

**ÜLKE KREDİ NOTLARININ ULUSLARARASI
SERMAYE AKIŞI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Taner SEKMEN

(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir, 2012

**ÜLKE KREDİ NOTLARININ ULUSLARARASI
SERMAYE AKIŞI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Taner SEKMEN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Rıdvan KARLUK

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Ağustos, 2012

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Taner SEKMEN'in, "Ülke Kredi Notlarının Uluslararası Sermaye Akışı Üzerindeki Etkileri" başlıklı tezi 16 Ağustos 2012 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan İktisat Anabilim Dalında, **yüksek lisans tezi** olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Rıdvan KARLUK
Üye : Doç.Dr.İlhan ORAL
Üye : Yard.Doç.Dr.Levent ERDOĞAN

.....
.....
.....


Prof.Dr.B.Zafer ERDOĞAN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Yüksek Lisans Tez Özü

ÜLKE KREDİ NOTLARININ ULUSLARARASI SERMAYE AKIŞI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Taner SEKMEN

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ağustos 2012

Danışman: Prof. Dr. Rıdvan KARLUK

Bu çalışma ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerindeki etkilerini incelemektedir. Bu ilişkiyi ortaya koyabilmek amacıyla 73 ülkenin 1995-2010 yılları arasını kapsayan verileri dinamik panel veri teknikleri kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada Standart&Poor's tarafından verilen ülke kredi notları kullanılmıştır. Uluslararası sermaye akışı ise doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi ve tahvil yatırımları olmak üzere üç farklı bağımlı değişken olarak incelenmiştir. Sonuçlar göstermektedir ki uzun dönemde ülke kredi notlarında yaşanan gelişmeler doğrudan yabancı yatırımlar ve tahvil yatırımları üzerinde olumlu etkiler yaratırken, hisse senetleri üzerinde ise bozucu etkilere neden olmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Ülke kredi notları, uluslararası sermaye akışı, dinamik panel veri

Abstract

IMPACTS OF SOVEREIGN RATINGS ON THE INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS

Taner SEKMEN

Department of Economics

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, August 2012

Adviser: Prof. Dr. Rıdvan KARLUK

This paper investigates impacts of sovereign credit ratings on the international capital flows. To illustrate the relationship between sovereign credit ratings and international capital flows, a comprehensive data set of the selected 73 countries for the years between 1995-2010 is analyzed by using dynamic panel data techniques. In this study, the sovereign credit ratings provided by Standard&Poor's are used. The international capital flow, here, includes three dependent variables, namely foreign direct investment, equity and bond flows, each of which is examined separately. The results show that improvements in the sovereign credit ratings create positive effects on foreign direct investment and bond investment flows in the long run while it creates detrimental effects on equity flows.

Keywords: Sovereign credit ratings, international capital flows, dynamic panel data

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tez/proje çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Her hangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

Taner SEKMEN



Özgeçmiş

Taner SEKMEN

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans

Eğitim

Y.Ls.	2012	Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı
Ls.	2010	Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi (İ.İ.B.F.), İktisat Bölümü
Lise	2005	Eskişehir Gazi Lisesi

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri/ yılı: 17.08.1986/Eskişehir Cinsiyet: Erkek Yabancı dil: İngilizce

Jüri ve Enstitü Onayı.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
Yüksek Lisans Tez Özü	iv
Abstract.....	v
Özgeçmiş	vi
Tablolar Listesi	xii
Şekiller Listesi	xiv
Kısaltmalar Listesi.....	xv
Giriş.....	1

