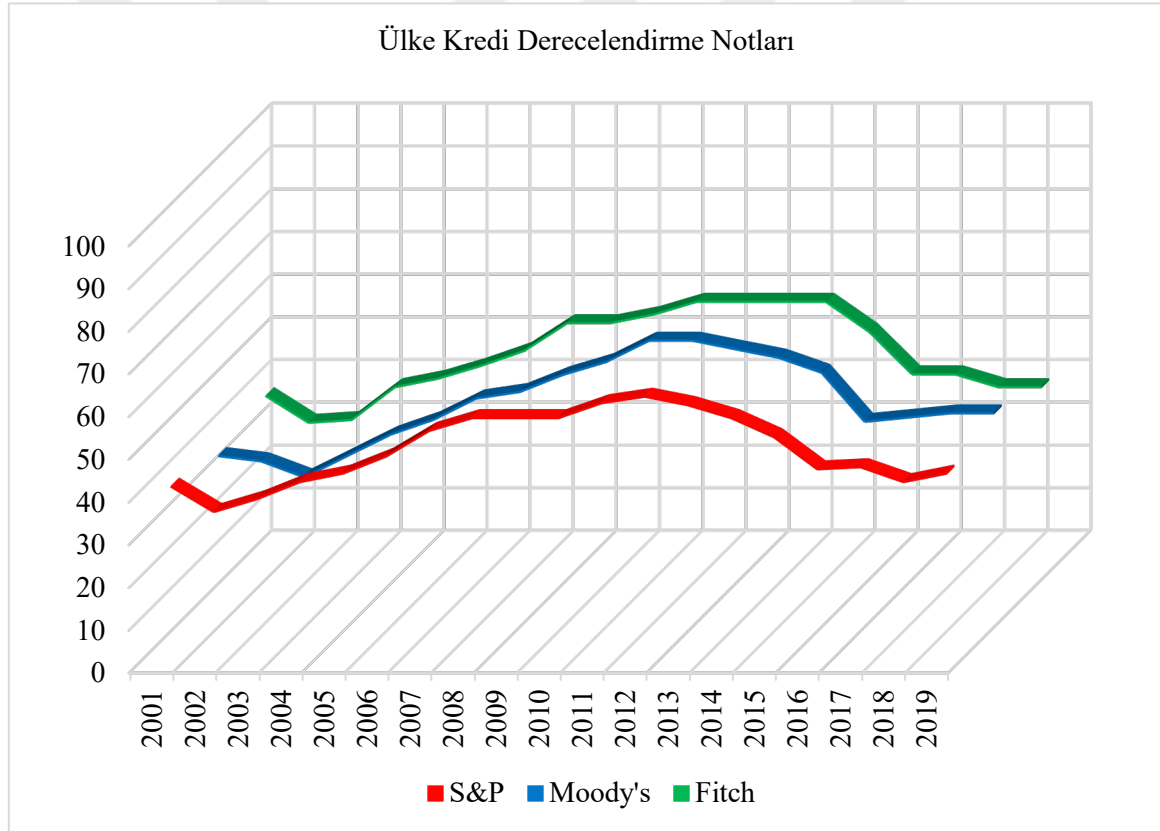
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Portföy yatırımları benzer bir dalgalanma göstermiş ve genelde negatif olarak gözlenmiştir. 2001 yılında Brezilya dışına yapılan yatırımlar Brezilya içi yatırımlardan 77 milyon \$ daha fazla iken 2016 yılında bu fark tersine dönmüştür. 2019 yılı itibariyle 22,2 milyar \$ portföy yatırımı alan Brezilya G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip altıncı ülkedir.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 81,4 milyar \$, ihracat ise 69,2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 269,6 milyar \$, ihracat ise 263,4 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Brezilya G-20 içerisinde ithalatı en yüksek on beşinci ve ihracatı en yüksek on altıncı ülke konumunda yer almaktadır.

Brezilya'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla uyumlu olduğu görülmektedir. Brezilya için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 26'da gösterilmiştir.

Şekil 26: Brezilya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Brezilya için hem yatırım yapılabilir seviyede hem de spekülasyon seviyede notlar açıklamışlardır. S&P Global, 3.01.2001 tarihinde açıkladığı BB- (durağan görünüm) notunun görünümünü aynı yıl içerisinde negatife çevirmiştir. 2.07.2002'de B+ (negatif izleme)'ye düşürülen not 17.09.2004 tarihinde BB- (pozitif görünüm)'e çevirmiştir. Not artışları izleyen dönemlerde devam etmiş ve Brezilya için verilen en yüksek not 17.11.2011 tarihinde BBB (durağan görünüm) olarak açıklanmıştır. Bu tarihten itibaren ülke kredi derecelendirme notları düşen

Brezilya'nın, 11.12.2019 tarihi itibariyle belirlenen notu BB- (pozitif görünüm)'dür. Moody's ise, 27.02.2002 tarihinde vermiş olduğu B1 (pozitif görünüm) notunu izleyen yıllarda önce düşürmüş sonra yükseltmeye başlamıştır. 22.09.2009 tarihinde açıklanan Baa3 (pozitif görünüm) notu Brezilya için verilen en yüksek not olup bu tarihten itibaren ülke kredi derecelendirme notları düşmüştür. Brezilya'nın 9.04.2018 tarihi itibariyle belirlenen notu Ba2 (durağan görünüm)'dür. Benzer şekilde Fitch, 17.07.2001'de BB- (negatif görünüm) olarak açıkladığı Brezilya'nın ülke kredi derecelendirme notunu 6.11.2003 tarihinde B+ (durağan görünüm)'e düşürmüş, bu tarihten itibaren ise yükseltmeye başlamıştır. 4.04.2011 tarihinde BBB (durağan görünüm) Brezilya için verilen en yüksek not olup bu tarihten itibaren tekrar düşürülmüştür. 23.08.2018 itibariyle Brezilya'nın ülke kredi derecelendirme notu BB- (durağan görünüm) olarak açıklanmıştır. Bu doğrultuda, Brezilya'nın makroekonomik göstergelerinin izlediği trend ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır.

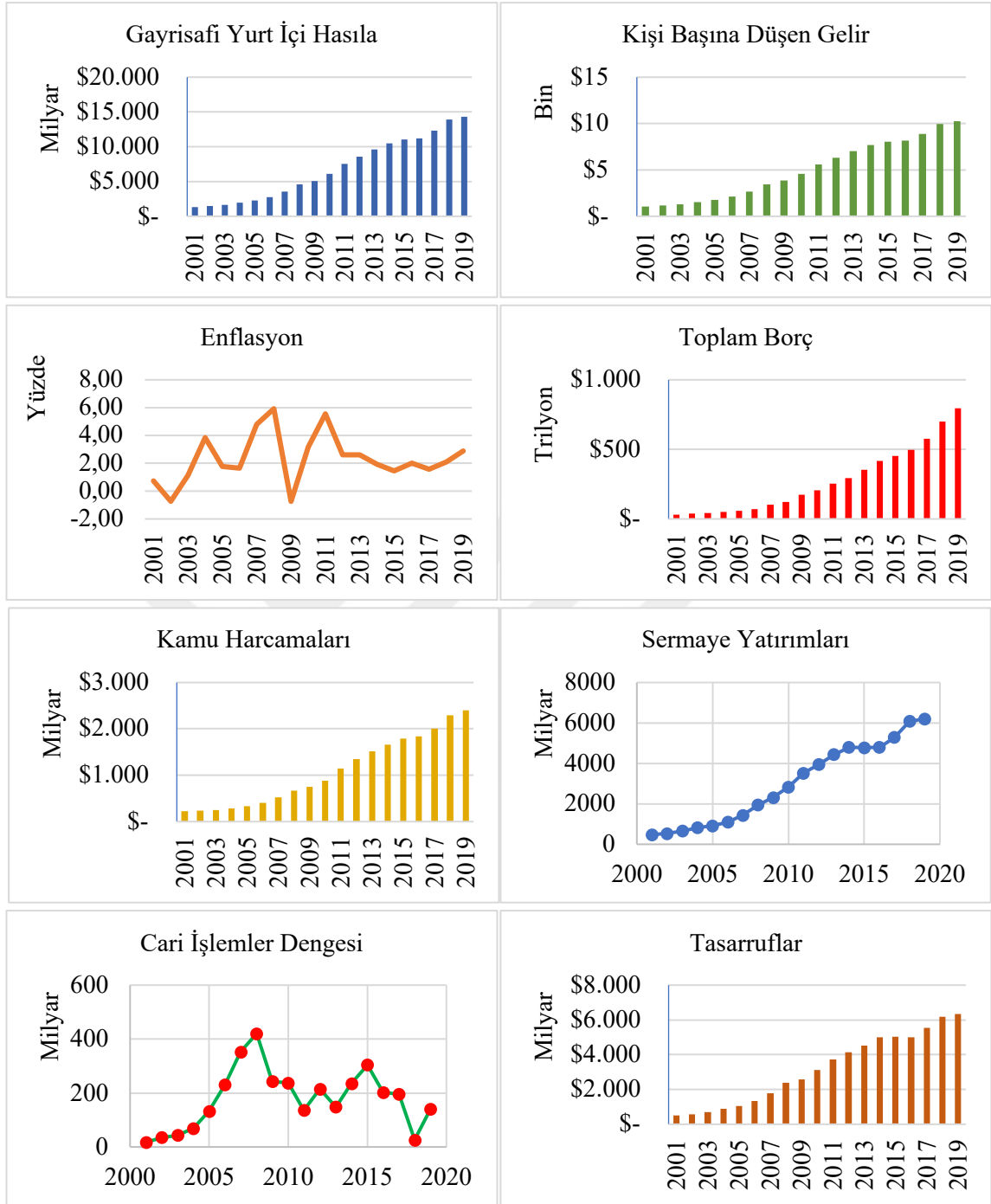
2.2.8. Çin

Çin'e ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Çin'in gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 1,34 trilyon \$ seviyesinde iken 2019 yılında 14,34 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Çin 2019 yılı itibari ile G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek üçüncü ülke konumunda yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 2001 yılında gerçekleşen 1.053 \$'dan 2019 yılında 10.262 \$'a yükselmiş ve incelenen ülkeler arasında kişi başına düşen geliri en yüksek on üçüncü ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %-0,73 ile %5,93 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 32,6 trilyon \$'dan 794,5 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en yüksek borcu olan ülkeler sıralamasında dördüncü sırada yer almaktadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 219,8 milyar \$'dan 2019 yılında 2,39 trilyon \$ seviyesine çıkan Çin, ayrıca 6,2 trilyon \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan üçüncü ve en yüksek sermaye yatırımına sahip olan birinci ülke konumundadır.

Çin'in cari işlemler dengesi, 2001 yılında 17,4 milyar \$ fazla verirken 2019 yılında 141,3 milyar \$ fazla vermiştir. Bununla beraber cari işlemler dengesindeki en yüksek fazla 2008 yılında 420,5 milyar \$ ile gerçekleşmiştir ve 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en az açık veren üçüncü ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 500 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 6,34 trilyon \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibariyle en yüksek tasarruf seviyesine sahip olan ülke olmuştur. Çin'e ait kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 27'de verilmiştir.

Şekil 27: Çin'in Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

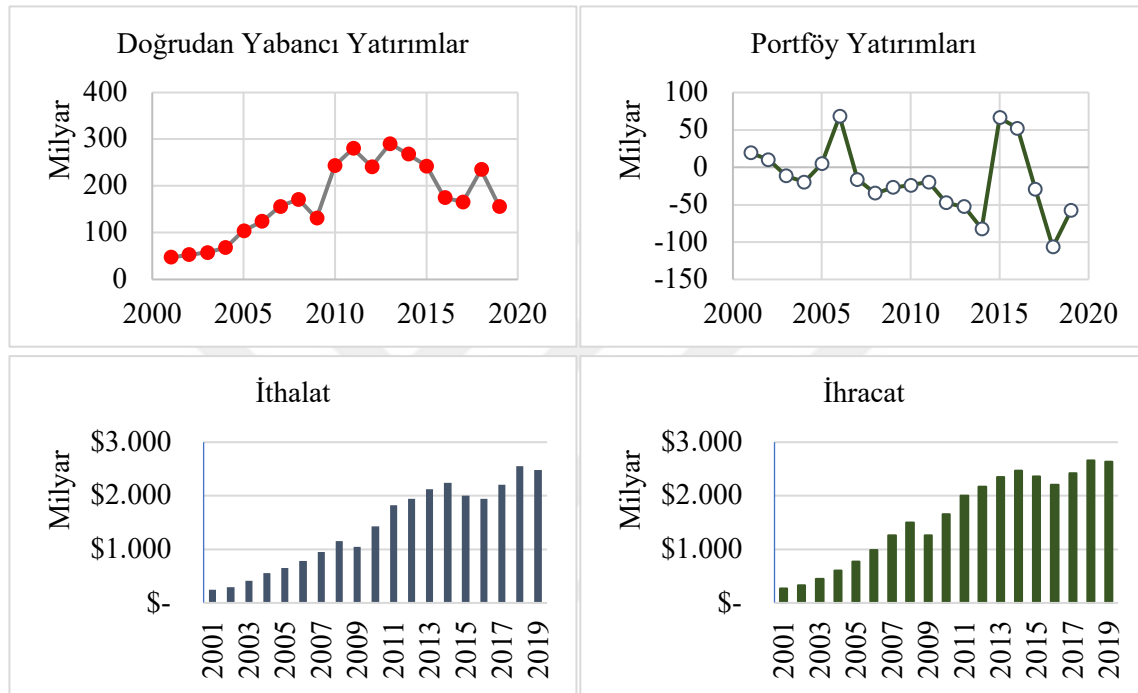
Çin’de doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 47 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımların, en yüksek seviyesi olan 290,9 milyar \$ ise 2013 yılında gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibari ve 235,36 milyar \$ ile en yüksek ikinci doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları benzer bir dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında net 9,4 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise Çin dışına çıkan portföy yatırımları Çin’e yapılan portföy

yatırımlarından 57,9 milyar \$ daha fazla olmuştur. Çin G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan on yedinci ülkedir.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 243,9 milyar \$, ihracat ise 272 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 2,47 trilyon \$, ihracat ise 2,64 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Çin, G-20 içerisinde ithalatı en yüksek üçüncü ve ihracatı en yüksek ikinci ülke konumunda yer almaktadır. Çin'in araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 28'de verilmiştir.

Şekil 28: Çin'in Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



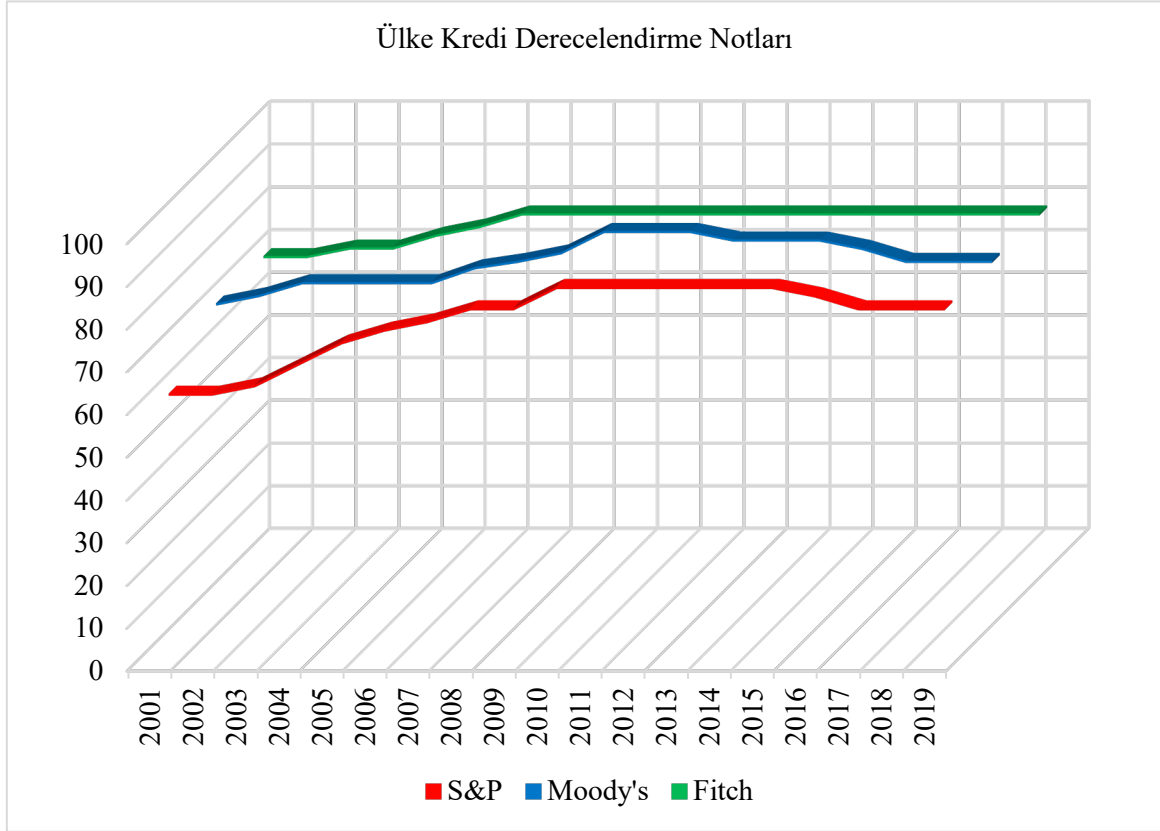
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Çin'in 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla uyumlu olduğu görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Çin için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar açıklamışlardır. S&P Global, 15.04.2003 tarihinde açıkladığı BBB (pozitif görünüm) notunu yıllar içinde yükseltmeye devam etmiş ve 16.12.2010 tarihinde AA- (durağan görünüm) ile Çin için verilen en yüksek notu belirlemiştir. 31.03.2016 tarihinde bu notun görünümü negatife çevrilmiş, 21.09.2017 tarihinde ise A+ (durağan görünüm) olarak tespit edilmiştir. Moody's ise, 14.08.2001 tarihinde vermiş olduğu A3 (durağan görünüm) notunu izleyen yıllarda yükseltmiştir. 11.11.2010 tarihinde açıklanan Aa3 (pozitif görünüm) notu Çin için verilen en yüksek not olup bu tarihten itibaren ülke kredi derecelendirme notları düşmüştür. Çin'in 24.05.2017 tarihi itibarıyla belirlenen notu A1 (durağan görünüm)'dür. Benzer şekilde Fitch, 13.10.2013 tarihine kadar A- (durağan görünüm) olan Çin'in ülke kredi derecelendirme notunun görünümünü bu tarihte pozitif çevirmiştir. 5.11.2007 tarihinde belirlenen A+ (durağan görünüm) notu Fitch'in belirlediği en yüksek not olup bu tarihten itibaren değişmemiştir. Bu doğrultuda,

Çin'in makroekonomik göstergelerinin izlediği trend ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında oldukça uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır. Brezilya için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 29'da gösterilmiştir.

Şekil 29: Çin'in Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

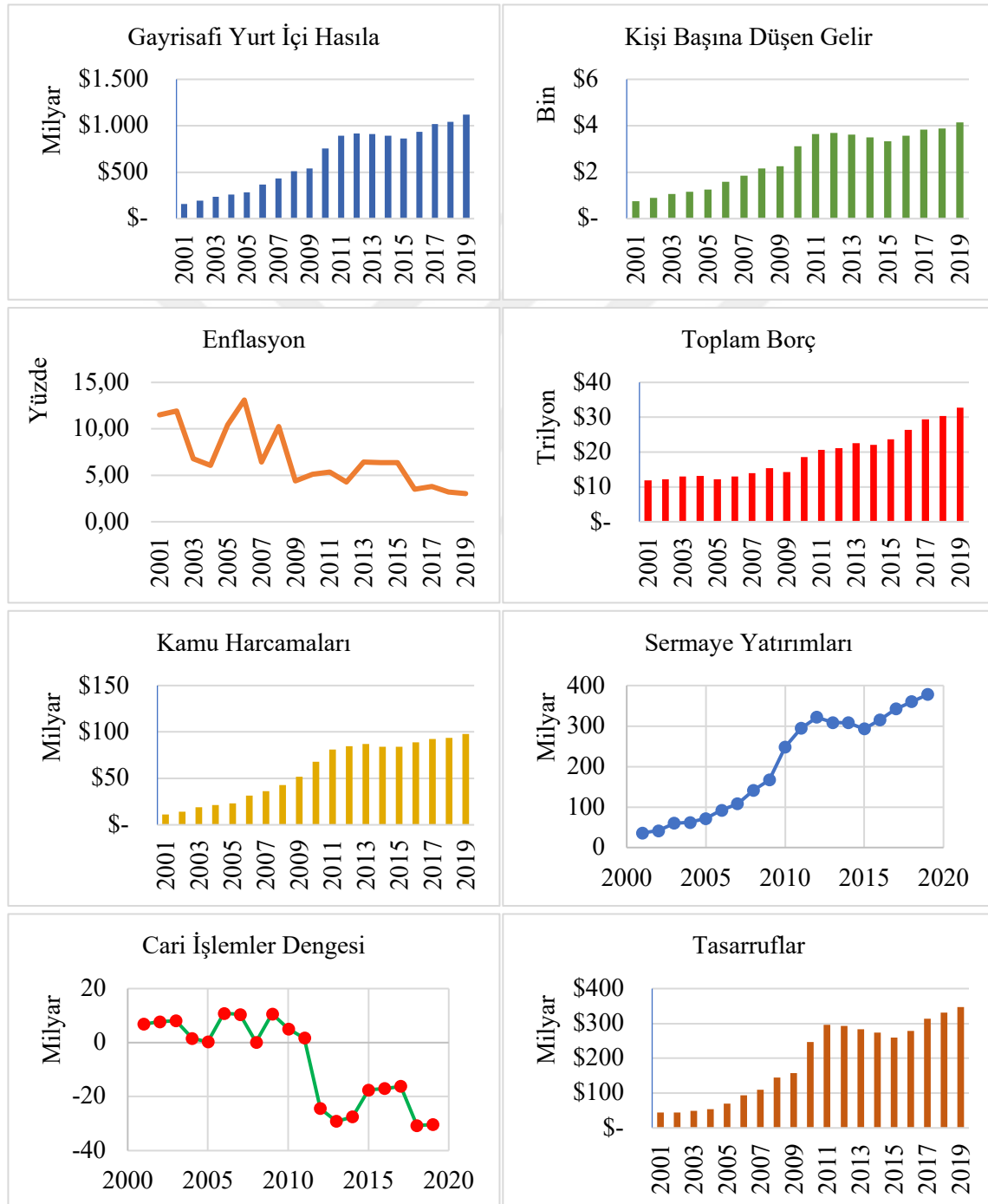
2.2.9. Endonezya

Endonezya'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Endonezya'nın gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 160 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 1,12 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Endonezya 2019 yılı itibarıyla G-20 içerisinde en yüksek gayrisafi yurt içi hasılaya sahip olan ülkeler arasında on altıncı sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 748 \$'dan 2019 yılında 4.136 \$'a yükselmiştir. İncelenen ülkeler arasında kişi başına düşen geliri en yüksek olan ülkeler sıralamasında on dokuzuncu ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %3,03 ile %13,11 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 11,8 trilyon \$'dan 32,8 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde borcu en yüksek olan on altıncı ülke konumundadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 11 milyar \$'dan 2019 itibarıyla 97,9 milyar \$ seviyesine çıkan Endonezya, ayrıca 377,9 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan on sekizinci ve en yüksek sermaye yatırımına sahip olan on üçüncü ülke konumundadır.

Endonezya'nın cari işlemler dengesi, 2001 yılında 6,9 milyar \$ fazla verirken 2019 yılında 30,3 milyar \$ açık vermiştir. Bununla beraber cari işlemler dengesindeki en yüksek fazla 2006 yılında 10,8 milyar \$ ile gerçekleşmiştir ve 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en az açık veren on beşinci ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 43,6 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 347 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibariyle en yüksek tasarrufa sahip on ikinci ülke konumunda bulunmaktadır. Endonezya'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 30'da verilmiştir.

Şekil 30: Endonezya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



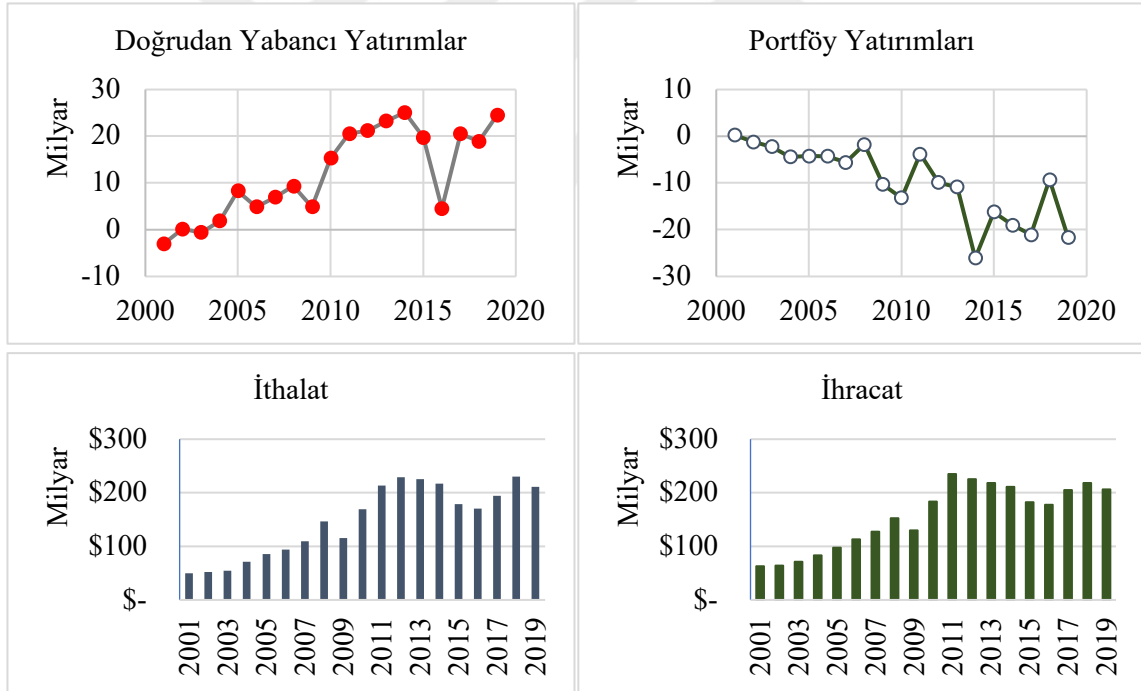
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Endonezya’da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılından önceki yıllarda yapılan doğrudan yabancı yatırımların çıkışı 2001 yılında yapılan girişleri 2,97 milyar \$ geçen Endonezya, en çok net doğrudan yabancı yatırımı 25 milyar \$ ile 2014 yılında almıştır. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle ve 24,5 milyar \$ ile en yüksek on beşinci doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları ise dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında 243 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı itibariyle Endonezya’dan çıkan portföy yatırımları Endonezya’ya yapılan portföy yatırımlarından 21,68 milyar \$ daha fazla olmuş ve G-20 içerisinde portföy yatırımları en yüksek olan ülkeler arasında on dördüncü sırada yer almıştır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 49,3 milyar \$, ihracat ise 62,6 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 211,4 milyar \$, ihracat ise 206 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Endonezya G-20 içerisinde ithalatı en yüksek on yedinci ve ihracatı en yüksek on sekizinci ülke konumunda yer almaktadır. Endonezya’nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 31’de verilmiştir.

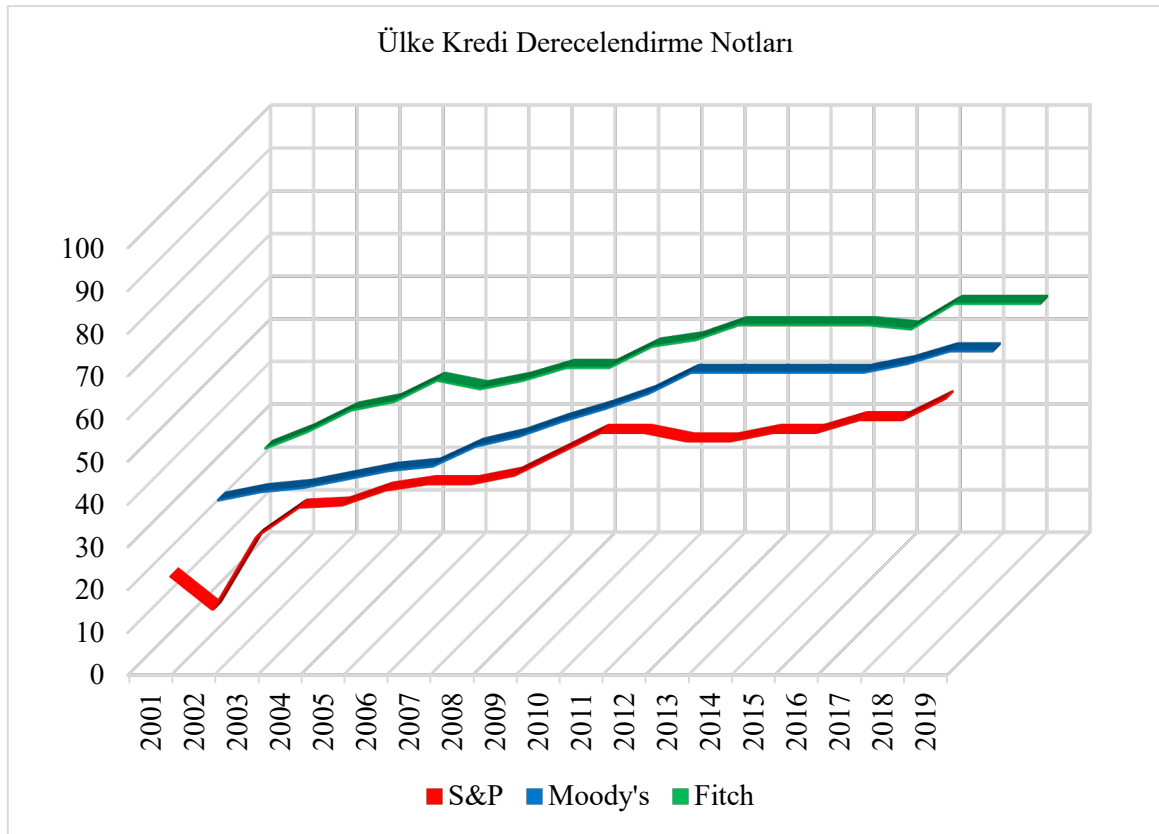
Şekil 31: Endonezya’nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Endonezya’nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla oldukça uyumlu olduğu görülmektedir. Endonezya için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 32’de gösterilmiştir.

Şekil 32: Endonezya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak:

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Endonezya'nın notunu spekülasyon seviyesinden yatırım yapılabilir seviyeye kadar yükseltmiştir. S&P Global, 7.03.2001 tarihinde B- (negatif görünüm) olarak açıkladığı notu 22.04.2002 tarihinde iflas olarak nitelendirilen SD'ye düşürmüştür. Bu tarihten itibaren yükselen not son olarak 31.05.2019'da BBB (durağan görünüm) olarak belirlenmiştir. Moody's ise, 24.04.2002 tarihine kadar B3 (durağan görünüm) olarak belirlediği notun görünümünü bu tarihte pozitif çevirmiştir. Ülke kredi derecelendirme notları sürekli yükselen Endonezya için son olarak 13.04.2018 tarihinde Baa2 (durağan görünüm) notu verilmiştir. Benzer şekilde Fitch, 14.09.2001 tarihinde B- (durağan görünüm) olarak belirlediği notları neredeyse sürekli yükseltmiştir. 21.12.2017 tarihinde verilen son not BBB (durağan görünüm) olarak gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda, Endonezya'nın makroekonomik göstergelerinin izlediği trend ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında oldukça uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır.

2.2.10. Fransa

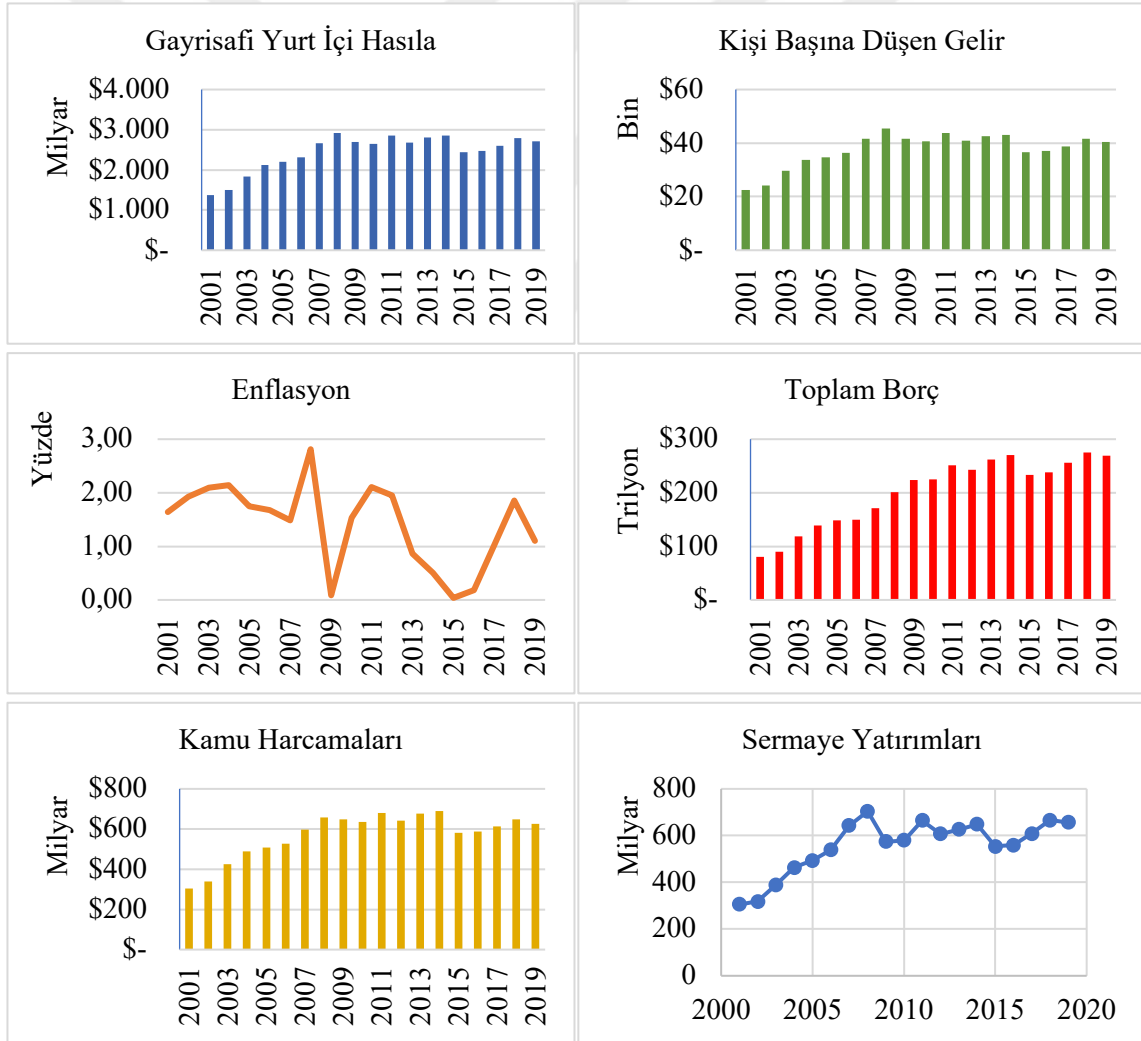
Fransa'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Fransa'nın gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 1,37 trilyon \$ seviyesinde iken 2019 yılında 2,71 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Fransa, 2019 yılı itibari ile, G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek olan ülkeler arasında sekizinci sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 22.434 \$'dan 2019 yılında 40.494 \$'a yükselmiş ve incelenen ülkeler arasında en yüksek kişi başına düşen

gelire sahip olan altıncı ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %0,04 ile %2,81 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 80,2 trilyon \$'dan 269,3 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan beşinci ülke konumundadır.

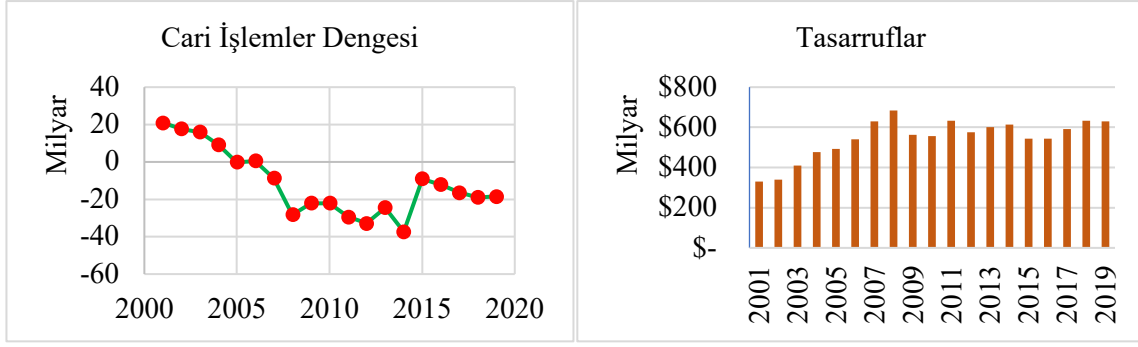
Kamu harcamaları 2001 yılındaki 304,7 milyar \$'dan 2019 itibarıyla 627,1 milyar \$ seviyesine çıkan Fransa, ayrıca 655,9 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan altıncı ve en yüksek sermaye yatırımına sahip olan yedinci ülke konumundadır.

Fransa'nın cari işlemler dengesi, 2001 yılında 20,9 milyar \$ fazla verirken 2019 yılında 18,5 milyar \$ açık vermiştir. 2019 yılı itibarıyla G-20 içerisinde en az açık veren on üçüncü ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 329,5 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 630 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibarıyla en yüksek tasarrufa sahip olan ülkeler arasında altıncı sırada yer almıştır. Fransa'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 33'te verilmiştir.

Şekil 33: Fransa'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Şekil 33'ün devamıdır: Fransa'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler

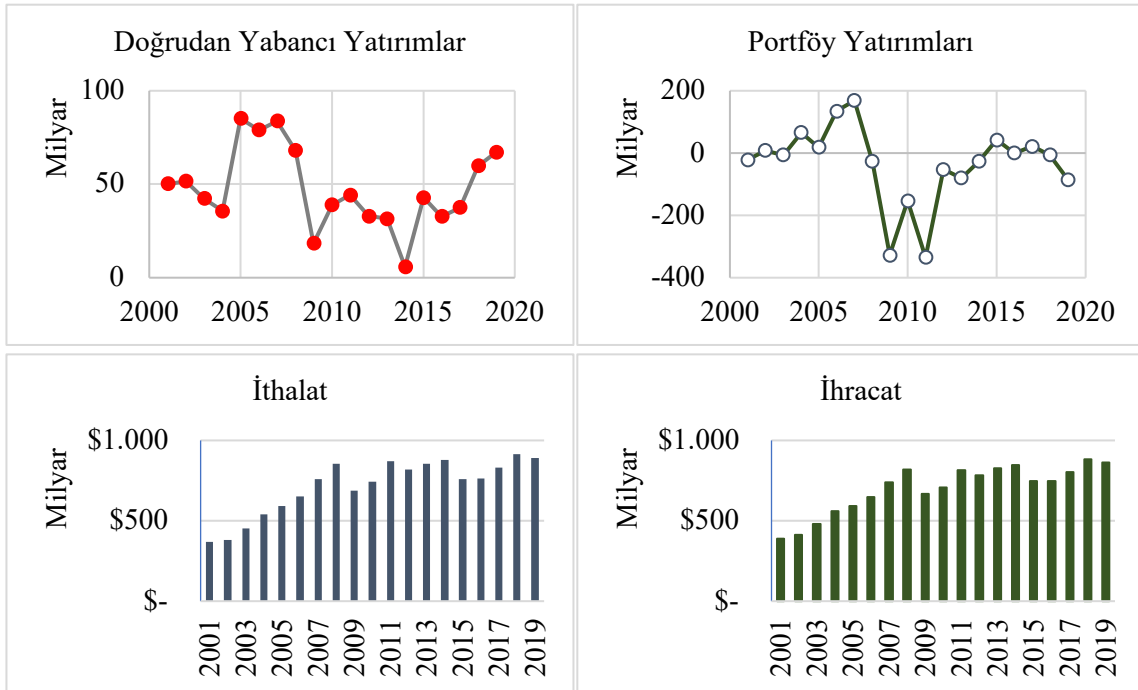


Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Fransa'da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 50,1 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2019 yılında ise 67,1 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle en yüksek beşinci doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir. Portföy yatırımları ise dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında Fransa'dan çekilen yatırımlar Fransa'ya yapılan yatırımlardan 21,4 milyar \$ daha fazla olmuştur. 2019 yılı itibariyle bu fark 85,7 milyar \$ olarak gerçekleşmiş ve G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip on sekizinci ülke olmuştur.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 367,4 milyar \$, ihracat ise 389 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 889,3 milyar \$, ihracat ise 862,7 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Fransa G-20 içerisinde ithalatı ve ihracatı en yüksek altıncı ülke konumunda yer almaktadır. Fransa'nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 34'te verilmiştir.

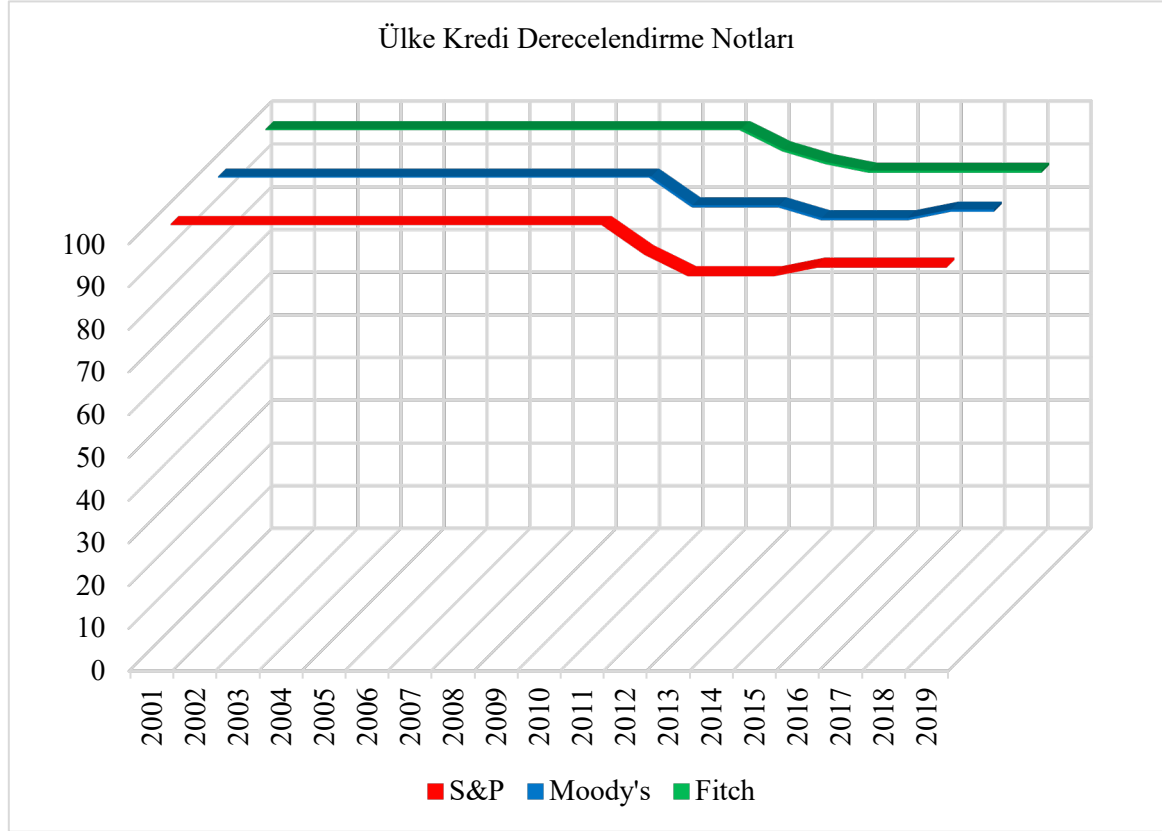
Şekil 34: Fransa'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Fransa'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla tam olarak uyumlu olmadığı görülmektedir. Fransa için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 35'te gösterilmiştir.