Birinci Bölüm

1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Ülke Kredi Notları

1.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi.....	3
1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Fonksiyonları.....	8
1.3. Kredi Notu Sembolleri ve Tanımları	10
1.4. Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler.....	11
1.4.1. Moody's'in kullandığı yöntemler	12
1.4.1.1. Ülkelerin ekonomik esnekliği.....	12
1.4.1.1.1. Ekonomik sağlamlık.....	13
1.4.1.1.2. Kurumsal sağlamlık.....	13
1.4.1.1.3. Ekonomik esnekliğin belirlenmesi	15
1.4.1.2. Devletin mali sağlamlığı	15
1.4.1.2.1. Devletin mali gücü	16
1.4.1.2.2. Ülkenin riske duyarlılığı	17
1.4.1.2.3. Mali sağlamlığın belirlenmesi	18
1.4.1.3. Ülke kredi notlarının belirlenmesi	18
1.4.2. Standart and Poors'un kullandığı yöntemler.....	19
1.4.2.1. Politik skorun belirlenmesi.....	23

1.4.2.1.1. Politik kurumların ve politikaların etkinliği	24
1.4.2.1.2. Kurumların şeffaflığı ve hesap verebilirliği.....	25
1.4.2.1.3. Devletin borç ödeme kültürü.....	25
1.4.2.1.4. Dış güvenlik riski	26
1.4.2.1.5. Dış organizasyonların etkisi	26
1.4.2.2. Ekonomik skorun belirlenmesi.....	26
1.4.2.2.2. Ekonomik büyüme beklentisi.....	28
1.4.2.2.3. Ekonomik çeşitlilik ve volatilité	28
1.4.2.3. Dış iktisadi skorun belirlenmesi	28
1.4.2.3.1. Döviz kurunun uluslararası işlemlerde statüsü	29
1.4.2.3.2. Dışsal likidite	29
1.4.2.3.3. Dış borç durumu	30
1.4.2.3.4. Dışsal skoru ayarlayıcı faktörler	30
1.4.2.4. Mali skor.....	31
1.4.2.4.1. Mali performans ve esneklik	31
1.4.2.4.2. Borç yükü	32
1.4.2.5. Parasal skor.....	34
1.4.2.5.1. Para politikalarını kullanabilme yeteneği	36
1.4.2.5.2. Para politikalarının güvenilirliği.....	36
1.4.2.5.3. Para politikasının etkinliği	37
1.4.2.6. Ayarlayıcı faktörler	38
1.4.2.6.1. Aşırı güçsüz dışsal likidite	38
1.4.2.6.2. Aşırı güçsüz mali durum	38
1.4.2.6.3. Devletin geniş varlık pozisyonu	38
1.4.2.6.4. Çok yüksek politik risk ve yüksek bütçe açığı	39
1.4.2.6.5. Borcun yeniden yapılandırılması riski.....	39
1.4.2.6.6. Yüksek güvenlik riski.....	39
1.4.2.6.7. Şiddetli doğal afetler.....	39

İkinci Bölüm

2. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Akışı

2.1. Teorik Çerçeve	40
2.2. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Girişi.....	43
2.2.1.Düşük gelirli ülkeler	44
2.2.2. Orta gelirli ülkeler	48
2.2.3. Yüksek gelirli ülkeler.....	51
2.3. Literatür Taraması	54

Üçüncü Bölüm

3. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Akışı Ekonometrik Analiz

3.1. Veriler	58
3.1.1. Kredi notları değişkenleri	61
3.1.2. Bağımlı değişkenler.....	64
3.1.3. Kontrol değişkenleri	65
3.2. Yöntem	67
3.3. Değişkenlere Ait Korelasyonlar.....	69
3.4. Değişkenlere Ait İstatistikler	70
3.5. Bulgular	74
3.5.1. Doğrudan yabancı yatırımlar	74
3.5.2. Hisse senedi yatırımları	84
3.5.3. Tahvil yatırımları.....	93
Sonuç	96
Kaynakça	99

Tablolar Listesi

Sayfa No

Tablo 1. Bazı Önemli Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	4
Tablo 2. 2010 Yılı İtibariyle NRSRO'ya Dahil Olan Kuruluşlar	6
Tablo 3. 2010 Yılı İtibariyle Küresel Çapta Faaliyet Gösteren Kuruluşlar	7
Tablo 4. Uzun Dönem Ülke Kredi Not Sembolleri	10
Tablo 5. Ekonomik Esnekliğin Belirlenmesi	15
Tablo 6. Mali Sağlamlığın Belirlenmesi.....	18
Tablo 7. Kredi Notlarının Belirlenmesi	19
Tablo 8. Ülke Kredi Notlarını Belirleyen Beş Ana Faktör.....	21
Tablo 9. Başlangıç Kredi Notu Seviyesinin Belirlenmesi	22
Tablo 10. Ülkenin Ekonomik Skorunun Belirlenmesi.....	27
Tablo 11. Ülkenin Dış İktisadi Skorunun Belirlenmesi.....	29
Tablo 12. Ülkenin Mali Performans ve Esneklik Skorunun Belirlenmesi.....	32
Tablo 13. Ülkenin Borç Yükü Skorunun Belirlenmesi.....	33
Tablo 14. Ülkenin Parasal Skorunun Belirlenmesi.....	35
Tablo 15. Ülkelerin kişi başı GSYİH miktarlarına göre sınıflandırılması	59
Tablo 16. Ülkelerin yatırım statülerine göre sınıflandırılması	60
Tablo 17. S&P'nin ülke kredi notlarının doğrusal dönüşümü	63
Tablo 18. Değişkenlere ait korelasyonlar	69
Tablo 19. Değişkenlere ait istatistikler, düşük gelirli ülkeler	71
Tablo 20. Değişkenlere ait istatistikler, orta gelirli ülkeler.....	72
Tablo 21. Değişkenlere ait istatistikler, yüksek gelirli ülkeler.....	73
Tablo 22. Düşük gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken ...	76
Tablo 23. Orta gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken.....	77
Tablo 24. Yüksek gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken .	79
Tablo 25. Tüm ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken.....	81
Tablo 26. Spekülatif yatırım derecesine sahip ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken.....	82
Tablo 27. Yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken.....	83

Tablo 28. Düşük gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken	85
Tablo 29. Orta gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken	86
Tablo 30. Yüksek gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken	87
Tablo 31. Tüm ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken	90
Tablo 32. Spekülatif yatırım derecesine sahip ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken	91
Tablo 33. Yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken	92
Tablo 34. Tahvil yatırımları bağımlı değişken	94

Şekiller Listesi

Sayfa No

Şekil 1. Kredi Notlarının Belirlenmesi Aşamaları	23
Grafik 1. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Brezilya ve Bulgaristan ...	44
Grafik 2. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Çin ve Kolombiya.....	45
Grafik 3. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Hindistan ve Endonezya ...	46
Grafik 4. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Romanya ve Rusya.....	47
Grafik 5. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Arjantin ve Çek Cumhuriyeti	48
Grafik 6. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Yunanistan ve Macaristan	49
Grafik 7. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Meksika ve Polonya	50
Grafik 8. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Portekiz ve Türkiye	50
Grafik 9. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Avusturya ve Kanada	52
Grafik 10. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Fransa ve Almanya	52
Grafik 11. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Japonya ve Hollanda	53
Grafik 12. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, İngiltere ve ABD.....	53

Kısaltmalar Listesi

- ABDRFO:** ABD Reel Faiz Oranı
BO: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranı
DA : Dışa Açıklık Oranı
DBO: Dünya Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranı
DK: Döviz Kuru
DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
ENF: Enflasyon
GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HSY: Hisse Senedi Yatırımları
KDK: Kredi Derecelendirme Kuruluşları
KDYA: Kısa Dönem Yabancı Para Ülke Kredi Notu
KDYE: Kısa Dönem Yerli Para Ülke Kredi Notu
LDYY: Doğrudan Yabancı Yatırımların Gecikmeli Değeri
LHSY: Hisse Senedi Yatırımlarının Gecikmeli Değeri
NRSRO: Nationally Recognized Statistical Rating Organization
RFO: Reel Faiz Oranı
S&P: Standart&Poors
SEC: Security Exchange Commission
TY: Tahvil Yatırımları
UDYA: Uzun Dönem Yabancı Para Ülke Kredi Notu
UDYE: Uzun Dönem Yerli Para Ülke Kredi Notu