Şekil 35: Fransa'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Fransa'nın notunu her zaman yatırım yapılabilir seviyede tutmuştur. S&P Global, 21.11.2011 tarihinde AAA (negatif izleme) olarak açıkladığı nota kadar en yüksek not olan AAA (durağan görünüm) seviyesini sabit tutmuştur. 13.01.2012 tarihinde AA+ (negatif görünüm) olarak belirlenen not, 8.11.2013'te AA (negatif görünüm)'e düşürülmüş, 21.10.2016 tarihinde ise AA (durağan görünüm)'e yükselmiştir. Moody's ise, 16.02.2012 tarihine kadar en yüksek derece notları belirlemiş, bu tarihte ise Fransa'nın ülke kredi derecelendirme notunu Aa1 (negatif görünüm) seviyesine düşürmüştür. 18.09.2015 tarihinde Aa2 (durağan görünüm) olarak belirlenen not, 4.05.2018 tarihinde ise Aa2 (pozitif görünüm) olarak değerlendirilmiştir. Benzer şekilde Fitch, 16.12.2011 tarihinde vermiş olduğu AAA (negatif görünüm) notuna kadar en yüksek derecede notları sabit tutmuştur. 12.07.2013 tarihinde AA (durağan görünüm)'e düşürülen notun görünümü 14.10.2014'te negatif izleme olarak değiştirilmiş, 12.12.2014'te ise AA (durağan görünüm) olarak belirlenmiştir. İncelenen dönemde Fransa'nın makroekonomik göstergelerinden yalnızca bazılarının negatif trende sahip olduğu görülmektedir. Buna rağmen ülke kredi derecelendirme notları ise düşürülmüştür. Bu doğrultuda, Fransa'nın makroekonomik göstergelerinin izlediği trend ile ülke kredi

derecelendirme notlarının izlediği trend arasında tam olarak uyumlu bir değerlendirme yapılmadığı anlaşılmaktadır.

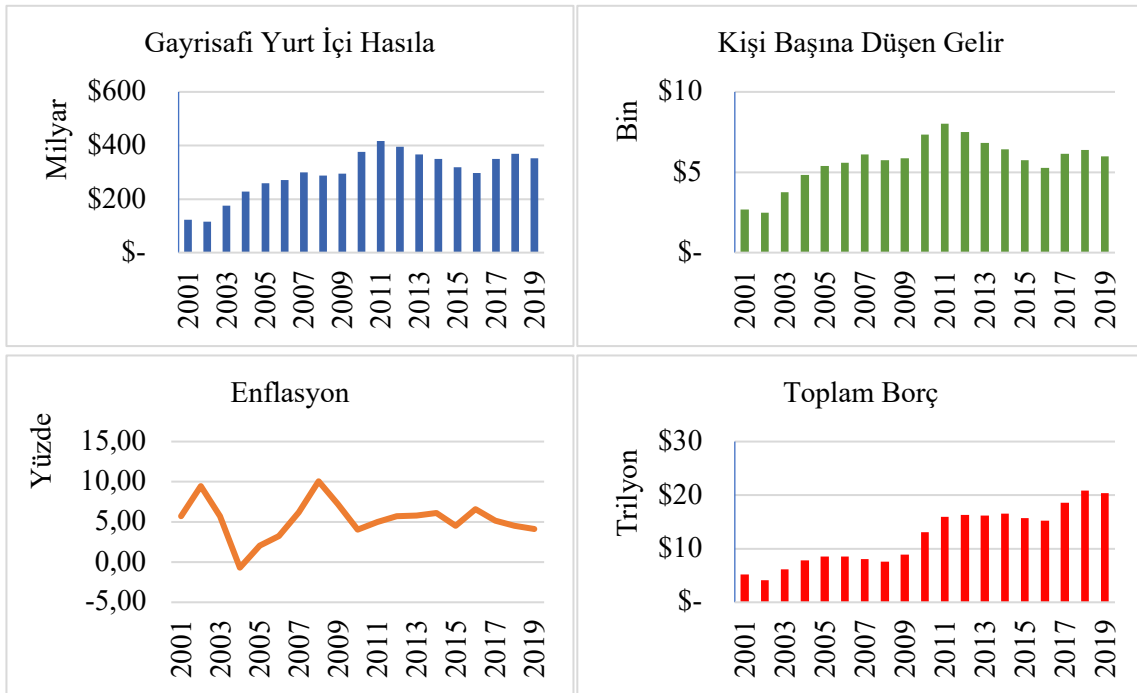
2.2.11. Güney Afrika

Güney Afrika'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Güney Afrika'nın gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 121,5 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 351,4 milyar \$ seviyesine gelmiştir. 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek olan ülkeler arasında son sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 2.666 \$'dan 2019 yılında 6.001 \$'a yükselmiş ve incelenen ülkeler arasında kişi başına düşen geliri en yüksek on yedinci ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %-0,69 ile %10,06 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 5,1 trilyon \$'dan 20,3 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde toplam borcu en yüksek on dokuzuncu ülke olmuştur.

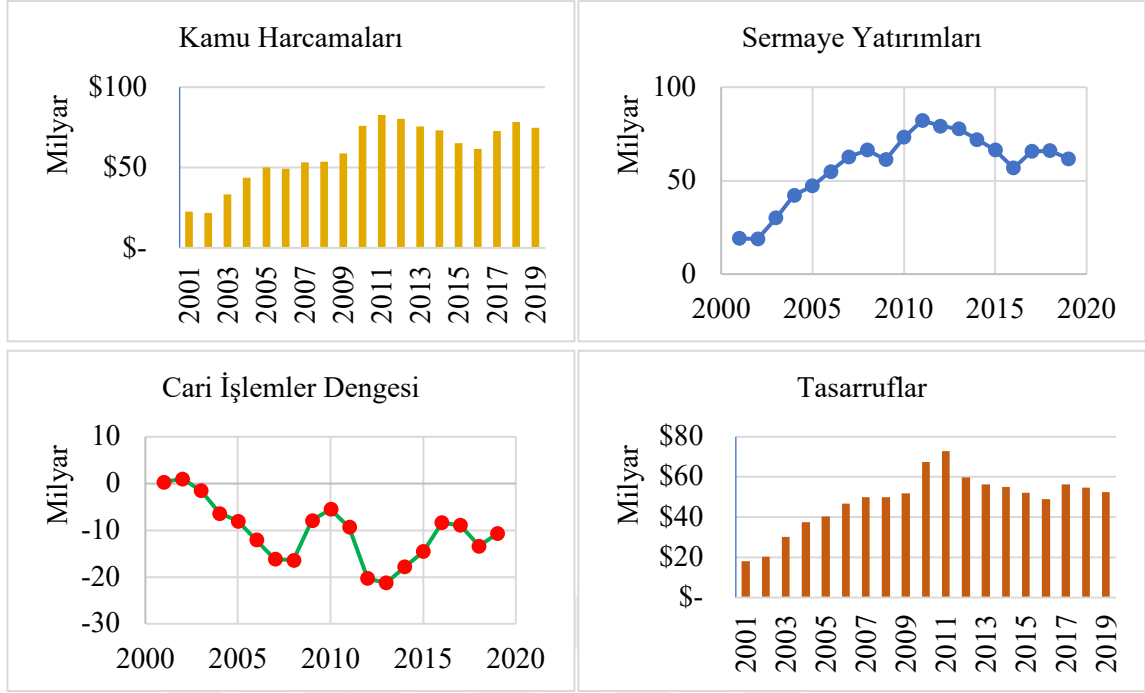
Kamu harcamaları 2001 yılındaki 22,5 milyar \$'dan 2019 itibariyle 74,8 milyar \$ seviyesine çıkan Güney Afrika, ayrıca 61,8 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde son sırada yer alarak en az kamu harcaması yapan ve en düşük sermaye yatırımına sahip olan ülke konumunda bulunmaktadır.

Güney Afrika'nın cari işlemler dengesi, 2001 yılında 342,6 milyon \$ fazla verirken 2019 yılında 10,6 milyar \$ açık vermiştir. 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en az açık veren on ikinci ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 18 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 52,5 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibariyle en yüksek tasarrufa sahip olan ülkeler arasında on dokuzuncu sırada yer almıştır. Güney Afrika'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 36'da verilmiştir.

Şekil 36: Güney Afrika'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



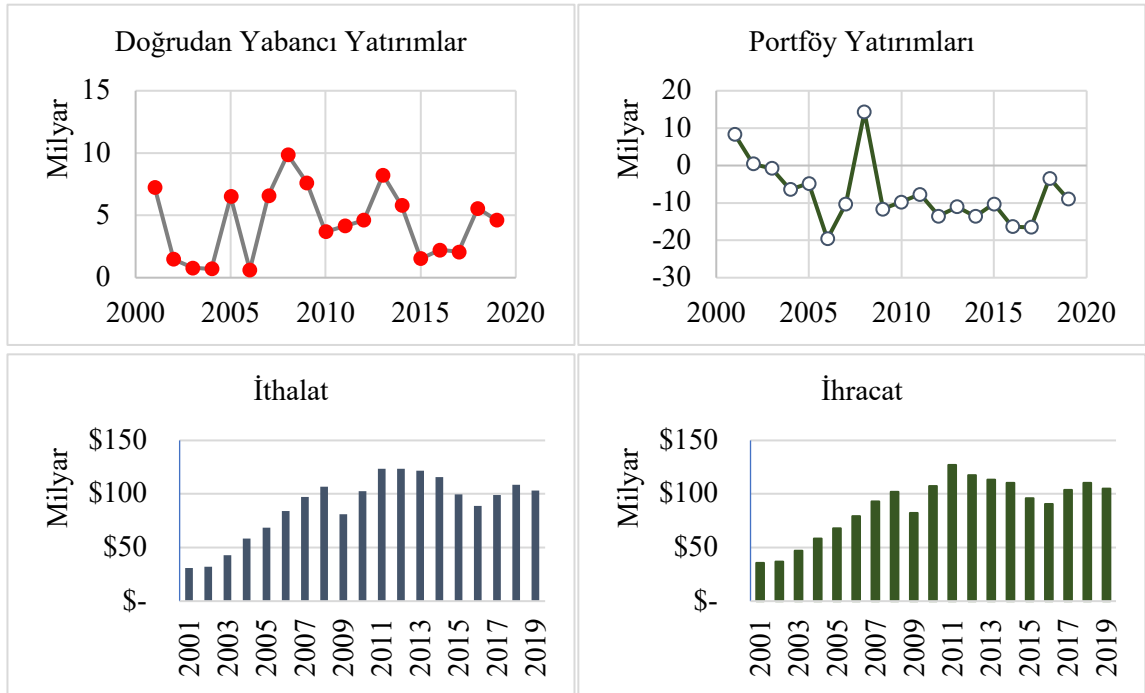
Şekil 36'nın devamıdır: Güney Afrika'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Güney Afrika'da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 7,2 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2019 yılında 4,6 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle en yüksek on dokuzuncu doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir. Güney Afrika'nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 37'de verilmiştir.

Şekil 37: Güney Afrika'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



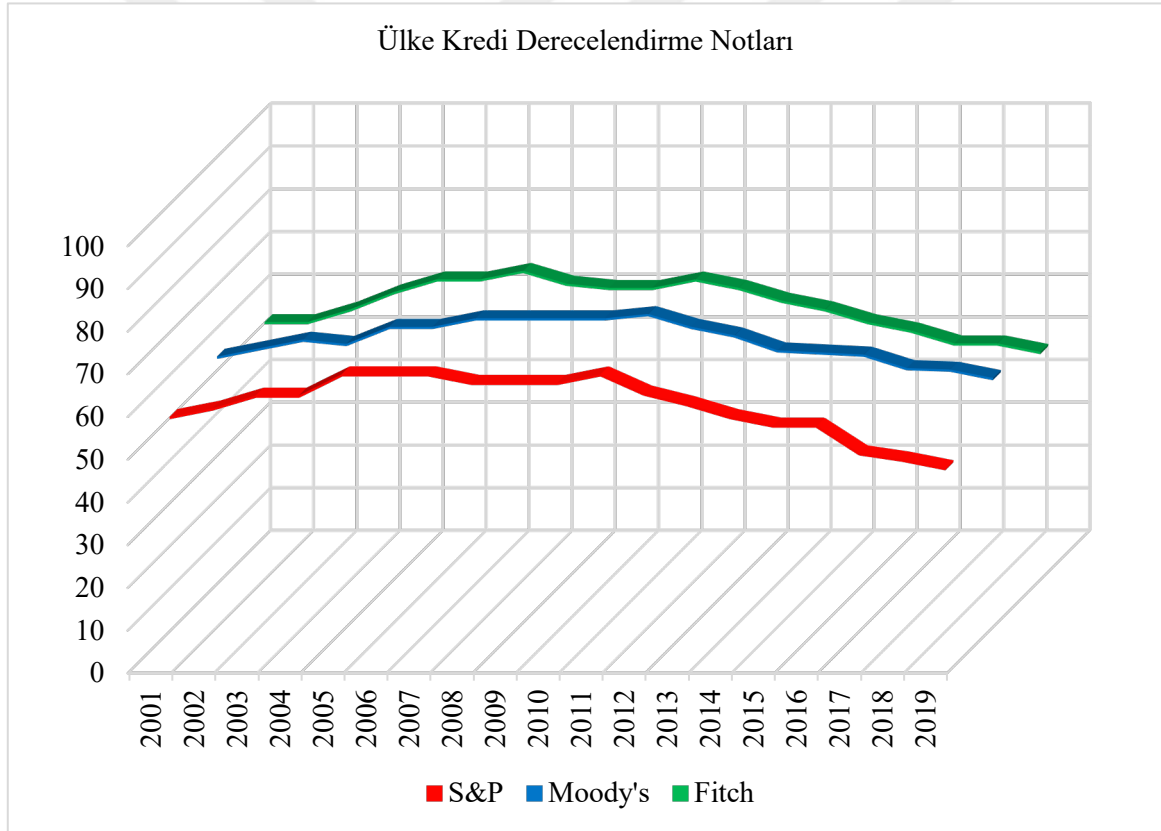
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Portföy yatırımları bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında Güney Afrika'nın portföy yatırımları 8,3 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı itibariyle Güney Afrika'dan çekilen portföy yatırımları Güney Afrika'ya yapılan portföy yatırımlarından 8,9 milyar \$ daha fazla olmuş ve G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan ülkeler arasında on birinci sırada yer almıştır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 30,9 milyar \$, ihracat ise 35,7 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırasıyla ithalat 103,1 milyar \$, ihracat ise 104,9 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Güney Afrika G-20 içerisinde ithalatı ve ihracatı en yüksek on dokuzuncu ülke konumunda yer almaktadır.

Güney Afrika'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla uyumlu olduğu görülmektedir. Güney Afrika için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 38'de gösterilmiştir.

Şekil 38: Güney Afrika'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Güney Afrika'ya hem yatırım yapılabilir seviyede hem de spekülasyon seviyede notlar vermiştir. S&P Global, 12.11.2002 tarihinde BBB- (pozitif görünüm) olarak belirlediği notu iki kere yükseltmiş ve 1.08.2005 tarihinde BBB+ (durağan görünüm) olarak değiştirmiştir. 12.10.2012 tarihinde BBB (negatif görünüm)'e düşürülen not, 22.11.2019 itibariyle BB (negatif görünüm) olarak belirlenmiştir. Moody's ise 12.10.2001 tarihinde Baa3 (pozitif izleme) olarak belirlediği notu, 16.07.2009 tarihinde A3 (durağan görünüm) seviyesine yükseltmiş ancak bu

dönemden sonra notları düşürmüştür. 2.11.2019 tarihi itibarıyla Güney Afrika'nın ülke kredi derecelendirme notu Baa3 (negatif görünüm) olarak belirlenmiştir. Benzer şekilde Fitch, 20.08.2002 tarihinde BBB- (durağan görünüm) olarak belirlediği notu 17.01.2011 tarihine kadar yapılan yükseltmeler ile BBB+ (durağan görünüm) olarak değiştirmiştir. Bu tarihten itibaren not düşürümleri yapılmış ve 26.07.2019 tarihinde BB+ (negatif görünüm) olarak son not derecelendirmesi yapılmıştır. İncelenen dönemde Güney Afrika'nın makroekonomik göstergelerinin sahip olduğu trend ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır.

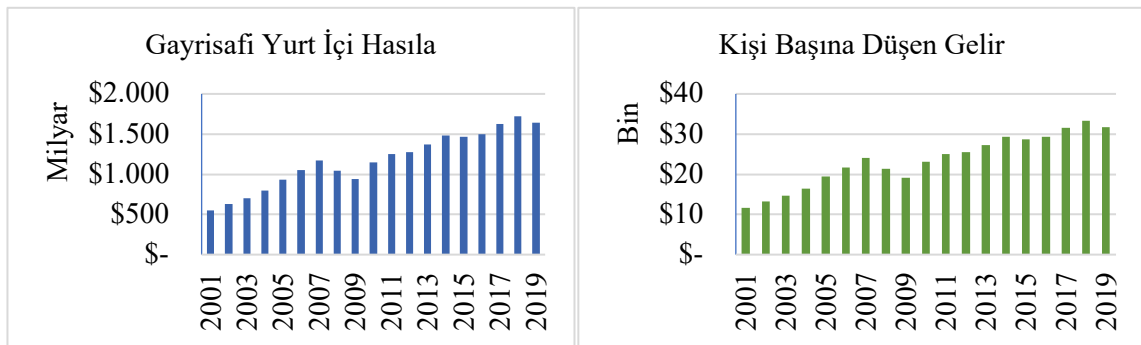
2.2.12. Güney Kore

Güney Kore'ye ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Güney Kore'nin gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 547,6 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 1,64 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Güney Kore, gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek olan ülkeler arasında 2019 yılı itibarı ile G-20 içerisinde on üçüncü sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 2001 yılındaki 11.561 \$'dan 2019 yılında 31.762 \$'a yükselmiş ve incelenen ülkeler arasında en yüksek kişi başına düşen gelire sahip olan onuncu ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %0,38 ile %4,67 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 9,69 trilyon \$'dan 66,5 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en yüksek toplam borcu olan ülkeler arasında on üçüncü sırada yer almıştır.

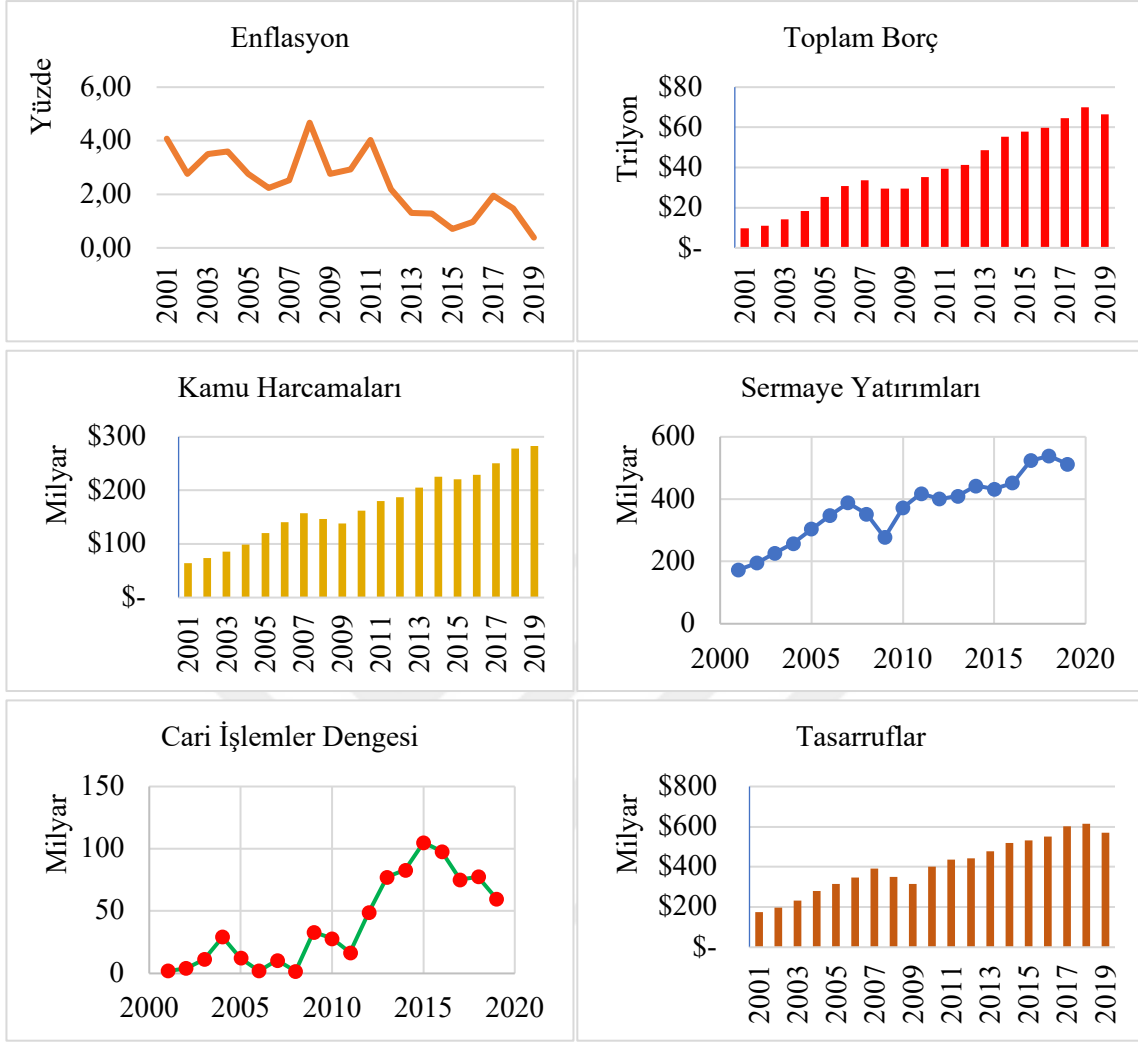
Kamu harcamaları 2001 yılındaki 64,3 milyar \$'dan 2019 itibarıyla 283,4 milyar \$ seviyesine çıkan Güney Kore, ayrıca 512,3 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan on üçüncü ülke ve en yüksek sermaye yatırımına sahip sekizinci ülke konumundadır.

Güney Kore'nin cari işlemler dengesi her zaman fazla vermiş; 2001 yılında 2,16 milyar \$'dan 2019 yılında 59,9 milyar \$'a yükselmiştir. 2019 yılı itibarıyla G-20 içerisinde en az açık veren beşinci ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 174,9 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 570,2 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibarıyla yedinci sırada yer almıştır. Güney Kore'nin kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 39'da verilmiştir.

Şekil 39: Güney Kore'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Şekil 39'un devamıdır: Güney Kore'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



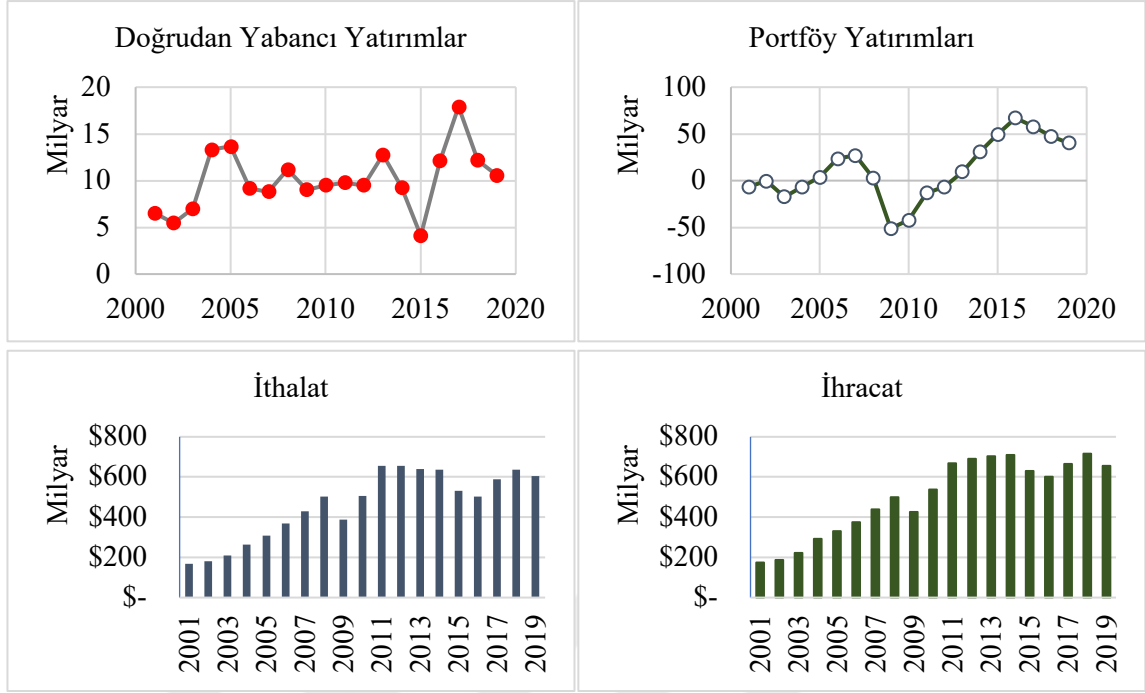
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Güney Kore’de doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 6,5 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2019 yılında 10,5 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle en yüksek on altıncı net doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında Güney Kore’den çekilen portföy yatırımları Güney Kore’ye yapılan yatırımlardan 6,7 milyar \$ daha fazla olmuştur. 2019 yılı itibariyle Güney Kore’nin portföy yatırımları 40,1 milyar \$ seviyesine gelmiş olup G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan ülkeler arasında dördüncü sırada yer almıştır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 166,6 milyar \$, ihracat ise 174 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 605,7 milyar \$, ihracat ise 654 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Güney Kore; G-20 içerisinde ithalatı en yüksek dokuzuncu ve ihracatı en yüksek sekizinci ülke konumunda yer almaktadır. Güney Kore’nin araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 40’ta verilmiştir.

Şekil 40: Güney Kore'nin Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler

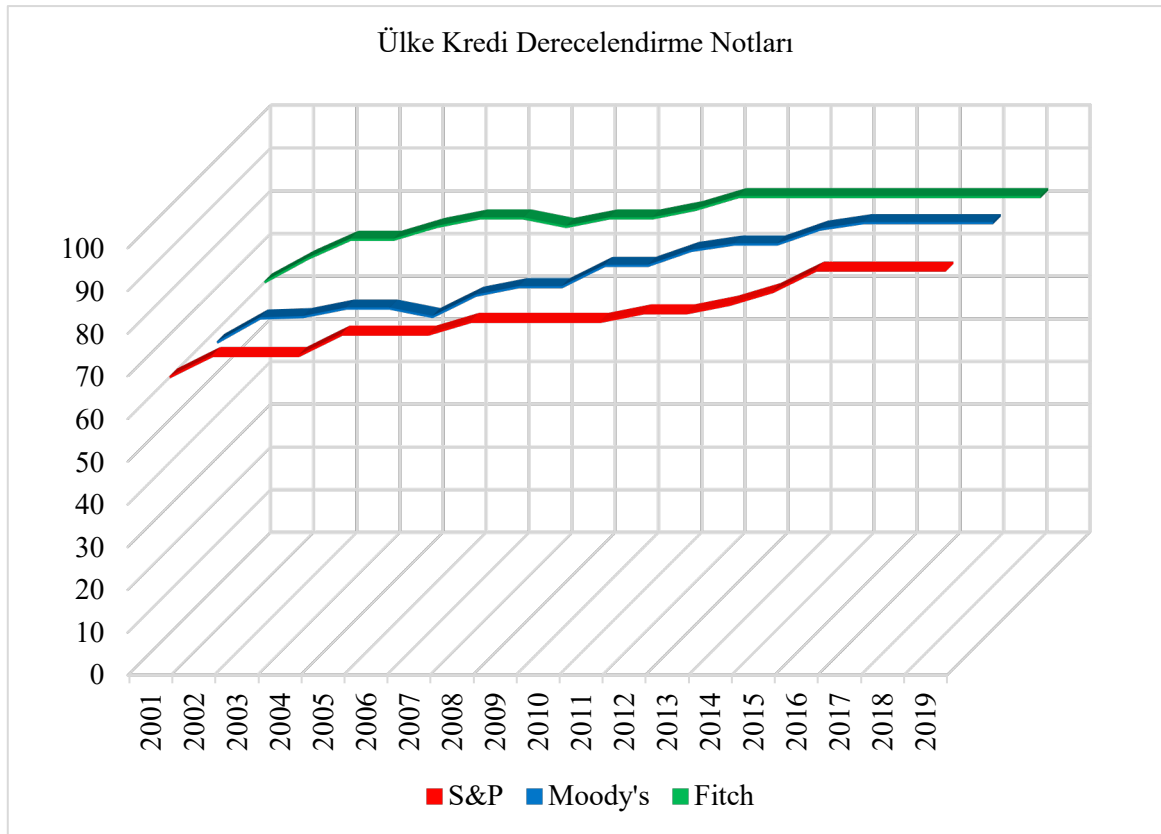


Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Güney Kore'nin 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla uyumlu olduğu görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Güney Kore'ye her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar vermiştir. S&P Global, 13.11.2001'de BB+ (durağan görünüm) olarak belirlediği notu, 24.07.2002 tarihinde A- (durağan görünüm)'e, 22.07.2005 tarihinde ise A (durağan görünüm)'e yükseltmiştir. Güney Kore için belirlenen son not 8.08.2016 tarihinde AA (durağan görünüm) olarak gerçekleşmiştir. Moody's ise, 29.11.2001 tarihinde Baa2 (pozitif görünüm) olarak belirlediği notu 28.03.2002 tarihinde A3 (durağan görünüm) seviyesine yükseltmiştir. İzleyen yıllarda not yükseltmeleri devam etmiş ve 18.12.2015 tarihinde Aa2 (durağan görünüm) olarak belirlemiştir. Benzer şekilde Fitch, 13.05.2002 tarihinde BBB+ (pozitif izleme) olarak derecelendirdiği Güney Kore'nin ülke kredi derecelendirme notunu, 7.03.2013 tarihinde AA- (durağan görünüm) olarak belirlemiştir. İncelenen dönemde Güney Kore'nin makroekonomik göstergelerinin sahip olduğu trend ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır. Güney Kore için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 41'de gösterilmiştir.

Şekil 41: Güney Kore'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

2.2.13. Hindistan

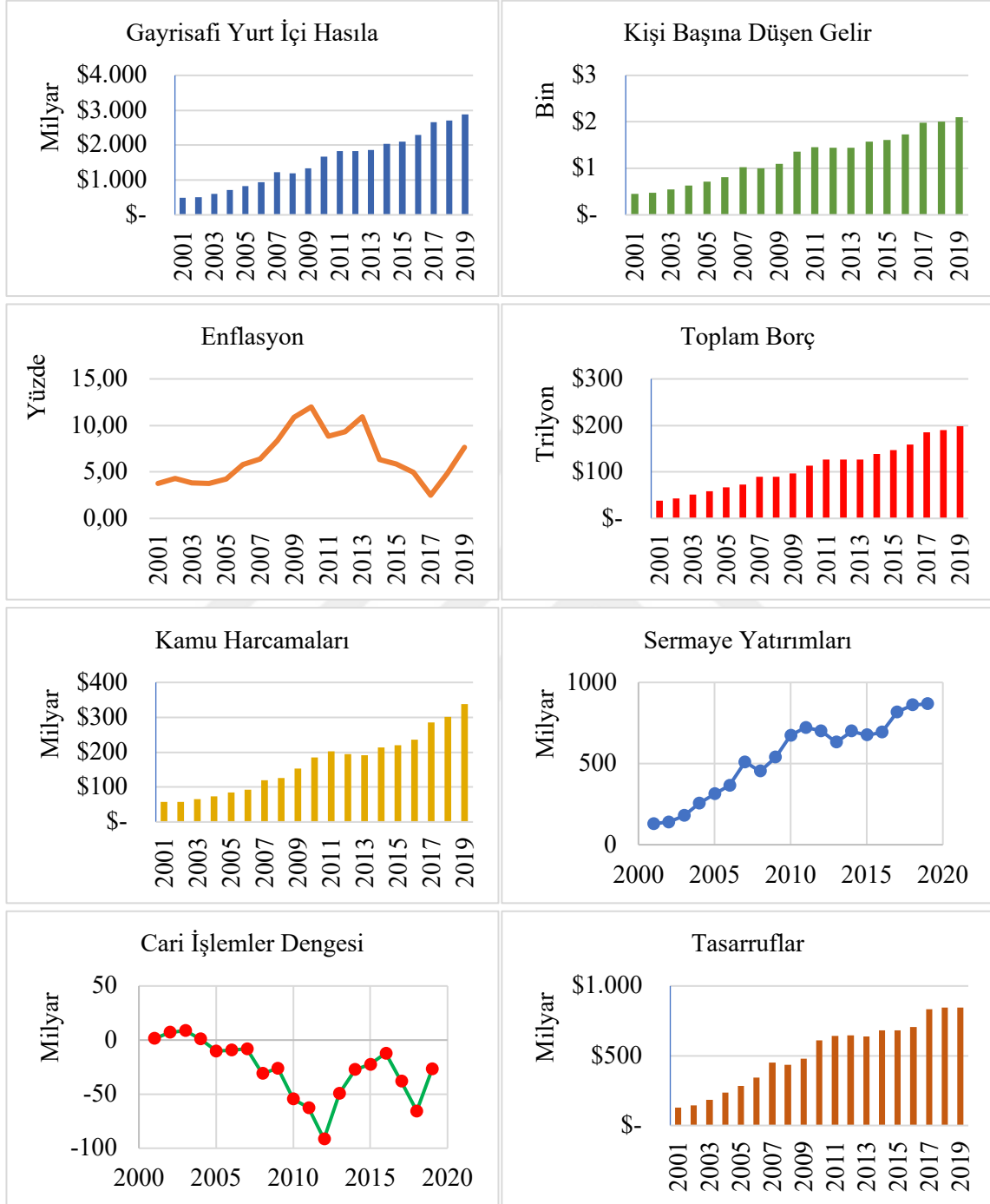
Hindistan'a ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Hindistan'ın gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 485 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 2,87 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Hindistan, G-20 içerisinde gayrisafi yurt içi hasılası en yüksek olan ülkeler arasında altıncı sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 2001 yılındaki 452 \$'dan 2019 yılında 2.104 \$'a yükselmiştir. Hindistan incelenen ülkeler arasında en düşük kişi başına düşen gelire sahip olan ülke konumundadır. Enflasyon bu dönemde %2,49 ile %11,99 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 38,2 trilyon \$'dan 198,3 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en yüksek toplam borcu olan ülkeler arasında dokuzuncu sırada yer almaktadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 57 milyar \$'dan 2019 yılında 338,3 milyar \$ seviyesine çıkan Hindistan, ayrıca 868,6 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan on birinci ülke ve en yüksek sermaye yatırımına sahip altıncı ülke konumundadır.

Hindistan'ın cari işlemler dengesi bu dönemde genelde açık vermiştir. 2001 yılında 1,4 milyar \$ fazla veren cari işlemler dengesi, 2005 yılından itibaren açık vermiş ve bu açık 2019 yılında 26,8 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı itibarıyla G-20 içerisinde en az açık veren on dördüncü ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 127,4 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 846,5 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibarıyla en yüksek

tasarrufa sahip olan ülkeler arasında beşinci sırada yer almıştır. Hindistan'ın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 42'de verilmiştir.

Şekil 42: Hindistan'ın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



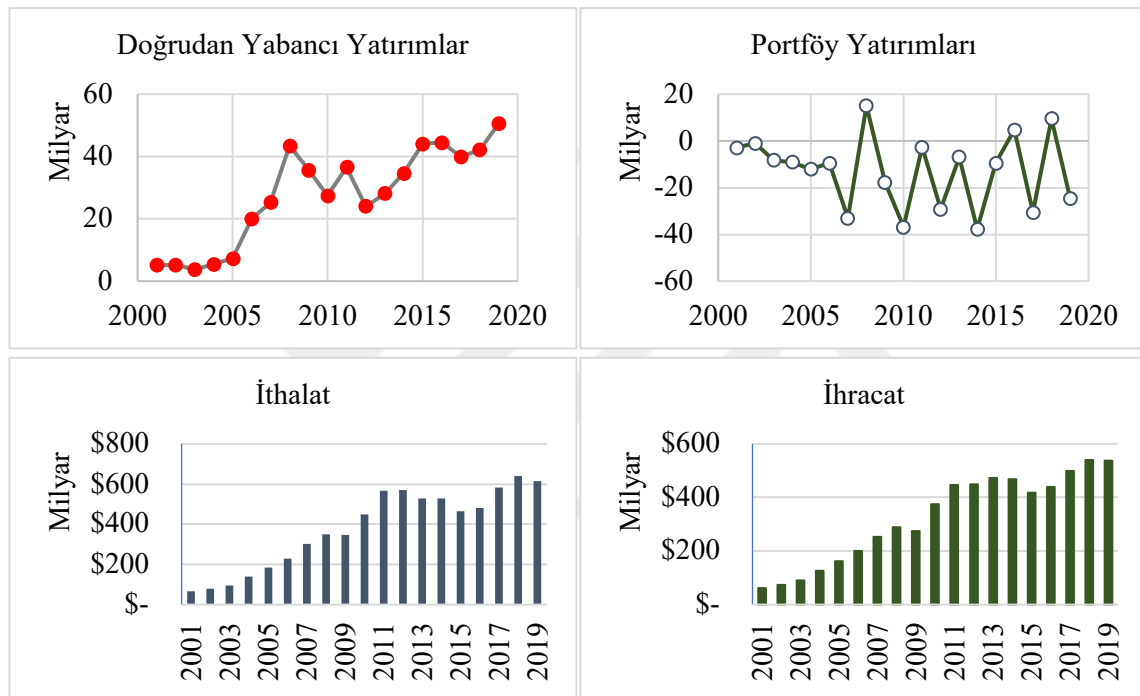
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Hindistan'da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 5,1 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2019 yılında 50,6 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı itibariyle G-20 içerisinde en yüksek yedinci net doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında Hindistan'dan çekilen portföy yatırımları Hindistan'a yapılan yatırımlardan 2,8 milyar \$ daha fazla olmuştur. 2019 yılı itibariyle bu fark 24,5 milyar \$ olarak gerçekleşmiş olup G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan on beşinci ülke olmuştur.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 65,2 milyar \$, ihracat ise 60,9 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 614 milyar \$, ihracat ise 536,5 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Hindistan G-20 içerisinde ithalatı en yüksek sekizinci ve ihracatı en yüksek on birinci ülke konumunda yer almaktadır. Hindistan'ın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 43'te verilmiştir.

Şekil 43: Hindistan'ın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



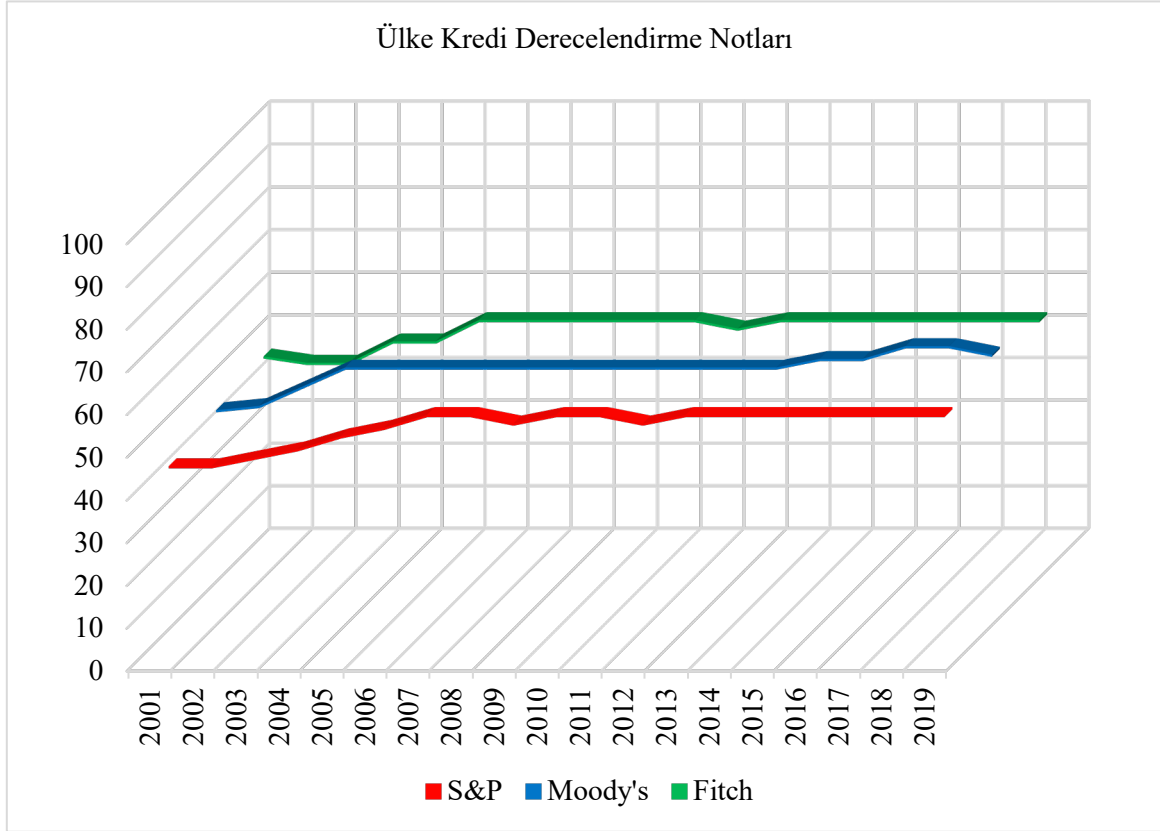
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Hindistan'ın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla kısmen uyumlu olduğu görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Hindistan için hem spekülasyon hem de yatırım yapılabilir seviyede notlar vermiştir. S&P Global, 07.08.2001 tarihinde BB (negatif görünüm) olarak belirlediği notu 16.12.2003 tarihinde BB (durağan görünüm) olarak değiştirmiştir. İzleyen yıllarda benzer derecelendirmeler yapılmış ve 26.09.2014 tarihi itibariyle BBB- (durağan görünüm) olarak belirlenmiştir. Moody's ise, 8.08.2001 tarihinde Ba2 (durağan görünüm) olarak belirlediği notu 22.01.2004'te Baa3 (durağan görünüm)'e yükseltmiştir. 7.11.2019 tarihi itibariyle Hindistan'ın ülke kredi derecelendirme notu Baa2 (negatif görünüm) olarak derecelendirilmiştir. Fitch ise, 31.05.2001 tarihinde BB+ (negatif görünüm) olarak derecelendirdiği Hindistan'ın notunu 1.08.2006 tarihinde BBB- (negatif görünüm) olarak belirlemiştir. İncelenen dönemde Hindistan'ın makroekonomik göstergelerinin sahip olduğu trend yukarı yönlü olmasına

rağmen diğer G-20 ülkelerine kıyasla benzer seviyelerde olmadığı görülmektedir. Bu nedenle makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında kısmen uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır. Hindistan için verilen ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend Şekil 44'te gösterilmiştir.