Giriş

Kredi derecelendirme kuruluşları son yirmi yılda kredi riskine ait bilgileri üreterek ve bu bilgileri piyasa katılımcılarına dağıtarak finansal piyasalar üzerinde önemli rol oynadı. Yatırımcılar yatırım kararları alırken özellikle bu bilgilerden etkilenmektedir. Piyasada bulunan yatırımcılar ve yatırım araçları ihraç edenler her zaman eşit koşullara ve bilgiye sahip değildirlere. Bu durum piyasa da asimetrik bilgi probleminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının en önemli fonksiyonu piyasada var olan bilgi asimetrisinin azaltılmasına yardımcı olmalarıdır.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları, tahviller, hisse sentleri ve borsaların yanı sıra diğer yatırım fırsatlarına ait uzun dönemli riski değerlendirmede özellikle kullanılmaktadır. Ülke kredi notları kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan tanımı itibariyle bir ülkenin borcunu geri ödeyebilme yeteneği ve isteğini yansıtmaktadır. Kredi notları ülkeler açısından büyük önem arz etmektedir. Çünkü devletler uluslararası sermaye piyasalarında var olan en fazla yatırım aracı ihraç eden kuruluşlar konumundadırlar ve dolayısıyla küresel finansal sistemin omurgasını oluşturmaktadırlar. Ülke kredi notlarındaki değişimler bu ülkelere ait yatırım araçlarını aracılığıyla sermaye akışını etkilemektedir. İyi kredi notlarına sahip olmak küresel finansal sistemin daha güçlenmesine olanak sağlamakta ve ekonomilerin olumsuz şoklardan daha az etkilenmesini sağlamaktadır.

Günümüz dünyasında özellikle gelişmekte olan ülkeler istikrarlı ve sürdürülebilir büyüme oranlarını devam gerçekleştirebilmek için uluslararası yatırımlara ihtiyaç duymaktadır. Uluslararası sermaye girişlerinde yaşanan ani gerilemeler ülkelerin diğer makro ekonomik göstergeleri üzerinde olumsuz etkiler yaratarak krizleri tetiklemekte, daha kırılgan ekonomilere sahip ülkelere ise doğrudan krize sebep olabilmektedir. Bu sebeple uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için davranış kalıplarını belirlemek önemlidir. Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelere gerçekleşen uluslararası sermaye akışı iktisat literatürün de önemli bir tartışma konusudur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler de uluslararası sermaye akışının belirleyicileri farklılaşabilmektedir. Ülke grupları arasında bu farklılaşma

yaşanabilirken, bir ülkenin kurumlarının şeffaflığı, bilgi kontrolleri ve finansal maliyetlerinin yanı sıra ülke risk seviyesinin uluslararası sermaye akışını artırdığına inanılmaktadır. Reinhart ve Rogoff (2004) uluslararası sermaye akışının diğer faktörlerin dışında, ülke kredi notları aracılığıyla ölçülen ülke temerrüt riski tarafından belirlendiğini tespit etmiştir.

İktisatçılar arasında sıklıkla sorulan ‘Ülke kredi notları ya da bu notlarda yaşanan ani değişimler uluslararası sermaye hareketleri üzerinde bir etkiye sahip midir?’ sorusu bu çalışmanın problemi sorusunu oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu çalışma daha iyi kredi notuna sahip olan ülkelerin, uluslararası sermayeyi kendilerine çekmede daha başarılı olacakları hipotezini sınamaktadır. Bu sebeple çalışma uzun dönemde ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerinde ki etkilerini belirlemeyi amaçlamaktadır. Daha spesifik olarak düşük, orta ve yüksek gelirli ülke grupları dışında, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen yatırım yapılabilir ve spekülasyon yatırım derecesine sahip ülkeler üzerinde ki etkiler ayrıştırılmaya çalışılmıştır. Yine uluslararası sermaye akışı kanalları noktasında ülke kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi yatırımları ve tahvil yatırımları üzerindeki etkileri ayrı ayrı analiz edilmiştir. Ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerindeki etkileri analiz edebilmek için GMM, system-GMM ve LSDV-C tahmin yöntemleri olmak üzere dinamik panel veri modelleri kullanılmaktadır. Çalışmanın geri kalanı üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihi, bu kuruluşların yapısı, fonksiyonları ve kullandığı yöntemler detaylı bir şekilde incelenmektedir. İkinci bölüm ülke kredi notları ve uluslararası sermaye akışı arasında yer alan teorik çerçeveye, son 15 yıla ait veriler ışığında var olan ilişkiye ve literatür taramasının yer verirken, üçüncü ve son bölüm ise ekonometrik analiz ve ampirik bulgulardan oluşmaktadır.