Şekil 44: Hindistan'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

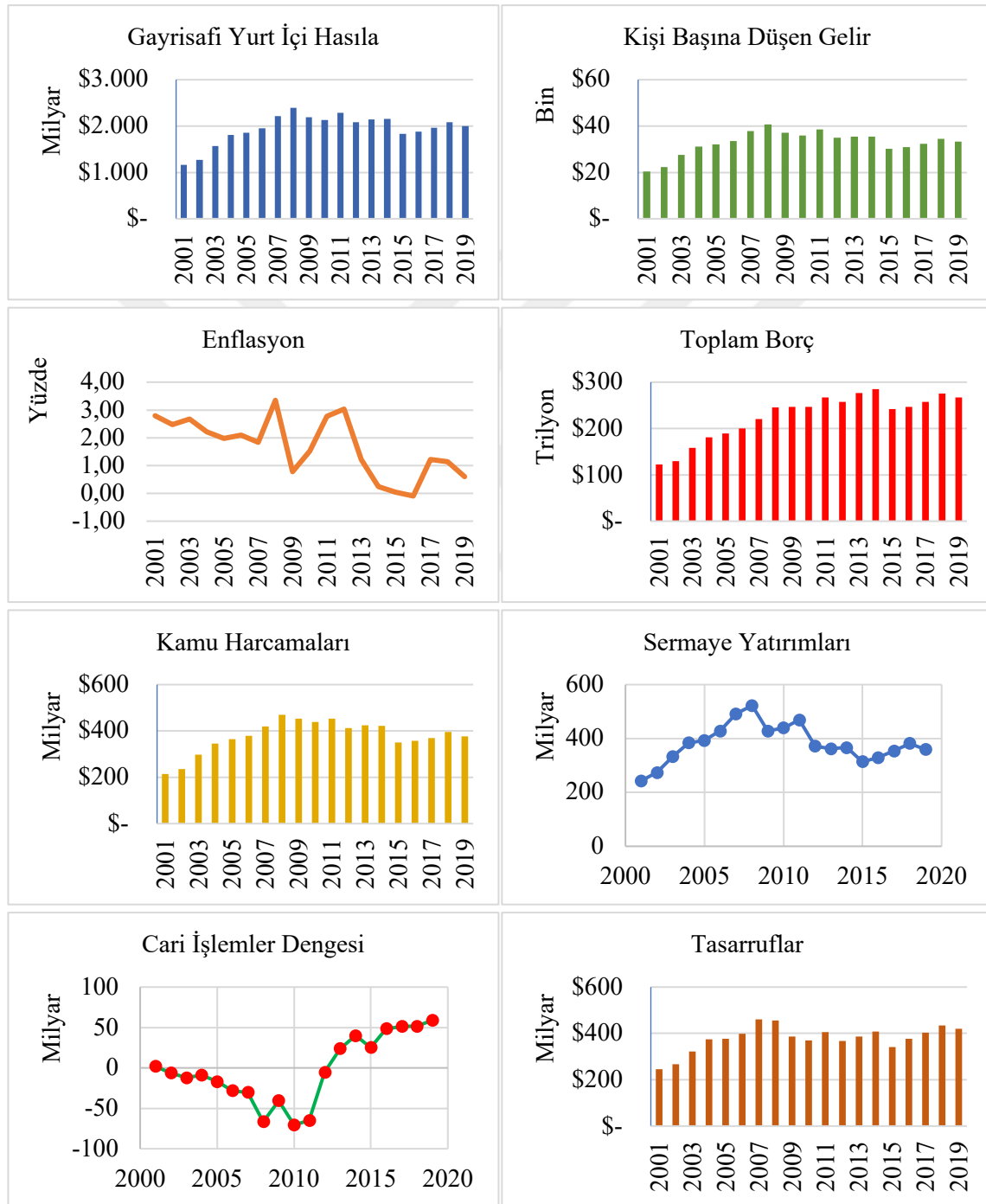
2.2.14. İtalya

İtalya'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. İtalya'nın gayrisafi yurt içi hasılası 2001 yılında 1,16 trilyon \$ seviyesinde iken 2015 yılında 2,15 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. İtalya'nın 2019 yılı itibarı ile 2 trilyon \$ olan gayrisafi yurt içi hasılası, G-20 içerisinde en yüksek gayrisafi yurt içi hasıla sıralamasında dokuzuncu sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 20.483 \$'dan 2008 yılında 40.778 \$'a yükselmiştir. 2019 yılında ise 33.190 \$ olan kişi başına düşen gelir incelenen ülkeler arasında en yüksek dokuzuncu ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %-0,09 ile %3,35 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 122,1 trilyon \$'dan 266,9 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en yüksek toplam borcu olan ülkeler arasında altıncı sırada yer almaktadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 214,7 milyar \$'dan 2019 yılında 376,3 milyar \$ seviyesine çıkan İtalya, ayrıca 359,5 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan sekizinci ve en yüksek sermaye yatırımına sahip on birinci ülke konumundadır.

İtalya'nın cari işlemler dengesinde ise incelenen dönemde dalgalanmalar görülmüştür. 2001 yılında 1,8 milyar \$ fazla veren cari işlemler dengesi 2002 – 2012 yılları arasında açık vermiştir. 2019 yılında ise 58,9 milyar \$ fazla veren İtalya, G-20 içerisinde en az açık veren altıncı ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 245 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 419 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibarıyla dokuzuncu sırada yer almıştır. İtalya'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 45'te verilmiştir.

Şekil 45: İtalya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



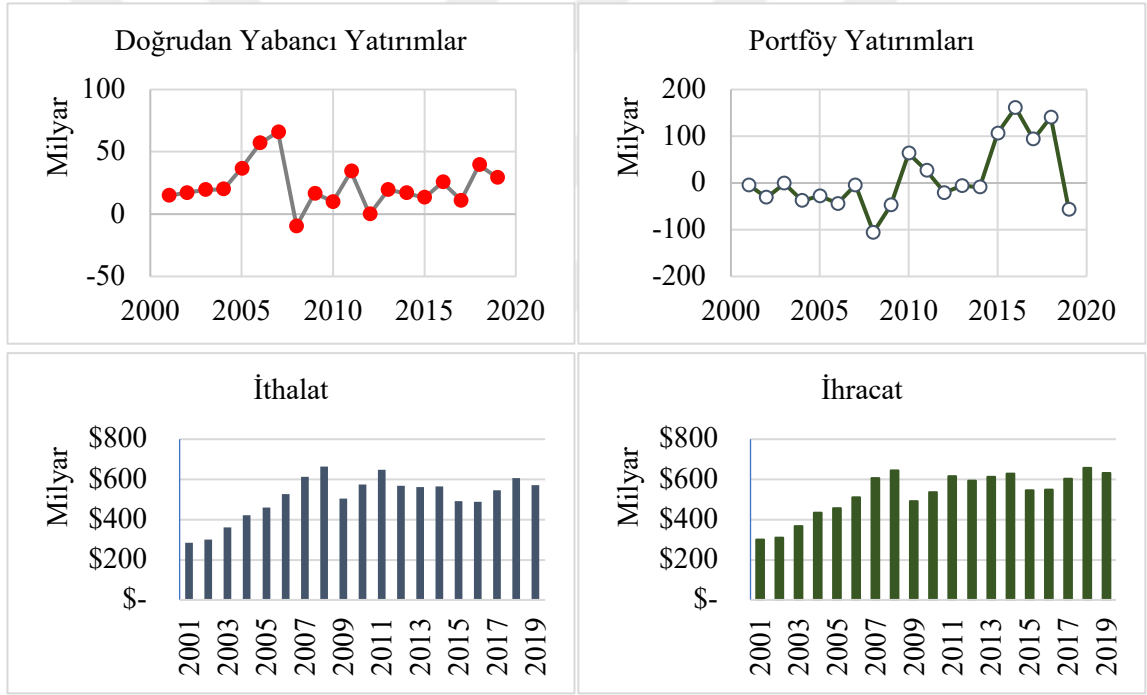
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

İtalya’da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 14,8 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2019 yılında 29,2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle en yüksek on ikinci net doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında İtalya’dan çekilen portföy yatırımları, İtalya’ya yapılan yatırımlardan 4,3 milyar \$ daha fazla olmuştur. 2019 yılı itibariyle bu fark 57,3 milyar \$ olarak gerçekleşmiş olup, G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan ülkeler arasında on altıncı sırada yer almıştır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 284,5 milyar \$, ihracat ise 299,3 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 571 milyar \$, ihracat ise 632,5 milyar \$ seviyesine gelmiştir. İtalya G-20 içerisinde ithalatı en yüksek onuncu ve ihracatı en yüksek dokuzuncu ülke konumunda yer almaktadır. İtalya’nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 46’da verilmiştir.

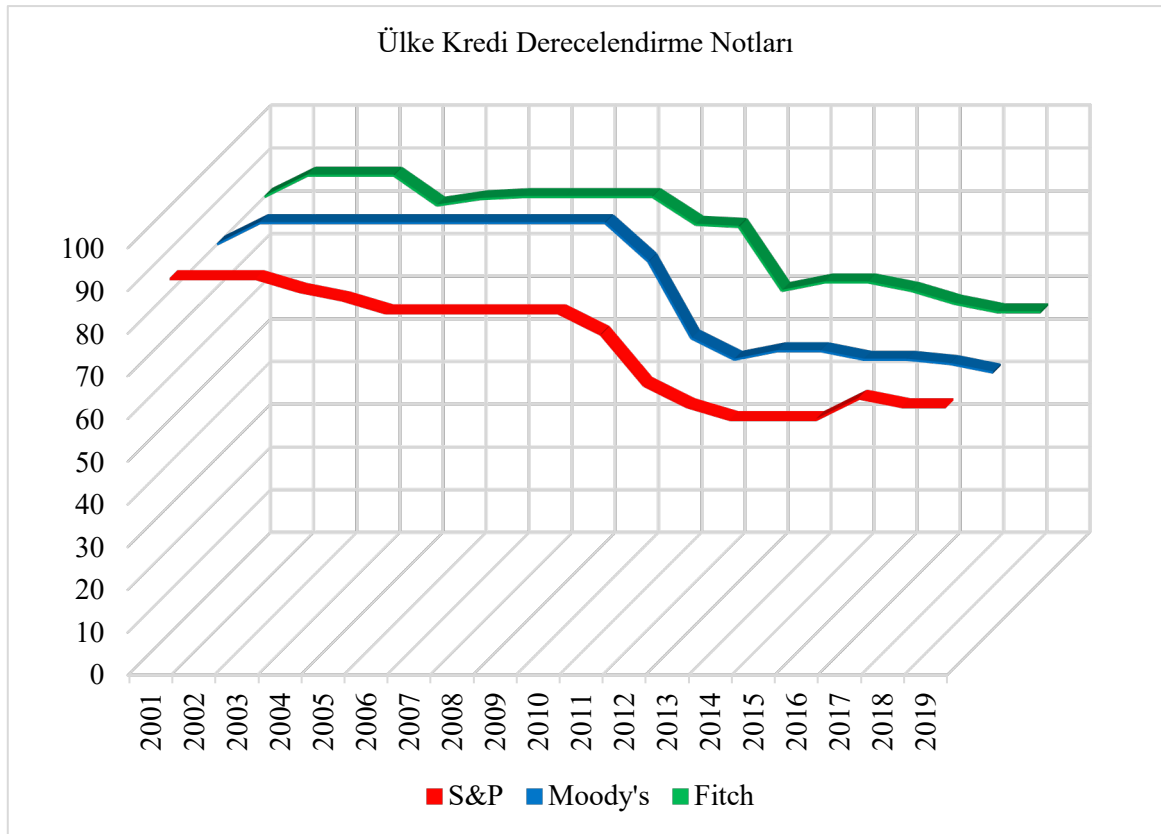
Şekil 46: İtalya’nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

İtalya’nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla uyumlu olduğu görülmektedir. İtalya için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 47’de gösterilmiştir.

Şekil 47: İtalya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde İtalya için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar vermiştir. S&P Global, 15.01.2003 tarihinde AA (negatif görünüm) olarak belirlediği notu 7.07.2004 tarihinde AA- (durağan görünüm) olarak değiştirmiştir. İzleyen yıllarda İtalya'nın kredi derecelendirme notları düşürülmüş ve 5.12.2014 tarihinde BBB- (durağan görünüm) olarak belirlenmiştir. 27.10.2017 tarihinde belirlenen BBB (durağan görünüm) notu için 26.10.2018 tarihinde görünüm negatife çevrilmiştir. Moody's benzer şekilde; 15.05.2002 tarihinde Aa2 (durağan görünüm) olarak belirlediği notu, 17.06.2011 tarihinde Aa2 (negatif izleme)'ye düşürmüştür. Ülke kredi derecelendirme notlarındaki bu düşüş devam etmiş ve 19.10.2018 tarihinde Baa3 (durağan görünüm) olarak belirlenmiştir. Fitch ise, 17.06.2002 tarihinde AA (durağan görünüm) olarak derecelendirdiği İtalya'nın not görünümünü 29.06.2005'te negatife çevirmiş, 19.10.2016 tarihinde de AA- (durağan görünüm) olarak belirlemiştir. İzleyen yıllarda notlarındaki düşüş devam eden İtalya'nın kredi derecelendirme notu 31.08.2018 itibarıyla BBB (negatif görünüm) olarak belirlenmiştir. İncelenen dönemde İtalya'nın makroekonomik göstergelerinin sahip oldukları trenddeki dalgalanmalar ülke kredi derecelendirme notlarına yansımıştır. Bu nedenle makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır.

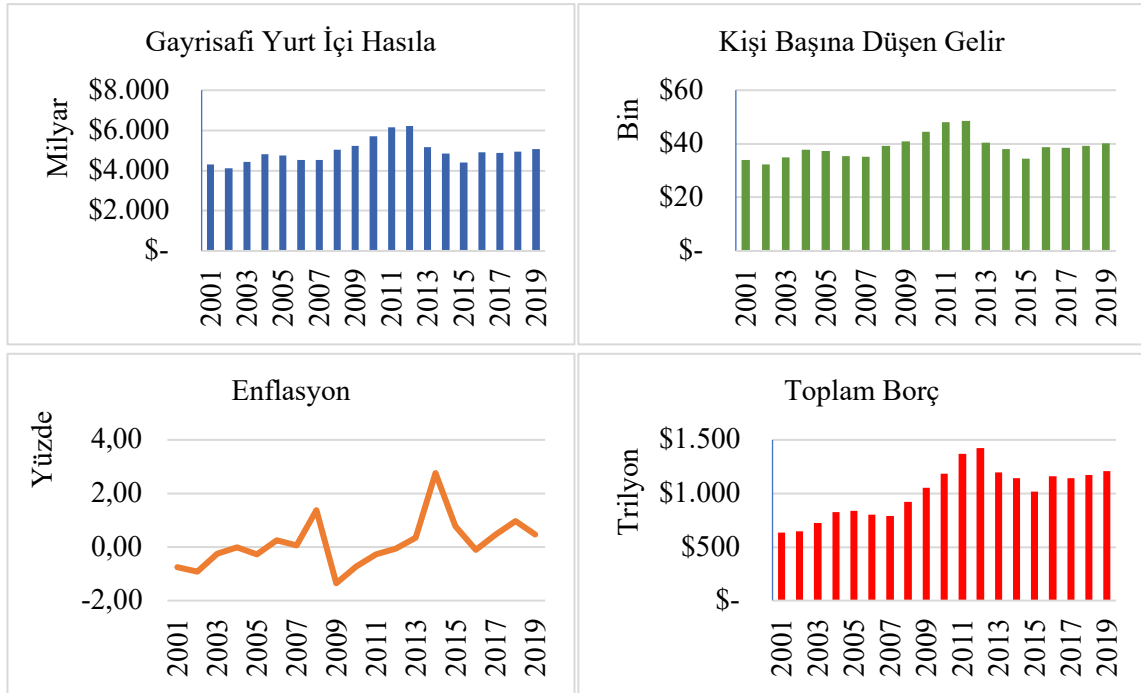
2.2.15. Japonya

Japonya'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Japonya'nın gayrisafi yurt içi hasılası, 2001 yılında 4,3 trilyon \$ seviyesinde iken 2013 yılında 6,2 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Japonya, 2019 yılı itibari ile yaklaşık 5 trilyon \$ olan gayrisafi yurt içi hasılası ile bu alanda G-20 içerisinde en yüksek dördüncü ülke konumundadır. Kişi başına düşen gelir ise 33.856 \$'dan 2012 yılında 48.603 \$'a yükselmiştir. 2019 yılında ise 40.247 \$ olan kişi başına düşen gelir, incelenen ülkeler arasında en yüksek yedinci sırada bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %-1,35 ile %2,76 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 631,7 trilyon \$'dan 1,2 katrilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan üçüncü ülke konumundadır.

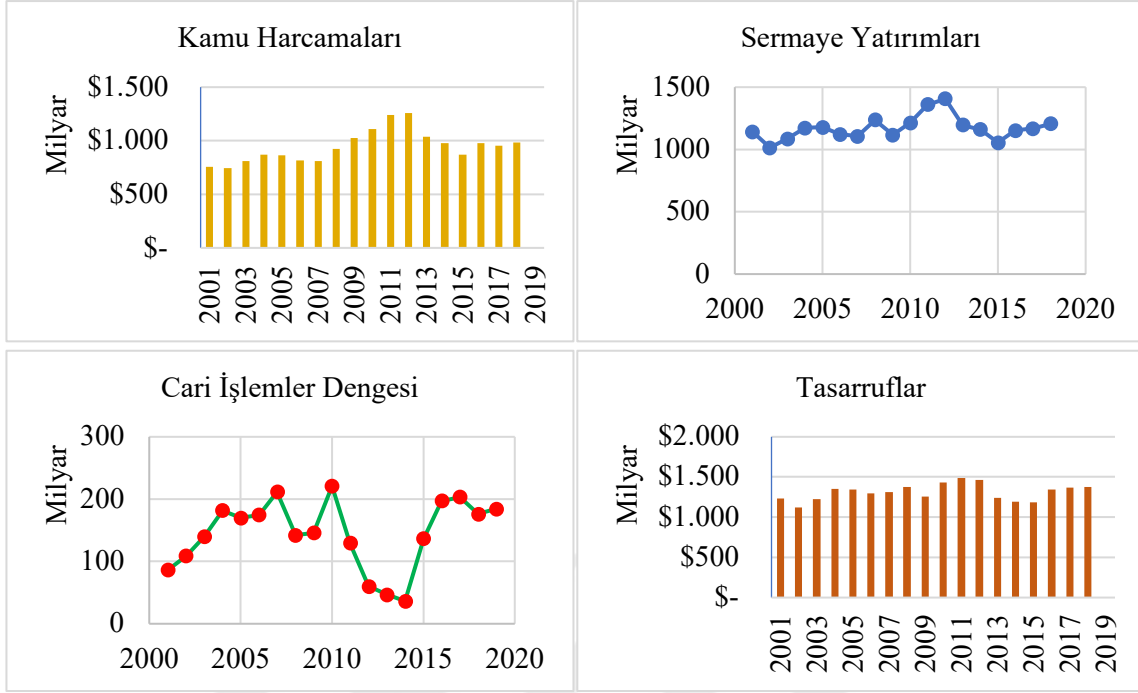
Kamu harcamaları 2001 yılındaki 754,6 milyar \$'dan 2018 itibariyle 981 milyar \$ seviyesine çıkan Japonya, ayrıca 1,2 trilyon \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak; G-20 içerisinde hem en çok kamu harcaması yapan hem de en yüksek sermaye yatırımına sahip olan dördüncü ülke konumundadır.

Japonya'nın cari işlemler dengesi incelenen dönemde her zaman fazla vermiştir. 2001 yılında 86,2 milyar \$ fazla veren cari işlemler dengesi, 2019 yılında ise 184,5 milyar \$ fazla vermiştir. Japonya, G-20 içerisinde en az açık veren ikinci ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 1,2 trilyon \$ seviyesinden yaklaşık 1,3 trilyon \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibariyle en yüksek tasarrufa sahip olan ülkeler arasında üçüncü sırada yer almıştır. Japonya'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 48'de verilmiştir.

Şekil 48: Japonya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



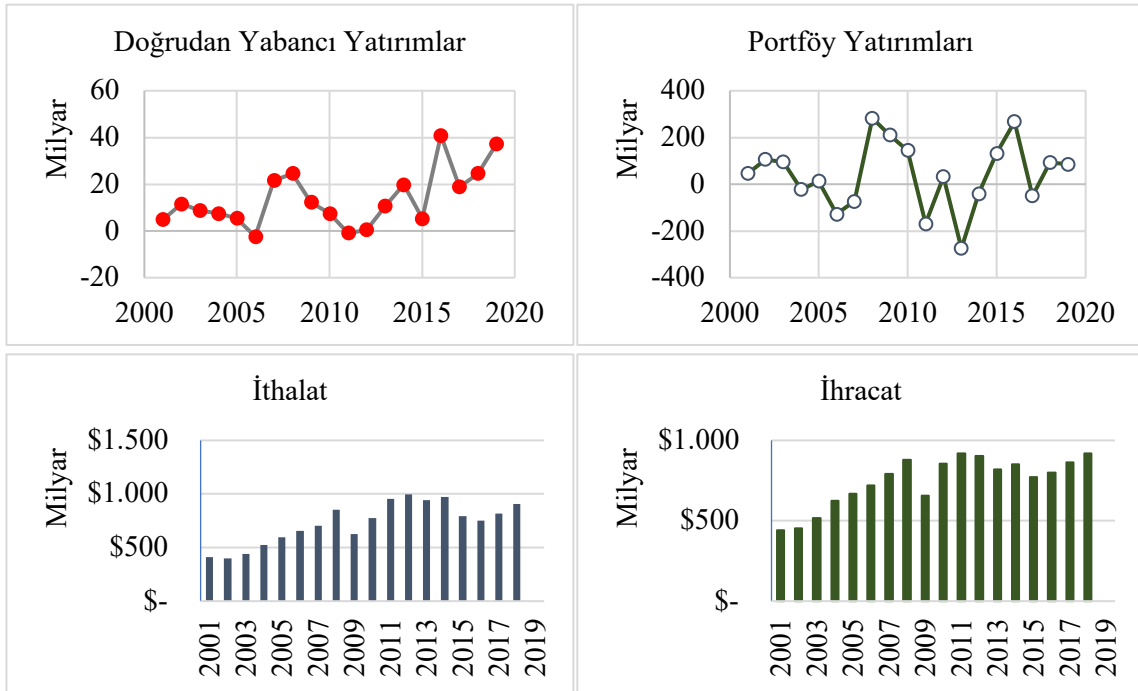
Şekil 48'in devamıdır: Japonya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Japonya’da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 4,9 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2019 yılında 37,1 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Japonya, 2019 yılı itibariyle, G-20 içerisinde en yüksek onuncu net doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir. Japonya’nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 49’da verilmiştir.

Şekil 49: Japonya’nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



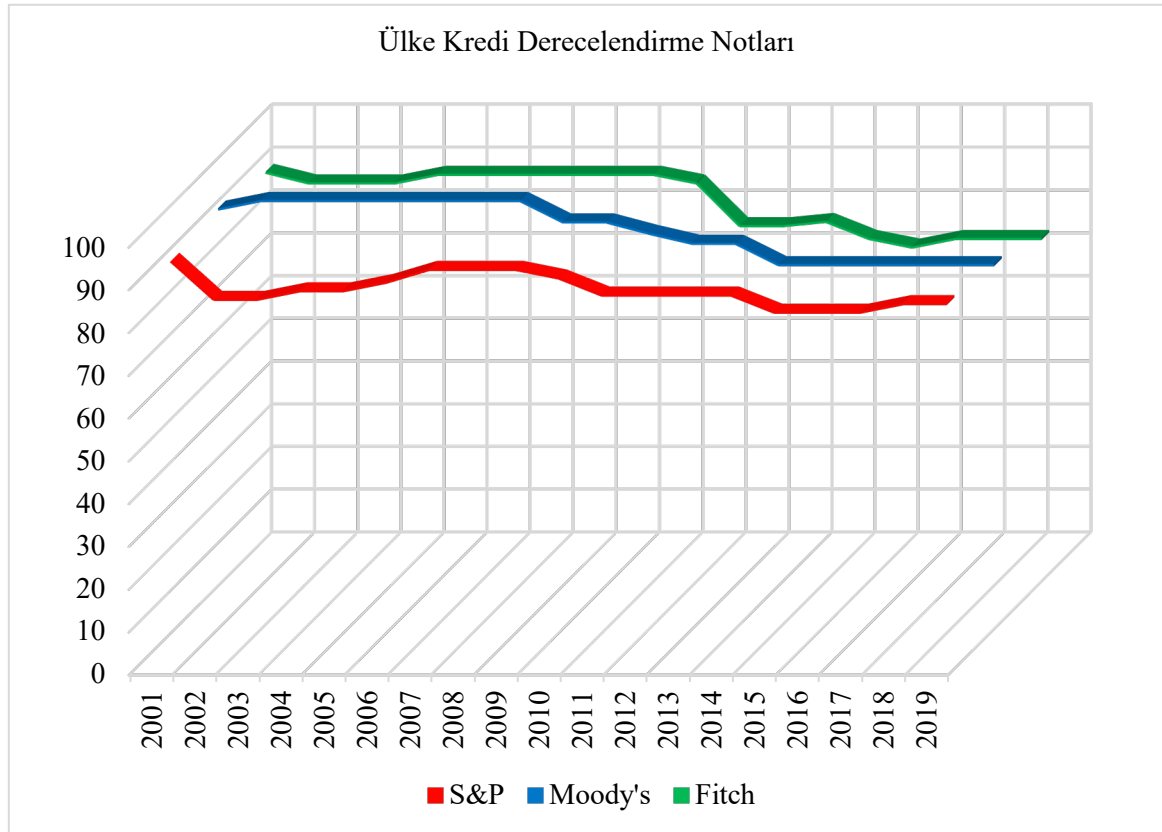
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Portföy yatırımları bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında 46,2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında gerçekleşen 86,3 milyar \$'lık portföy yatırımları ile Japonya bu alanda G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip ikinci ülkedir.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 411,8 milyar \$, ihracat ise 440,2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılında ise sırayla ithalat 906,3 milyar \$, ihracat ise 917,8 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Japonya, G-20 içerisinde ithalatı en yüksek yedinci ve ihracatı en yüksek beşinci ülke konumunda yer almaktadır.

Japonya'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla tam olarak uyumlu olmadığı görülmektedir. Japonya için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 50'de gösterilmiştir.

Şekil 50: Japonya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Japonya için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar vermiştir. S&P Global, 22.02.2001 tarihine kadar AAA (durağan görünüm)'de tuttuğu Japonya'nın kredi derecelendirme notunu bu tarihte AA+ (durağan görünüm) olarak değiştirmiştir. Yıllar içerisinde notun görünümünde çeşitli değişiklikler yapılmış, 16.09.2015 tarihinde ise A+ (durağan görünüm)'e kadar düşürmüştür. 13.04.2018 tarihi itibarıyla Japonya'nın kredi derecelendirme notu A+ (durağan görünüm) olarak belirlenmiştir. Moody's ise, 30.05.2002 Aa1 (durağan görünüm) olarak belirlediği Japonya'nın notunu yıllar içerisinde düşürmeye devam etmiş ve 1.12.2014 tarihi itibarıyla A1 (durağan görünüm) olarak belirlemiştir. Benzer şekilde Fitch, 2.03.2001 tarihinde AA+

(negatif görünüm) olarak belirlediği notu yıllar içerisinde düşürmeye devam etmiştir ve son olarak 27.04.2017 tarihinde A (durağan görünüm) olarak teyit etmiştir. İncelenen dönemde Japonya'nın makroekonomik göstergelerinin sahip oldukları trendin oldukça durağan olduğu görülmektedir. Bu durağanlığa rağmen G-20 içerisinde çoğu gösterge yüksek performansla sahiptir. Bu nedenle makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapılmadığı anlaşılmaktadır.

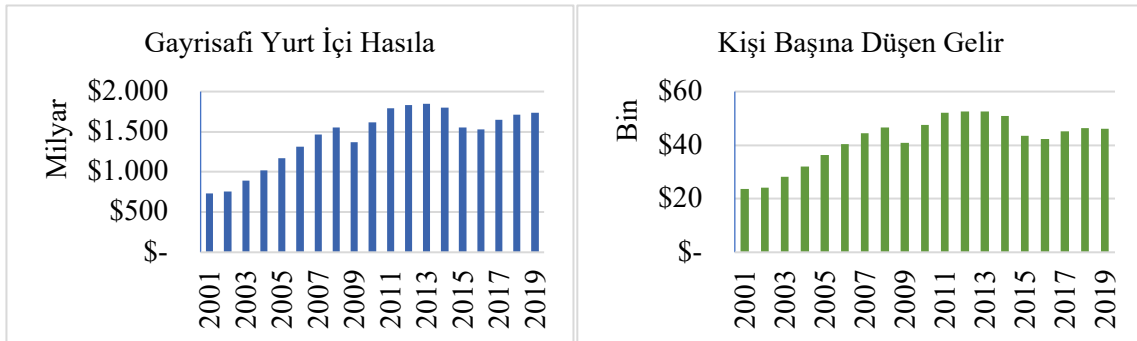
2.2.16. Kanada

Kanada'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Kanada'nın gayrisafi yurt içi hasılası, 2001 yılında 736,3 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 1,73 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Kanada 2019 yılı itibari ile G-20 içerisinde en yüksek gayrisafi yurt içi hasılaya sahip olan ülkeler arasında on birinci sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 23.738 \$'dan 2019 yılında 46.195 \$'a yükselmiştir. Kanada, G-20 içerisinde kişi başına düşen geliri en yüksek beşinci ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %0,30 ile %2,91 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 60 trilyon \$'dan 152,8 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan ülkeler arasında on birinci sırada yer almaktadır.

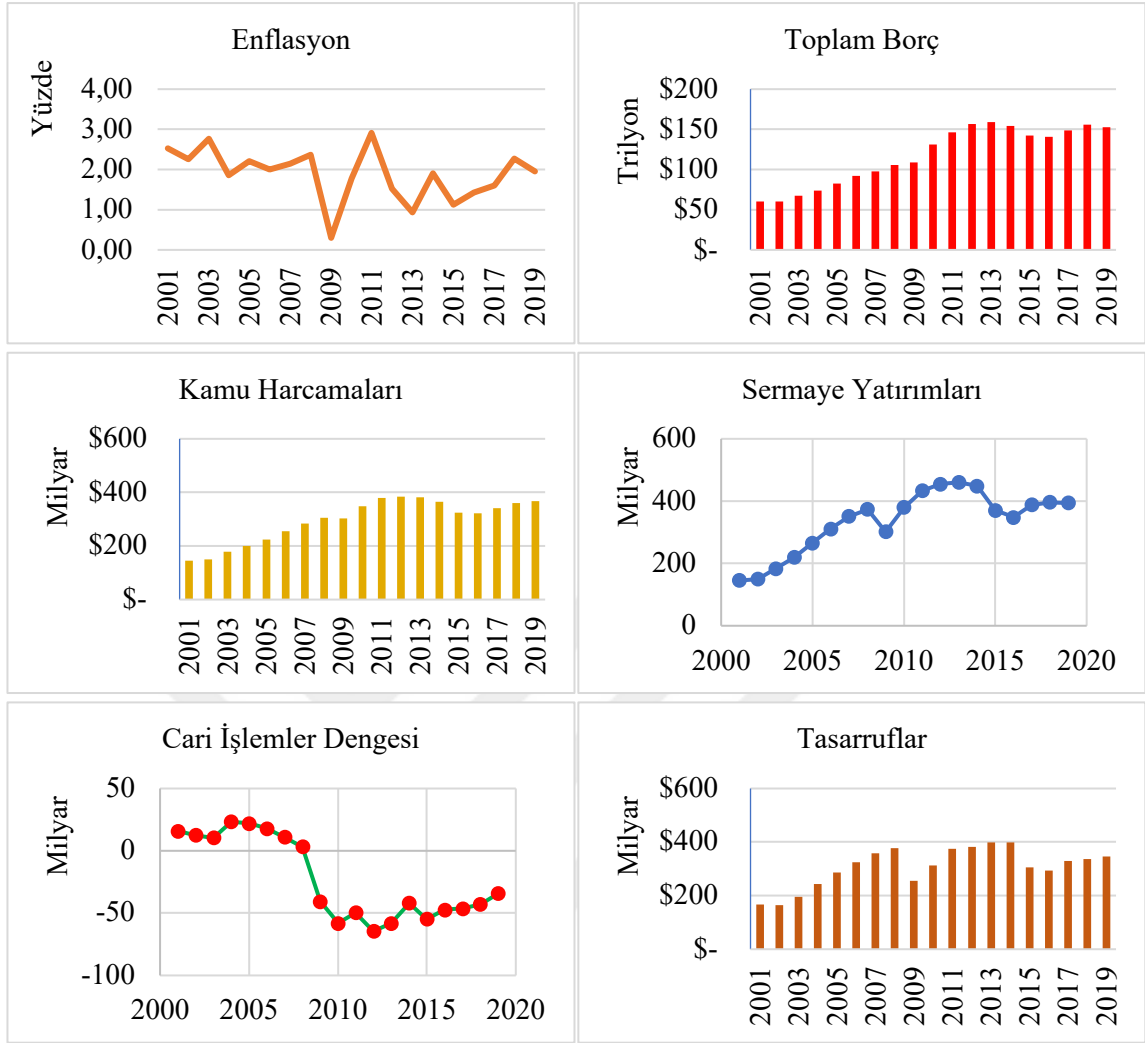
Kamu harcamaları 2001 yılındaki 144,1 milyar \$'dan 2019 itibariyle 367,5 milyar \$ seviyesine çıkan Kanada, ayrıca 394,2 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde hem en çok kamu harcaması yapan hem de en yüksek sermaye yatırımına sahip onuncu ülke konumundadır.

Kanada'nın cari işlemler dengesi incelenen dönemde özellikle son dönemde açık vermiştir. 2001 yılında 15,7 milyar \$ fazla veren cari işlemler dengesi, 2019 yılında ise 34,1 milyar \$ açık vermiştir. Kanada, G-20 içerisinde en az açık veren on altıncı ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 162,2 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 345,5 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibariyle en yüksek tasarrufa sahip olan ülkeler arasında on birinci sırada yer almıştır. Kanada'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 51'de verilmiştir.

Şekil 51: Kanada'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Şekil 51'in devamıdır: Kanada'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



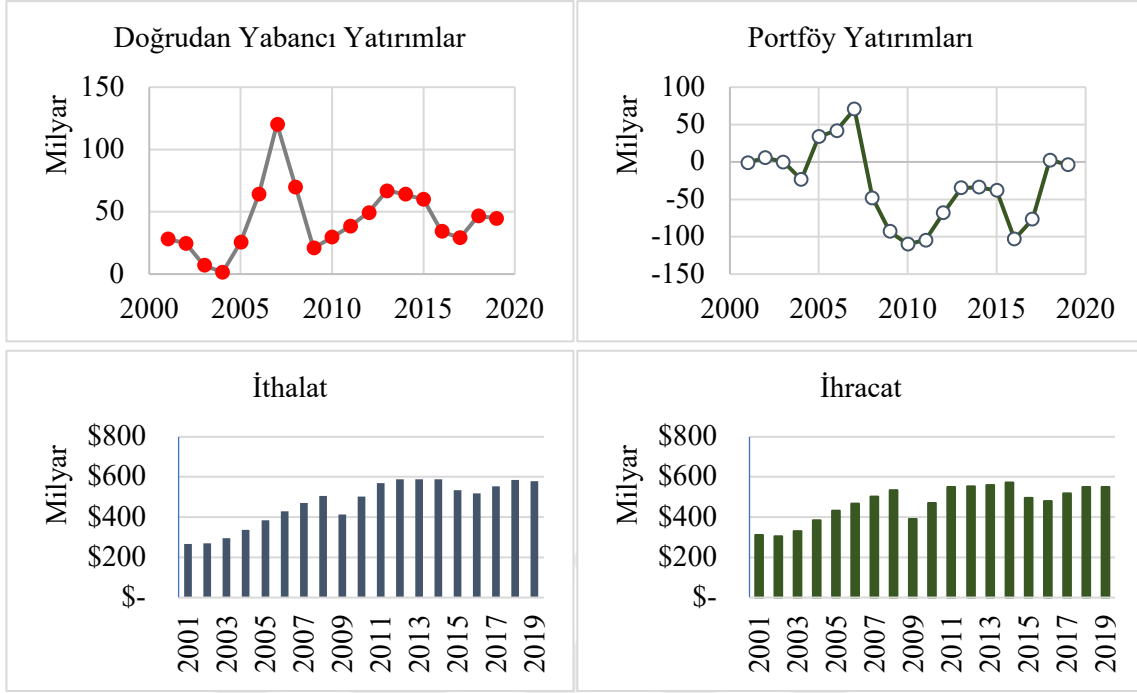
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Kanada’da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 28,3 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2019 yılında 44,8 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle en yüksek sekizinci net doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında Kanada’dan çekilen portföy yatırımları Kanada’ya yapılan yatırımlardan 712,4 milyon \$ daha fazla olmuştur. Bu fark 2010 yılında 110,1 milyar \$ ile en yüksek seviyeye ulaşmış olup, 2019 yılı itibariyle 3,82 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Kanada, 2019 yılı itibariyle, G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan ülkeler arasında dokuzuncu sırada yer almaktadır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 262,2 milyar \$, ihracat ise 310,6 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 578,7 milyar \$, ihracat ise 549,4 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Kanada G-20 içerisinde ithalatı en yüksek on birinci ve ihracatı en yüksek onuncu ülke konumunda yer almaktadır. Kanada’nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 52’de verilmiştir.

Şekil 52: Kanada'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



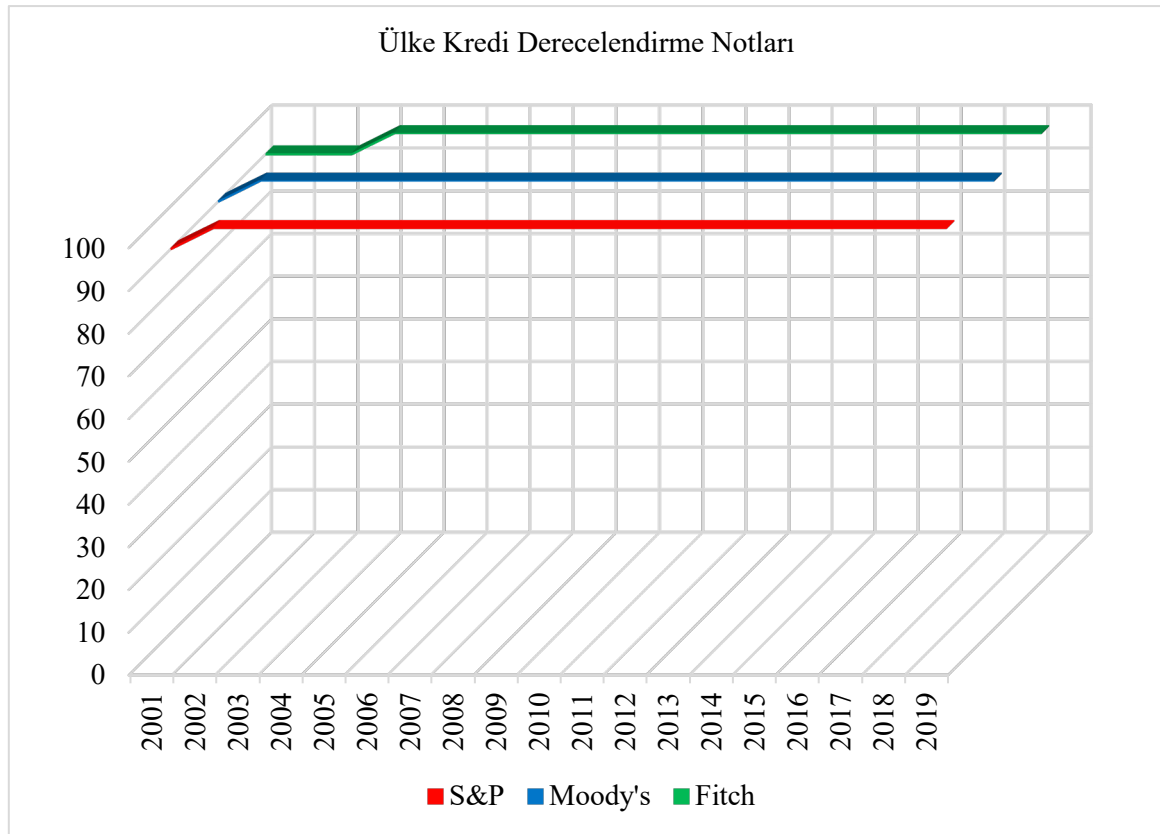
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Kanada'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla uyumlu olduğu görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Kanada için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar vermiştir. S&P Global; daha önce AA+ (durağan görünüm) olarak belirlediği notu, 29.07.2002 tarihinde en yüksek seviye olan AAA (durağan görünüm)'e yükseltmiş ve izleyen yıllarda sabit tutmuştur. Moody's benzer şekilde, daha önce Aa1 (durağan görünüm) olarak belirlediği notu 3.05.2002 tarihinde Aaa (durağan görünüm)'e yükseltmiştir. Fitch ise, 12.08.2004'te Kanada'nın ülke kredi derecelendirme notunu AAA (durağan görünüm)'e yükseltmiş ve sonrasında sabit tutmuştur.

İncelenen dönemde Kanada'nın makroekonomik göstergelerinin sahip oldukları trendin oldukça durağan olduğu görülmektedir. Bu durağanlığa rağmen G-20 içerisinde çoğu gösterge yüksek performansa sahiptir. Bu nedenle makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında oldukça uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır. Kanada için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 53'te gösterilmiştir.