Birinci Bölüm

1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Ülke Kredi Notları

1.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi

Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın (KDK) geçmişi 1850'lerin ortalarına kadar uzanmaktadır. Bu yıllarda KDK'lar tüccarların finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme yeteneklerini değerlendirmekteydiler. Bu anlamda ilk KDK 1837'de Louis Tappan tarafından New York'ta kuruldu ve hemen arkasından Robert Dun tarafından alınan bu şirket 1859'da ilk kredi notu rehberini yayımladı. Yine benzer bir şirket 1849'da John Bradstreet tarafından oluşturuldu ve 1857'de ilk kredi notu kitabını yayımladı. Bu iki şirket 1933'de birleşme kararı aldı ve 1962'de ise bugün Moody's olarak bilinen şirketin bünyesine katıldı (Cantor ve Packer, 1995: 1-2).

Kredi derecelendirme işlemlerinde yaşanan gelişmelerle birlikte, Moody's ilk olarak halka açık bir şekilde ABD demiryolu şirketi tahvillerini derecelendirdi. 1916'da Poor's Publishing Company, 1922'de Standart Statistic Company, 1924'de ise Fitch Statistic Company ilk reyting derecelendirmelerini yayımladılar. ABD'de ki iki büyük derecelendirme şirketi olan Standart Statistic Company ve Poor's Publishing Company 1941 yılında birleşerek bugün de hala aynı isimle bilinen Standart&Poors (S&P)'u oluşturdular (Cantor ve Packer, 1995: 2). Yukarıda sayılan ilk kredi derecelendirme şirketleri, birleşme gibi çeşitli değişimlere uğramakla beraber günümüz de kredi derecelendirme endüstrisini büyük oranda elinde bulunduran kuruluşlardır.

ABD dışında da finansal piyasaların gelişmesi ve uluslararası sermaye akışının hızlı bir şekilde artması, beraberinde diğer ülkelerin firmaları hakkında da bilgi edinme ihtiyacını doğurmuştur. Bu sebeple diğer ülkelerde de kredi derecelendirme kuruluşları ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu durum sadece yeni kuruluşların doğmasına değil ayrıca var olan kuruluşların uluslararasılaşmasını da beraberinde getirmiştir. Çok sayıda KDK var olmasına rağmen, günümüzde en fazla bilinen ve piyasanın lideri konumunda olan S&P, Moody's ve Fitch'dir. Diğer kuruluşlar derecelendirme işlemlerinde genellikle bu üç ana şirketin takipçisi durumundadırlar. Tablo 1 piyasada var olan önemli şirketleri, kuruluş yıllarını ve hangi ülkeye ait olduklarını göstermektedir.

Tablo 1. Bazı Önemli Kredi Derecelendirme Kuruluşları

İlk Yayın Yılı	Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Ülke
1909	Moody's Investor Services (Moody's)	ABD
1922	Fitch Investor Services (Fitch)	ABD
1923	Standart and Poors Corporation (S&P)	ABD
1972	Canadian Bond Rating Service (CBRS)	Kanada
1974	Thomson BankWatch (Thom)	ABD
1975	Japanese Bond Rating Institute (JBRI)	Japonya
1977	Dominion Bond Rating Service (DBRS)	Kanada
1978	IBCA, LTD (IBCA) (Fitch ile birleşti)	İngiltere
1980	Duff and Phelps Credit Rating Co (Duff)	ABD
1985	Japanese Credit Rating Agency (JCRA)	Japonya
1985	Nippon Investor Service Inc (NIS)	Japonya
1975	McCarthy, Crisanti, Maffei (MCM) (Aktif değil)	ABD

Kaynak: Cantor ve Packer, 1995: 2.

Kuruluşlarının ilk yıllarında S&P, Moody's ve Fitch gelirlerini, yaptıkları değerlendirmeleri yatırımcılara satarak elde etmekteydiler. Bu durum ABD'de 1934'de Securities Exchange Commission (SEC) kurulmasından ve şirketlere bilançolarını yayınlama zorunluluğu getirilmeden önce söz konusuydu. Dolayısıyla KDK'lar ile ilgili temel değişiklikler 1930'lar da meydana geldi. Bankacılık ile ilgili düzenlemeleri yapan yetkililer, bankaları sadece güvenli tahvillere yatırım yapmaları konusunda teşvik ettiler. Bu amaçla yetkililer 1936 yılında bankaların spekülatif yatırım araçlarına yatırım yapmalarını engelleyen bir dizi kararlar aldılar. Dolayısıyla bankalar sadece yatırım yapılabilir (investment grade) ya da spekülatif olmayan tahvillere yatırım yapmakla sınırlandırıldılar ki bu modern kredi notu sistemi ve Standart&Poors ölçeğine göre BBB- ve üzeri bir kredi notuna karşılık gelmektedir. Dahası yapılacak yatırımlar, yetkililer tarafından tanınmış olan KDK'ların değerlendirdiği araçlara yapılabilirdi. Bu yetki ise sadece S&P, Moody's ve Fitch'e elindeydi (White, 2010: 213). Kredi derecelendirme endüstrisinde yaşanan bu dönüşüm, üç büyük KDK olan S&P, Moody's ve Fitch'in önemli bir yasal güç kazanmalarına neden olmuştur. Bu yasal güç bu kuruluşların zamanla finansal piyasalarda önemli bir aktör olmalarını da beraberinde getirmiştir.

Kredi derecelendirme endüstrisinde ikinci önemli dönüşüm 1970’li yıllarda yaşanmıştır. SEC 1975 yılında ana yatırım bankaları ve diğer menkul kıymet firmalarının minimum sermaye gerekliliklerini düzenleyen bazı kararlar aldı. SEC yatırım bankaları ve diğer firmaların sermaye yeterliliklerinin, bu firmaların yatırım portföylerinin riskine karşı hassas olmasını istedi ve sermaye yeterliliklerini belirlemek için tahvillere verilen kredi notlarının gösterge olarak kullanılmasına karar verildi (White, 2010: 213).

SEC’in böyle bir düzenleme yapması beraberinde sahte derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkmasına ve bu kuruluşların gerçekçi olmayan değerlendirmeler yapabilmesi gibi bazı problemler yaratabilirdi. Bu tür problemlerin üstesinden gelebilmek için SEC “Nationally Recognized Statistical Rating Organization”(NRSRO) adı verilen yeni bir KDK tanıma kategorisi oluşturdu. Bu kategoriye sadece S&P, Moody’s ve Fitch dahil edildi ve hemen ardından SEC sermaye yeterliliklerinin belirlenmesi için sadece NRSRO’ya dahil olan KDK’ların değerlendirmelerinin geçerli olduğunu ilan etti (White, 2010: 214).

Günümüzde ABD’de SEC tarafından tanınan yani NRSRO’ya dahil edilmiş olan 10 adet şirket bulunmaktadır. Avrupa Merkez Bankası tıpkı ABD’de ki gibi bir tanıma sınıflandırmasına gitmektedir. Avrupa Merkez Bankası üç büyük kuruluş olan S&P, Moody’s ve Fitch’in yanı sıra listeye DBRS’yi de dahil ederek toplamda 4 kuruluşu tanımaktadır. Japonya’da da benzer bir durum söz konusudur. Japonya’da üç büyük kuruluşun yanı sıra iki büyük Japon şirketini tanımaktadır (IMF, 2010: 87). Tablo 2 2010 yılı itibariyle NRSRO’ya dahil olan kuruluşların adları, yönetim merkezleri, kullandıkları iş modeli, internet siteleri ve derecelendirdikleri ülke sayılarını göstermektedir.