Şekil 53: Kanada'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

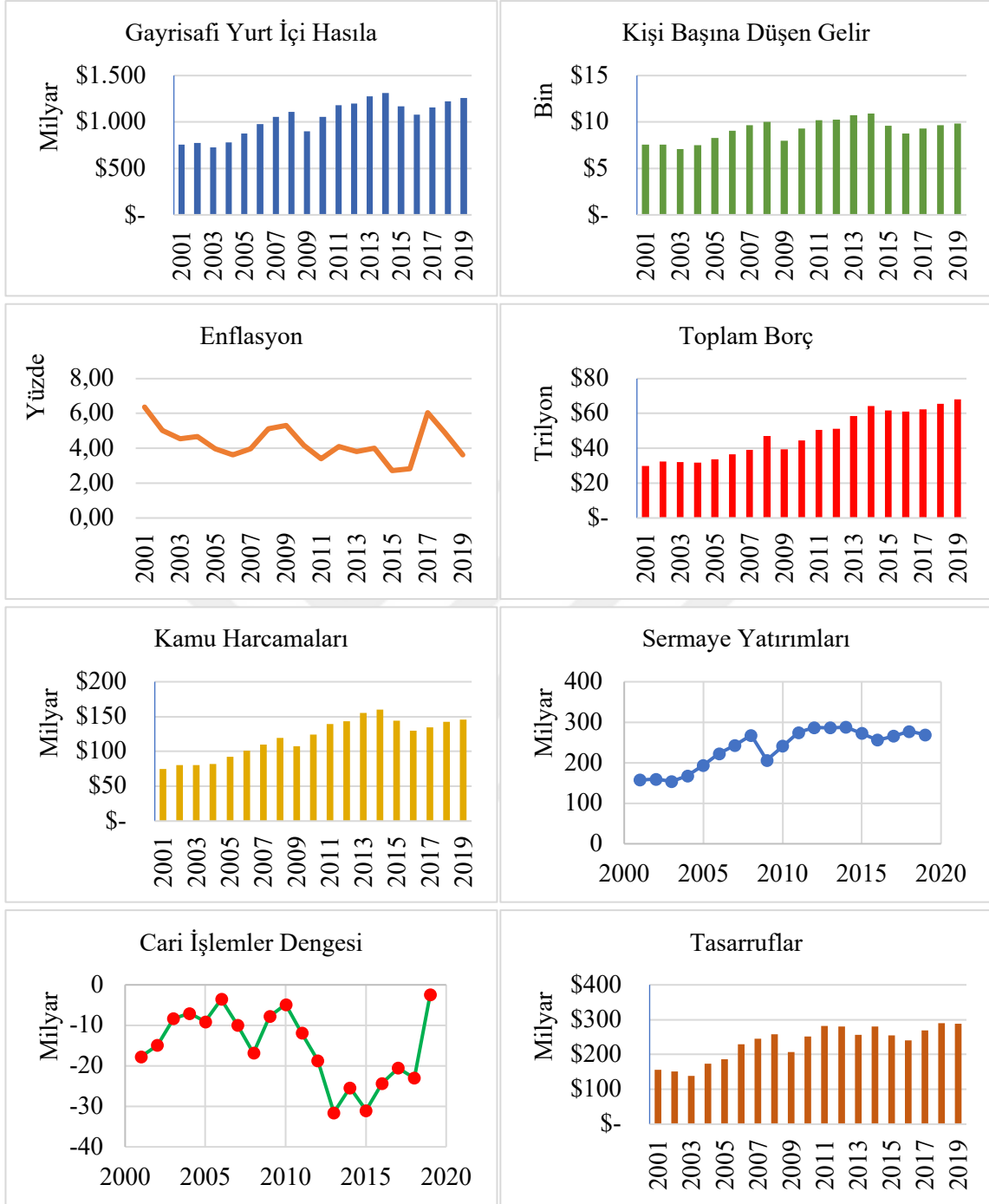
2.2.17. Meksika

Meksika'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Meksika'nın gayrisafi yurt içi hasılası, 2001 yılında 756,7 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 1,25 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Meksika 2019 yılı itibarı ile G-20 içerisinde en yüksek gayrisafi yurt içi hasılaya sahip olan on beşinci ülke konumundadır. Kişi başına düşen gelir ise 7.545 \$'dan 2019 yılında 9.863 \$'a yükselmiştir. Meksika, G-20 içerisinde kişi başına düşen geliri en yüksek on beşinci ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %2,72 ile %6,37 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 29,7 trilyon \$'dan 68 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan on ikinci ülke konumundadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 74,7 milyar \$'dan 2019 itibarıyla 146 milyar \$ seviyesine çıkan Meksika, ayrıca 269,3 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde hem en çok kamu harcaması yapan hem de en yüksek sermaye yatırımına sahip on altıncı ülke konumundadır.

Meksika'nın cari işlemler dengesi incelenen dönemde her zaman açık vermiştir. 2001 yılında 17,7 milyar \$ fazla veren cari işlemler dengesi, 2019 yılında ise 2,4 milyar \$ açık vermiştir. Meksika, G-20 içerisinde en az açık veren onuncu ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 155,8 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 287,7 milyar \$ seviyesine yükselmiştir ve 2018 yılı itibarıyla en yüksek tasarruf değerine sahip olan on dördüncü ülke olmuştur. Meksika'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 54'te verilmiştir.

Şekil 54: Meksika'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

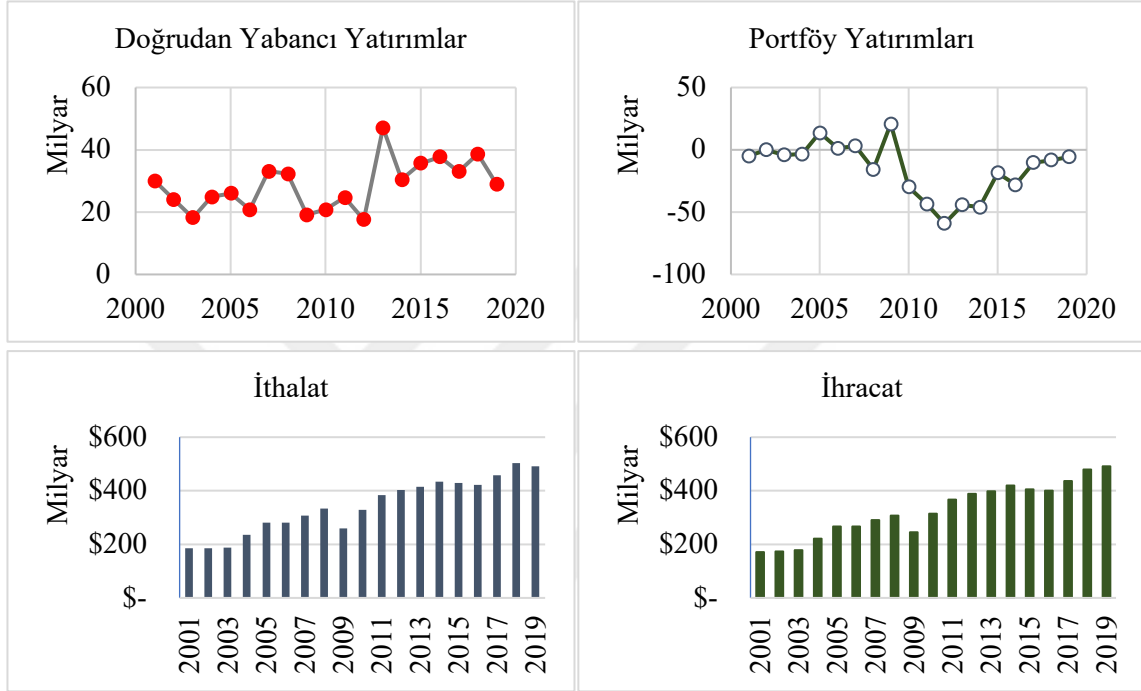
Meksika’da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 30 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2019 yılında 28,8 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle en yüksek on üçüncü net doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları ise bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında Meksika’dan çekilen portföy yatırımları, Meksika’ya yapılan yatırımlardan 5 milyar \$ daha fazla gerçekleşmiştir. Bu fark; 2012 yılında 59,1 milyar \$ ile en yüksek seviyeye ulaşmış olup,

2019 yılı itibariyle 5,5 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Meksika, G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan ülkeler arasında onuncu sırada yer almıştır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 185,3 milyar \$, ihracat ise 171,5 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 492,1 milyar \$, ihracat ise 491,5 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Meksika, G-20 içerisinde ithalatı en yüksek on ikinci ve ihracatı en yüksek on üçüncü ülke konumunda yer almaktadır. Meksika'nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 55'te verilmiştir.

Şekil 55: Meksika'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler

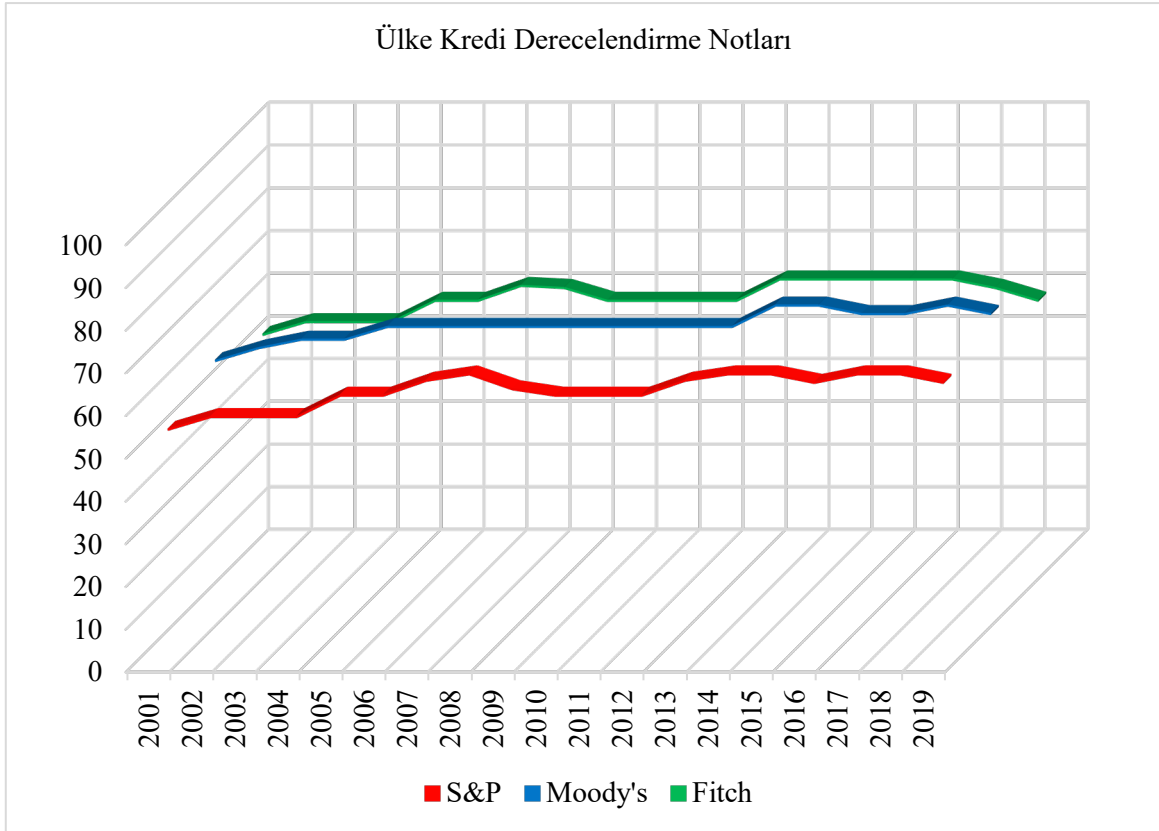


Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Meksika'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla uyumlu olduğu görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Meksika için özellikle son yıllarda yatırım yapılabilir seviyede notlar vermiştir. S&P Global 7.02.2002 tarihinde BBB- (durağan görünüm) olarak belirlediği notu, yıllar içerisinde görünümleri değiştirmesine rağmen BBB+ ile BBB arasında tutmuştur. Meksika'nın ülke kredi derecelendirme notunu son olarak 1.03.2019 tarihinde BBB+ (negatif görünüm) olarak tespit edilmiştir. Moody's benzer şekilde, 4.09.2001 tarihinde Baa3 (pozitif görünüm) olarak belirlediği notu izleyen yıllarda yükseltmiş ve 5.02.2014 tarihinde en yüksek seviyesi olan A3 (durağan görünüm) olarak belirlemiştir. Bu notun görünümü 5.06.2019 tarihinde negatife çevrilmiştir. Fitch ise, 15.01.2002 tarihinde BBB- (durağan görünüm) olarak belirlediği notu izleyen yıllarda BBB ile BBB+ arasında tutmuştur. Meksika son olarak, 5.06.2019 tarihinde BBB (durağan görünüm) olarak derecelendirilmiştir. Meksika için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 56'da gösterilmiştir.

Şekil 56: Meksika'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

İncelenen dönemde Meksika'nın makroekonomik göstergelerinin sahip oldukları trendin belirlenen ülke kredi derecelendirme notları ile oldukça uyumlu olduğu görülmektedir. Bu nedenle makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır.

2.2.18. Rusya

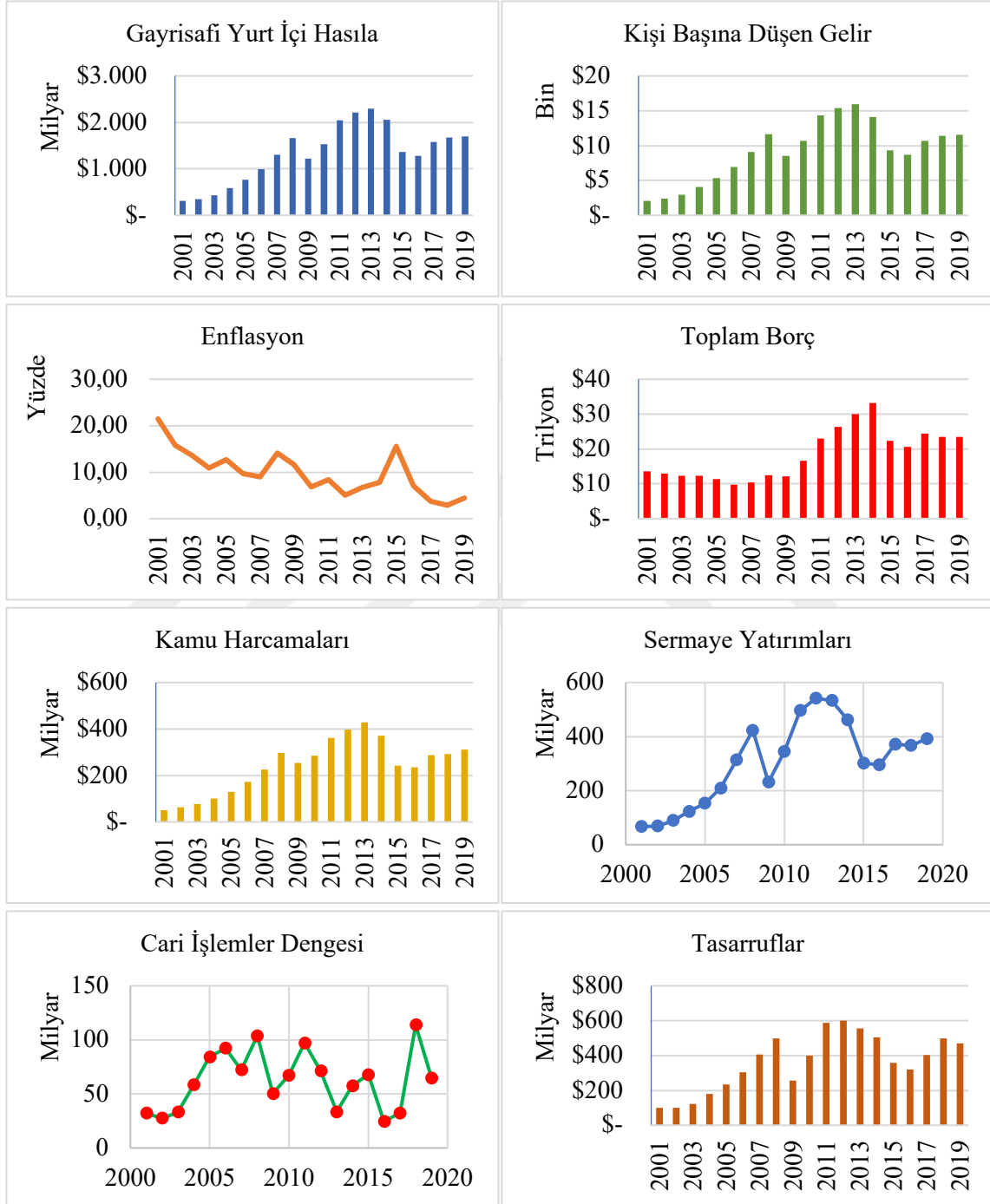
Rusya'ya ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Rusya'nın gayrisafi yurt içi hasılası, 2001 yılında 306,6 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 169 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Rusya, 2019 yılı itibari ile, G-20 içerisinde en yüksek gayrisafi yurt içi hasılaya sahip olan ülkeler arasında on ikinci sırada yer almaktadır. Kişi başına düşen gelir ise 2001 yılındaki 2.100 \$'dan, 2019 yılında 11.585 \$'a yükselmiştir. Rusya, G-20 içerisinde en yüksek kişi başına düşen gelire sahip olan on ikinci ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %2,88 ile %21,48 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 13,6 trilyon \$'dan 23,4 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan on yedinci ülke konumundadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 50,3 milyar \$'dan, 2019 itibariyle 311,1 milyar \$ seviyesine çıkan Rusya; ayrıca 392,7 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak, G-20 içerisinde hem en çok kamu harcaması yapan hem de en yüksek sermaye yatırımına sahip on ikinci ülke konumundadır.

Rusya'nın cari işlemler dengesi incelenen dönemde her zaman fazla vermiştir. 2001 yılında 32 milyar \$ fazla veren cari işlemler dengesi, 2019 yılında ise 64,6 milyar \$ fazla vermiştir.

Rusya, G-20 içerisinde en az açık veren dördüncü ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 99,6 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 464,8 milyar \$ seviyesine yükselmiş ve 2018 yılı itibarıyla en çok tasarrufa sahip olan ülkeler arasında sekizinci sırada yer almıştır. Rusya'nın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 57'de verilmiştir.

Şekil 57: Rusya'nın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

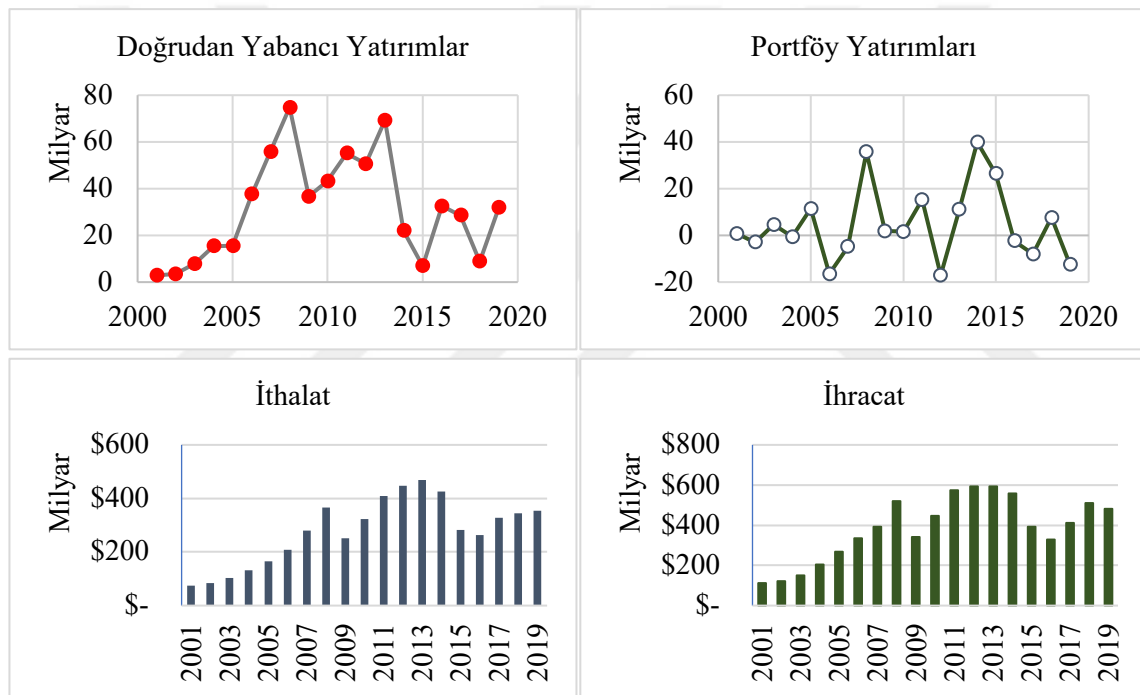
Rusya'da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 2,84 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2019

yılında 31,7 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle en yüksek on birinci net doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları ise bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında 696 milyon \$ olan yatırımlar, 2014 yılında 39,94 milyar \$ ile en yüksek seviyeye ulaşmıştır. 2019 yılı itibariyle Rusya'dan çekilen portföy yatırımları, Rusya'ya yapılan yatırımlardan 12,5 milyar \$ daha fazla gerçekleşmiştir. Rusya, G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan ülkeler arasında on ikinci sırada yer almıştır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 74,2 milyar \$, ihracat ise 113,1 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 352,9 milyar \$, ihracat ise 481,2 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Rusya G-20 içerisinde ithalatı en yüksek on üçüncü ve ihracatı en yüksek on ikinci ülke konumunda yer almaktadır. Rusya'nın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 58'de verilmiştir.

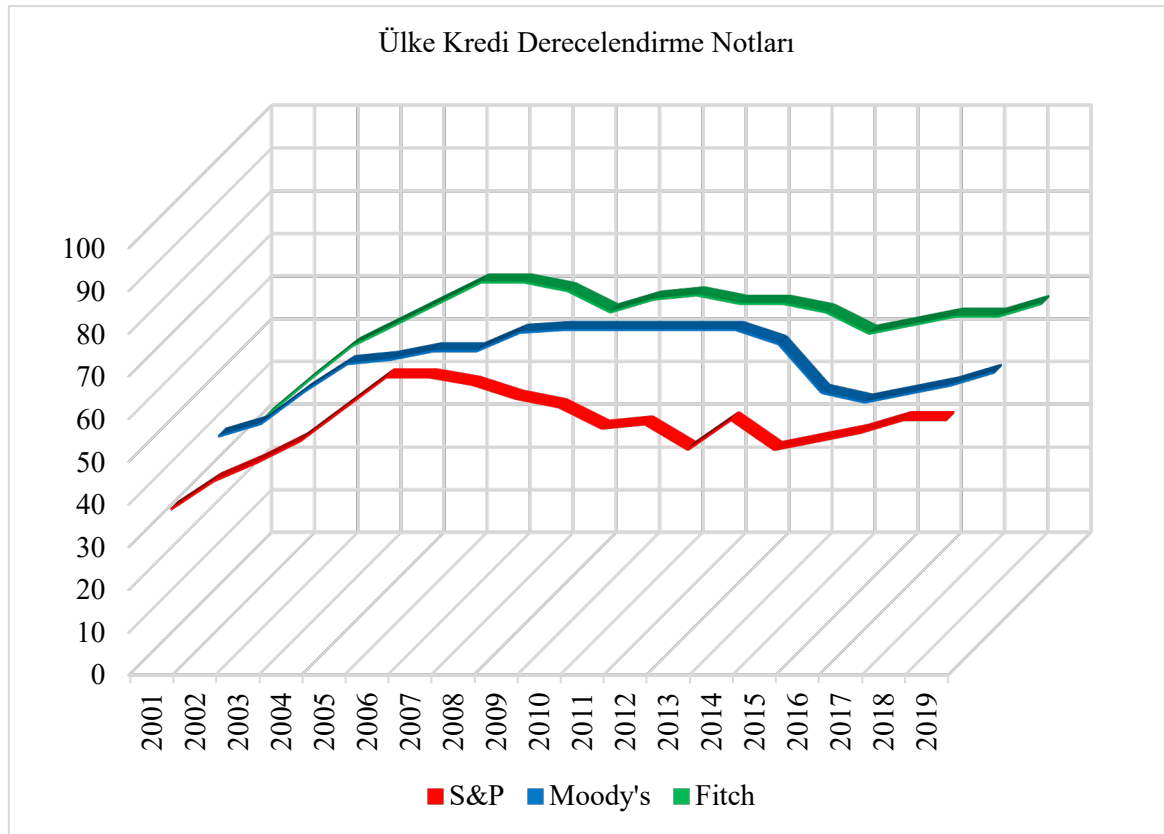
Şekil 58: Rusya'nın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Rusya'nın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla uyumlu olduğu görülmektedir. Rusya için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 59'da gösterilmiştir.

Şekil 59: Rusya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Rusya için hem spekülasyon seviyede hem de yatırım yapılabilir seviyede notlar vermiştir. S&P Global, 28.06.2001 tarihinde B (durağan görünüm) olarak belirlediği kredi derecelendirme notunu izleyen yıllarda yükseltmiş ve 11.03.2008 tarihinde Rusya için en yüksek seviye olan BBB+ (pozitif görünüm) olarak tespit etmiştir. Bu tarihten sonra düşürülen notlar, 23.02.2018 itibariyle BBB- (durağan görünüm) seviyesindedir. Moody's ise, 29.11.2001 tarihinde Ba3 (durağan görünüm) olarak belirlediği ülke kredi derecelendirme notunu yükseltmiş ve 16.07.2008 tarihinde en yüksek seviyesi olan Aa1 (pozitif görünüm) olarak açıklamıştır. İzleyen yıllarda düşürülen notlar, 8.02.2019 itibariyle Baa3 (durağan görünüm) olarak tespit edilmiştir. Benzer şekilde Fitch, 17.07.2001 tarihinde B (pozitif görünüm) olarak açıkladığı Rusya'nın ülke kredi derecelendirme notunu, 25.07.2016 tarihinde BBB+ (durağan görünüm) seviyesine yükseltmiştir. İzleyen dönemde önce düşürülen sonra yükseltilecek notlar, son olarak 9.08.2019 tarihinde BBB (durağan görünüm) olarak belirlenmiştir.

İncelenen dönemde Rusya'nın makroekonomik göstergelerinin sahip oldukları trendin belirlenen ülke kredi derecelendirme notları ile oldukça uyumlu olduğu görülmektedir. Bu nedenle makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır.

2.2.19. Suudi Arabistan

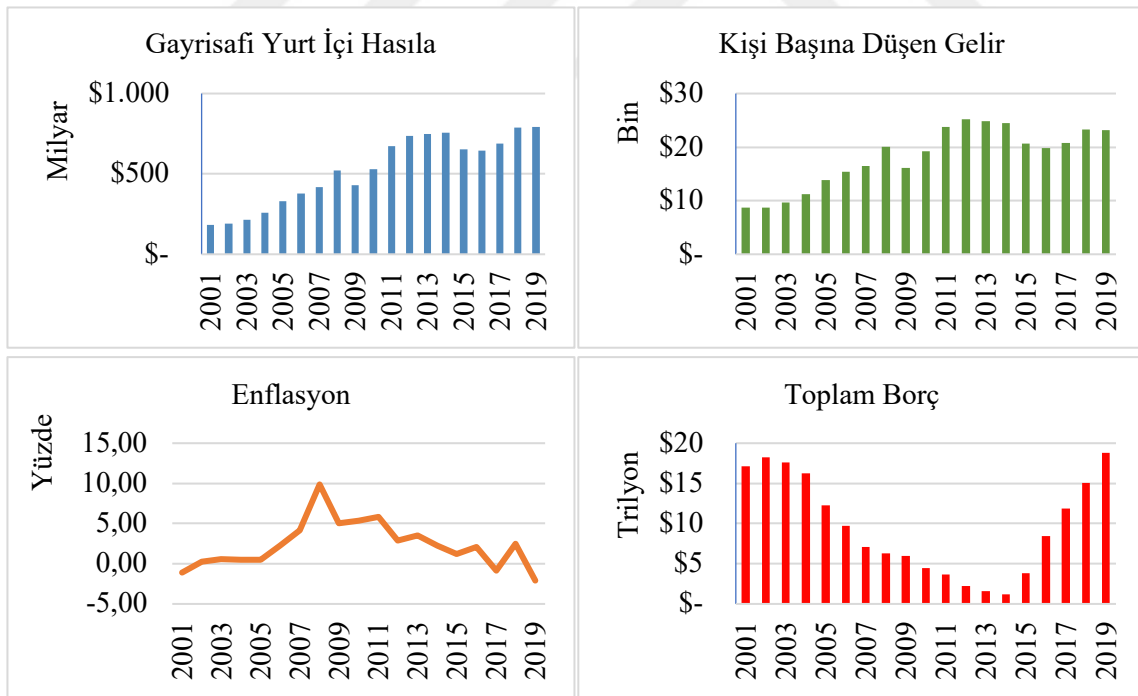
Suudi Arabistan'a ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Suudi Arabistan'ın gayrisafi yurt içi hasılası,

2001 yılında 184,1 milyar \$ seviyesinde iken 2019 yılında 792,9 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Suudi Arabistan 2019 yılı itibari ile G-20 içerisinde en yüksek gayrisafi yurt içi hasılaya sahip olan on yedinci ülke konumunda bulunmaktadır. Kişi başına düşen gelir ise, 2001 yılındaki 8.685 \$'dan 2019 yılında 23.140 \$'a yükselmiştir. Suudi Arabistan, G-20 içerisinde kişi başına düşen geliri en yüksek on birinci ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %-2,09 ile %9,87 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 17,1 trilyon \$'dan 18,7 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en az borcu olan ülke konumundadır.

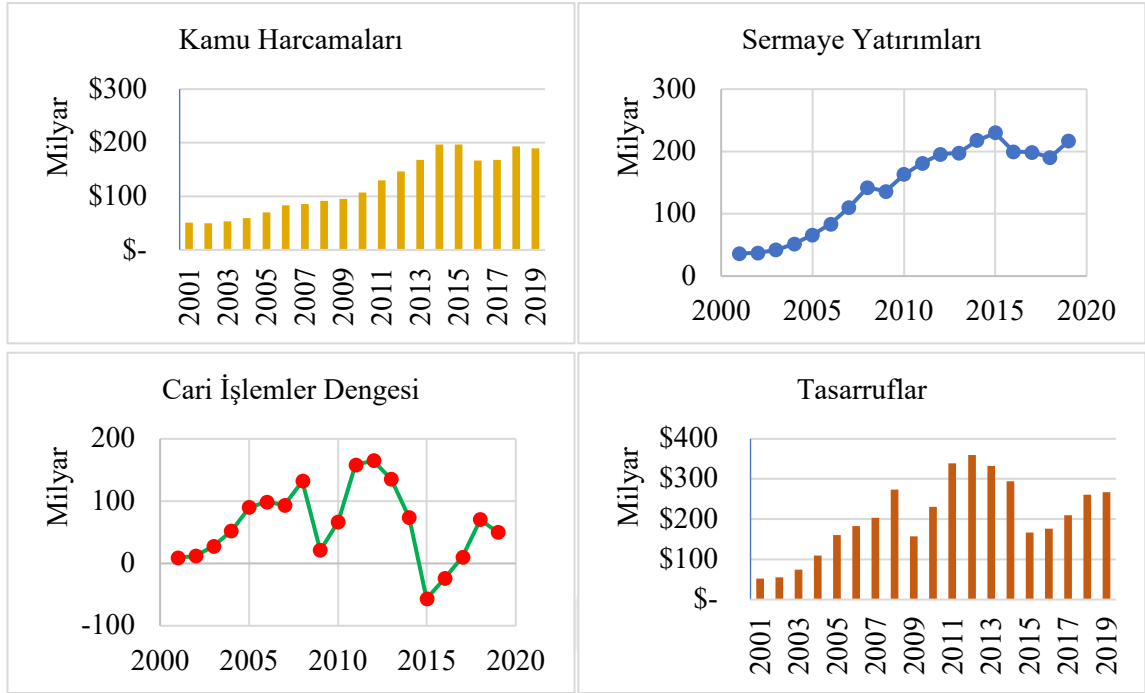
Kamu harcamaları 2001 yılındaki 50,3 milyar \$'dan 2019 itibariyle 189,2 milyar \$ seviyesine çıkan Suudi Arabistan, ayrıca 216,6 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde en çok kamu harcaması yapan on beşinci ve en yüksek sermaye yatırımına sahip on sekizinci ülke konumundadır.

Suudi Arabistan'ın cari işlemler dengesi incelenen dönemde çoğunlukla fazla vermiştir. 2001 yılında 9,35 milyar \$ fazla veren cari işlemler dengesi, 2019 yılında ise 49,8 milyar \$ fazla vermiştir. Suudi Arabistan, G-20 içerisinde en az açık veren yedinci ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 51,6 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 266,4 milyar \$ seviyesine yükselmiştir. Suudi Arabistan, 2018 yılı itibariyle, en yüksek tasarruf değerine sahip olan ülkeler arasında on beşinci sırada yer almıştır. Suudi Arabistan'ın kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 60'ta verilmiştir.

Şekil 60: Suudi Arabistan'ın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



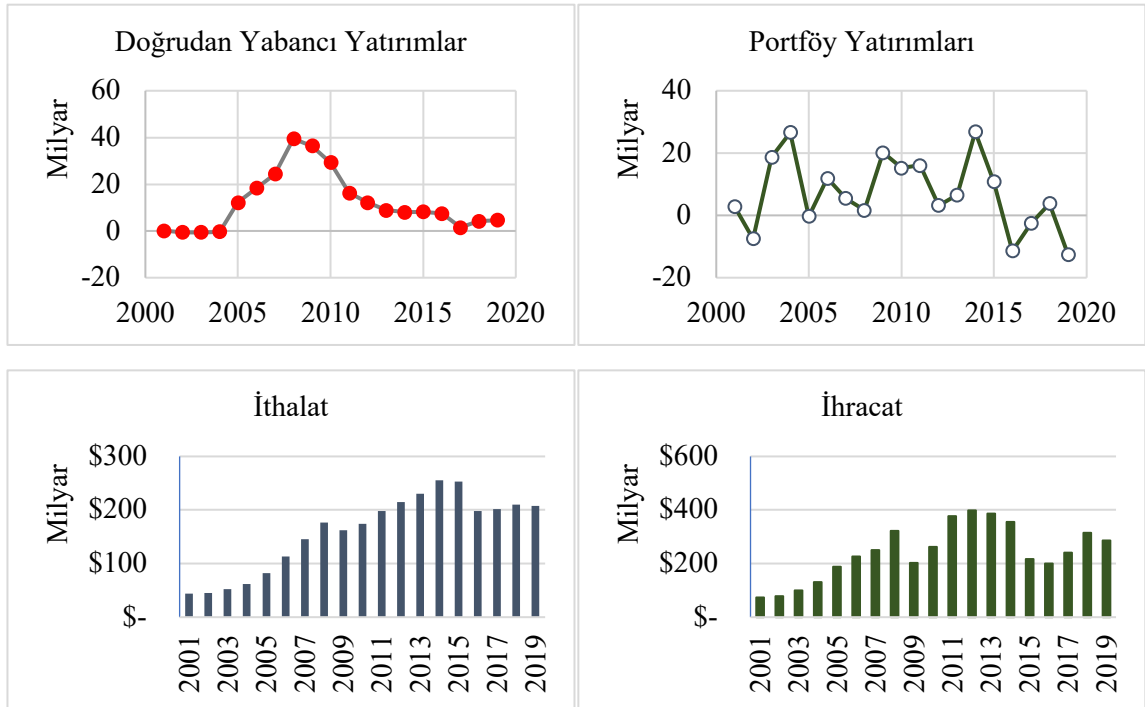
Şekil 60'ın devamıdır: Suudi Arabistan'ın Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Suudi Arabistan'da doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 19,6 milyon \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2019 yılında 4,5 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde 2019 yılı itibariyle en düşük net doğrudan yabancı yatırım değerine sahip olan Suudi Arabistan'ın araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 61'de verilmiştir.

Şekil 61: Suudi Arabistan'ın Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



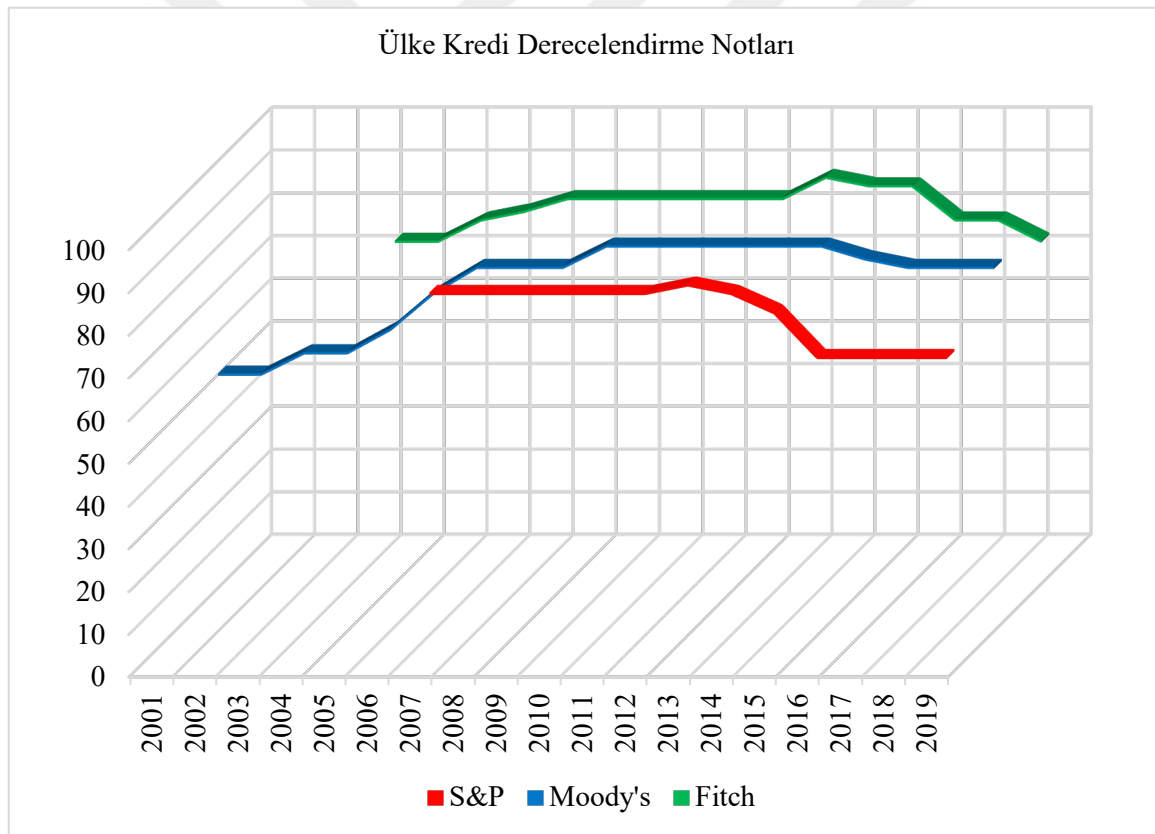
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Portföy yatırımları bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında portföy yatırımları 2,79 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, 2014 yılında 26,7 milyar \$ ile en yüksek seviyeye ulaşmıştır. 2019 yılında ise, Suudi Arabistan'dan çekilen portföy yatırımları, Suudi Arabistan'a yapılan yatırımlardan 12,6 milyar \$ daha fazla gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde portföy yatırımları en yüksek olan ülkeler arasında on üçüncü sırada yer almıştır.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 44 milyar \$, ihracat ise 77,9 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 207,2 milyar \$, ihracat ise 285,7 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Suudi Arabistan G-20 içerisinde ithalatı en yüksek on sekizinci ve ihracatı en yüksek on dördüncü ülke konumunda yer almaktadır.

Suudi Arabistan'ın 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla oldukça uyumlu olduğu görülmektedir. Suudi Arabistan için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 62'de gösterilmiştir.

Şekil 62: Suudi Arabistan'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Suudi Arabistan için her zaman yatırım yapılabilir seviyede notlar vermiştir. S&P Global; 16.07.2007 tarihinde AA- (durağan görünüm) olarak ilk kez açıkladığı Suudi Arabistan'ın kredi derecelendirme notunu, 9.02.2015 tarihinden itibaren düşürmeye başlamış ve 14.05.2016 tarihinden sonra A1 (durağan görünüm)'de sabit tutmuştur. Moody's ise, 15.11.2003 tarihinde Baa2 (durağan görünüm) olarak belirlediği notu önce yükseltmiş, sonra düşürmeye başlamıştır.

Suudi Arabistan için 30.09.2019 tarihinde belirlenen not ise A (durağan görünüm) seviyesindedir. İlk derecelendirmesini 24.11.2005 tarihinde A (durağan görünüm) olarak açıklayan Fitch, benzer şekilde Suudi Arabistan'ın kredi derecelendirme notunu önce yükseltmiş sonra düşürmüştür. Son olarak yapılan derecelendirme 30.09.2019 tarihinde A (durağan görünüm) olarak gerçekleşmiştir.

İncelenen dönemde Suudi Arabistan'ın makroekonomik göstergelerinin sahip oldukları trendin belirlenen ülke kredi derecelendirme notları ile oldukça uyumlu olduğu görülmektedir. Bu nedenle makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır.