Küresel ve yerel olarak faaliyet gösteren birçok KDK bulunmasına rağmen, bu şirketler işlevleri ve derecelendirme alanları itibariyle farklılıklar göstermektedirler. KDK’lar ülkeler dışında, şirketleri, bankaları ve kurumlara ait finansal yatırım araçlarını değerlendirebilmektedirler. Fakat sektörde çok fazla KDK var olmasına rağmen, bunların birçoğu uzmanlaşma yoluna gitmiştir. Günümüzde küresel ölçekte ve tüm kredi notu alanlarında faaliyet gösteren yalnızca S&P, Moody’s ve Fitch bulunmaktadır. Sektördeki diğer şirketler ya belirli alanlarda uzmanlaşmış ya da bölgesel olarak faaliyetlerini sürdürmektedirler.

Tablo 2. 2010 Yılı İtibariyle NRSRO'ya Dahil Olan Kuruluşlar

KDK	Yönetim Merkezi	Ülke Sayısı	İş Modeli	İnternet Sitesi
A.M. Best Company, Inc.	U.S	-	Issuer-Pay	www.ambest.com
DBRS	Canada	-	Issuer-Pay	www.dbrs.com
Egan-Jones Rating Company	U.S	-	User-Pay	www.egan-jones.com
Fitch Ratings	U.K and U.S	107	Issuer-Pay	www.fitchratings.com
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	Japan	35	Issuer-Pay	www.jcr.co.jp
LACE Financial Corp.	U.S	59	User-Pay	www.lacefinancial.com
Moody's Investors Service	U.S	110	Issuer-Pay	www.moodys.com
Rating and Investment Information, Inc.	Japan	46	Issuer-Pay	www.r-i.co.jp
Realpoint LLC	U.S	-	User-Pay	www.realpoint.com
Standard & Poor's (S&P)	U.S	125	Issuer-Pay	www.standardandpoors.com

Kaynak: IMF 2010: 87

NRSRO'nun kurulması sahte KDK'lar problemini önemli oranda azaltmasına rağmen beraberinde farklı problemler getirmiştir. Yapılan bu değişikliklerle KDK'lar finansal yapıyı ve olayları etkileyebilen önemli bir güç haline gelmiştir. Fakat böyle bir gücü elinde bulunduran bu kuruluşların yaptıkları değerlendirmelerin herhangi bir hukuki bağlayıcılığı yoktur.

KDK'lar yaptıkları değerlendirmelerden sorumlu olmamak için genellikle yapılan değerlendirmelerin altına yatırımcıların yatırım kararlarında bu değerlendirmelere güvenmemesi gerektiğini söyleyen bir not eklemektedirler. S&P'nin bu durum için yazdığı not şu şekildedir. "Burada var olan bilgileri kullanan yatırımcıların, yatırım yaparken bu bilgilere güvenmemeleri gerekir". Yine Moody's de kendi değerlendirmelerinin altına benzer bir not eklemektedir (White, 2010: 214).

Günümüzde dünya çapında yerel ve uluslararası olmak üzere 150 ye yakın KDK bulunmaktadır (Basel Committee on Banking Supervision, 2000). Küresel ölçekte ise 70’den fazla KDK faaliyet göstermektedir (IMF, 2010: 86). Bu şirketler ve ait oldukları ülkeler Tablo 3’de gösterilmektedir.