2.2.20. Türkiye

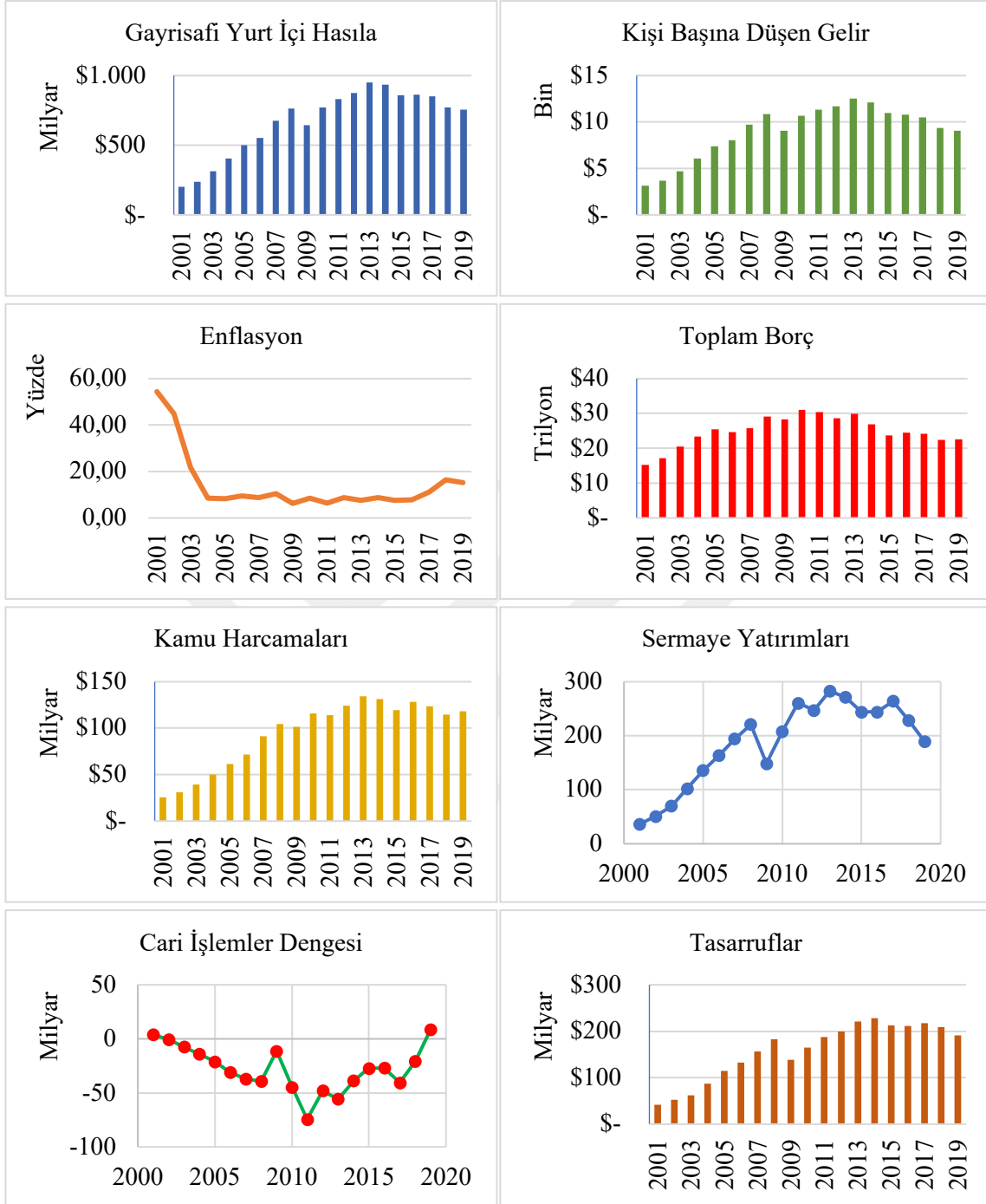
Türkiye'ye ilişkin makroekonomik göstergeler ve ülke kredi derecelendirme notları 2001-2019 arasındaki dönemde incelenmiştir. Türkiye'nin gayrisafi yurt içi hasılası, 2001 yılında 200,2 milyar \$ seviyesinde iken 2013 yılında 950,9 milyar \$ ile en yüksek seviyesine çıkmış, 2019 yılında ise 754,4 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Türkiye, 2019 yılı itibari ile, G-20 içerisinde en yüksek gayrisafi yurt içi hasılaya sahip olan on sekizinci ülke konumundadır.

Kişi başına düşen gelir ise 2001 yılındaki 3.120 \$'dan, 2013'te en yüksek seviyesi olan 12.519 \$'a çıkmış, 2019 yılında ise 9.042 \$'a gerilemiştir. G-20 içerisinde en yüksek kişi başına düşen geliri olan on altıncı ülke konumunda bulunmaktadır. Enflasyon bu dönemde %6,25 ile %54,40 arasında değişmiştir. Ayrıca, toplam borç 15,2 trilyon \$'dan 22,5 trilyon \$'a yükselmiştir ve G-20 içerisinde en çok borcu olan on sekizinci ülke konumundadır.

Kamu harcamaları 2001 yılındaki 25,5 milyar \$'dan 2019 itibariyle 118,2 milyar \$ seviyesine çıkan Türkiye, ayrıca 189,2 milyar \$ seviyesinde sermaye yatırımlarına sahiptir. Bu alanlarda genel olarak G-20 içerisinde hem en çok kamu harcaması yapan hem de en yüksek sermaye yatırımına sahip on yedinci ülke konumundadır.

Türkiye'nin cari işlemler dengesi incelenen dönemde çoğunlukla açık vermiştir. 2001 yılında 3,76 milyar \$ fazla veren cari işlemler dengesi 2019 yılında ise 8,69 milyar \$ fazla vermiştir. Cari işlemler dengesinde en yüksek açık ise 74,4 milyar \$ ile 2011 yılında gerçekleşmiştir. Türkiye, 2019 itibariyle, G-20 içerisinde en az açık veren sekizinci ülke konumunda yer almaktadır. Tasarruflar ise 41,8 milyar \$ seviyesinden yaklaşık 191,5 milyar \$ seviyesine yükselmiştir. Türkiye, 2018 yılı itibariyle, G-20 içerisinde en çok tasarrufa sahip olan ülkeler arasında on yedinci sırada yer almıştır. Türkiye'nin kontrol değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 63'te verilmiştir.

Şekil 63: Türkiye'nin Kontrol Değişkenlerine İlişkin Grafikler



Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

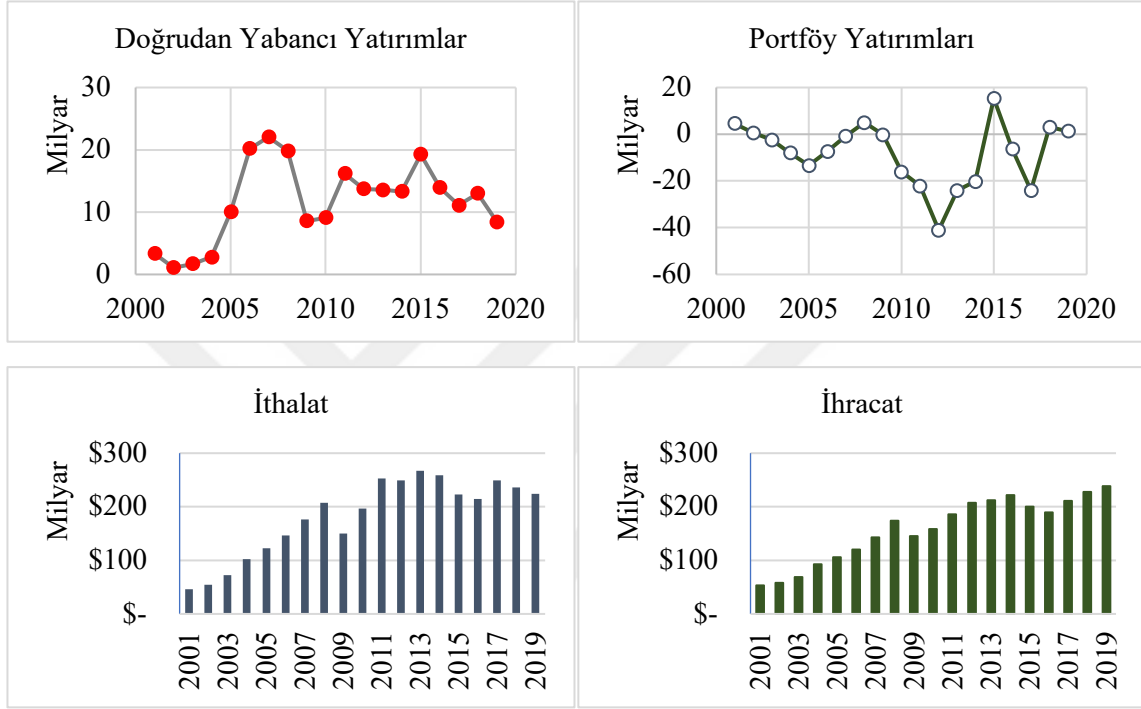
Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımlar 2001-2019 arasındaki dönemde genel olarak pozitif bir grafik çizmiştir. 2001 yılında 3,35 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2019 yılında 8,43 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. G-20 içerisinde, 2019 yılı itibariyle en yüksek on yedinci doğrudan yabancı yatırım değerine sahiptir.

Portföy yatırımları ise bu dönemde dalgalanma göstermiş ve 2001 yılında portföy yatırımları 4,5 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında ise Türkiye’den çekilen portföy yatırımları, Türkiye’ye yapılan yatırımları geçmiş ve en yüksek seviyesi olan 41

milyar \$ seviyesine gelmiştir. 2019 yılında ise 1,24 milyar \$ ile G-20 içerisinde en yüksek portföy yatırımına sahip olan sekizinci ülke olmuştur.

İthalat ve ihracat birbirine benzer bir trend izlemiş ve 2001 yılında ithalat yaklaşık 45,6 milyar \$, ihracat ise 53,2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise sırayla ithalat 224,6 milyar \$, ihracat ise 238,5 milyar \$ seviyesine gelmiştir. Türkiye G-20 içerisinde ithalatı en yüksek on altıncı ve ihracatı en yüksek on yedinci ülke konumunda yer almaktadır. Türkiye'nin araştırma değişkenlerine ilişkin grafikler Şekil 64'te verilmiştir.

Şekil 64: Türkiye'nin Araştırma Değişkenlerine İlişkin Grafikler



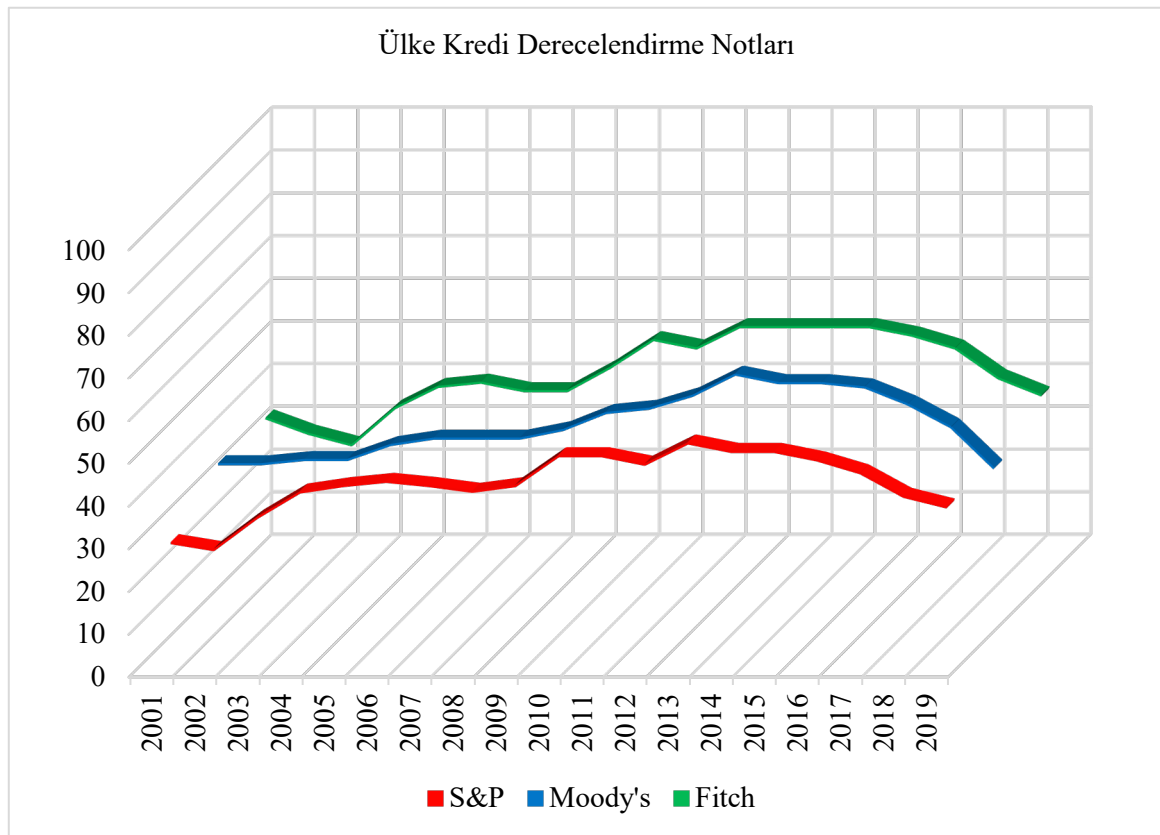
Kaynak: www.worldbank.org. Erişim Tarihi: 30.12.2020.

Türkiye'nin 2001-2019 arasındaki dönemi kapsayan makroekonomik göstergeleri ile ülke kredi derecelendirme notları birlikte değerlendirildiğinde, makroekonomik göstergelerin notlarla kısmen uyumlu olduğu görülmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Türkiye için genellikle spekülasyon seviyesinde notlar vermiştir. S&P Global; 17.04.2001 tarihinde B- (negatif izleme) olarak belirlediği ülke kredi derecelendirme notunun görünümünü, izleyen dönemde değiştirmiş ve 27.03.2013 tarihinde BB+ (durağan görünüm)'e kadar yükseltmiştir. İzleyen yıllarda ise not düşürümleri yaparak, 17.08.2018 tarihinde B+ (durağan görünüm) olarak tespit etmiştir. Benzer şekilde Moody's; 21.02.2001 tarihinde B1 (durağan görünüm) olarak belirlediği notu, 16.05.2013 tarihinde Baa3 (durağan görünüm)'e kadar yükselterek yatırım yapılabilir seviyeye çıkarmıştır. Bu tarihten sonra ise not düşürümleri gerçekleşmiş ve 14.06.2019 tarihinde B1 (negatif görünüm) olarak belirlemiştir. Fitch ise; 22.02.2001 tarihinde belirlediği BB- (negatif izleme) notunu önce düşürmüştü, sonra yükseltmiştir. Fitch'in 5.11.2012 tarihinde BBB- (durağan görünüm) olarak belirlediği not, Türkiye için verilen en yüksek not olup izleyen yıllarda not düşürümleri gerçekleşmiştir. Türkiye'nin ülke kredi derecelendirme notu 1.11.2019 tarihinde BB- (durağan görünüm) olarak

belirlenmiştir. Türkiye için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimler Şekil 65'te gösterilmiştir.

Şekil 65: Türkiye'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notlarındaki Değişimler



Kaynak: Ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksine istinaden oluşturulmuştur.

İncelenen dönemde Türkiye'nin makroekonomik göstergelerinin sahip oldukları trendin belirlenen ülke kredi derecelendirme notları ile kısmen uyumlu olduğu görülmektedir. Bu nedenle makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının izlediği trend arasında uyumlu bir değerlendirme yapıldığı anlaşılmaktadır.

BÖLÜM 3: MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Uluslararası finansal piyasaların gelişmesi ile bilgiye duyulan ihtiyacın önemi artmıştır. Gerek yatırımcılar gerekse de düzenleyici kurumlar tarafından kullanılan bilgiler, özellikle 20. yüzyılın başlarından itibaren makroekonomik göstergelerin de ele alınarak değerlendirilmesi ile gelişim göstermiştir. Bu noktada halka açık bilgiler ile değerlendirmelerin yapılabilmesinin yanı sıra, kuruluşların kararları ve regülasyonlar ile dış değerlendirme yapan kuruluşlar da ayrıca önemli hale gelmiştir.

Risk yönetimi amacıyla yararlanılan dış değerlendirmeler, asimetrik bilginin azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Bu değerlendirmeler arasında yer alan kredi derecelendirme notları, var olan nitel ve nicel bilgilerin analiz edilmesi ile belirlenmektedir. Bu notlar kredi derecelendirme kuruluşlarının, bir ülkenin veya şirketin finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yetine getirebilme olasılığına dair kanaatleri şeklinde ifade edilmektedir ve derecelendirilen kuruluşun veya ülkenin kredibilitesinin ölçülmesi olarak tanımlamaktadır (S&P Global, 2020a).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini ülke bazında ifade ettikleri ülke kredi derecelendirme notlarına, son dönemlerdeki finansal krizlerin öngörülmesindeki başarısızlık neticesinde çeşitli eleştiriler getirilmiştir. Bu eleştiriler çıkar çatışmaları ve etik gerekçelerin yanı sıra derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları metodolojileri de içermektedir.

Ülke kredi derecelendirme notlarına gelen eleştiriler, metodolojilerde yararlanılan nitel ve nicel değişkenleri kapsamaktadır. Not derecelendirme sürecinde incelenen ekonomik ve finansal yapıya ilişkin veriler makroekonomik göstergeler olarak ifade edilmektedir. İstatistiki analizlerde ele alınan makroekonomik göstergelerin etkinliği ile ilgili eleştirilerin yanı sıra, kurumsal değerlendirmeler ve politik riske ilişkin görüşlerin subjektifliği üzerine de literatürde tartışmalar bulunmaktadır.

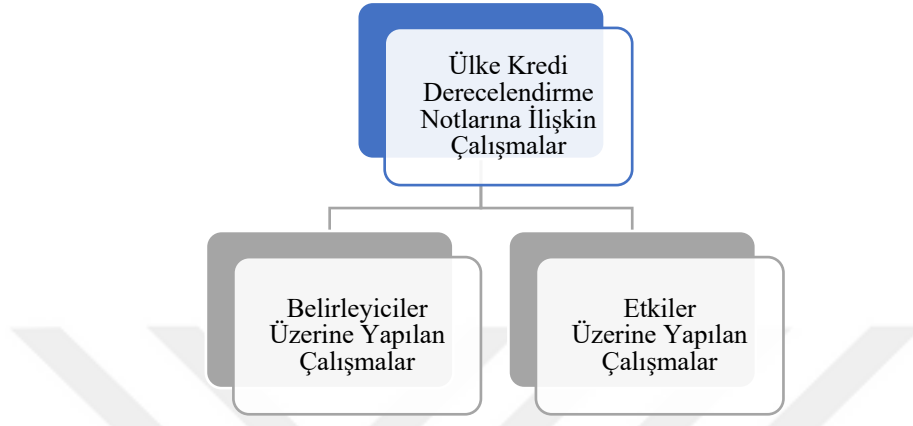
Çalışmanın bu bölümünde, ilk olarak ülke kredi derecelendirme notları üzerine literatürde yapılan çalışmalar incelenecektir. Özellikle üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun hem verdikleri notları etkileyen makroekonomik göstergelere hem de verilen notların ekonomik etkilerine ilişkin çalışmalar iki ayrı kategoride incelenecektir. Çalışmanın devamında, literatürde yer alan makroekonomik göstergeler baz alınarak oluşturulan ekonometrik modeller açıklanacaktır. Son olarak, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun her biri için ayrı ayrı oluşturulan altışar model, ekonometrik yöntemler aracılığıyla analiz edilecektir. Ekonometrik analizlerin sonuçları doğrultusunda, G-20 üyelerinin ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri olan makroekonomik göstergelere ilişkin değerlendirmeler yapılması amaçlanmaktadır.

3.1. Ampirik Literatür

Ülke kredi derecelendirme notları üzerine yapılan çalışmalar genel olarak iki kategoride toplanılabilir. Bu kategorilerden ilki, ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri

üzerine odaklanmış ve halihazırda kullanılmakta olan makroekonomik göstergelerin test edildiği çalışmaları içermektedir. İkinci kategoride ise ülke kredi derecelendirme notlarının etkileri incelenmektedir. Notlarda meydana gelen değişimlerin diğer makroekonomik göstergelere, finansal krizlere veya genel ekonomiye etkisinin incelendiği çalışmalar bu ikinci kategori altında sınıflandırılabilir.

Şekil 66: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Çalışmalar



3.1.1. Belirleyiciler üzerine yapılan çalışmalar

Ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde kullanılan göstergeler üzerine yapılan çalışmalar literatürde yer alan değişkenlerin test edilmesi üzerine yoğunlaşmıştır. Ayrıca, ülke kredi derecelendirme notlarının tahmin edilmesine yönelik araştırma değişkenlerine ilişkin çalışmalar da bulunmaktadır.

3.1.1.1. Kontrol değişkenlerine ilişkin çalışmalar

Ülke kredi derecelendirme notlarına getirilen eleştiriler neticesinde, makroekonomik göstergeler kullanılarak notların tahmin edilmesi bir araştırma konusu olmuştur. Bu kapsamda literatürde öne çıkan değişkenlere ilişkin çalışmalar genellikle gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, enflasyon, toplam borç, kamu harcamaları, sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi ve tasarruflara ilişkin verilerden yararlanmaktadır.

Cantor ve Packer (1996), kredi derecelendirme notlarını etkileyen belirleyicileri inceledikleri çalışmada, derecelendirme kriterlerinin geçerliliği üzerinde durmuşlardır. Moody's ve Standard and Poor's verileri kullanılarak yapılan çalışmada ekonomik, sosyal ve politik belirleyiciler değerlendirilmiş ve bu belirleyicilerden bazılarının sübjektif olduğunu ifade etmişlerdir. İncelenen alt belirleyicileri ise kişi başına düşen gelir, büyüme, enflasyon, mali denge, dış denge, ekonomik gelişmişlik, borç krizi geçmişi ile Moody's ve S&P tarafından verilen notların ortalaması olarak belirlemişlerdir. Panel veri yöntemi ile incelenen bu sekiz belirleyiciden altı tanesinin bir ülkenin kredi notunun belirlenmesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; dış denge ve mali denge belirleyicilerinin ise istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Doğu Asya Krizi ve not değişimleri arasındaki ilişkiyi inceleyen Ferri vd. (1999), krizin tahmin edilememesi nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlarda

daha tutucu hale geldiklerini belirtmişlerdir. Kişi başına düşen gelir, reel büyüme, enflasyon, bütçe açığı, cari denge, ekonomik gelişmişlik düzeyi, dış borç, kısa vadeli borçlar ve döviz rezervlerine ilişkin makroekonomik göstergelerin makroekonomik göstergeler olarak ele alındığı çalışmada regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler üzerine yapmış oldukları çalışmada probit regresyon ve zaman serileri yöntemlerini kullanan Block ve Vaaler (2004), kişi başına düşen gelir, büyüme, enflasyon, mali denge, cari denge, dış borç ve borç krizi geçmişini ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri olarak ele almışlardır. İktisadi dalgalanmalar kuramı çerçevesinde incelenen sonuçlar, seçim yıllarında gelişmekte olan ülkelerdeki ülke kredi derecelendirme not değişimlerinin daha fazla olduğunu göstermektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri notların belirleyicilerini inceleyen Afonso vd. (2011), panel veri analizi ve lineer regresyondan yararlanmışlardır. Makroekonomik gösterge olarak; Cantor ve Packer (1996), Ferri vd. (1999) ve Block ve Vaaler (2004)'in çalışmalarına benzer şekilde kişi başına düşen gelir, büyüme, işsizlik, enflasyon, kamu borcu, dış borç, döviz rezervi ve borç krizi geçmişi ele alınmıştır. Ele alınan değişkenlerden kişi başına düşen gelir, reel büyüme, kamu borcu ve borç krizi geçmişinin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde kısa dönemli etkiye sahip olduğu görülmüştür. Dış borç stoku, döviz rezervi ve borç krizi geçmişinin ise uzun dönemli etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere ülke kredi derecelendirme notunun belirleyicilerini inceleyen Kabadayı (2015), probit – logit panel veri analizi yöntemini kullanmıştır. Cari açık, dış borç, kişi başına düşen gelir, enflasyon, tasarruflar, reel döviz kuru, politik riskler ve ekonomik özgürlük endeksi ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri olarak ele alınmıştır. Çalışma, önceki çalışmalardan farklı olarak politik riskleri ve ekonomik özgürlük endeksine ilişkin verileri çalışma kapsamında değerlendirmektedir. Sonuçlar ülke kredi derecelendirme notları üzerinde dış borç, enflasyon, cari açık ve reel döviz kurunun negatif etkiye sahip olduğunu göstermekte iken; kişi başına düşen gelir, tasarruflar ve ekonomik özgürlük endeksine ilişkin değişkenlerin pozitif etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerini Mısır özelinde inceleyen Badr ve El-khadrawi (2016), çalışmalarında en küçük kareler yöntemi ve regresyon yöntemlerinden yararlanmıştır. Büyüme, enflasyon, bütçe açığı, döviz rezervi, cari denge, dış borç ve reel efektif döviz kuru makroekonomik göstergeler olarak analizlere katılırken önceki çalışmalardan farklı olarak kişi başına düşen gelire ilişkin verilerden yararlanmamışlardır. Mısır için verilen ülke kredi derecelendirme notlarında ise büyüme, enflasyon, mali denge, döviz rezervi, cari denge ve kamu borcuna ilişkin değişkenlerin etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye için verilen ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerini inceleyen Karaaslan ve Özden (2016); yolsuzluk kontrolü, hükümetin etkinliği, politik istikrar, düzenleyicilerin istikrarı, hesap verebilirlik, hukukun üstünlüğü gibi sosyal değişkenlerin yanı sıra son dört yıla ait büyüme verilerinin ortalaması, gelecek yıla ait büyüme tahmini, sermaye yatırımları, enflasyon, kişi başına düşen gelir, toplam borç stoku ve döviz kuru

volatilesine ilişkin makroekonomik göstergeleri de analizlere katmışlardır. İncelenen makroekonomik göstergeler literatürde daha önce ele alınan çalışmalarla uyumlu iken sosyal değişkenlerin de ele alınması çalışmayı farklılaştırmıştır. Sonuçlara göre Türkiye'nin ülke kredi derecelendirme notunu etkileyen en önemli sosyal değişken yolsuzluğun kontrollü olarak öne çıkarken; en önemli makroekonomik göstergenin tasarruflar olduğu belirtilmiştir.

3.1.1.2. Araştırma değişkenlerine ilişkin çalışmalar

Ülke kredi derecelendirme notlarına getirilen eleştiriler, bu notların tahminine yönelik farklı göstergelerin kullanıldığı çalışmalara duyulan gereksinimi arttırmıştır. Araştırma değişkeni olarak ele alınan göstergeler hem uluslararası finansın hem de uluslararası ticaretin ilgi alanına girmektedir.

Finansal krizler altında ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin incelendiği çalışmada, Teixeira vd. (2018) panel veri yönteminden yararlanmışlardır. Analizler kapsamında büyüme, kişi başına düşen gelir, işsizlik, enflasyon, yatırımlar, dış borç, cari açık, rezervler, ticaret, likidite riski, toplam borç, mali denge, kriz geçmişi, yolsuzluk endeksi ve politik istikrar endeksine ilişkin veriler kullanılmıştır. Çalışma ticarete ilişkin verilerin ele alınması nedeniyle literatürde incelenen diğer çalışmalardan farklılaşmaktadır. Dot-com Krizi'nin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisinin tespit edilemediği çalışmada; Asya Krizi'nin Asya ülkelerinin notlarını, 2008 Krizi'nin ise Euro Bölgesi ülke kredi derecelendirme notlarını olumsuz etkilediği görülmüştür.

Yoksul ülkelerde ülke kredi derecelendirme notları ve bu ülkelerin notlarının belirlenmesi sürecinde oluşabilecek önyargının incelendiği çalışmada Tennant vd. (2018), borç servis oranı, mali denge, reel büyüme, yatırımlar, doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat, ithalat, cari denge, enflasyon, iç borç ve kurumsal yapı değişkenlerinden yararlanmışlardır. Çalışma; doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat ve ithalata ilişkin verilerin belirleyiciler olarak ele alınması ile literatürde incelenen diğer çalışmalardan farklılaşmaktadır. Tennant vd. (2018); yoksul ülkelere elde edilen bilgilerin güvenilirliğinden kaynaklanan nedenler ile bu ülkelerin borç krizine girme olasılıklarının olduğundan daha yüksek görüldüğünü vurgulamaktadır.

Makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının tahmin edilmesi üzerine yapılan çalışmanın analizlerinde Kotěšovcová (2019); lineer regresyon, kümülatif korelasyon katsayısı ve çoklu doğrusal bağlantı yöntemlerinden yararlanmıştır. Borç, işsizlik oranı, enflasyon, büyüme, kişi başına düşen gelir, ihracat, net ihracat, hane halkı tüketim harcamaları, kamu harcamaları, gayrisafi yurt içi hasıla, tasarruflar, ithalat, faiz ödemeleri, net ticaret, reel faiz oranı ile kamu gelirleri ve harcamaları arasındaki farka ilişkin veriler analizlerde makroekonomik göstergeler olarak ele alınmıştır. İthalat ve ihracata ilişkin veriler literatürde yer alan diğer makroekonomik göstergelerle birlikte değerlendirilmeye başlanmış, tüketim harcamaları ve faiz ödemeleri gibi değişkenlerin kullanılması ise diğer çalışmalardan farklılaşmıştır. Kotěšovcová (2019), makroekonomik göstergelerin izlediği trendlerin, ülke kredi derecelendirme notları için bu göstergeler arasındaki çoklu doğrusal bağlantıdan daha anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerini inceleyen Montes ve de Oliveira (2019) OLS panel veri ve dinamik panel veri analizi yöntemlerinden yararlanmışlardır. Büyüme, kişi başına düşen gelir, enflasyon, döviz rezervi, bütçe dengesi ve dış borca ilişkin veriler ele alınmıştır. Bu değişkenlerden büyüme, kişi başına düşen gelir, enflasyon, döviz rezervi ve dış borca ilişkin verilerin ülke kredi derecelendirme notlarının önemli göstergeleri olduğunu vurgulayan Montes ve de Oliveira (2019); bütçe dengesinin Moody's için istatistiki olarak anlamlı olmadığını ancak S&P Global ve Fitch için istatistiki olarak anlamlı olduğunu ifade etmişlerdir.

Avrupa Birliği üyelerinin, Avrupa Borç Krizi kapsamında, ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin incelendiği çalışmada Ewa (2020), panel hata düzeltme modelinden yararlanmıştır. İncelenen literatürde yer alan makroekonomik göstergelerden büyüme, kişi başına düşen gelir, cari açık, kamu borcu, enflasyon, sermaye yatırımları, işsizlik ve borç krizi geçmişi verilerinin yanı sıra özel sektör borcu, ticari açıklık ve yönetim verilerinin kullanılması ile diğer çalışmalardan farklılaşmıştır. Ewa (2020), kriz öncesi, kriz ve kriz sonrası dönemlerde değişkenlerin ağırlıklarının farklılaştığını ifade etmiştir. Ayrıca; parasal birliğe dahil olamayan AB üyelerinin de krizden etkilendiğini vurgulamıştır.

3.1.2. Etkiler üzerine yapılan çalışmalar

Ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri ile ilgili literatür incelendiğinde analizlerde kullanılan makroekonomik değişkenlerin ve yararlanılan istatistiki yöntemlerinin benzerlik gösterdiği görülmektedir. İkinci kategoride değerlendirilebilecek olan ülke kredi derecelendirme notlarının etkileri ile ilgili çalışmalarda da genelde benzer yöntemlerden yararlanmıştır.

Kredi derecelendirmenin tarihçesinin incelendiği çalışmalarında Cantor ve Packer (1995), çöp tahviller, uluslararası bankalar ve bağlı menkul kıymetler üzerinden bir değerlendirme yapmışlardır. Kredi derecelendirme sektöründeki regülasyonun; kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısının artması ve kullanılan metodolojilerin farklılaşması ile zorlaştığını vurgulamıştır. Bir diğer çalışmalarında; kredi derecelendirme notlarının etkilerinin belirlenmesinde olay analizi yöntemini kullanan Cantor ve Packer (1996), devlet tahvili getirilerini incelemiştir. 1987 ile 1994 arasında, Moody's ve S&P tarafından yapılan açıklamaların ele alındığı çalışmada devlet tahvilleri getirilerinin kredi notu açıklamalarından etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Sermaye piyasaları üzerinde ülke kredi derecelendirme not değişimlerinin etkisini araştıran Reisen ve von Maltzan (1998); dolar getirileri ve hisse senedi getirileri ile Moody's ve S&P Global ülke kredi derecelendirme not değişimlerini ele almışlardır. Panel veri ve olay analizi yöntemi kullanılan çalışmada, derecelendirme kuruluşlarının reaktif yaklaşımlardan uzaklaşarak gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki ani yükseliş ve düşüşlerin azaltılabileceğini söylemişlerdir. Literatürde yer alan bir diğer çalışmada; ülke kredi derecelendirme notlarının uluslararası finansal piyasalar üzerindeki etkisini inceleyen Kräussl (2005), gelişmekte olan ülkelerin not değişimlerinden önemli ölçüde etkilendiğini savunmuştur. Olumsuz yöndeki not değişimlerinin piyasalara etkisinin, olumlu yöndeki değişimlere göre daha fazla olduğunu ifade etmişlerdir. Piyasa katılımcıları tarafından

öngörülen not değişimlerinin finansal piyasalara etkisinin ise daha az olduğu gözlenmiştir. Not değişimlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen bir diğer çalışmada Dichev ve Piotroski (2001), panel veri yöntemi kullanarak piyasa değeri ve defter değerlerini araştırmışlardır. Not yükseltmelerinin getirileri fazla etkilemediğini, ancak not düşürümlerinin getirileri izleyen ilk yılda %10 ile %14 seviyesinde azalmasına sebep olduğunu ifade etmişlerdir. Dichev ve Piotroski (2001) ve Kräussl (2005)'un yaptıkları çalışmalarda, Reisen ve von Maltzan (1998)'ın çalışmasından farklı olarak not düşürümlerinin etkisinin daha fazla olduğunu vurgulamıştır.

Hisse senedi piyasaları üzerine yapılan çalışmalardan bir diğerinde, Afonso vd. (2012) kredi derecelendirme notları ile finansal piyasalar arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin verileri kullanılarak yapılan analizde, kredi derecelendirme notları ile devlet tahvili getirileri arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Özellikle negatif yöndeki değişimlerin etkisinin daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Creighton vd. (2007) ise ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimin Avustralya finansal piyasalarına etkisini incelemişler; tahvil ve hisse senedi fiyatlarının not değişimleri ile aynı yönü izlediği sonucuna ulaşmışlardır. Ferraira ve Gama (2007)'ya göre ise bir ülkedeki not düşürümünün diğer ülke piyasaları üzerinde asimetrik bir etkisi bulunmakta iken; not artırımının pozitif veya negatif bir etkisine rastlanılmamıştır.

Kaminsky ve Schmukler (2002) yaptıkları çalışmada, ülke kredi derecelendirme notu ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Gelişmekte olan ülkelere kredi notu veya görünümündeki değişikliğin hisse senedi ve tahvilleri etkilediği gözlenmiştir ve kriz zamanlarında bu etkinin derecesinin arttığı belirlenmiştir. Not artırımları genellikle piyasaların yükseldiği dönemde olurken, not düşürümleri piyasaların daralma dönemlerinde gerçekleşmektedir. Çalışmada bu yönüyle, Reisen ve von Maltzan (1998) ile Dichev ve Piotroski (2001)'in incelenen çalışmalarına benzer çıkarımlarda bulunulmuştur. Ayrıca; gelişmekte olan 16 ülkenin 1990-2000 yılları arasındaki kredi notları panel veri yöntemi ve olay analizi ile incelenmiştir. Panel veri analizi ile finansal piyasaların kısa süreli tepkileri incelenmiş, uzun süreli etkilerin ölçülmesinde ise olay analizinden yararlanılmıştır. Analizler sonucunda not değişikliklerinin hisse senedi piyasalarını doğrudan etkilediği gözlemlenmiştir. Not izleme süreçlerinin de not değişiklikleri kadar önemli olduğu vurgulanmıştır. Bununla beraber incelenen ülkelere birindeki not değişikliğinin yayılma etkisi ile diğer ekonomileri de etkilediği ortaya konmuştur. Son olarak; kırılgan ekonomilerin ABD faiz oranlarındaki değişimden, yüksek nota sahip ekonomilere göre %50 oranda daha fazla etkilendiği gözlemlenmiştir. Literatürde incelenen çalışmalara göre; ülke kredi derecelendirme notlarında yapılacak olan negatif yönlü değişimlerin hem derecelendirme yapılan ülkeyi hem de diğer ülkeleri etkileyebileceği anlaşılmaktadır.

Reinhart (2002), yaptığı çalışmada uluslararası finansal piyasalara ulaşım ve bu piyasalara giriş koşulları üzerinde kredi derecelendirme notlarının önemli bir etkisinin olduğunu savunmaktadır. Teoride ülke kredi derecelendirme notlarının döviz krizlerini sistematik olarak öngörmesi beklenmemektedir. Ancak, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde döviz krizleri ile borç krizleri arasında kuvvetli bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre; kredi

derecelendirme notlarının gelecekteki beklentileri de içerdği varsayımı altında, ülke kredi derecelendirme notlarındaki bir düşüşün döviz piyasalarındaki krizin habercisi olduğu söylenebilir. Ancak yapılan çalışma, kredi derecelendirme notlarının döviz krizlerini tahmin etme gücünün, borç krizlerini tahmin etme gücü kadar başarılı olmadığını ortaya koymuştur. Bunun nedeni olarak; derecelendirme notlarında ele alınan belirleyicilerin döviz krizi göstergelerini yeterince ifade edememesi gösterilmiştir. Bu yönüyle, literatürde hisse sendi piyasaları üzerindeki etkileri inceleyen diğer çalışmalar ile farklılaşmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Avrupa Borç Krizlerini öngörebilmelerini araştıran Alsakka ve Gwilym (2013); kriz dönemlerinde derecelendirme notlarındaki değişime verilen tepkilerin, kriz öncesi döneme göre daha güçlü olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Öte yandan; Macaristan'ın yabancı para cinsinden ülke kredi derecelendirme notlarının 2008 sonrasındaki gelişimini inceleyen Hajnal ve Szűcs (2018), üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun kullandıkları metodolojilerin şeffaflığının arttığını; ancak Macaristan için belirlenen notlarda kullanılan metodolojide halen belirsizlik bulunduğunu ifade etmişlerdir.

Euro'nun değerindeki değişimin, diğer para birimleri ve ülke kredi derecelendirme notlarına yansımaları araştıran Baum vd. (2016); notlardaki düşürümlerin Euro'nun değeri üzerinde etkili olmadığını ancak döviz kuru volatilitasını arttırdığını söylemiştir. Bir diğer çalışmada Hooper vd. (2008), ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimin özellikle dolar bazlı getiriler üzerinde etkiye sahip olduğunu ifade etmiştir. Euro Bölgesi kredi derecelendirme notlarındaki değişimin ABD sermaye piyasalarındaki getiriler ve likidite üzerindeki etkisini inceleyen Jiao (2018) ise, ABD hisse senedi piyasası getirileri, Euro Bölgesi hisse senedi getirileri ve ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimleri olay analizi yöntemiyle ele almışlardır. Euro Bölgesi'nde meydana gelen not düşürümleri ABD menkul kıymetler piyasasında yer alan getirileri ve likiditeyi olumlu yönde değiştirmektedir.

Kredi derecelendirme notunun doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini araştıran Cai vd. (2016) yaptıkları çalışmada 31 donör ülke ile 72 alıcı ülkeyi ele almışlardır. 1985-2012 yılları arasını kapsayan çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Cai vd. (2016) alıcı ülkelerin not derecelendirmesinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bununla beraber, donör ülkelerin not derecelendirmesinin ise alıcı ülkelere yapılacak olan yatırımlar üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu ortaya konmuştur. Ayrıca; ülkelerin OECD'ye üye olup olmaması ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki incelenmiştir. OECD üyesi ülkeler daha yüksek nota sahipse daha çok doğrudan yabancı yatırım çekmektedir. Yatırımcıların daha yüksek riski tercih etmeleri nedeniyle; OECD üyesi olmayan ülkelere, daha düşük nota sahip olan ülkelerin daha fazla doğrudan yabancı yatırım çektiği gözlemlenmiştir.

Ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin çalışmaların konusu, bu çalışmalarda kullanılan yöntem ve değişkenler ile ulaşılan sonuçlar Tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Çalışmalar

Yazar	Konu	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Cantor ve Packer (1995)	Kredi derecelendirmenin tarihçesi	Gözlem	Çöp tahviller, uluslararası bankalar ve bağlı menkul kıymetler ve derecelendirme notları	Kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısının artması ve kullanılan metodolojilerin farklılaşması ile regülasyonlar zorlaşmıştır
Cantor ve Packer (1996)	Ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri ve etkileri	Çoklu regresyon analizi, olay analizi	Kişi başına düşen gelir, büyüme, enflasyon, dış borç, ekonomik gelişmişlik düzeyi, kriz geçmişi, mali denge, cari denge	Kişi başına düşen gelir, büyüme, enflasyon, dış borç, ekonomik gelişmişlik düzeyi, kriz geçmişi belirleyiciler olarak göze çarpmaktadır. Ayrıca, notlardaki değişimler tahvil oranlarını etkilemektedirler
Reisen ve von Maltzan (1998)	Ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişimin sermaye piyasaları üzerindeki etkisi	Dengesiz panel, olay analizi	Dolar getirileri, hisse senedi getirileri, Moody's ve S&P notları	Derecelendirme kuruluşlarının reaktif yaklaşımlarını değiştirerek, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ani yükseliş ve düşüşler azaltılabilir
Ferri vd. (1999)	Doğu Asya Krizi ve not değişimleri arasındaki ilişki	Regresyon	Kişi başına düşen gelir, reel büyüme, enflasyon, bütçe açığı, cari denge, gelişmişlik düzeyi, dış borç, kısa dönemli borçlar ve döviz rezervi	Krizin tahmin edilememesi sonucu kredi derecelendirme kuruluşları daha tutucu hale gelmiştir
Dichev ve Piotroski (2001)	Not değişimlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi	Panel veri	Moody's kredi derecelendirme notları, piyasa değeri ve defter değerleri	Not artırımları getirileri fazla etkilemezken, not düşürümünü izleyen ilk yılda getiriler %10-14 azalmaktadır
Kaminsky ve Schmukler (2002)	Ülke notu değişimlerinin gelişmekte olan piyasaların istikrarı üzerindeki etkisi	Panel regresyon ve olay analizi	Tahvil getiri oranları, hisse senedi fiyatları, faiz oranları, kredi derecelendirme notları	Not değişimleri hem hisse senedi ve tahvil piyasalarını etkilemekte hem de ülkeler arası yayılma etkisine yol açmaktadır
Reinhart (2002)	Borç krizi, döviz krizi ve ülke kredi derecelendirme notları arasındaki ilişkinin incelenmesi	Signals	Moody's ve S&P'nin verdikleri notlar	Gelişmiş ülkelerde döviz krizi ile borç krizi arasındaki ilişki doğrulanamamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde ise borç krizlerine verilen reaktif tepki ile daha büyük not düşürümleri yapılmaktadır
Block ve Vaaler (2004)	İktisadi dalgalanmalar kuramı	Probit regresyon ve zaman serileri (2 ayrı model)	Kişi başına düşen gelir, büyüme, enflasyon, mali denge, cari denge, dış borç, borç krizi geçmişi	Seçim yıllarında gelişmekte olan ülkelerde kredi not değişimi daha fazla olmaktadır

Tablo 9'un devamıdır: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Çalışmalar

Yazar	Konu	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Kräussl (2005)	Ülke notu değişimlerinin gelişmekte olan piyasalarda yaşanan krizler üzerindeki etkisi	Panel regresyon ve olay analizi	S&P ve Moody's ülke kredi derecelendirme notları, nominal döviz kuru, borsa endeksi, gecelik faiz oranı, spekülasyon piyasası endeksi	Negatif yönlü değişimlerin etkisi pozitiflere göre daha fazladır
Creighton vd. (2007)	Not değişiminin Avustralya finansal piyasalarına etkisi	Olay analizi	Moody's ve S&P'nin verdikleri notlar, tahvil ve hisse senedi oranları	Tahvil ve hisse senedi fiyatları, not değişimleri ile aynı yönü izlemektedir
Ferraira ve Gama (2007)	Not açıklamalarının uluslararası piyasalara etkisi	Olay analizi	S&P ülke kredi derecelendirme notları	Bir ülkedeki not düşürümünün diğer ülke piyasaları üzerinde asimimetrik bir etkisi bulunmakta iken not artırımının pozitif veya negatif bir etkisine rastlanılmamıştır
Hooper vd. (2008)	Not açıklamalarının uluslararası piyasalara etkisi	Panel veri	Kredi derecelendirme notlarındaki değişimler, hisse senedi getirileri	Not değişimleri özellikle dolar bazlı getiriler üzerinde etkiye sahiptir
Afonso vd. (2011)	Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri notları etkileyen faktörlerin incelenmesi	Panel veri analizi, lineer regresyon	Kişi başına düşen gelir, büyüme, işsizlik, enflasyon, kamu borcu, dış borç, döviz rezervi, borç krizi geçmişi	Kişi başına düşen gelir, reel büyüme, kamu borcu, borç krizi geçmişi kısa dönemli etkiye sahipken; dış borç stoku, döviz rezervi ve borç krizi geçmişi uzun dönemli etkiye sahiptir.
Afonso vd. (2012)	Not değişimlerinin devlet tahvilleri (AB) ve CDS'ler üzerindeki etkisi	Olay analizi	Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri ülke kredi derecelendirme notları, devlet tahvilleri ve kredi temerrüt takasları	Kredi derecelendirme notları ile devlet tahvili getirileri arasında çift yönlü nedensellik bulunmuştur
Alsakka ve Gwilym (2013)	Kredi derecelendirme kuruluşlarının Avrupa borç krizlerini öngörebilmeleri	Olay analizi	Kredi derecelendirme notları ve döviz kurları	Kriz dönemlerinde derecelendirme notundaki değişime verilen tepkiler kriz öncesi döneme göre daha güçlüdür
Kabadayi (2015)	Gelişmekte olan ülkelerde ülke kredi derecelendirme notunun belirleyicilerinin incelenmesi	Probit - logit panel veri analizi	Cari açık, dış borç, kişi başına düşen gelir, enflasyon, tasarruflar, reel döviz kuru, politik riskler, ekonomik özgürlük endeksi, kredi derecelendirme notları	Dış borç, enflasyon, cari açık ve reel döviz kuru değişkenlerinin notlar üzerindeki etkisi negatifken; kişi başına düşen gelir, tasarruflar ve ekonomik özgürlük endeksinin etkisi pozitifdir
Badr ve El-khadrawi (2016)	Mısır için verilen ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri ile notların yatırım çevresi üzerindeki etkilerinin incelenmesi	En küçük kareler yöntemi (DOLS), regresyon	Büyüme, enflasyon, bütçe açığı, döviz rezervi, cari denge, dış borç, reel efektif döviz kuru	Büyüme, enflasyon, mali denge, döviz rezervi, cari denge, kamu borcu Mısır için verilen notlarda etkilidir

Tablo 9'un devamıdır: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Çalışmalar

Yazar	Konu	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Baum vd. (2016)	Euro'nun değerindeki değişimin, diğer para birimleri ve ülke kredi derecelendirme notlarına yansımaları	Olay analizi, GARCH	Fransa, İspanya, Almanya ve İtalya'daki 5 yıllık devlet tahvili oranları, Euro döviz kuru, not değişimleri	Notlardaki düşüşler Euro'nun değeri üzerinde etkili değilken döviz kuru volatilitisini arttırmaktadır.
Cai vd. (2016)	Doğrudan yabancı yatırımlar ile ülke kredi derecelendirme notları arasındaki ilişkinin incelenmesi	Panel regresyon	Doğrudan yabancı yatırımlar (OECD ve diğer ülkeler için), ülke kredi derecelendirme notları, uzaklık, dil, nüfus, faiz oranları, döviz kuru rejimleri, toplam ticaret ve ticaret bariyerleri	Ülke kredi derecelendirme notları hem yatırım yapan hem de yatırımı alan ülke için önemlidir. OECD ülkelerinin kredi derecelendirme notları yükseldikçe daha fazla yatırım alırken, OECD harici ülkelerin notları düştükçe yapılan yatırımlar artmaktadır. Ayrıca, bulunan bölgenin ortalama kredi derecelendirme notu arttıkça alınan yatırımlar da artmaktadır
Karaaslan ve Özden (2016)	Türkiye'nin kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri ve geleceğe dair notların tahmin edilmesi	Multivariate grey model ve grey relational analizi	Yolsuzluk kontrolü, hükümetin etkinliği, politik istikrar, düzenleyici istikrar, hesap verebilirlik, hukukun üstünlüğü, son 4 yıldaki ortalama büyüme, gelecek yıla ait büyüme tahmini, sermaye yatırımı, enflasyon, kişi başına düşen gelir, toplam borç stoku, döviz kuru volatilitesi	Türkiye'nin ülke kredi derecelendirme notunu etkileyen en önemli sosyal faktör yolsuzluğun kontrolü olarak belirlenmiştir. Tasarruflar ise en önemli ekonomik göstere olarak görülmektedir
Hajnal ve Szűcs (2018)	Macaristan'ın yabancı para cinsinden ülke kredi derecelendirme notlarının 2008 sonrasındaki gelişiminin incelenmesi	Olay analizi	Moody's, S&P ve Fitch'in açıkladıkları ülke kredi derecelendirme notlarında kullanılan değişkenler ve metodolojiler	Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun kullandıkları metodolojilerin şeffaflığı artsa da Macaristan için belirlenen notlarda kullanılan metodolojide halen belirsizlik bulunmaktadır
Jiao (2018)	Euro Bölgesi kredi derecelendirme notlarındaki değişimin ABD sermaye piyasalarındaki getiriler ve likidite üzerindeki etkisi	Olay analizi	ABD hisse senedi piyasası getirileri, Euro Bölgesi hisse senedi getirileri, not değişimleri	Euro Bölgesi'nde meydana gelen not düşürümleri ABD menkul kıymetler piyasasında yer alan getirileri ve likiditeyi olumlu yönde değiştirmektedir

Tablo 9'un devamıdır: Ülke Kredi Derecelendirme Notlarına İlişkin Çalışmalar

Yazar	Konu	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Teixeira vd. (2018)	Finansal krizler altında ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri	Panel veri	Büyüme, kişi başına düşen gelir, işsizlik, enflasyon, yatırımlar, dış borç, cari açık, rezervler, ticaret, likidite riski, toplam borç, mali denge, kriz geçmişi, yolsuzluk endeksi, politik istikrar endeksi	Krizlerde dot-com balonunun etkisi görülmemişken, Asya krizi Asya ülkelerinin notlarını, 2008 krizi ise Euro Bölgesi ülkelerini olumsuz etkilemiştir
Tennant vd. (2018)	Yoksul ülkelerde ülke kredi derecelendirme notları ve önyargının incelenmesi	Ordered probit model	S&P, Moody's ve Fitch ülke kredi derecelendirme notları, borç servis oranı, mali denge, reel büyüme, yatırımlar, doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat, ithalat, cari denge, enflasyon, iç borç, kurumsal yapı	Yoksul ülkelerin borç krizine girme olasılıkları olduğundan daha yüksek olarak gösterilmektedir. Bu önyargının nedeni ise elde edilen bilgilerin güvenilirliği ile açıklanabilir
Kotěšovcová (2019)	Makroekonomik göstergeler ile ülke kredi derecelendirme notlarının tahmin edilmesi	Lineer regresyon, kümülatif korelasyon katsayısı, çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity)	Borç, işsizlik oranı, enflasyon, büyüme, kişi başına düşen gelir, ihracat, net ihracat, hane halkı tüketim harcamaları, kamu harcamaları, gayrisafi yurt içi hasıla, tasarruflar, ithalat, faiz ödemeleri, net ticaret, reel faiz oranı, kamu gelirleri ve harcamaları arasındaki fark	Makroekonomik göstergelerin izlediği trendler, ülke kredi derecelendirme notları için bu göstergeler arasındaki çoklu doğrusal bağlantıdan daha anlamlıdır
Montes ve de Oliveira (2019)	Gelişmekte olan ülkelerde ülke kredi derecelendirme notunun belirleyicilerinin incelenmesi	OLS panel veri ve dinamik panel veri analizi	Kredi derecelendirme notları, büyüme, kişi başına düşen gelir, enflasyon, döviz rezervi, bütçe dengesi, dış borç	Büyüme, kişi başına düşen gelir, enflasyon, döviz rezervi ve dış borç kredi derecelendirme notunun önemli belirleyicileri arasındadır. Bütçe dengesi Moody's'in notlarının analizinde anlamlı olmasa da S&P ve Fitch için anlamlı olmuştur
Ewa (2020)	Avrupa Birliği üyelerinin Avrupa Borç Krizi kapsamında ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin incelenmesi	Panel hata düzeltme modeli	Büyüme, kişi başına düşen gelir, cari açık, kamu borcu, özel sektör borcu, enflasyon, sermaye yatırımları, işsizlik, ticari açıklık, borç krizi geçmişi, yönetim	Kriz öncesi, kriz ve kriz sonrası dönemlerde değişkenlerin ağırlıkları farklılık göstermektedir. Euro kullanmayan AB üyeleri de krizden etkilenmişlerdir

3.2. Ekonometrik Modeller

Çalışmanın analiz kısmında, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri notların belirleyicileri için oluşturulan modeller ele alınmıştır. Bu kapsamda incelenen literatürde öne çıkan değişkenler gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, enflasyon, toplam borç, kamu harcamaları, sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi ve tasarruflar olarak karşımıza çıkmaktadır. Literatüre istinaden bu makroekonomik göstergeler kontrol değişkeni olarak seçilmiştir. Bu değişkenlere ek olarak dört adet araştırma değişkeni seçilmiştir. Son olarak bu değişkenler birlikte ele alınarak değerlendirilmiştir.

Kontrol değişkenlerini oluşturan gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, enflasyon, hükümet harcamaları, sermaye yatırımları, tasarruflar ve cari denge makroekonomik göstergelerine ilişkin veriler Dünya Bankası Veri Tabanı'ndan alınmıştır. Kamu borcuna ilişkin veriler ise Uluslararası Para Fonu (IMF)'ten alınmıştır. Araştırma değişkenlerini oluşturan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, ithalat ve ihracat verileri için yine Dünya Bankası Veri Tabanı'ndan yararlanılmıştır.

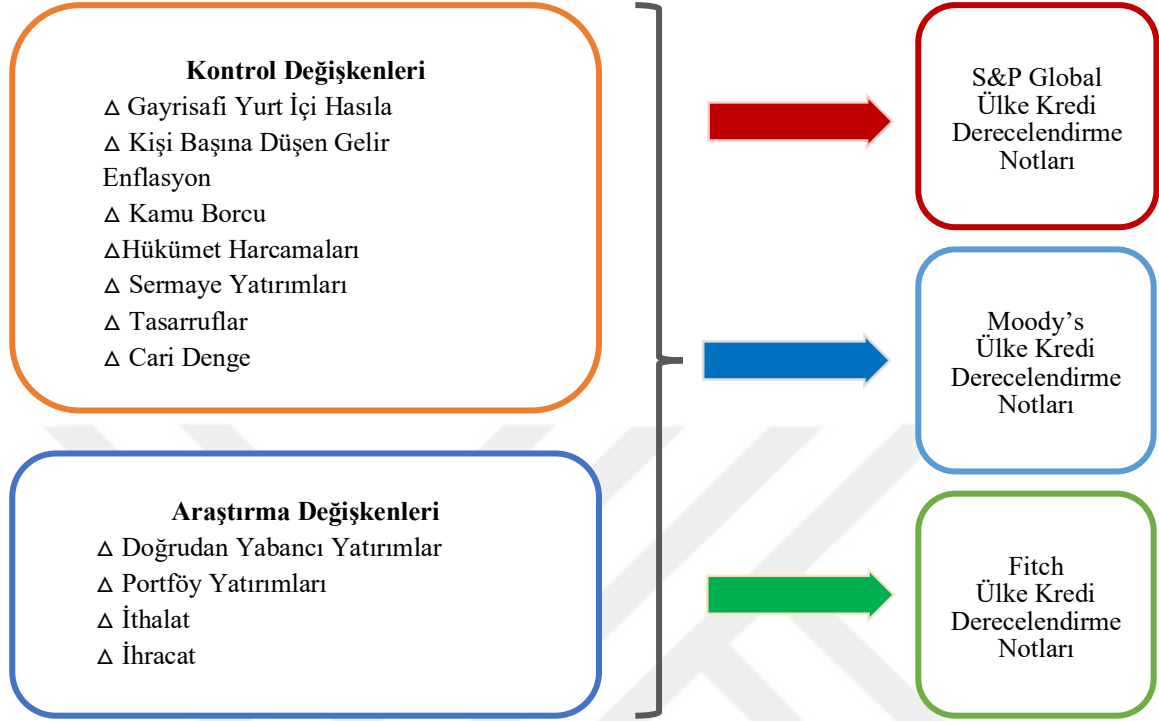
Verilerin 2000 yılı ve öncesinde düzensiz olması ile verilerdeki eksiklikler nedeniyle kontrol değişkenleri ve araştırma değişkenleri ile oluşturulan veri seti 2001 yılı itibariyle ele alınmıştır. Analizlerin gerçekleştirildiği tarih itibariyle; 2019 yılı için Japonya'ya ilişkin kamu harcamaları, sermaye yatırımları, tasarruflar, ithalat ve ihracat verilerine ulaşılamamıştır. Bu nedenle veri setinin aralığı 2001-2018 arasındaki dönemi kapsayacak şekilde belirlenmiştir.

Ülke kredi derecelendirme notlarının sayısallaştırılması birinci bölümün sonunda Tablo 7'de verilen ülke kredi derecelendirme notları karşılaştırma endeksi doğrultusunda yapılmıştır. Bu çerçevede, ülke kredi derecelendirme notlarına karşılık gelen ve yüzlük sisteme çevrilen notlar kullanılmıştır. Bir yıl içerisinde birden fazla not değişimi gerçekleşmesi halinde o yıl içerisinde açıklanan notların aritmetik ortalaması alınmıştır. Bu sayede ekonomik gelişim ve yıl içerisinde makroekonomik göstergelerde meydana gelen değişikliklerin analizlere yansıtılması amaçlanmıştır. Bir ülke için belirli bir yıl içerisinde ülke kredi derecelendirme notuna ilişkin açıklama yapılmaması halinde ise o ülke için belirlenen son notun halen geçerliliğini koruduğu varsayılmıştır. Hesaplamalar sonrasında oluşturulan veriler ekonometrik analizde bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.

G-20 üyeleri; dünyadaki toplam gayrisafi yurt içi hasılanın %80'ini, uluslararası ticaretin %75'ini ve dünya nüfusunun %60'ını oluşturduğu için çalışmada incelenen ülke grubu olarak belirlenmiştir. G-20 içerisinde yer alan Avrupa Birliği hem belirli verilerin açıklanmaması hem de AB üyesi ülkelerinden bazılarının G-20 içerisinde de yer alması nedeniyle çalışmanın kapsamının dışında bırakılmıştır. Makroekonomik göstergelerindeki düzensizlikler ve eksik veriler nedeniyle Arjantin de bu kapsamın dışında kalmıştır. Son olarak, Suudi Arabistan için S&P Global ve Fitch tarafından açıklanan ülke kredi derecelendirme notlarının sırasıyla 2007 ve 2004 yıllarında başlaması nedeniyle bu ülke de çalışmaya dahil edilmemiştir. Toplam 17 G-20 üyesi üzerine yapılan analizlerde kullanılan

ülke kredi derecelendirme notları ile kontrol değişkenleri ve araştırma değişkenleri neticesinde oluşturulan araştırma modeli Şekil 67’de verilmiştir.

Şekil 67: Araştırma Modeli



Araştırma modelinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi göstermek için hesaplanan korelasyonlara ilişkin bilgiler ise Tablo 10’da verilmiştir.

Tablo 10: Değişkenlere İlişkin Korelasyonlar

	$\Delta S\&P$	$\Delta Moody's$	$\Delta Fitch$
Δ Gayrisafi Yurt İçi Hasıla	0,24	0,37	0,40
Δ Kişi Başına Düşen Gelir	0,24	0,37	0,41
Enflasyon	0,03	0,11	0,03
Δ Kamu Borcu	0,02	0,08	0,09
Δ Hükümet Harcamaları	0,30	0,40	0,42
Δ Sermaye Yatırımları	0,31	0,39	0,41
Δ Tasarruflar	0,18	0,30	0,34
Δ Cari Denge	0,05	0,09	-0,04
Δ Doğrudan Yabancı Yatırımlar	-0,05	-0,10	-0,20
Δ Portföy Yatırımları	0,03	0,03	0,11
Δ İthalat	0,18	0,31	0,35
Δ İhracat	0,15	0,22	0,28

Tablo 10 incelendiğinde; bağımlı değişken olarak ele alınan S&P ülke kredi derecelendirme notundaki değişim ile bağımsız değişkenlerden gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, hükümet harcamaları, sermaye yatırımları, ithalat ve ihracattaki değişimler arasında zayıf ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Enflasyon, kamu borcu, cari denge, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile ise çok zayıf ilişki olduğu

görülmektedir. Bir diğer bağımlı değişken olan Moody's ülke kredi derecelendirme notundaki değişim ile bağımsız değişkenlerden gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, sermaye yatırımları, tasarruflar, ithalat ve ihracattaki değişimler arasında zayıf ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Hükümet harcamaları ile orta düzeyde ilişkiden bahsedilebilirken enflasyon, kamu borcu, cari denge, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile bağımlı değişken arasında çok zayıf ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Son bağımlı değişken olarak ele alınan Fitch ülke kredi derecelendirme notundaki değişim ile bağımsız değişkenlerden tasarruflar ve doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimle arasında zayıf ilişki olduğu görülmektedir. Bununla beraber; gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, hükümet harcamaları ve sermaye yatırımları ile bağımlı değişken arasında orta düzeyde ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Diğer bağımsız değişkenler olan enflasyon, kamu borcu, cari denge ve portföy yatırımlarındaki değişim ile ise çok zayıf ilişki olduğu anlaşılmaktadır.

Literatürde yer alan sekiz kontrol değişkenine ilişkin değerlendirmeler incelendiğinde bu değişkenlerin ülke kredi derecelendirme notlarının tahmininde sıklıkla kullanıldığı görülmektedir. Bununla beraber, Kotěšovcová (2019) makroekonomik göstergelerin izlediği trendlerin, ülke kredi derecelendirme notları için bu göstergeler arasındaki çoklu doğrusal bağlantıdan daha anlamlı olduğunu vurgulamaktadır. Bu doğrultuda literatüre istinaden modeller oluşturulmuştur.

3.2.1. S&P Global'e ilişkin modeller

S&P Global ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin ekonometrik analizi için toplam altı model oluşturulmuştur. Bu modellerden ilki; kontrol değişkeni olarak seçilen sekiz makroekonomik göstergenin incelenmesi için oluşturulmuş ve test edilmiştir. Bu kontrol değişkenleri gayrisafi yurt içi hasılanın bir önceki döneme göre değişimi, kişi başına düşen gelirin bir önceki döneme göre değişimi, enflasyon düzeyi, kamu borcunun bir önceki döneme göre değişimi, hükümet harcamalarının bir önceki döneme göre değişimi, sermaye yatırımlarının bir önceki döneme göre değişimi, tasarrufların bir önceki döneme göre değişimi ve cari dengenin bir önceki döneme göre değişimi olarak analizlere katılmıştır. Ayrıca; bir önceki dönem verilen notların modele katılması ile ülke kredi derecelendirme notlarının gecikmeli etkisi incelenmiştir. Model I aşağıda ifade edilmiştir.

$$\Delta S\&P_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta S\&P_{t-1} + \beta_2 \Delta(\text{Gayrisafi Yurt İçi Hasıla})_t + \beta_3 \Delta(\text{Kişi Başına Düşen Gelir})_t + \beta_4 (\text{Enflasyon})_t + \beta_5 \Delta(\text{Kamu Borcu})_t + \beta_6 \Delta(\text{Hükümet Harcamaları})_t + \beta_7 \Delta(\text{Sermaye Yatırımları})_t + \beta_8 \Delta(\text{Tasarruflar})_t + \beta_9 \Delta(\text{Cari Denge})_t + \varepsilon_t \quad (I)$$

Model I'de ele alınan kontrol değişkenlerinin yanı sıra araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımların ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi de incelenmiştir. Bu amaçla doğrudan yabancı yatırımların bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model II aşağıda verilmiştir.

$$\Delta S\&P_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta S\&P_{t-1} + \beta_2 \Delta(\text{Büyüme})_t + \beta_3 \Delta(\text{Kişi Başına Düşen Gelir})_t + \beta_4 (\text{Enflasyon})_t + \beta_5 \Delta(\text{Toplam Borç})_t + \beta_6 \Delta(\text{Kamu Harcamaları})_t + \beta_7 \Delta(\text{Sermaye}$$

$$Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta(\text{Cari İşlemler Dengesi})_t + \beta_9 \Delta(\text{Tasarruflar})_t + \beta_{10} \Delta(\text{Doğrudan Yabancı Yatırımlar})_t + \varepsilon_t \quad (II)$$

Model I’de ele alınan kontrol değişkenlerine ek olarak araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi de analizlere dahil edilmiştir. Bu amaçla portföy yatırımlarının bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model III aşağıda verilmiştir.

$$\Delta S\&P_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta S\&P_{t-1} + \beta_2 \Delta(\text{Büyüme})_t + \beta_3 \Delta(\text{Kişi Başına Düşen Gelir})_t + \beta_4 \Delta(\text{Enflasyon})_t + \beta_5 \Delta(\text{Toplam Borç})_t + \beta_6 \Delta(\text{Kamu Harcamaları})_t + \beta_7 \Delta(\text{Sermaye Yatırımları})_t + \beta_8 \Delta(\text{Cari İşlemler Dengesi})_t + \beta_9 \Delta(\text{Tasarruflar})_t + \beta_{10} \Delta(\text{Portföy Yatırımları})_t + \varepsilon_t \quad (III)$$

Model I’de ele alınan kontrol değişkenleri, ithalatla meydana gelen bir önceki döneme göre değişimin ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi ile birlikte incelenmiştir. Bu amaçla ithalatın bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model IV aşağıda verilmiştir.

$$\Delta S\&P_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta S\&P_{t-1} + \beta_2 \Delta(\text{Büyüme})_t + \beta_3 \Delta(\text{Kişi Başına Düşen Gelir})_t + \beta_4 \Delta(\text{Enflasyon})_t + \beta_5 \Delta(\text{Toplam Borç})_t + \beta_6 \Delta(\text{Kamu Harcamaları})_t + \beta_7 \Delta(\text{Sermaye Yatırımları})_t + \beta_8 \Delta(\text{Cari İşlemler Dengesi})_t + \beta_9 \Delta(\text{Tasarruflar})_t + \beta_{10} \Delta(\text{İthalat})_t + \varepsilon_t \quad (IV)$$

Model I’de ele alınan kontrol değişkenleri ile birlikte ihracatın ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisinin ele alındığı ve bu amaçla ihracatın bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model V aşağıda verilmiştir.

$$\Delta S\&P_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta S\&P_{t-1} + \beta_2 \Delta(\text{Büyüme})_t + \beta_3 \Delta(\text{Kişi Başına Düşen Gelir})_t + \beta_4 \Delta(\text{Enflasyon})_t + \beta_5 \Delta(\text{Toplam Borç})_t + \beta_6 \Delta(\text{Kamu Harcamaları})_t + \beta_7 \Delta(\text{Sermaye Yatırımları})_t + \beta_8 \Delta(\text{Cari İşlemler Dengesi})_t + \beta_9 \Delta(\text{Tasarruflar})_t + \beta_{10} \Delta(\text{İhracat})_t + \varepsilon_t \quad (V)$$

Son olarak; Model I’de ele alınan kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinin tamamı etkilenecek oluşturulan ve toplam etkinin incelenmesini sağlayan Model VI aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta S\&P_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta S\&P_{t-1} + \beta_2 \Delta(\text{Büyüme})_t + \beta_3 \Delta(\text{Kişi Başına Düşen Gelir})_t + \beta_4 \Delta(\text{Enflasyon})_t + \beta_5 \Delta(\text{Toplam Borç})_t + \beta_6 \Delta(\text{Kamu Harcamaları})_t + \beta_7 \Delta(\text{Sermaye Yatırımları})_t + \beta_8 \Delta(\text{Cari İşlemler Dengesi})_t + \beta_9 \Delta(\text{Tasarruflar})_t + \beta_{10} \Delta(\text{Doğrudan Yabancı Yatırımlar})_t + \beta_{11} \Delta(\text{Portföy Yatırımları})_t + \beta_{12} \Delta(\text{İthalat})_t + \beta_{13} \Delta(\text{İhracat})_t + \varepsilon_t \quad (VI)$$

3.2.2. Moody’s’e ilişkin modeller

Moody’s ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin ekonometrik analizi için S&P Global ile benzer şekilde toplam altı model oluşturulmuştur. Bu modellerden ilki; Moody’s ülke kredi derecelendirme notu üzerinde sekiz makroekonomik göstergenin etkisinin incelenmesi amacıyla oluşturulmuştur. Ele alınan kontrol değişkenleri gayrisafi yurt içi hasılanın bir önceki döneme göre değişimi, kişi başına düşen gelirin bir önceki döneme göre değişimi, enflasyon düzeyi, kamu borcunun bir önceki döneme göre değişimi,

hükümet harcamalarının bir önceki döneme göre değişimi, sermaye yatırımlarının bir önceki döneme göre değişimi, tasarrufların bir önceki döneme göre değişimi ve cari dengenin bir önceki döneme göre değişimi olarak ele alınmıştır. Ayrıca; bir önceki dönem verilen notların modele katılması ile ülke kredi derecelendirme notlarının gecikmeli etkisi incelenmiştir. Model I aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta Moody's_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Moody's_{t-1} + \beta_2 \Delta (Büyüme)_t + \beta_3 \Delta (Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta (Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta (Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta (Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta (Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta (Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta (Tasarruflar)_t + \varepsilon_t \quad (I)$$

Model I'de ele alınan kontrol değişkenlerine ek olarak doğrudan yabancı yatırımların ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi de ele alınmıştır. Bu amaçla araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımların bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model II aşağıda ifade edilmiştir.

$$\Delta Moody's_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Moody's_{t-1} + \beta_2 \Delta (Büyüme)_t + \beta_3 \Delta (Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta (Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta (Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta (Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta (Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta (Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta (Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta (Doğrudan Yabancı Yatırımlar)_t + \varepsilon_t \quad (II)$$

Model I'de ele alınan kontrol değişkenlerinin yanı sıra araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi de incelenmiştir. Bu doğrultuda, portföy yatırımlarının bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model III aşağıda verilmiştir.

$$\Delta Moody's_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Moody's_{t-1} + \beta_2 \Delta (Büyüme)_t + \beta_3 \Delta (Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta (Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta (Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta (Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta (Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta (Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta (Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta (Portföy Yatırımları)_t + \varepsilon_t \quad (III)$$

Model I'de ele alınan kontrol değişkenleri, ithalatın ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi ile birlikte analiz edilmiştir. Bu doğrultuda; ithalatın bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model IV aşağıda ifade edilmiştir.

$$\Delta Moody's_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Moody's_{t-1} + \beta_2 \Delta (Büyüme)_t + \beta_3 \Delta (Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta (Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta (Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta (Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta (Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta (Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta (Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta (İthalat)_t + \varepsilon_t \quad (IV)$$

Model I'de ele alınan kontrol değişkenleri ile birlikte ihracatın ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisinin ele alındığı ve bu amaçla ihracatın bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model V aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta Moody's_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Moody's_{t-1} + \beta_2 \Delta (Büyüme)_t + \beta_3 \Delta (Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta (Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta (Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta (Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta (Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta (Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta (Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta (İhracat)_t + \varepsilon_t \quad (V)$$

Son olarak; Model I’de ele alınan kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinin tamamı etkilenecek oluşturulan ve toplam etkinin incelenmesine olanak sağlayan Model VI aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta Moody's_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Moody's_{t-1} + \beta_2 \Delta(Büyüme)_t + \beta_3 \Delta(Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta(Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta(Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta(Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta(Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta(Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta(Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta(Doğrudan Yabancı Yatırımlar)_t + \beta_{11} \Delta(Portföy Yatırımları)_t + \beta_{12} \Delta(İthalat)_t + \beta_{13} \Delta(İhracat)_t + \varepsilon_t \quad (VI)$$

3.2.3. Fitch’e ilişkin modeller

Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin ekonometrik analizi için S&P Global ve Moody’s ile benzer şekilde toplam altı model oluşturulmuştur. Bu modellerden ilki; sekiz makroekonomik göstergenin Fitch ülke kredi derecelendirme notu üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla oluşturulmuştur. İncelenen kontrol değişkenleri gayrisafi yurt içi hasılanın bir önceki döneme göre değişimi, kişi başına düşen gelirin bir önceki döneme göre değişimi, enflasyon düzeyi, kamu borcunun bir önceki döneme göre değişimi, hükümet harcamalarının bir önceki döneme göre değişimi, sermaye yatırımlarının bir önceki döneme göre değişimi, tasarrufların bir önceki döneme göre değişimi ve cari dengenin bir önceki döneme göre değişimi olarak ele alınmıştır. Ayrıca; bir önceki dönem verilen notların modele katılması ile ülke kredi derecelendirme notlarının gecikmeli etkisi incelenmiştir. Model I aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta Fitch_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Fitch_{t-1} + \beta_2 \Delta(Büyüme)_t + \beta_3 \Delta(Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta(Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta(Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta(Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta(Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta(Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta(Tasarruflar)_t + \varepsilon_t \quad (I)$$

Model I’de ele alınan kontrol değişkenlerinin yanı sıra doğrudan yabancı yatırımların ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi de incelenmiştir. Bu amaçla araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımların bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model II aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta Fitch_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Fitch_{t-1} + \beta_2 \Delta(Büyüme)_t + \beta_3 \Delta(Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta(Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta(Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta(Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta(Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta(Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta(Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta(Doğrudan Yabancı Yatırımlar)_t + \varepsilon_t \quad (II)$$

Model I’de analiz edilen kontrol değişkenlerine ek olarak araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi de ele alınmıştır. Bu amaçla, portföy yatırımlarının bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model III aşağıda ifade edilmiştir.

$$\Delta Fitch_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Fitch_{t-1} + \beta_2 \Delta(Büyüme)_t + \beta_3 \Delta(Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta(Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta(Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta(Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta(Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta(Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta(Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta(Portföy Yatırımları)_t + \varepsilon_t \quad (III)$$

Model I’de ele alınan kontrol değişkenleri, ithalatın ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi ile birlikte ele alınmıştır. Bu amaçla; ithalatın bir önceki döneme göre değişimi de ele alınarak oluşturulan Model IV aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta Fitch_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Fitch_{t-1} + \beta_2 \Delta(Büyüme)_t + \beta_3 \Delta(Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta(Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta(Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta(Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta(Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta(Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta(Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta(İthalat)_t + \varepsilon_t \quad (IV)$$

Model I’de ele alınan kontrol değişkenleri ile birlikte ihracatın ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisinin ele alındığı ve bu doğrultuda ihracatın bir önceki döneme göre değişimi eklenerek oluşturulan Model V aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta Fitch_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Fitch_{t-1} + \beta_2 \Delta(Büyüme)_t + \beta_3 \Delta(Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta(Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta(Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta(Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta(Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta(Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta(Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta(İhracat)_t + \varepsilon_t \quad (V)$$

Son olarak; Model I’de ele alınan kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinin tamamı etkilenecek oluşturulan ve toplam etkinin incelendiği Model VI aşağıda ifade edilmiştir.

$$\Delta Fitch_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Fitch_{t-1} + \beta_2 \Delta(Büyüme)_t + \beta_3 \Delta(Kişi Başına Düşen Gelir)_t + \beta_4 \Delta(Enflasyon)_t + \beta_5 \Delta(Toplam Borç)_t + \beta_6 \Delta(Kamu Harcamaları)_t + \beta_7 \Delta(Sermaye Yatırımları)_t + \beta_8 \Delta(Cari İşlemler Dengesi)_t + \beta_9 \Delta(Tasarruflar)_t + \beta_{10} \Delta(Doğrudan Yabancı Yatırımlar)_t + \beta_{11} \Delta(Portföy Yatırımları)_t + \beta_{12} \Delta(İthalat)_t + \beta_{13} \Delta(İhracat)_t + \varepsilon_t \quad (VI)$$

3.3. Ekonometrik Analizler

Panel veride birim kökün varlığını test etmek için öncelikle yatay kesit bağımlılığını test etmek gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumlarda birinci kuşak birim kök testleri kullanılabilirken, yatay kesit bağımlılığının olduğu durumlarda ikinci kuşak testlerin kullanımı daha uygundur.

Ek-2’de yer alan Tablo 37’deki sonuçlar incelendiğinde; cari açık ile portföy yatırımları haricindeki değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenle; yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci kuşak birim kök testleri uygulanmalıdır. Cari açık ile portföy yatırımlarında ise yatay kesit bağımlılığı olmadığı için birinci kuşak birim kök testleri uygulanacaktır.

Pesaran (2007)’ın geliştirdiği Yatay Kesit Güncelleştirilmiş Dickey-Fuller ikinci kuşak birim kök testi (CADF) uygulanan; S&P, Moody’s ve Fitch not değişimlerinin yanı sıra, gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir, kamu borcu, hükümet harcamaları, sermaye yatırımları, tasarruflar, doğrudan yabancı yatırımlar, ithalat ve ihracat değişkenlerinin birinci farkları alındığında durağan hale geldikleri görülmektedir. Birinci kuşak birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu (2002) test sonuçlarına göre ise; cari denge ve portföy yatırımları değişkenlerinin düzeyde durağan oldukları anlaşılmaktadır. Yapılan testlere ilişkin sonuçlar Ek-2’de yer alan Tablo 38’de verilmiştir.

Ekonomik kararlar; önceki dönemler ve kararlarla bağlantılıdır. Makroekonomik göstergeler ele alınarak yapılan analizlerde de bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki gecikmeli etkisi dikkate alınmalıdır. Bu etkinin bulunduğu dinamik panel veri modelleri kısaca gecikmeli değişkenleri içermektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 113).

Dinamik panel veri modellerinde incelenen bağımlı değişkenin gecikmeli etkisinin, bağımsız değişken olarak düşünüldüğü modellere otoregresif panel veri modeli denilmektedir. Bir önceki dönemin etkisini dikkate alan otoregresif panel veri modeli aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir;

$$Y_{it} = \delta Y_{it-1} + \beta X'_{it} + \mu_i + u_{it} \quad (1)$$

Yukarıdaki modelde Y_{it} bağımlı değişkeninin bir dönem gecikmeli değeri olan Y_{it-1} ; diğer bağımsız değişkenler ile birlikte modelde yer almaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 113).

Dinamik panel veri modelinin test edilmesinde kullanılan tahmincilerden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi (GMM); 1991 yılında Manuel Arellano ve Stephen Bond tarafından geliştirilmiştir. Bu model; birinci fark hata terimlerinin negatif otokorelasyon içerdiği durumlarda da kullanılabilmesi nedeniyle; 1981 yılında geliştirilen Anderson ve Hsiao tahmincisine göre farklılaşmaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 129-130).

Bağımlı değişkenin bir önceki değerinin tek açıklayıcı değişken olduğu dinamik panel veri modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \gamma Y_{it-1} + \mu_i + u_{it} \quad (2)$$

birinci farkı alındığında;

$$Y_{it} - Y_{it-1} = \gamma(Y_{it-1} - Y_{it-2}) + (u_{it} - u_{it-1}) \quad (3)$$

Modelin birinci farkının ifade edilmesi; birim etkiden arındırılması anlamına gelmektedir. Y_{it-1} ile u_{it-1} korelasyonlu olup hata terimi $(u_{it} - u_{it-1})$ birim köklüdür.

Gecikmeli değişken olarak ele alınan $(Y_{it-2}, Y_{it-3}, \dots, Y_{it-n})$ değerlerinin; bir önceki fark hata terimi ile korelasyonu sıfır olduğu için bu gecikmeli değerler modele uygun araç değişkenlerdir. Araç değişken matrisi aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir;

$$Z_i = \begin{bmatrix} Y_{i1} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & Y_{i2} & Y_{i1} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & Y_{i3} & Y_{i2} & Y_{i1} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \end{bmatrix} \quad (4)$$

Araç değişken matrisi (4)'ten hareketle, gecikmeli değişkene ek olarak başka bir bağımsız değişkene de sahip olan birinci fark modeli matrisi;

$$Z' \Delta Y = Z' \Delta Y_{-1} \gamma + Z' \Delta Y \beta + Z' \Delta u \quad (5)$$

şeklinde ifade edilebilir. Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi (GMM) ise;

$$\hat{\delta}_{GMM} = (\Delta X' Z (Z' \hat{\Omega} Z)^{-1} Z' \Delta X)^{-1} (\Delta X' Z (Z' \hat{\Omega} Z)^{-1} Z' \Delta Y) \quad (6)$$

olarak ifade edilmektedir. Hata terimlerinin varyans kovaryans matrisi ise $\hat{\Omega}$ ile gösterilmiştir. (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 129-130).

Çalışma kapsamında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdiği notlardaki değişimleri etkileyen faktörleri, yani kurulan modelleri test etmek için yapılan dinamik panel veri analizlerinde, Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen Genelleştirilmiş Modeller Tahmincisi'nden (GMM) yararlanılmıştır. Analizlerde birden fazla birim ve zaman boyutunun bulunmasının yanı sıra, ülke kredi derecelendirme notlarının gecikmeli etkisinin de incelenmesi amacıyla bu yöntem seçilmiştir.

3.3.1. S&P Global ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin model sonuçları

S&P Global ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri üzerine yapılan ekonometrik analizler için toplam altı model oluşturulmuştur. Bu modellerden ilki olan Model I'de, literatürde yer alan ve bu çalışmada kontrol değişkeni olarak ele alınan belirleyiciler incelenmiştir. Model II'de ise kontrol değişkenlerine ek olarak araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişim üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Kontrol değişkenlerine ek olarak, araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlardaki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi ise Model III'te ele alınmıştır. Model IV'te; araştırma değişkenlerinden ithalattaki değişimin kontrol değişkenlerine eklenmesiyle S&P Global ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Ayrıca; araştırma değişkenlerinden ihracattaki değişimin kontrol değişkenlerine eklenmesiyle oluşturulan Model V'te bu değişkenin S&P Global ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Son olarak oluşturulan Model VI'da; araştırma değişkenleri olarak ele alınan doğrudan yabancı yatırımlardaki değişim, portföy yatırımlardaki değişim, ithalattaki değişim ve ihracattaki değişim ile kontrol değişkenleri birlikte analiz edilmiştir. S&P Global ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri üzerine yapılan ekonometrik analizlerin modeller düzeyindeki karşılaştırmalı sonuçları Tablo 11'de verilmiştir.

Tablo 11'de S&P Global ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin Arellano-Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi'ne (GMM) göre gerçekleştirilen ekonometrik analizlerinin sonuçları yer almaktadır. Sonuçlar doğrultusunda S&P Global ülke kredi derecelendirme notlarının literatürde yer alan kontrol değişkenlerinin sınıdığı Model I çıktılarına göre; S&P Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, hükümet harcamalarındaki değişim, sermaye yatırımlarındaki değişim ve cari dengedeki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. S&P ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerinde meydana gelen %1'lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,17 düzeyinde azalışa neden olduğu görülmektedir. Ülkelerin enflasyon düzeylerindeki %1'lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,01 seviyesinde düşüşe sebep olduğu ortaya koyulmuştur. Kamu borcu değişiminde oluşan %1'lik yükselmenin S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,27 düzeyinde bir azalışa neden olduğu tespit edilmiştir. Buna ek olarak hükümet harcamalarındaki değişimde meydana gelen %1'lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %1,05 seviyesinde yükselme

sağladığı görülmüştür. Sermaye yatırımlarının değişiminde oluşan %1’lik artışın ise S&P Global ülke kredi derecelendirme notunu %0,57 seviyesinde yükselttiği ortaya koyulmuştur. Ayrıca, cari denge değişiminde meydana gelen %1’lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunu %0,003 düzeyinde düşürdüğü tespit edilmiştir.

Tablo 11: S&P Global’a İlişkin Model Sonuçları

Bağımlı Değişken Δ S&P	Model					
Bağımsız Değişkenler	I	II	III	IV	V	VI
Δ S&P (-1)	-0,172***	-0,176***	-0,172***	-0,149***	-0,176***	-0,028
Δ GSYİH	-0,858	-0,856	-0,857	-0,799	-1,005*	-1,204**
Δ Kişi Başına Düşen Gelir	-0,301	-0,307	-0,301	-0,275	-0,335	-0,306
Enflasyon	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,011***	-0,009***
Δ Kamu Borcu	-0,268***	-0,267***	-0,268***	-0,269***	-0,239**	-0,169*
Δ Hükümet Harcamaları	1,051***	1,059***	1,051***	0,982***	1,143***	1,019***
Δ Sermaye Yatırımları	0,565***	0,557***	0,565***	0,649***	0,553***	1,259***
Δ Tasarruflar	-0,119	-0,112	-0,119	-0,117	-0,188	-0,584***
Δ Cari Denge	-0,003**	-0,003**	-0,003**	-0,003**	-0,002**	-0,004***
Δ DYY	-	0,001	-	-	-	0,001
Δ Portföy Yatırımları	-	-	0,001	-	-	0,001
Δ İthalat	-	-	-	-0,129	-	-1,014***
Δ İhracat	-	-	-	-	0,187**	1,079***
Sabit	0,037***	0,037***	0,037***	0,041***	0,036**	0,037***
Gözlem Sayısı	272	272	272	272	272	272
Wald (X^2)	74,57***	75,18***	74,28***	75***	80,6***	115,05***
Olasılık (Prob> X^2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimin eklendiği Model II sonuçları incelendiğinde, doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Model I’e benzer şekilde; S&P Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, hükümet harcamalarındaki değişim, sermaye yatırımlarındaki değişim ve cari dengedeki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin bulunduğu görülmektedir. Ayrıca; hesaplanan katsayıların Model I’e yakın değerlere sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlarındaki değişimin, kontrol değişkenlerine eklendiği Model III sonuçlarına göre; portföy yatırımlarındaki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. İlk iki modele benzer şekilde; S&P Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, hükümet harcamalarındaki değişim, sermaye yatırımlarındaki değişim ve cari dengedeki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin

bulunduğu anlaşılmaktadır. Model III'te hesaplanan katsayıların Model I ve Model II'ye yakın değerlere sahip olduğu görülmektedir.

İthalattaki değişimin araştırma değişkeni olarak kontrol değişkenlerine eklendiği Model IV sonuçlarına göre; ithalattaki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. İlk üç modele benzer şekilde; S&P Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, hükümet harcamalarındaki değişim, sermaye yatırımlarındaki değişim ve cari dengedeki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin bulunduğu görülmektedir. Model IV'te hesaplanan katsayıların Model I, Model II ve Model III'e yakın olduğu tespit edilmiştir.

Kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinden ihracattaki değişimin eklendiği Model V sonuçları incelendiğinde, S&P Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, hükümet harcamalarındaki değişim, sermaye yatırımlarındaki değişim ve cari dengedeki değişimin yanı sıra gayrisafi yurt içi hasıladaki değişim ve ihracattaki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. S&P Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerinde meydana gelen %1'lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,17 düzeyinde azalışa neden olduğu tespit edilmiştir. Önceki modellerin aksine istatistiki olarak anlamlı hale gelen gayrisafi yurt içi hasıla değişiminde meydana gelen %1'lik artışın ise S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %1'lik bir azalışa neden olduğu görülmüştür. Ülkelerin enflasyon düzeylerindeki %1'lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,01 seviyesinde düşüşe sebep olduğu ortaya koyulmuştur. Kamu borcu değişiminde oluşan %1'lik yükselmenin S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,24 düzeyinde bir azalışa neden olduğu tespit edilmiştir. Buna ek olarak hükümet harcamalarındaki değişimde meydana gelen %1'lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %1,14 seviyesinde yükselme sağladığı görülmüştür. Sermaye yatırımlarının değişiminde oluşan %1'lik artışın ise S&P Global ülke kredi derecelendirme notunu %0,55 seviyesinde yükselttiği ortaya koyulmuştur. Ayrıca, cari denge değişiminde meydana gelen %1'lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunu %0,002 düzeyinde düşürdüğü tespit edilmiştir. Son olarak; ihracattaki değişimde meydana gelen %1'lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,18 düzeyinde artışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Araştırma değişkenlerinin tamamının kontrol değişkenleri ile birlikte ele alındığı Model VI sonuçları incelendiğinde; gayrisafi yurt içi hasıladaki değişim, enflasyon, kamu borcundaki değişim, hükümet harcamalarındaki değişim, tasarruflardaki değişim, cari dengedeki değişim ile ithalat ve ihracattaki değişimin de S&P Global ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. Önceki modellerin aksine S&P Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerinin, S&P Global ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olmadığı görülmektedir. Gayrisafi yurt içi hasıla

değişiminde meydana gelen %1’lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %1,2’lik bir azalışa neden olduğu görülmüştür. Ülkelerin enflasyon düzeylerindeki %1’lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,01 seviyesinde düşüşe sebep olduğu ortaya koyulmuştur. Kamu borcu değişiminde oluşan %1’lik yükselmenin S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,17 düzeyinde bir azalışa neden olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, hükümet harcamalarındaki değişimde meydana gelen %1’lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %1,02 seviyesinde yükselme sağladığı görülmüştür. Sermaye yatırımlarının değişiminde oluşan %1’lik artışın ise S&P Global ülke kredi derecelendirme notunu %1,26 seviyesinde yükselttiği ortaya koyulmuştur. Önceki modellerin aksine istatistiki olarak ilk kez anlamlı hale gelen tasarruflardaki değişimde meydana gelen %1’lik artışın ise S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %0,58 düzeyinde bir azalışa neden olduğu anlaşılmıştır. Cari denge değişiminde meydana gelen %1’lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunu %0,005 düzeyinde düşürdüğü tespit edilmiştir. İthalattaki değişimlerde meydana gelen %1’lik artış S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %1,02 düzeyinde azalışa neden olurken ihracattaki değişimde oluşan %1’lik artışın S&P Global ülke kredi derecelendirme notunda %1,08 düzeyinde artışa neden olduğu tespit edilmiştir.

3.3.2. Moody’s ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin model sonuçları

Moody’s ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri üzerine yapılan ekonometrik analizler için S&P Global’a benzer şekilde toplam altı model oluşturulmuştur. Model I’de, literatürde yer alan ve bu çalışmada kontrol değişkeni olarak ele alınan belirleyiciler ele alınmıştır. Model II’de ise kontrol değişkenlerine ek olarak araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimin Moody’s ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişim üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlardaki değişimin Moody’s ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi ise kontrol değişkenlerine ek olarak Model III’te ele alınmıştır. Model IV; araştırma değişkenlerinden ithalattaki değişimin kontrol değişkenlerine eklenmesiyle oluşturulmuş ve ithalattaki değişimin Moody’s ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Ayrıca; araştırma değişkenlerinden ihracattaki değişimin kontrol değişkenlerine eklenmesiyle oluşturulan Model V’te bu değişkenin Moody’s ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Son olarak oluşturulan Model VI’da; araştırma değişkenleri olarak ele alınan doğrudan yabancı yatırımlardaki değişim, portföy yatırımlardaki değişim, ithalattaki değişim ve ihracattaki değişim ile kontrol değişkenleri birlikte analiz edilmiştir. Moody’s ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri üzerine yapılan ekonometrik analizlerin modeller düzeyindeki karşılaştırmalı sonuçları Tablo 12’de verilmiştir.

Tablo 12’de Moody’s ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin Arellano-Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi’ne (GMM) göre gerçekleştirilen ekonometrik analizlerinin sonuçları yer almaktadır. Sonuçlar doğrultusunda Moody’s ülke kredi derecelendirme notlarının literatürde yer alan kontrol değişkenlerinin sınıdığı Model I çıktılarına göre; Moody’s ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri ve enflasyonun Moody’s ülke kredi derecelendirme notunun

değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. Moody's ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerinde meydana gelen %1'lik artışın Moody's ülke kredi derecelendirme notunda %0,225 düzeyinde artışa yol açtığı görülmektedir. Ülkelerin enflasyon düzeylerindeki %1'lik artışın ise Moody's ülke kredi derecelendirme notunda %0,004 seviyesinde düşüşe sebep olduğu tespit edilmiştir. Diğer kontrol değişkenleri olan gayrisafi yurt içi hasıladaki değişim, kişi başına düşen gelirdeki değişim, kamu borcundaki değişim, hükümet harcamalarındaki değişim, sermaye yatırımlarındaki değişim, tasarruflardaki değişim ve cari dengedeki değişimin Moody's ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişim üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 12: Moody's'e İlişkin Model Sonuçları

Bağımlı Değişken Δ Moody's	Model					
Bağımsız Değişkenler	I	II	III	IV	V	VI
Δ Moody's (-1)	0,225***	0,228***	0,224***	0,225***	0,226***	0,225***
Δ GSYİH	-0,007	-0,007	-0,007	-0,004	0,002	0,006
Δ Kişi Başına Düşen Gelir	0,006	0,057	0,055	0,057	0,058	0,0058
Enflasyon	-0,004***	-0,004***	-0,004***	-0,004***	-0,004***	-0,004***
Δ Kamu Borcu	-0,068	-0,067*	-0,069**	-0,068**	-0,069**	-0,071**
Δ Hükümet Harcamaları	0,085	0,082	0,086	0,082	0,079	0,079
Δ Sermaye Yatırımları	-0,011	-0,010	-0,009	-0,008	-0,011	-0,018
Δ Tasarruflar	0,039	0,038	0,037	0,038	0,043	0,047
Δ Cari Denge	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Δ DYY	-	0,001	-	-	-	0,001
Δ Portföy Yatırımları	-	-	0,001	-	-	-0,001
Δ İthalat	-	-	-	-0,004	-	0,016
Δ İhracat	-	-	-	-	-0,011	-0,026
Sabit	0,016***	0,016***	0,016***	0,016***	0,016***	0,016***
Gözlem Sayısı	272	272	272	272	272	272
Wald (X^2)	90,54	90,24	90,18	90,00	90,27	89,32
Olasılık (Prob> X^2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimin eklendiği Model II sonuçları incelendiğinde, doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimin Moody's ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Model I'e benzer şekilde; Moody's ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri ve enflasyonun Moody's ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin bulunduğu görülmektedir. Buna ek olarak; kamu borcundaki değişimin de istatistiki olarak anlamlı hale geldiği görülmektedir. Kamu borcundaki değişimde meydana gelen %1'lik artışın Moody's ülke kredi derecelendirme notunda %0,07 düzeyinde düşüşe yol açtığı tespit edilmiştir. Ayrıca; hesaplanan diğer katsayıların Model I'e yakın değerlere sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlarındaki değişimin, kontrol değişkenlerine eklendiği Model III sonuçlarına göre; portföy yatırımlarındaki değişimin Moody's ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Model II'ye benzer şekilde; Moody's ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon ve kamu borcundaki değişimin Moody's ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin bulunduğu gözlenmiştir. Model III'te hesaplanan katsayıların Model I ve Model II'ye yakın değerlere sahip olduğu görülmektedir.

İthalattaki değişimin araştırma değişkeni olarak kontrol değişkenlerine eklendiği Model IV sonuçlarına göre; ithalattaki değişimin Moody's ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı ortaya konulmuştur. Model II ve Model III'e benzer şekilde; Moody's ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon ve kamu borcundaki değişimin Moody's ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin bulunduğu tespit edilmiştir. Ayrıca; Model IV'te hesaplanan katsayıların Model II ve Model III'e yakın olduğu tespit edilmiştir.

Kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinden ihracattaki değişimin eklendiği Model V sonuçları incelendiğinde, Moody's ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon ve kamu borcundaki değişimin Moody's ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. Hesaplanan katsayıların ise önceki modellerle benzer olduğu gözlenmiştir.

Araştırma değişkenlerinin tamamının kontrol değişkenleri ile birlikte ele alındığı Model VI sonuçları incelendiğinde; Moody's ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerini, enflasyon ve kamu borcundaki değişimin Moody's ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. Önceki modellere benzer şekilde ele alınan diğer kontrol ve araştırma değişkenlerinin istatistiki olarak anlamlı olmadıkları gözlenmiştir. Moody's ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerinde oluşan %1'lik artışın Moody's ülke kredi derecelendirme notunda %0,225'lik bir artışa neden olduğu görülmüştür. Ülkelerin enflasyon düzeylerindeki %1'lik artışın ise Moody's ülke kredi derecelendirme notunda %0,004 seviyesinde azalışa neden olduğu ortaya koyulmuştur. Ayrıca; kamu borcu değişiminde oluşan %1'lik yükselmenin Moody's ülke kredi derecelendirme notunda %0,07 düzeyinde bir azalışa neden olduğu tespit edilmiştir.

3.3.3. Fitch ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin model sonuçları

Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri üzerine yapılan ekonometrik analizler için S&P Global ve Moody's'e benzer şekilde toplam altı model oluşturulmuştur. Bu modellerden ilki olan Model I'de, literatürde yer alan ve bu çalışmada kontrol değişkeni olarak ele alınan belirleyiciler analiz edilmiştir. Model II'de ise kontrol değişkenlerine ek olarak araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımlarındaki değişimin Fitch ülke kredi derecelendirme notlarındaki değişim üzerindeki etkisi incelenmiştir. Kontrol değişkenlerine ek olarak, araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlarındaki değişimin Fitch ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi ise Model III'te analiz edilmiştir.

Model IV'te; araştırma değişkenlerinden ithalattaki değişimin kontrol değişkenlerine eklenmesiyle Fitch ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Ayrıca; araştırma değişkenlerinden ihracattaki değişimin kontrol değişkenlerine eklenmesiyle oluşturulan Model V'te bu değişkenin Fitch ülke kredi derecelendirme notları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Son olarak oluşturulan Model VI'da; araştırma değişkenleri olarak ele alınan doğrudan yabancı yatırımlardaki değişim, portföy yatırımlarındaki değişim, ithalattaki değişim ve ihracattaki değişim ile kontrol değişkenleri birlikte analiz edilmiştir. Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri üzerine yapılan ekonometrik analizlerin modeller düzeyindeki karşılaştırmalı sonuçları Tablo 13'te verilmiştir.

Tablo 13: Fitch'e İlişkin Model Sonuçları

Bağımlı Değişken Δ Fitch	Model					
Bağımsız Değişkenler	I	II	III	IV	V	VI
Δ Fitch (-1)	0,194***	0,202***	0,187***	0,193***	0,195***	0,199***
Δ GSYİH	-0,158	-0,140	-0,182	-0,174	-0,183	-0,192
Δ Kişi Başına Düşen Gelir	0,121	0,099	0,117	0,116	0,112	0,085
Enflasyon	-0,006***	-0,006***	-0,005***	-0,006***	-0,006***	-0,006***
Δ Kamu Borcu	-0,131***	-0,125***	0,129***	-0,129***	-0,126***	-0,118***
Δ Hükümet Harcamaları	0,153	0,159	0,174	0,166	0,169	0,195*
Δ Sermaye Yatırımları	0,033	0,017	0,031	0,016	0,031	0,032
Δ Tasarruflar	0,062	0,074	0,071	0,063	0,048	0,058
Δ Cari Denge	-0,001***	-0,001***	-0,001***	-0,001**	-0,001***	-0,001***
Δ DYY	-	-0,001***	-	-	-	-0,001***
Δ Portföy Yatırımları	-	-	0,001*	-	-	0,001**
Δ İthalat	-	-	-	0,025	-	-0,026
Δ İhracat	-	-	-	-	0,035	0,059
Sabit	0,025***	0,025***	0,024***	0,025***	0,024***	0,024***
Gözlem Sayısı	272	272	272	272	272	272
Wald (X^2)	94,20	119,61	100,30	94,81	95,46	127,50
Olasılık (Prob> X^2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Tablo 13'te Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinin Arellano-Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi'ne (GMM) göre gerçekleştirilen ekonometrik analizlerinin sonuçları yer almaktadır. Sonuçlar doğrultusunda Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının literatürde yer alan kontrol değişkenlerinin sınıdığı Model I çıktılarına göre; Fitch ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, kamu borcundaki değişim ve cari dengedeki değişimin Fitch ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. Fitch ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerinde meydana gelen %1'lik artışın Fitch ülke kredi derecelendirme notunda %0,19 düzeyinde yükselişe sebep olduğu tespit edilmiştir. Ülkelerin enflasyon düzeylerindeki %1'lik artışın ise Fitch ülke kredi derecelendirme notunda %0,01 seviyesinde azalışa neden olduğu ortaya koyulmuştur. Ayrıca; kamu borcu değişiminde oluşan %1'lik yükselmenin

Fitch ülke kredi derecelendirme notunda %0,13 düzeyinde bir azalışa neden olduğu gözlenmiştir. Buna ek olarak, cari denge değişiminde meydana gelen %1’lik artışın Fitch ülke kredi derecelendirme notunu %0,001 düzeyinde düşürdüğü tespit edilmiştir.

Kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinden doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimin eklendiği Model II sonuçları incelendiğinde, doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimin Fitch ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca Model I’e benzer şekilde; Fitch ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, kamu borcundaki değişim ve cari dengedeki değişimin Fitch ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin bulunduğu da tespit edilmiştir. Model II sonuçlarına göre; Fitch ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerinde meydana gelen %1’lik artışın Fitch ülke kredi derecelendirme notunda %0,20 düzeyinde yükselişe neden olduğu ortaya koyulmuştur. Ülkelerin enflasyon düzeylerindeki %1’lik artışın ise Fitch ülke kredi derecelendirme notunda %0,01 seviyesinde düşüşe sebep olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca; kamu borcu değişiminde oluşan %1’lik yükselmenin Fitch ülke kredi derecelendirme notunda %0,12 düzeyinde bir azalışa neden olduğu gözlenmiştir. Buna ek olarak, cari denge değişiminde meydana gelen %1’lik artışın Fitch ülke kredi derecelendirme notunu %0,001 düzeyinde düşürdüğü tespit edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımların değişiminde meydana gelen %1’lik artışın ise Fitch ülke kredi derecelendirme notlarında %0,001 düzeyinde azalışa neden olduğu tespit edilmiştir.

Araştırma değişkenlerinden portföy yatırımlarındaki değişimin, kontrol değişkenlerine eklendiği Model III sonuçlarına göre; portföy yatırımlarındaki değişimin S&P Global ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca ilk iki modele benzer şekilde; Fitch Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, kamu borcundaki değişim ve cari dengedeki değişimin Fitch ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin bulunduğu anlaşılmaktadır. Model III’te hesaplanan kontrol değişkenlerine ilişkin katsayıların Model I ve Model II’ye yakın değerlere sahip olduğu görülmektedir. Portföy yatırımlarındaki değişimdeki %1’lik artışın ise Fitch ülke kredi derecelendirme notlarında %0,001 düzeyinde artışa sebep olduğu gözlenmiştir.

İthalattaki değişimin araştırma değişkeni olarak kontrol değişkenlerine eklendiği Model IV sonuçlarına göre; ithalattaki değişimin Fitch ülke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. İlk üç modele benzer şekilde; S&P Global ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, Kamu borcundaki değişim ve cari dengedeki değişimin Fitch ülke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilerinin bulunduğu görülmektedir. Model IV’te hesaplanan katsayıların Model I, Model II ve Model III’e yakın olduğu tespit edilmiştir.

Kontrol değişkenlerine araştırma değişkenlerinden ihracattaki değişimin eklendiği Model V sonuçları incelendiğinde ise, Fitch ülke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, kamu borcundaki değişim ve cari dengedeki değişimin

Fitch  lke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. İhracattaki değişimin ise Fitch  lke kredi derecelendirme notları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Model V'te hesaplanan katsayıların Model I, Model II, Model III ve Model IV'e yakın olduğu tespit edilmiştir.

Araştırma değişkenlerinin tamamının kontrol değişkenleri ile birlikte ele alındığı Model VI sonuçları incelendiğinde; Fitch  lke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değeri, enflasyon, kamu borcundaki değişim, hükümet harcamalarındaki değişim, cari dengesindeki değişim ile doğrudan yabancı yatırımlardaki değişim ve portföy yatırımlarındaki değişimin de Fitch  lke kredi derecelendirme notunun değişimi üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkileri olduğu tespit edilmiştir. Fitch  lke kredi derecelendirme notundaki değişimin bir dönem gecikmeli değerinde meydana gelen %1'lik artışın Fitch  lke kredi derecelendirme notunda %0,2 düzeyinde bir artışa neden olduğu ortaya konmuştur. Ülkelerin enflasyon düzeylerindeki %1'lik artışın ise Fitch  lke kredi derecelendirme notunda %0,01 seviyesinde düşüşe sebep olduğu ortaya koyulmuştur. Ayrıca; kamu borcu değişiminde oluşan %1'lik yükselmenin Fitch  lke kredi derecelendirme notunda %0,12 düzeyinde bir azalışa neden olduğu tespit edilmiştir. Hükümet harcamalarındaki değişimde meydana gelen %1'lik artışın ise Fitch  lke kredi derecelendirme notunda %0,19 seviyesinde yükselme sağladığı g r lm ştir. Cari denge değişiminde meydana gelen %1'lik artışın Fitch  lke kredi derecelendirme notunu %0,001 düzeyinde düşürdüğü gözlenmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimlerde meydana gelen %1'lik artış Fitch  lke kredi derecelendirme notunda %0,001 düzeyinde azalışa neden olurken, portföy yatırımlarındaki değişimde oluşan %1'lik artışın Fitch  lke kredi derecelendirme notunda %0,001 düzeyinde artışa neden olduğu tespit edilmiştir.

SONUÇ

Ülke kredi derecelendirme notları; uluslararası finansal piyasaların gelişmesi, yatırım olanaklarının artması, ulusal ve uluslararası regülasyonların düzenlenebilmesi ile bu regülasyonlara uyum açısından daha önemli hale gelmiştir. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren şirketlerin yanı sıra ülkelerin de değerlendirmelerinde kullandıkları bilgilere olan ihtiyaçları artmıştır. Bu bilgiler hem nitel hem de nicel değerlendirmeler içerebilmektedir. Ülke kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notları belirlerken kullandıkları ve metodolojilerinde yer alan ekonomik yapı, kurumsal değerlendirmeler ve finansal değerlendirmelere ilişkin verilerin politik risk ve yapısal özelliklerin değerlendirmesi ise hem nitel hem de nicel değerlendirmeleri karşılayan önemli bir gösterge olarak görülmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının bir ülkenin kredibilitesi hakkındaki kanaatlerini içeren ülke kredi derecelendirme notları özellikle son dönemlerde birçok eleştiriye maruz kalmıştır. Kuruluşların metodolojilerinde kullanılan ve subjektif olarak adlandırılabilir değerlendirmeler, kredi derecelendirme notlarının güvenilirliği üzerinde soru işaretlerine neden olmuştur. Bu değerlendirmelerin krizleri öngörmedeki başarısızlığı ise literatürde ayrıca kendisine yer bulmuştur. Derecelendirilen kurumlar ile olan finansal ilişkiler ise asil-vekil sorunu doğurmuş, notlara olan güvenin zedelenmesine sebep olmuştur. Bunların dışında, metodolojilerin objektifliğini arttıran makroekonomik göstergelerin kullanımının ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesindeki anlamlılığın ayrıca bir tartışma konusu olduğu görülmektedir. Ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerini araştıran çalışmalar bu nedenle daha önemli hale gelmiştir.

Ülke kredi derecelendirme notlarının karşılaştırılmasına olanak veren ve notların sayısallaştırılması amacıyla oluşturulan endeks doğrultusunda; ülke kredi derecelendirme notlarındaki trend, notlandırma metodolojisinde kullanılan makroekonomik göstergelerin izledikleri trendler ile beraber incelenmiştir. Bu incelemeler; dünya ekonomisinin çoğunluğunu temsil eden G-20 üye ülkeleri özelinde, sekiz kontrol değişkeni ve dört araştırma değişkeni vasıtasıyla ayrıca istatistiki olarak analiz edilmiştir. İlk olarak literatürde yer alan kontrol değişkenlerine ilişkin yapılan analizler; üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri notlar özelinde aşağıdaki sonuçları vermiştir.

- S&P Global, Moody's ve Fitch'in verdikleri ülke kredi derecelendirme notları, notların bir dönem gecikmeli değerlerinden etkilenmektedir. Bir başka deyişle, belirlenen notlar, gelecek dönemlere ilişkin kanaatler hakkında fikir vermekte ve geçerliliğini korumaktadır.
- Gayrisafi yurt içi hasıla üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri notlarda istatistiki olarak anlamlı değildir. Yani; önemli bir gösterge olan gayrisafi yurt içi hasıla verilen notlarda dikkate alınmamaktadır.
- Kişi başına düşen gelir, gayrisafi yurt içi hasılaya benzer şekilde verilen notlarda etkili değildir. Ülkelerin kişi başına düşen gelirlerinde meydana gelebilecek değişiklikler, ülke kredi derecelendirme notlarında etkili olmamaktadır.

- Tüketici fiyat endeksi, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu için de önemli bir gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle Moody's'in kredi derecelendirme metodolojisinde önemli bir gösterge olduğu anlaşılmaktadır.
- S&P Global ve Fitch verdikleri notlarda toplam borcu dikkate alırken, Moody's için yapılan değerlendirmelerde toplam borç istatistiki olarak anlamlı bulunmamıştır.
- Hükümet harcamaları, yalnızca S&P Global için önemli bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır.
- Sermaye yatırımlarının, hükümet harcamalarına benzer şekilde yine sadece S&P Global için yapılan analizlerde istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir.
- Tasarruflar, her üç kredi derecelendirme kuruluşu için notların belirlenmesinde etkili olmamaktadır.
- Son olarak cari denge; S&P Global ve Fitch için istatistiki olarak anlamlı iken, Moody's için anlamlı değildir.

Kontrol değişkenleri özelinde yapılan ekonometrik analizler neticesinde, literatürde yer alan kontrol değişkenlerinin S&P Global ve Fitch'in vermiş oldukları notların tahmininde daha anlamlı oldukları anlaşılmaktadır. Ancak Moody's'in verdiği notlarda yalnızca enflasyona ilişkin verilerin istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Araştırma değişkenlerinin tek tek eklenmesi ile yapılan analizlere ilişkin sonuçlar ise aşağıdaki gibi değerlendirilebilir;

- Doğrudan yabancı yatırımlar, S&P Global ve Moody's'in verdiği notlarda anlamlı değilken, Fitch için anlamlıdır. Bir başka deyişle, doğrudan yabancı yatırımlar Fitch ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerinden biri olarak düşünülebilir.
- Portföy yatırımları, S&P Global ve Moody's'in verdikleri notlarda anlamlı değilken, yine Fitch için anlamlıdır. Portföy yatırımlarının, Fitch ülke kredi derecelendirme notlarına ilişkin analizlerde kullanılabilmesi notların tahmini için önemlidir.
- İthalat, literatürde yer alan değişkenlere tek başına eklendiğinde istatistiki olarak anlamlı değildir. Bu durum her üç kredi derecelendirme kuruluşu için de geçerlidir.
- İhracat ise S&P Global için istatistiki olarak anlamlı sonuçlar verirken, Moody's ve Fitch için anlamlı değildir.

Ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde kullanılan metodolojiler değerlendirildiğinde, literatürde yer alan makroekonomik göstergelere ek olarak farklı değişkenlerin kullanılmasının da mümkün olduğu anlaşılmaktadır. Hipotezler doğrultusunda yapılan araştırmaya ilişkin sonuçlar her bir kuruluş özelinde değerlendirilebilir.

S&P Global için tüm değişkenlerin birlikte ele alınması; notların gecikmeli değerinin etkisini ortadan kaldırmaktadır. Bu sayede; gelecek dönemlere ilişkin kanaatlerin daha subjektif olabilme ihtimali elimine edilebilmektedir. Makroekonomik göstergelerde meydana gelebilecek değişikliklerin notlara yansımaları, önceki dönemlere ilişkin olumsuz kanaatlerden arındırılmış olarak yansıtılabilmektedir. Ayrıca; ithalat ve ihracata ilişkin verilerin birlikte istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermesi, uluslararası ticaret açısından

yapılacak olan değerlendirmeler için önem arz etmektedir. S&P Global özelinde hipotezlere ilişkin sonuçlar Tablo 14’te verilmiştir.

Tablo 14: S&P Global Özelinde Hipotezlerin Değerlendirilmesi

Hipotezler	Değişken	Beklenti	Gerçekleşen					
			I	II	III	IV	V	VI
			S&P Global					
Gayrisafi yurt içi hasılanın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GDP</i>	+	-	-	-	-	+	+
Kişi başına düşen gelirin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GDPPERCAP</i>	+	-	-	-	-	-	-
Enflasyonun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>INF</i>	+	+	+	+	+	+	+
Toplam borcun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>DEBT</i>	+	+	+	+	+	+	+
Kamu harcamalarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GOVEXP</i>	+	+	+	+	+	+	+
Sermaye yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>CAP</i>	+	+	+	+	+	+	+
Cari işlemler dengesinin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>CAB</i>	+	-	-	-	-	-	+
Tasarrufların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>SAVINGS</i>	+	+	+	+	+	+	+
Doğrudan yabancı yatırımların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>FDI</i>	+		-				-
Portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>PORTFOLIO</i>	+			-			-
İthalatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>IMP</i>	+				-		+
İhracatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>EXP</i>	+					+	+

Not: "+" işareti beklentinin desteklendiği, "-" işareti ise desteklenemediği anlamına gelmektedir.

S&P Global özelinde hipotezler değerlendirildiğinde hem kontrol değişkenlerinin hem de araştırma değişkenlerinin ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde istatistiki olarak anlamlı olmaları beklenmektedir. Ancak; kontrol değişkenlerinin test edildiği Model I’de gayrisafi yurt içi hasıla, kişi başına düşen gelir ve cari işlemler dengesinin bu beklentiyi karşılamadığı görülmektedir. Ayrıca; bu beklentilerden gayrisafi yurt içi hasıla ve cari işlemler dengesine ilişkin beklentiler metodolojiye yeni değişkenlerin eklendiği Model VI’da karşılanmaktadır. Kısaca; literatürde yer alan metodoloji yapılan analizler özelinde beklentileri karşılamakta yetersiz kalmakta, ancak bu çalışmada önerilen araştırma değişkenleri ile değerlendirildiğinde daha fazla değişken anlamlı hale gelmektedir. S&P Global özelinde; kullanılan metodolojiye yeni değişkenlerin katılması ülke kredi derecelendirme notlarının tahmini için önem arz etmektedir.

Moody's için tüm değişkenlerin birlikte değerlendirildiği analizler neticesinde araştırma değişkenlerinin istatistiki olarak anlamlı olmadıkları görülmüştür. Bunun dışında; ekonometrik modellerde yararlanılan ve literatürde yer alan değişkenlerin Moody's ülke kredi derecelendirme notlarının tahmininde beklenen sonuçları vermedikleri anlaşılmaktadır. Genel olarak; ülke kredi derecelendirme notlarının oldukça yüksek bir bölümünün tahmin edilmesinde başarılı olduğu düşünülen makroekonomik göstergelerin, Moody's'in kullandığı metodoloji için geçerli olmadığı anlaşılmaktadır. Bu nedenle Moody's'in belirlediği notların, ülke kredi derecelendirme notlarının sübjektifliği yönünde yapılan eleştirilere diğer kuruluşlarda daha fazla maruz kalması beklenebilir. Moody's özelinde hipotezlere ilişkin sonuçlar Tablo 15'te verilmiştir.

Tablo 15: Moody's Özelinde Hipotezlerin Değerlendirilmesi

Hipotezler	Değişken	Beklenti	Gerçekleşen					
			I	II	III	IV	V	VI
			Moody's					
Gayrisafi yurt içi hasılanın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GDP</i>	+	-	-	-	-	-	-
Kişi başına düşen gelirin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GDPPERCAP</i>	+	-	-	-	-	-	-
Enflasyonun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>INF</i>	+	+	+	+	+	+	+
Toplam borcun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>DEBT</i>	+	-	+	+	+	+	+
Kamu harcamalarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GOVEXP</i>	+	-	-	-	-	-	-
Sermaye yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>CAP</i>	+	-	-	-	-	-	-
Cari işlemler dengesinin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>CAB</i>	+	-	-	-	-	-	-
Tasarrufların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>SAVINGS</i>	+	-	-	-	-	-	-
Doğrudan yabancı yatırımların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>FDI</i>	+	-					-
Portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>PORTFOLIO</i>	+			-			-
İthalatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>IMP</i>	+				-		-
İhracatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>EXP</i>	+					-	-

Not: "+" işareti beklentinin desteklendiği, "-" işareti ise desteklenemediği anlamına gelmektedir.

Moody's özelinde hipotezler değerlendirildiğinde hem kontrol değişkenlerinin hem de araştırma değişkenlerinin ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde istatistiki olarak anlamlı olmaları beklenmektedir. Ancak; kontrol değişkenlerinin test edildiği Model

I'de yalnızca enflasyonun bu beklentiyi karşıladığı görülmektedir. Ayrıca; bu beklentilerden yalnızca toplam borç diğer modellerde anlamlı hale gelmektedir. Kısaca; literatürde yer alan metodoloji yapılan analizler özelinde beklentileri karşılamakta yetersiz kalmakta, bu çalışmada önerilen araştırma değişkenleri ile değerlendirildiğinde ise yalnızca bir değişken daha anlamlı hale gelmektedir. Moody's özelinde; kullanılan metodolojinin ülke kredi derecelendirme notlarını tahmin etmede yetersiz kaldığı, eklenen araştırma değişkenlerinin ise bu sonucu genelleştirilebilir düzeyde değiştirmede görülmektedir.

Fitch için tüm değişkenlerin birlikte değerlendirildiği analizler neticesinde; doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarına ilişkin verilerin istatistiki olarak anlamlı oldukları anlaşılmaktadır. Hükümet harcamalarına ilişkin gösterge de ayrıca bu modelde anlamlı hale gelmektedir. Bir başka deyişle; uluslararası finansa ilişkin göstergelerin, Fitch'in belirlediği ülke kredi derecelendirme notlarında etkili olduğu anlaşılmaktadır. Fitch özelinde hipotezlere ilişkin sonuçlar Tablo 16'da verilmiştir.

Tablo 16: Fitch Özelinde Hipotezlerin Değerlendirilmesi

Hipotezler	Değişken	Beklenti	Gerçekleşen					
			I	II	III	IV	V	VI
			Moody's					
Gayrisafi yurt içi hasılanın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GDP</i>	+	-	-	-	-	-	-
Kişi başına düşen gelirin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GDPPERCAP</i>	+	-	-	-	-	-	-
Enflasyonun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>INF</i>	+	+	+	+	+	+	+
Toplam borcun ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>DEBT</i>	+	+	+	+	+	+	+
Kamu harcamalarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>GOVEXP</i>	+	-	-	-	-	-	+
Sermaye yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>CAP</i>	+	-	-	-	-	-	-
Cari işlemler dengesinin ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>CAB</i>	+	-	-	-	-	-	-
Tasarrufların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>SAVINGS</i>	+	+	+	+	+	+	+
Doğrudan yabancı yatırımların ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>FDI</i>	+		+				+
Portföy yatırımlarının ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>PORTFOLIO</i>	+			+			+
İthalatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>IMP</i>	+				-		-
İhracatın ülke kredi derecelendirme notları üzerinde etkisi vardır.	<i>EXP</i>	+					-	-

Not: "+" işareti beklentinin desteklendiği, "-" işareti ise desteklenemediği anlamına gelmektedir.

Fitch özelinde hipotezler değerlendirildiğinde hem kontrol değişkenlerinin hem de araştırma değişkenlerinin ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde istatistiki olarak anlamlı olmaları beklenmektedir. Ancak; kontrol değişkenlerinin test edildiği Model I'de yalnızca enflasyon, toplam borç ve tasarrufların bu beklentiye karşılacağı görülmektedir. Ayrıca; bu beklentilerden kamu harcamalarına ilişkin beklenti metodolojiye yeni değişkenlerin eklendiği Model VI'da karşılanmaktadır. Kısaca; literatürde yer alan metodoloji yapılan analizler özelinde beklentileri karşılamakta yetersiz kalmakta, ancak bu çalışmada önerilen araştırma değişkenleri ile değerlendirildiğinde daha fazla değişken anlamlı hale gelmektedir. Fitch özelinde; kullanılan metodolojiye yeni değişkenlerin katılması ülke kredi derecelendirme notlarının tahmini için önem arz etmektedir.

Çalışmada; G-20 üyeleri özelinde ülke kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerine yönelik araştırmalar yapılmıştır. Dünya ekonomisinin çoğunluğunu temsil etmesi G-20'nin seçilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu sayede yapılan analizlerin geçerliliğinin artırılması amaçlanmıştır. Ülke kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde kullanılan metodolojilere yönelik eleştiriler ise bu çalışmanın çıkış noktasıdır. Bu eleştiriler genel olarak; ülke kredi derecelendirme notlarının yeterince şeffaf olmaması, derecelendirme endüstrisinde var olan kuruluş sayısının azlığı, derecelendirilen kuruluş ve derecelendiren kuruluş arasında olabilecek etik sorunlar ile notların finansal krizlerin öngörülmesinde yeterince başarılı olamaması şeklinde dört ana grupta yoğunlaşmaktadır. Bu nedenlerle; kredi derecelendirme notlarının belirleyicilerin analizi önem arz etmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarının piyasalar üzerindeki etkisi ise, açıklanan notlar ile yatırımcılara önemli bilgiler sunulması açısından önemlidir. Ancak; özellikle finansal krizlerin öngörülmesinde başarısız olarak nitelendirilen notların objektifliğinin artırılarak, tahmin gücünün yükseltilmesi daha da önemli hale gelmiştir.

Bu çalışma; küresel düzeyde faaliyet gösteren ve küresel ekonominin önemli bir parçası olan ülke kredi derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları metodolojilerin değerlendirilmesi ve farklı makroekonomik göstergelerin analizlerde kullanılmasının öneminin anlaşılması açısından farklılaşmaktadır. Yapılan ekonometrik analizler neticesinde, uluslararası ticaret ve uluslararası finans alanlarında çıkarımlarda bulunabilmektedir. Ayrıca; bu çıkarımların hem yatırımcılar hem de düzenleyici kuruluşlarca kullanımında dikkat edilmesi gereken noktalar olduğu anlaşılmaktadır. Bu noktalar; üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun kullandıkları derecelendirme metodolojilerindeki farklılıklar ile açıklanabilmektedir.

Finansal piyasalara bilgi sağlayan ve risk yönetimi konusunda yatırımcılar tarafından kullanılan ülke kredi derecelendirme notları, karar verme süreçlerinde dikkate alınan önemli bir göstergedir. Özellikle 20. yüzyılın başından itibaren önemi artan bu notların günümüz ekonomisinde kullanımının ve bu notlara ilişkin değerlendirmelerin daha dikkatli yapılması gerektiği anlaşılmaktadır. Küresel düzeyde yatırım imkanlarının genişlemesi ve finansal piyasaların gittikçe derinleşmesi neticesinde hem uluslararası ticarete ilişkin hem de uluslararası finansa ilişkin kanaatlerin belirtildiği bu notların daha iyi anlaşılması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Kredi derecelendirme notlarına ilişkin endüstride yer alan kuruluş sayısının az olması nedeniyle gerek kullanılan metodolojilerin objektifliğinin arttırılması gerekse de kuruluş sayısının arttırılması oldukça önemlidir. Rekabetin artması ile asimetrik bilginin azaltılması için kullanılan kaynaklar genişleyecek, bu kaynakların farklı kuruluşlarca sağlanması sayesinde de daha objektif değerlendirmeler yapılabilmesinin önü açılacaktır.





KAYNAKÇA

- Afonso, A., Furceri, D., & Gomes, P. (2012). Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 606-638.
- Afonso, A., Gomes, P., & Rother, P. (2011). Short-and long-run determinants of sovereign debt credit ratings. *International Journal of Finance & Economics*, 16(1), 1-15.
- Akçayır, Ö., & Yıldız, Z. (2014). Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, (40), 1-21.
- Alsakka, R., & Ap Gwilym, O. (2013). Rating agencies' signals during the European sovereign debt crisis: Market impact and spillovers. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 85, 144-162.
- Altman, E. I. (1998). The importance and subtlety of credit rating migration. *Journal of Banking & Finance*, 22(10-11), 1231-1247.
- Anderson, T., & Hsiao, C. (1981). Estimation of Dynamic Models with Error Components. *Journal of the American Statistical Association*, 76(375), 598-606. doi:10.2307/2287517.
- Apak, S. (2008). Küresel Finansal Kriz, G-20 Konferansı ve Türkiye. *Beykent Üniversitesi Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 1-11.
- Arellano, M. & S. Bond (1991) Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Ayaz, S., (2014). Küresel Yönetişimde G-20 ve Türkiye. *Bilge Strateji*, 6(11), 7-13.
- Badr, O. M., & El-khadrawi, A. F. (2016). Macroeconomic Variables, Government Effectiveness and Sovereign Credit Rating: A Case of Egypt. *Applied Economics and Finance*, 3(4), 29-36.
- Bank for International Settlements (2020). Standardised approach: use of external ratings. https://www.bis.org/basel_framework/chapter/CRE/21.htm. Erişim tarihi: 28 Aralık 2020.
- Basu, K., Bisen, A., De, S., & Ghosh, R. (2012). *Comparative Rating Index for Sovereigns (CRIS): A Report Based on The Relativity of Sovereigns: A New Index of Sovereign Credit Ratings and an Analysis of How Nations Fared over the Last Six Year* (No. id: 4903).
- Baum, C. F., Schäfer, D., & Stephan, A. (2016). Credit rating agency downgrades and the Eurozone sovereign debt crises. *Journal of Financial Stability*, 24, 117-131.
- Benmelech, E., & Dlugosz, J. (2010). The credit rating crisis. *NBER Macroeconomics Annual*, 24(1), 161-208.
- Bery, S., Biondi, F., & Brekelmans, S. (2019). Twenty years of the G20: Has it changed global economic governance?. *Russian Journal of Economics*, 5, 412-440.
- Block, S. A., & Vaaler, P. M. (2004). The price of democracy: sovereign risk ratings, bond spreads and political business cycles in developing countries. *Journal of International Money and Finance*, 23(6), 917-946.
- Bonciu, F. (2008). The Global Economic Crisis: A Step Forward Towards Better Global Governance or Global Government?. *Romanian Economic and Business Review*, 3(4), 7.

- Bracht, C. (2011). G20 climate change and energy accountability: the G20 Summit's compliance record, 2008 to 2011. *G20 Research Group, December*.
- Cai, P., Kim, S. J., & Gan, Q. (2016, February). The effects of sovereign credit rating on foreign direct investment. In *Proceedings of the 15th World Business Research Conference, Tokyo, Japan* (pp. 25-26).
- Camanho, N., Deb, P., & Liu, Z. (2009, July). Credit rating and competition. In *22nd Australasian Finance and Banking Conference*.
- Cantor, R., & Packer, F. (1995). The credit rating industry. *The Journal of Fixed Income*, 5(3), 10-34.
- Cantor, R., & Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic policy review*, 2(2).
- Cantor, R., & Packer, F. (1997). Differences of opinion and selection bias in the credit rating industry. *Journal of Banking & Finance*, 21(10), 1395-1417.
- Cherry, J., & Dobson, H. (2012). "Seoul-searching": The 2010 G-20 Seoul Summit. *Global Governance: A Review of Multilateralism and International Organizations*, 18(3), 363-381.
- Chin, G. T. (2014). The BRICS-led development bank: purpose and politics beyond the G20. *Global Policy*, 5(3), 366-373.
- Colakoglu, S., & Hecan, M. (2016). Turkey in Global Governance: An Evaluation of Turkey's G20 Presidency and the Antalya Summit 2015. *Global Summitry*, 2(2), 143-160.
- Colin, I. B. Jr. & Jonhannes, F. L., (2015). The G20 Summit - Its Significance for World and for Turkey. *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi Krize Özel Sayısı*, 61.
- Cowan, A. R. (1991). Inside information and debt rating changes. *Journal of the Midwest Finance Association*, 20(1), 47-58.
- Creighton, A., Gower, L., & Richards, A. J. (2007). The impact of rating changes in Australian financial markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(1), 1-17.
- Dadush, U., & Dasgupta, D. (2001). The benefits and risks of capital account opening in developing countries. in D. Dasgupta, M. Uzan and D. Wilson (eds.), *Capital Flows Without Crisis? Reconciling capital mobility and economic stability*, Routledge: New York and London.
- De Santis, R. A. (2012). The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal.
- Díaz-Berrio, J. L. E. (2011). *The fight against tax havens and tax evasion: Progress since the London G20 summit and the challenges ahead* (pp. 1-78). OPEX.
- Dichev, I. D., & Piotroski, J. D. (2001). The long-run stock returns following bond ratings changes. *The Journal of Finance*, 56(1), 173-203.
- Dickson, P. G. M. (2017). *The financial revolution in England: a study in the development of public credit, 1688-1756*. Routledge.
- Dittrich, F. (2007). The credit rating industry: competition and regulation. *Available at SSRN 991821*.

- Ewa, S. G. (2020). Sovereign Credit Rating Determinants of the EU Countries: The Role of the Euro Area Crisis and Its Legacy. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 8(2), 47-69.
- Ferreira, M. A., & Gama, P. M. (2007). Does sovereign debt ratings news spill over to international stock markets?. *Journal of Banking & Finance*, 31(10), 3162-3182.
- Ferri, G., Liu, L. G., & Stiglitz, J. E. (1999). The procyclical role of rating agencies: Evidence from the East Asian crisis. *Economic Notes*, 28(3), 335-355.
- Fitch (2020a). Coverage. <https://www.fitchratings.com/coverage>. Erişim tarihi: 19 Aralık 2020.
- Fitch (2020b). Sovereign Rating Criteria. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/sovereign-rating-criteria-26-10-2020>. Erişim tarihi: 23 Aralık 2020.
- Fitch (2020c). Rating Criteria. <https://www.fitchratings.com/research/fund-asset-managers/rating-definitions-11-06-2020>. Erişim tarihi: 24 Aralık 2020.
- Fitch (2020d). Rating Process. <https://www.fitchratings.com/products/ratings-process>. Erişim tarihi: 25 Aralık 2020.
- Frost, C. A. (2007). Credit rating agencies in capital markets: A review of research evidence on selected criticisms of the agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(3), 469-492.
- Gaillard, N. (2009). The determinants of Moody's sub-sovereign ratings. *International Research Journal of Finance and Economics*, 31(1), 194-209.
- Hajnal, G., & Felföldi-Szűcs, N. Á. (2018). The Transparency of Credit Ratings—Reconstruction of Hungary's Sovereign Rating. *Financial and Economic Review*, 17(3), 29-56.
- Harris Rimmer, S. (2015). A critique of Australia's G20 presidency and the Brisbane summit 2014. *Global Summitry*, 1(1), 41-63.
- Haspolat, F. B. (2015). Analysis of Moody's Sovereign Credit Ratings: Criticisms Towards Rating Agencies Are Still Valid?. *Procedia Economics and Finance*. 30, (283-293).
- Hooper, V., Hume, T., & Kim, S. J. (2008). Sovereign rating changes—Do they provide new information for stock markets?. *Economic Systems*, 32(2), 142-166.
- Hovakimian, A., Kayhan, A., & Titman, S. (2009). Credit rating targets. *Available at SSRN*, 1098351.
- <https://countryeconomy.com/ratings/argentina>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.
- <https://countryeconomy.com/ratings/australia>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.
- <https://countryeconomy.com/ratings/brazil>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.
- <https://countryeconomy.com/ratings/canada>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.
- <https://countryeconomy.com/ratings/china>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.
- <https://countryeconomy.com/ratings/france>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.
- <https://countryeconomy.com/ratings/germany>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.
- <https://countryeconomy.com/ratings/india>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.
- <https://countryeconomy.com/ratings/indonesia>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/italy>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/japan>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/mexico>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/russia>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/saudi-arabia>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/south-africa>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/south-korea>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/turkey>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/uk>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://countryeconomy.com/ratings/usa>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOV.T.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.CD>. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

<https://tradingeconomics.com/european-union/rating>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

<https://www.g20.org/>. Erişim tarihi: 02 Ocak 2021.

<https://www.hearst.com/-/fitch-group-becomes-a-wholly-owned-hearst-business>. Erişim tarihi: 25 Aralık 2020.

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD. Erişim tarihi: 15 Kasım 2020.

Huang, Z., Chen, H., Hsu, C. J., Chen, W. H., & Wu, S. (2004). Credit rating analysis with support vector machines and neural networks: a market comparative study. *Decision support systems*, 37(4), 543-558.

IMF Global Financial Stability Report (2010, Ekim). *World Economic and Financial Surveys*. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-October-2010-Sovereigns-Funding-and-Systemic-Liquidity-23543>. Erişim Tarihi: 28 Aralık 2020.

- Japan Credit Rating Agency (2020). Derecelendirme notları'nın döviz cinsi açısından türleri, http://www.jcrer.com.tr/Upload/Files/Reports/20161020143629_jcrer_derecelendirme_notlarinin_doviz_cinsi.pdf. Erişim tarihi: 24 Aralık 2020.
- Jiao, F., & Nasher, M. (2018). The effects of Eurozone sovereign credit rating change on the US treasury and equity markets. *American Journal of Finance and Accounting*, 5(4), 323-359.
- Jongryn, M. (2015). Introduction: G20 Middle Powers (MIKTA) and Global Governance. In *MIKTA, Middle Powers, and New Dynamics of Global Governance: The G20's Evolving Agenda*(pp. 1-12). Palgrave Pivot, New York.
- Kabadayi, B., & Çelik, A. A. (2015). Determinants of Sovereign Ratings in Emerging Countries: Qualitative Dependent Variables Panel Data Analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(3).
- Kamel, M. S. (2014). International Monetary and Financial Negotiations in Times of Crises: The G20 Pittsburgh Summit 2009. *International Negotiation*, 19(1), 154-188.
- Kaminsky, G. ve S. L. Schmukler. (2002). Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?. *The World Bank Economic Review*. 16(2), (171-195).
- Karaaslan, A., & Özden, K. Ö. (2017). Forecasting turkey's credit ratings with multivariate grey model and grey relational analysis. *Journal of Quantitative Economics*, 15(3), 583-610.
- Kerwer, D. (2002). Standardizing as governance: The case of credit rating agencies. *Common Goods. Reinventing European and International Governance*, 293-315.
- Kitchen, V., & Rygiel, K. (2014). Privatizing security, securitizing policing: The case of the G20 in Toronto, Canada. *International political sociology*, 8(2), 201-217.
- Kokotsis, E. (2018). G20 Performance on Climate and Energy. *G20 Argentina: The Buenos Aires Summit* (J. Kirton, M. Koch (eds)). L.: GT Media Group Ltd, 154-155.
- Kotěšovcová, J., Mihola, J., & Budinský, P. (2019). The relationship between sovereign credit rating and trends of macroeconomic indicators. *Investment Management & Financial Innovations*, 16(3), 292.
- Kräussl, R. (2005). Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises?. *Journal of Financial Stability*, 1(3), 355-385.
- Larionova, M. V. (2017). G20: Engaging with International Organizations to Generate Growth. *International Organisations Research Journal (IORJ)*, 12(2), 54-86.
- Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108(1), 1-24.
- Montes, G., & de Oliveira, D. (2019). Beyond the macroeconomic determinants of sovereign credit ratings in developing economies: a panel data analysis considering different dimensions.
- Moody's (2015). How Sovereign Credit Quality Can Affect Other Ratings. https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_179820. Erişim tarihi: 29 Aralık 2020.
- Moody's (2019). Sovereign Rating Criteria. https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1158631. Erişim tarihi: 23 Aralık 2020.
- Moody's (2020a). Ratings. <https://ratings.moodys.io/ratings>. Erişim tarihi: 19 Aralık 2020.

- Moody's (2020b). Products. <https://ratings.moodys.io/products#products>. Erişim tarihi: 24 Aralık 2020.
- Moody's (2020c). 3Q 2020 Investor Presentation. <https://ir.moodys.com/tools/download-materials/default.aspx>. Erişim tarihi: 26 Aralık 2020.
- Partnoy, F. (2002). The paradox of credit ratings. In *Ratings, rating agencies and the global financial system* (pp. 65-84). Springer, Boston, MA.
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross-sectional dependence in panels. *Empirical Economics*, 1-38.
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of applied econometrics*, 22(2), 265-312.
- Prilepskiy, I. (2018). G20 Framework for Strong, Sustainable, Balanced and Inclusive Growth: German Presidency Outcomes and Recommendations for the Argentinian Presidency. *International Organisations Research Journal*, 13(2), 42-59.
- Ramakrishnan, R. T., & Thakor, A. V. (1984). Information reliability and a theory of financial intermediation. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 415-432.
- Reinhart, C. M. (2002). Default, currency crises, and sovereign credit ratings. *the world bank economic review*, 16(2), 151-170.
- Reisen, H., & Von Maltzan, J. (1998). Sovereign credit ratings, emerging market risk and financial market volatility. *Intereconomics*, 33(2), 73-82.
- S&P Global (2019). Sovereign Rating Methodology. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/10221157. Erişim tarihi: 23 Aralık 2020.
- S&P Global (2020a). Understanding credit ratings <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/understanding-credit-ratings>. Erişim tarihi: 19 Aralık 2020.
- S&P Global (2020b). Ratings criteria. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/ratings/ratings-criteria. Erişim tarihi: 24 Aralık 2020.
- S&P Global (2020c). S&P Global Ratings Definitions. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352. Erişim tarihi: 24 Aralık 2020.
- S&P Global (2020d). Investor Fact Book. <http://investor.spglobal.com/Cache/IRCache/70bfdcf5-cca7-0740-9eed-aa497f9db060.PDF?O=PDF&T=&Y=&D=&FID=70bfdcf5-cca7-0740-9eed-aa497f9db060&iid=4023623>. Erişim tarihi: 25 Aralık 2020.
- Sangiorgi, F., & Spatt, C. S. (2017). The economics of credit rating agencies. *Foundations and Trends in Finance*, 12, 1-116.
- Scalet, S., & Kelly, T. F. (2012). The ethics of credit rating agencies: what happened and the way forward. *Journal of Business Ethics*, 111(4), 477-490.
- Stolper, A. (2009). Regulation of credit rating agencies. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1266-1273.
- Sylla, R. (1998). US securities markets and the banking system, 1790-1840. Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis, 80, 83-98.
- Sylla, R. (2002). An historical primer on the business of credit rating. In *Ratings, rating agencies and the global financial system* (pp. 19-40). Springer, Boston, MA.

- Teixeira, J. C., Silva, F. J., Ferreira, M. B., & Vieira, J. A. (2018). Sovereign credit rating determinants under financial crises. *Global Finance Journal*, 36, 1-13.
- Tennant, D. F., Tracey, M. R., & King, D. W. (2020). Sovereign credit rating: Evidence of bias against poor countries. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 100877.
- The European Securities and Markets Authority (2020). Report on CRA Market Share Calculation. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_33-9-383_cra_market_share_calculation_2020_0.pdf. Erişim tarihi: 25 Aralık 2020.
- U.S. Securities and Exchange Commissions (2020). 2020 Summary Report on Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization. Office of Credit Ratings. <https://www.sec.gov/files/nrsro-summary-report-2020.pdf>. Erişim tarihi: 25 Aralık 2020.
- White, L. J. (2002). The credit rating industry: An industrial organization analysis. In *Ratings, rating agencies and the global financial system* (pp. 41-63). Springer, Boston, MA.
- White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-26.
- White, L. J. (2013). Credit rating agencies: An overview. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 5(1), 93-122.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2018). *İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Yayıncılık.



EKLER

Ek:1: Ülke Kredi Derecelendirme Notları

Tablo 17: Almanya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	17.08.1983	AAA		
2	9.02.1986		Aaa	
3	26.06.1989	AAA		
4	10.08.1994			
5	21.09.2000			AAA
6	21.11.2011			AAA
7	5.12.2011	AAA		
8	13.01.2012	AAA		
9	23.07.2012		Aaa	
10	28.02.2014		Aaa	

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/germany>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 18: ABD'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	5.02.1949		Aaa	
2	10.08.1994			AAA
3	13.11.1995			AAA
4	1.04.1996			AAA
5	21.09.2000			AAA
6	15.11.2003		Aaa	
7	18.04.2011	AAA		
8	13.07.2011		Aaa	
9	14.07.2011	AAA		
10	2.08.2011		Aaa	
11	5.08.2011	AA+		
12	28.11.2011			AAA
13	10.06.2013	AA+		
14	18.07.2013		Aaa	
15	15.10.2013			AAA
16	21.03.2014			AAA

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/usa>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 19: Arjantin'in Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	18.11.1985		Ba3		41	3.06.2005			DDD
2	4.12.1987		B2		42	29.06.2005		B3	
3	26.05.1989		B3		43	14.12.2005			RD
4	13.07.1992		B1		44	23.03.2006	B		
5	25.08.1993	BB-			45	2.10.2006	B+		
6	4.02.1994	BB-			46	16.01.2007		B3	
7	8.03.1995	BB-			47	25.04.2008	B+		
8	16.05.1995		B1		48	11.08.2008	B		
9	2.04.1997	BB			49	14.08.2008		B3	
10	28.05.1997			BB	50	31.10.2008	B-		
11	2.10.1997		Ba3		51	12.07.2010			B
12	3.09.1998		Ba3		52	13.09.2010	B		
13	22.07.1999	BB			53	23.04.2012	B		
14	20.08.1999		Ba3		54	17.09.2012		B3	
15	6.10.1999		B1		55	30.10.2012	B-		B
16	10.02.2000	BB			56	27.11.2012			CC
17	21.09.2000			BB	57	10.09.2013	CCC+		
18	22.09.2000	BB			58	17.03.2014		Caa1	
19	14.11.2000	BB-			59	17.06.2014	CCC-		
20	21.11.2000		B1		60	1.07.2014	CCC-		
21	19.03.2001	BB-			61	30.07.2014	D		
22	20.03.2001			BB-	62	31.07.2014		Caa1	D
23	26.03.2001	B+			63	2.11.2015		Caa1	
24	28.03.2001		B2		64	24.11.2015		Caa1	
25	8.05.2001	B			65	15.04.2016		B3	
26	6.06.2001	B			66	6.05.2016	B-		
27	11.07.2001			B-	67	10.05.2016			B
28	12.07.2001	B-			68	6.03.2017		B3	
29	13.07.2001		B3		69	4.04.2017	B		
30	26.07.2001		Caa1		70	30.10.2017	B+		
31	9.10.2001	CCC+			71	7.11.2017			B
32	12.10.2001		Caa3	CCC-	72	29.11.2017		B2	
33	30.10.2001	CC			73	4.05.2018			B
34	2.11.2001			CC	74	31.08.2018	B+		
35	6.11.2001	SD		C	75	7.11.2018			B
36	3.12.2001			DDD	76	12.11.2018	B		
37	21.12.2001		Ca		77	12.07.2019		B2	
38	20.08.2003		Caa1		78	16.08.2019	B-		CCC
39	14.01.2005			D	79	29.08.2019	SD		
40	1.06.2005	B-			80	30.08.2019	CCC-	Caa2	RD
					81	3.09.2019			CC
					82	20.12.2019	SD	RD	
					83	30.12.2019	CC		

Negatif Görünüm	Negatif İzleme	Durağan Görünüm	Pozitif İzleme	Pozitif Görünüm
-----------------	----------------	-----------------	----------------	-----------------

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/argentina>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 20: Avrupa Birliği'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	16.09.1976	AAA		
2	11.04.1990	AAA		
3	5.02.2010			AAA
4	7.12.2011	AAA		
5	20.01.2012	AAA		
6	20.12.2013	AA+		
7	14.03.2013		AAA	
8	3.08.2015	AA+		
9	30.06.2016	AA		

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://tradingeconomics.com/european-union/rating>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.



Tablo 21: Avustralya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	27.02.1957	BBB		
2	15.01.1962		A	
3	15.10.1974		Aaa	
4	6.06.1975	AAA		
5	10.09.1986		Aa1	
6	2.12.1986	AA+		
7	26.06.1989	AA+		
8	10.09.1989		Aa2	
9	24.10.1989	AA		
10	3.09.1993	AA		
11	25.01.1996			AA
12	21.08.1996	AA		
13	18.06.1998			AA
14	19.11.1998			AA
15	17.05.1999	AA+		
16	21.09.2000			AA
17	20.10.2002		Aaa	
18	3.02.2003			AA+
19	16.02.2003	AAA		
20	28.11.2011			AAA
21	6.07.2016	AAA		
22	21.09.2018	AAA		

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/australia>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 22: Birleşik Krallık'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	31.03.1978		Aaa	
2	28.04.1978	AAA		
3	26.06.1989	AAA		
4	10.08.1994			AAA
5	21.09.2000			AAA
6	21.05.2009	AAA		
7	26.10.2010	AAA		
8	13.02.2012		Aaa	
9	14.03.2012			AAA
10	13.12.2012	AAA		
11	22.02.2013		Aa1	
12	14.05.2013			AA+
13	13.06.2014	AAA		
14	12.06.2015	AAA		
15	24.06.2016		Aa1	
16	27.06.2016	AA		
17	27.06.2016			AA
18	22.09.2017		Aa2	
19	20.02.2019			AA
20	8.11.2019		Aa2	
21	17.12.2019	AA		AA

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/uk>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 23: Brezilya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	18.10.1986		Ba1	41	8.11.2005	BB-			
2	4.12.1987		B1	42	28.02.2006	BB			
3	28.03.1989		B2	43	28.06.2006				BB
4	5.10.1994		B2	44	1.08.2006		Ba3		
5	30.11.1994	B	B1	45	31.08.2006		Ba2		
6	1.12.1994			B+	46	22.11.2006	BB		
7	18.07.1995	B+			47	5.02.2007			BB
8	20.12.1995	B+			48	10.05.2007			BB+
9	2.04.1997	BB-			49	16.05.2007	BB+		
10	3.09.1998		B2		50	24.05.2007		Ba2	
11	10.09.1998	BB-			51	23.08.2007		Ba1	
12	14.01.1999	B+			52	30.04.2008	BBB-		
13	26.01.1999			B	53	29.05.2008			BBB-
14	10.11.1999	B+			54	6.07.2009		Ba1	
15	22.02.2000			B+	55	22.09.2009		Baa3	
16	29.02.2000	B+			56	28.06.2010			BBB-
17	19.05.2000			BB-	57	4.04.2011			BBB
18	17.08.2000		B2		58	23.05.2011	BBB-		
19	21.09.2000			BB-	59	20.06.2011		Baa2	
20	16.10.2000		B1		60	17.11.2011	BBB		
21	3.01.2001	BB-			61	06.06.2013	BBB		
22	17.07.2001			BB-	62	2.10.2013		Baa2	
23	9.08.2001	BB-			63	24.03.2014	BBB-		
24	27.02.2002		B1		64	9.09.2014		Baa2	
25	4.06.2002		B1		65	9.04.2015			BBB
26	20.06.2002		B1	B+	66	28.07.2015	BBB-		
27	2.07.2002	B+			67	11.08.2015		Baa3	
28	1.08.2002			B+	68	9.09.2015	BB+		
29	12.08.2002		B2		69	15.10.2015			BBB-
30	21.10.2002			B	70	9.12.2015		Baa3	
31	10.03.2003			B	71	16.12.2015			BB+
32	29.04.2003	B+			72	17.02.2016	BB		
33	3.06.2003			B	73	24.02.2016		Ba2	
34	6.11.2003			B+	74	5.05.2016			BB
35	11.12.2003	B+			75	15.03.2017		Ba2	
36	9.09.2004		B1		76	22.05.2017	BB		
37	17.09.2004	BB-			77	26.05.2017		Ba2	
38	28.09.2004			BB-	78	15.08.2017	BB		
39	11.10.2005			BB-	79	11.01.2018	BB-		
40	12.10.2005		Ba3		80	23.02.2018			BB-
					81	9.04.2018		Ba2	
					82	11.12.2019	BB-		

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/brazil>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 24: Çin'in Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	18.05.1988		A3	
2	8.11.1989		Baa1	
3	20.02.1992	BBB		
4	19.07.1993	BBB		
5	10.09.1993		A3	
6	14.05.1997	BBB+		
7	11.12.1997			A-
8	19.02.1998		A3	
9	16.07.1998	BBB+		
10	20.07.1999	BBB		
11	21.09.2000			A-
12	14.08.2001		A3	
13	22.11.2002		A3	
14	15.04.2003	BBB		
15	14.05.2003			A-
16	13.10.2003			A-
17	15.10.2003		A2	
18	17.02.2004	BBB+		
19	19.07.2005	A-		
20	16.10.2005			A
21	27.07.2006	A		
22	13.09.2006			A
23	30.05.2007		A2	
24	26.07.2007	A	A1	
25	5.11.2007			A+
26	31.07.2008	A+		
27	9.11.2009		A1	
28	11.11.2010		Aa3	
29	16.12.2010	AA-		
30	16.04.2013		Aa3	
31	2.03.2016		Aa3	
32	31.03.2016	AA-		
33	24.05.2017		A1	
34	21.09.2017	A+		

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/china>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 25: Endonezya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	20.07.1992	BBB-			41	11.05.2004	B		
2	14.03.1994		Baa3		42	4.10.2004			B+
3	18.04.1995	BBB			43	21.12.2004	B+		
4	4.06.1997			BBB-	44	26.01.2005			BB-
5	10.10.1997	BBB-			45	18.02.2005		B2	
6	17.12.1997			BBB-	46	1.09.2005	B+		
7	21.12.1997		Ba1		47	9.02.2006	B+		
8	22.12.1997			BB+	48	12.02.2006			BB-
9	31.12.1997	BB+			49	26.02.2006		B2	
10	8.01.1998			BB-	50	18.05.2006		B1	
11	9.01.1998	BB			51	26.07.2006	BB-		
12	9.01.1998		B2		52	28.01.2007			BB-
13	21.01.1998			B+	53	5.02.2007		B1	
14	27.01.1998	B			54	1.08.2007		B1	
15	16.01.1998			B-	55	18.10.2007		Ba3	
16	11.03.1998	B-			56	13.02.2008			BB
17	20.03.1998		B3		57	11.06.2009		Ba3	
18	15.05.1998	CCC+			58	16.09.2009		Ba2	
19	8.07.1998	CCC+			59	23.10.2009	BB-		
20	29.03.1999	SD			60	24.01.2010			BB+
21	30.03.1999	CCC+			61	12.03.2010	BB		
22	12.09.1999	CCC+			62	21.06.2010		Ba2	
23	17.04.2000	SD			63	1.12.2010		Ba2	
24	21.09.2000			B-	64	17.01.2011		Ba1	
25	2.10.2000	B-			65	24.02.2011			BB+
26	7.03.2001	B-			66	8.04.2011	BB+		
27	21.05.2001	CCC+			67	15.12.2011			BBB-
28	30.07.2001	CCC+			68	18.01.2012		Baa3	
29	14.09.2001			B-	69	2.05.2013	BB+		
30	2.11.2001	CCC			70	21.05.2015	BB+		
31	30.11.2001			B-	71	21.12.2016			BBB-
32	22.04.2002	SD			72	8.02.2017		Baa3	
33	24.04.2002		B3		73	19.05.2017	BBB-		
34	1.08.2002			B	74	21.12.2017			BBB
35	5.09.2002	CCC+			75	13.04.2018		Baa2	
36	12.05.2003	B-			76	31.05.2019	BBB		
37	25.06.2003		B3						
38	29.09.2003		B2						
39	7.10.2003	B							
40	20.11.2003			B+					

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/indonesia>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 26: Fransa'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	25.06.1975	AAA		
2	23.01.1979		Aaa	
3	26.06.1989	AAA		
4	10.08.1994			AAA
5	21.09.2000			AAA
6	21.11.2011	AAA		
7	16.12.2011			AAA
8	13.01.2012	AA+		
9	16.02.2012		Aa1	
10	12.07.2013			AA+
11	8.11.2013	AA		
12	10.10.2014	AA		
13	14.10.2014			AA+
14	12.12.2014			AA
15	18.09.2015		Aa2	
16	21.10.2016	AA		
17	4.05.2018		Aa2	

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/france>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 27: Güney Afrika'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	22.09.1994			BB	31	25.01.2011	BBB+		
2	3.10.1994	BB+	Baa3		32	9.11.2011		A3	
3	20.11.1995	BB			33	13.01.2012			BBB+
4	17.02.1998			BB	34	28.03.2012	BBB+		
5	17.07.1998		Baa3		35	27.09.2012		Baa1	
6	8.10.1998		Baa3		36	12.10.2012	BBB		
7	7.02.2000		Baa3		37	10.01.2013			BBB
8	25.02.2000	BBB-			38	17.07.2013		Baa1	
9	19.05.2000			BB+	39	13.06.2014	BBB-		
10	27.06.2000			BBB-	40	13.06.2014			BBB
11	12.10.2001		Baa3		41	6.11.2014		Baa2	
12	29.11.2001		Baa2		42	6.11.2014		Baa2	
13	20.08.2002			BBB-	43	4.12.2015	BBB-		
14	12.11.2002	BBB-			44	4.12.2015			BBB-
15	26.02.2003		Baa2		45	8.03.2016		Baa2	
16	11.03.2003			BBB-	46	6.05.2016		Baa2	
17	2.05.2003			BBB	47	25.11.2016			BBB-
18	7.05.2003	BBB			48	3.04.2017		Baa2	
19	14.10.2004		Baa2		49	3.04.2017	BB+		
20	21.10.2004			BBB	50	7.04.2017			BB+
21	11.01.2005		Baa1		51	9.06.2017		Baa3	
22	1.08.2005	BBB+			52	24.11.2017		Baa3	
23	25.08.2005			BBB+	53	24.11.2017	BB		
24	5.06.2007		Baa1		54	23.03.2018		Baa3	
25	25.07.2007			BBB+	55	26.07.2019			BB+
26	17.06.2008			BBB+	56	2.11.2019		Baa3	
27	9.11.2008			BBB+	57	22.11.2019	BB		
28	11.11.2008	BBB+							
29	16.07.2009		A3						
30	17.01.2011			BBB+					

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/south-africa>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 28: Güney Kore'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	18.11.1986		A2		36	21.09.2000			BBB+
2	1.10.1988	A+			37	13.11.2001	BBB+		
3	26.06.1989	A+			38	29.11.2001		Baa2	
4	4.04.1990		A1		39	6.02.2002		Baa2	
5	9.06.1994	A+			40	28.03.2002		A3	
6	9.11.1994	A+			41	13.05.2002			BBB+
7	3.05.1995	AA-			42	27.06.2002			A
8	27.06.1996			AA-	43	24.07.2002	A-		
9	6.08.1997	AA-			44	15.11.2002		A3	
10	24.10.1997	A+			45	10.02.2003		A3	
11	18.11.1997			A+	46	11.06.2004		A3	
12	25.11.1997	A-			47	27.07.2005	A		
13	26.11.1997			A	48	19.09.2005			A
14	27.11.1997		A3		49	23.10.2005			A+
15	10.12.1997		Baa2		50	25.04.2006		A3	
16	11.12.1997	BBB-			51	3.07.2007		A3	
17	11.12.1997			BBB-	52	25.07.2007		A2	
18	21.12.1997		Ba1		53	9.11.2008			A+
19	22.12.1997	B+			54	1.09.2009			A+
20	23.12.1997			B-	55	14.04.2010		A1	
21	9.01.1998		Ba1		56	7.11.2011			A+
22	16.01.1998	B+			57	2.04.2012		A1	
23	21.01.1998			B-	58	27.08.2012		Aa3	
24	3.02.1998			BB+	59	13.09.2012	A+		
25	18.02.1998	BB+			60	7.03.2013			AA-
26	18.12.1998		Ba1		61	19.09.2014	A+		
27	4.01.1999	BB+			62	10.04.2015		Aa3	
28	19.01.1999			BBB-	63	15.09.2015	AA-		
29	25.01.1999	BBB-			64	18.12.2015		Aa2	
30	12.02.1999		Baa3		65	8.08.2016	AA		
31	26.04.1999			BBB-					
32	24.06.1999			BBB					
33	23.08.1999		Baa3						
34	11.11.1999	BBB							
35	16.12.1999		Baa2						

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/south-korea>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 29: Hindistan'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	13.09.1990	BBB			21	31.05.2001			BB+
2	4.10.1990		Baa1		22	7.08.2001	BB		
3	7.03.1991	BBB-			23	8.08.2001		Ba2	
4	26.03.1991		Baa3		24	22.11.2001			BB
5	29.05.1991	BB+			25	14.11.2002		Ba2	
6	24.06.1991		Ba2		26	3.02.2003		Ba1	
7	29.09.1991	BB+			27	16.10.2003		Ba1	
8	14.09.1994		Ba2		28	16.12.2003	BB		
9	1.12.1994		Baa3		29	21.01.2004			BB+
10	1.10.1996	BB+			30	22.01.2004		Baa3	
11	6.10.1997	BB+			31	23.08.2004	BB		
12	8.01.1998		Baa3		32	2.02.2005	BB+		
13	22.05.1998	BB+			33	19.04.2006	BB+		
14	19.06.1998		Ba2		34	1.08.2006			BBB-
15	22.10.1998	BB			35	30.01.2007	BBB-		
16	6.10.1999		Ba2		36	24.02.2009	BBB-		
17	8.03.2000			BB+	37	18.03.2010	BBB-		
18	20.03.2000	BB			38	25.04.2012	BBB-		
19	21.09.2000			BB+	39	18.06.2012			BBB-
20	10.10.2000	BB			40	12.06.2013			BBB-
					41	26.09.2014	BBB-		
					42	9.04.2015		Baa3	
					43	16.11.2017		Baa2	
					44	7.11.2019		Baa2	

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/india>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 30: İtalya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	10.10.1986		Aaa		26	19.10.2006			AA-
2	23.11.1988	AA+			27	20.05.2011	A+		
3	26.06.1989	AA+			28	17.06.2011		Aa2	
4	30.05.1991	AA+			29	19.09.2011	A		
5	1.07.1991		Aa1		30	4.10.2011		A2	
6	6.05.1992	AA+			31	7.10.2011			A+
7	13.08.1992		Aa3		32	5.12.2011	A		
8	25.02.1993		Aa3		33	16.12.2011			A+
9	1.03.1993	AA			34	13.01.2012	BBB+		
10	10.08.1994			AA	35	27.01.2012			A-
11	3.02.1995	AA			36	13.02.2012		A3	
12	23.02.1995			AA-	37	13.07.2012		Baa2	
13	1.05.1996		A1		38	8.03.2013			BBB+
14	1.05.1996		A1		39	9.07.2013	BBB		
15	3.07.1996		Aa3		40	14.02.2014		Baa2	
16	6.05.1998	AA			41	25.04.2014			BBB+
17	21.09.2000			AA-	42	5.12.2014	BBB-		
18	15.05.2002		Aa2		43	21.10.2016			BBB+
19	17.06.2002			AA	44	7.12.2016		Baa2	
20	15.01.2003	AA			45	21.04.2017			BBB
21	7.07.2004	AA-			46	27.10.2017	BBB		
22	29.06.2005			AA	47	25.05.2018		Baa2	
23	8.08.2005	AA-			48	31.08.2018			BBB
24	25.05.2006			AA	49	19.10.2018		Baa3	
25	19.10.2006	A+			50	26.10.2018	BBB		

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/italy>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 31: Japonya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	22.01.1959	BBB			21	23.05.2006	AA-		
2	28.02.1975	AAA			22	22.04.2007	AA		
3	1.10.1981		Aaa		23	18.05.2009		Aa2	
4	26.06.1989	AAA			24	26.01.2010	AA		
5	10.08.1994			AAA	25	27.01.2011	AA-		
6	2.04.1998		Aaa		26	22.02.2011		Aa2	
7	23.07.1998		Aaa		27	26.04.2011	AA-		
8	1.09.1998			AAA	28	27.05.2011			AA
9	16.11.1998		Aa1		29	31.05.2011		Aa2	
10	21.09.2000			AA+	30	24.08.2011		Aa3	
11	22.02.2001	AA+			31	22.05.2012			A+
12	2.03.2001			AA+	32	1.12.2014		A1	
13	11.09.2001	AA+			33	9.12.2014			A+
14	26.11.2001			AA	34	27.04.2015			A
15	27.11.2001	AA			35	16.09.2015	A+		
16	15.04.2002	AA-			36	13.06.2016			A
17	30.05.2002		Aa1		37	27.04.2017			A
18	23.03.2004	AA-			38	13.04.2018	A+		
19	7.04.2004		Aaa						
20	9.05.2005			AA					

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/japan>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 32: Kanada'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	24.08.1949	AA		
2	3.11.1951	AAA		
3	22.05.1968		Aa	
4	12.04.1974		Aaa	
5	26.06.1989	AAA		
6	14.10.1992	AA+		
7	2.06.1994		Aa1	
8	10.08.1994			AA
9	16.02.1995		Aa1	
10	3.03.1995	AA+		
11	12.04.1995		Aa2	
12	24.02.1997	AA+		
13	6.04.2000		Aa2	
14	21.06.2000		Aa1	
15	21.09.2000			AA
16	3.04.2001			AA+
17	3.05.2002		Aaa	
18	29.07.2002	AAA		
19	20.09.2002			AA+
20	12.08.2004			AAA

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/canada>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 33: Meksika'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1 18.12.1990		Ba2		26 6.02.2002		Baa2	
2 30.07.1992	BB+			27 7.02.2002	BBB-		
3 18.11.1993	BB+			28 12.03.2003		Baa2	
4 23.12.1994	BB+			29 6.01.2005		Baa1	
5 10.02.1995	BB+			30 31.01.2005	BBB		
6 23.03.1995	BB+			31 7.12.2005			BBB
7 30.08.1995			BB	32 29.03.2007			BBB
8 28.02.1996	BB			33 2.07.2007	BBB		
9 3.09.1996	BB			34 19.09.2007			BBB+
10 2.09.1997	BB			35 8.10.2007	BBB+		
11 3.09.1998		Ba2		36 10.11.2008			BBB+
12 2.10.1998	BB			37 11.05.2009	BBB+		
13 10.02.1999		Ba2		38 23.11.2009			BBB
14 9.06.1999		Ba2		39 14.12.2009	BBB		
15 21.06.1999		Ba2		40 12.03.2013	BBB		
16 10.08.1999		Ba1		41 8.05.2013			BBB+
17 15.09.1999	BB			42 19.12.2013	BBB+		
18 2.02.2000		Ba1		43 5.02.2014		A3	
19 7.03.2000		Baa3		44 31.03.2016		A3	
20 13.03.2000	BB+			45 23.08.2016	BBB+		
21 11.04.2000			BB	46 19.07.2017	BBB+		
22 3.05.2000			BB+	47 3.08.2017			BBB+
23 21.09.2000			BB+	48 11.04.2018		A3	
24 4.09.2001		Baa3		49 31.10.2018			BBB+
25 15.01.2002			BBB-	50 1.03.2019	BBB+		
				51 5.06.2019		A3	BBB

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/mexico>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 34: Rusya'nın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	7.10.1996	BB-	Ba2	BB+	41	27.01.2004	BB+		
2	19.12.1997	BB-			42	6.10.2004		Baa3	
3	3.02.1998		Ba2		43	18.11.2004			BBB-
4	12.02.1998			BB+	44	3.08.2005			BBB
5	10.03.1998			BB+	45	8.09.2005		Baa3	
6	11.03.1998		Ba3		46	25.10.2005		Baa2	
7	27.05.1998	BB-			47	15.12.2005	BBB		
8	29.05.1998		B1		48	31.12.2005	BBB-		
9	5.06.1998			BB+	49	25.07.2006			BBB+
10	7.06.1998			BB	50	4.09.2006	BBB+		
11	9.06.1998	B+			51	11.03.2008	BBB+		
12	30.07.1998			BB-	52	27.03.2008		Baa2	
13	13.08.1998	B-	B2		53	16.07.2008		Baa1	
14	17.08.1998	CCC		B-	54	19.09.2008	BBB+		
15	21.08.1998		B3		55	23.10.2008	BBB+		
16	27.08.1998			CCC	56	9.11.2008			BBB+
17	16.09.1998	CCC-			57	8.12.2008	BBB		
18	27.01.1999	D			58	12.12.2008		Baa1	
19	5.01.2000		B3		59	4.02.2009			BBB
20	14.02.2000			CCC	60	21.12.2009	BBB		
21	8.05.2000			B-	61	22.01.2010			BBB
22	23.08.2000		B3		62	8.09.2010			BBB
23	29.08.2000			B	63	16.01.2012			BBB
24	21.09.2000			B	64	20.03.2014	BBB		
25	13.11.2000		B2		65	21.03.2014			BBB
26	8.12.2000	B-			66	28.03.2014		Baa1	
27	28.06.2001	B			67	25.04.2014	BBB-		
28	17.07.2001			B	68	27.06.2014		Baa1	
29	4.10.2001	B+		B+	69	17.10.2014		Baa2	
30	29.11.2001		Ba3		70	23.12.2014	BBB-		
31	19.12.2001	B+			71	9.01.2015			BBB-
32	22.02.2002	B+			72	16.01.2015		Baa3	
33	2.05.2002			BB-	73	26.01.2015	BB+		
34	26.07.2002	BB-			74	20.02.2015		Ba1	
35	17.10.2002		Ba3		75	3.12.2015		Ba1	
36	5.12.2002	BB			76	4.03.2016		Ba1	
37	17.12.2002		Ba2		77	22.04.2016		Ba1	
38	13.05.2003			BB+	78	16.09.2016	BB+		
39	28.07.2003		Ba2		79	14.10.2016			BBB-
40	8.10.2003		Baa3		80	17.02.2017		Ba1	
					81	17.03.2017	BB+		
					82	22.09.2017			BBB-
					83	25.01.2018		Ba1	
					84	23.02.2018	BBB-		
					85	8.02.2019		Baa3	
					86	9.08.2019			BBB

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/russia>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 35: Suudi Arabistan'ın Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	29.01.1996		Baa3	
2	16.06.2003		Baa2	
3	15.11.2003		Baa2	
4	24.11.2004			A
5	3.10.2005		Baa2	
6	14.11.2005		A3	
7	17.08.2006			A+
8	7.09.2006		A3	
9	4.10.2006		A2	
10	16.07.2007	AA-		
11	24.07.2007		A1	
12	31.07.2007			A+
13	9.07.2008			AA-
14	15.02.2010		Aa3	
15	29.05.2013	AA-		
16	7.03.2014			AA
17	5.12.2014	AA-		
18	9.02.2015	AA-		
19	21.08.2015			AA
20	30.10.2015	A+		
21	17.02.2016	A-		
22	4.03.2016		Aa3	
23	14.05.2016		A1	
24	22.03.2017			A+
25	30.09.2019			A

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/saudi-arabia>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Tablo 36: Türkiye'nin Ülke Kredi Derecelendirme Notları

	Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH		Tarih	S&P	MOODY'S	FITCH
1	5.05.1992		Baa3		51	16.10.2003	B+		
2	3.05.1993	BBB			52	21.10.2003		B1	
3	13.01.1994		Ba1		53	9.02.2004			B+
4	14.01.1994	BBB-			54	8.03.2004	B+		
5	22.03.1994	BB			55	17.08.2004	BB-		
6	29.04.1994	B+			56	25.08.2004			B+
7	2.06.1994		Ba3		57	13.01.2005			BB-
8	10.08.1994			B	58	11.02.2005		B1	
9	16.08.1994	B+			59	6.12.2005			BB-
10	24.07.1995	B+			60	14.12.2005		Ba3	
11	26.09.1995			BB-	61	23.01.2006	BB-		
12	18.10.1995	B+			62	27.06.2006	BB-		
13	17.07.1996	B+			63	9.05.2007			BB-
14	29.07.1996			BB-	64	3.04.2008	BB-		
15	13.12.1996	B			65	31.07.2008	BB-		
16	20.12.1996			B+	66	13.11.2008	BB-		
17	9.01.1997		Ba3		67	17.09.2009	BB-		
18	13.03.1997		B1		68	18.09.2009		Ba3	
19	11.08.1998	B			69	27.10.2009			BB-
20	21.01.1999	B			70	3.12.2009			BB+
21	30.11.1999		B1		71	8.01.2010		Ba2	
22	10.12.1999	B			72	19.02.2010	BB		
23	10.04.2000			B+	73	5.10.2010		Ba2	
24	25.04.2000	B+			74	24.11.2010			BB+
25	27.04.2000			BB-	75	23.11.2011			BB+
26	24.07.2000		B1		76	1.05.2012	BB		
27	21.09.2000			BB-	77	20.06.2012		Ba1	
28	5.12.2000	B+			78	5.11.2012			BBB-
29	21.02.2001	B+			79	27.03.2013	BB+		
30	21.02.2001		B1		80	16.05.2013		Baa3	
31	22.02.2001			BB-	81	7.02.2014	BB+		
32	23.02.2001	B			82	11.04.2014		Baa3	
33	2.04.2001			B+	83	6.05.2016	BB+		
34	6.04.2001		B1		84	18.07.2016		Baa3	
35	17.04.2001	B-			85	20.07.2016	BB		
36	27.04.2001	B-			86	19.08.2016			BBB-
37	11.07.2001	B-			87	23.09.2016		Ba1	
38	2.08.2001			B	88	4.11.2016	BB		
39	30.11.2001	B-			89	27.01.2017	BB		
40	15.01.2002		B1		90	27.01.2017			BB+
41	29.01.2002	B-			91	17.03.2017		Ba1	
42	5.02.2002			B	92	7.03.2018		Ba2	
43	9.07.2002	B-			93	1.05.2018	BB-		
44	10.07.2002		B1		94	1.06.2018		Ba2	
45	26.07.2002	B-			95	13.06.2018			BB
46	7.11.2002	B-			96	17.08.2018	B+	Ba3	
47	25.03.2003			B-	97	14.06.2019		B1	
48	28.07.2003	B			98	12.07.2019			BB-
49	6.08.2003			B-	99	1.11.2019			BB-
50	25.09.2003			B					

Negatif Görünüm

Negatif İzleme

Durağan Görünüm

Pozitif İzleme

Pozitif Görünüm

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings/turkey>. Erişim tarihi: 15 Ekim 2020.

Ek-2: Birim Kök Testlerine İlişkin Sonuçlar

Tablo 37: Yatay Kesit Bağımlılık Testi

Pesaran (2004)		
Değişkenler	Test İstatistiği	Olasılık
Δ S&P	4,70	0,000
Δ Moody's	6,35	0,000
Δ Fitch	-	-
Δ GSYİH	25,77	0,000
Δ Kişi Başına Düşen Gelir	24,85	0,000
Enflasyon	11,26	0,000
Δ Kamu Borcu	16,59	0,000
Δ Hükümet Harcamaları	21,28	0,000
Δ Sermaye Yatırımları	26,51	0,000
Δ Tasarruflar	25,83	0,000
Δ Cari Denge	0,32	0,752
Δ DYY	2,91	0,004
Δ Portföy Yatırımları	1,38	0,168
Δ İthalat	40,64	0,000
Δ İhracat	40,64	0,000

Tablo 38: Birim Kök Testleri

İkinci Kuşak		
Pesaran (2007)		
Değişkenler	Test İstatistiği	Olasılık
Δ S&P	-2,496	0,001
Δ Moody's	-2,364	0,009
Δ Fitch	-2,719	0,000
Δ GSYİH	-2,569	0,000
Δ Kişi Başına Düşen Gelir	-2,550	0,000
Enflasyon	-2,926	0,000
Δ Kamu Borcu	-2,459	0,000
Δ Hükümet Harcamaları	-2,706	0,000
Δ Sermaye Yatırımları	-2,500	0,001
Δ Tasarruflar	-2,270	0,015
Δ DYY	-3,332	0,000
Δ İthalat	-2,375	0,005
Δ İhracat	-2,203	0,028
Birinci Kuşak		
Levin, Lin ve Chu (2002)		
Değişkenler	Test İstatistiği	Olasılık
Δ Cari Denge	-21,5973	0,000
Δ Portföy Yatırımları	-7,3051	0,000



ÖZGEÇMİŞ

İŞGÜVEN, ilköğretimini Osmaniye’de tamamlamıştır. Lise eğitimi için Gaziantep’te bulunduktan sonra, 2010 yılında Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü’nden mezun olmuştur. 2011 yılında, 1416 Sayılı Kanun kapsamında yüksek öğrenimine yurtdışında devam eden öğrencilere, Milli Eğitim Bakanlığı tarafından verilen Yurt Dışı Lisansüstü Öğrenim Bursu’nu kazanan İŞGÜVEN, ayrıca Yalova Üniversitesi’ne Araştırma Görevlisi olarak atanmaya hak kazanmıştır. 2012 yılında Saint Joseph University’ye bağlı ELS Language Center’da dil eğitimi gördükten sonra, 2013 yılında Pennsylvania State University’de Finans alanında yüksek lisans eğitimini tamamlamıştır. 2015 yılında, Yalova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası Ticaret ve Finansman Ana Bilim Dalı doktora programına kabul edilen İŞGÜVEN, halen Yalova Üniversitesi’nde Araştırma Görevlisi olarak çalışmalarını sürdürmektedir.