Tablo 3. 2010 Yılı İtibariyle Küresel Çapta Faaliyet Gösteren Kuruluşlar

Şirket İsimleri ve Ait Olduğu Ülkeler	
A.M. Best Company, Inc. (U.S.)	Islamic International Rating Agency, B.S.C. (IIRA) (Bahrain)
Agusto & Co. Ltd. (Nigeria)	Istanbul International Rating Services, Inc. (a/k/a: TurkRating, Turkey)
Ahbor Rating (Uzbekistan)	Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR) (Japan)
Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. (Peru)	JCR Avrasya Derecelendime A.S. (a/k/a: JCR Eurasia Rating, Turkey)
Bank Watch Ratings S.A. (Ecuador)	JCR-VIS Credit Rating Co. Ltd. (Pakistan)
BRC Investor Services S.A. (Colombia)	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (a/k/a/ Kobirate, Turkey)
Calificadora de Riesgo, PCA (Uruguay)	Korea Investors Service, Inc. (KIS) (Korea)
Capital Intelligence, Ltd. (Cyprus)	Korea Ratings Corporation (a/k/a: Korea Management Consulting and Credit Rating Corp. (KMCC) (Korea)
Caribbean Information & Credit Rating Services Ltd. (CariCRIS) (Caribbean)	LACE Financial Corporation (U.S.)
Central European Rating Agency (CERA) (a/k/a: Fitch Polska, S.A., Poland)	Lanka Rating Agency, Ltd. (LRA) (Sri Lanka)
Cerved Group (Italy)	Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC) (Malaysia)
Chengxin International Credit Rating Co., Ltd. (China)	Mikuni & Co., Ltd. (Japan)
China Lianhe Credit Rating, Co. Ltd. (China)	Moody’s Investors Service (U.S.)
Clasificadora de Riesgo Humphreys, Ltda. (Chile)	National Information & Credit Evaluation, Inc. (NICE) (Korea)
Class y Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo (Peru)	Onicra Credit Rating Agency of India, Ltd. (India)
CMC International, Ltd. (Nigeria)	Pacific Credit Rating (PCR) (a/k/a: Clasificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.C., Peru)
Companhia Portuguesa de Rating, SA (CPR) (Portugal)	Pakistan Credit Rating Agency, Ltd. (PACRA) (Pakistan)
Credit Analysis & Research Ltd (CARE) (India)	Philippine Rating Services, Corp. (PhilRatings) (Philippines)
Credit-Rating Agency: A Ukrainian rating agency (Ukraine)	P.T. Kasnic Credit Rating Indonesia—Indonesia (Indonesia)

Credit Rating Agency of Bangladesh, Ltd. (CRAB) (Bangladesh)	P.T. PEFINDO Credit Rating Indonesia (a/k/a: PT Pemeringkat Efek Indonesia, Indonesia)
Credit Rating Information and Services, Ltd. (CRISL) (Bangladesh)	RAM Rating Services Berhad (RAM) (f/k/a: Rating Agency Malaysia Berhad, Malaysia)
CRISIL, Ltd. (a/k/a: Credit Rating Information Services of India, India)	Rapid Ratings International, Inc. (Australia/New Zealand)
Dagong Global Credit Rating Co., Ltd. (China)	Rating and Investment Information, Inc. (R&I) (Japan)
Demotech, Inc. (U.S.)	Realpoint, LLC (U.S.)
Dominion Bond Rating Service (DBRS) (Canada)	Rus Ratings (Russia)
Duff & Phelps de Colombia, S.A., S.C.V (Colombia)	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (Turkey)
Ecuability, SA (Ecuador)	Seoul Credit Rating & Information, Inc. (SCI) (Korea)
Egan-Jones Rating Company (U.S.)	Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. (China)
Equilibrium Clasificadora de Riesgo (Peru)	Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd. (China)
European Rating Agency, a.s. (Slovak Republic)	SME Rating Agency of India Limited (SMERA) (India)
European Rating Agency (ERA) (U.K.)	Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. (SCRiesgo) (Costa Rica)
Feller Rate Clasificadora de Riesgo (Chile)	Standard and Poor's (S&P) (U.S)
Fitch Ratings, Ltd. (U.S./U.K.)	Taiwan Ratings Corp. (TCR) (Taiwan Province of China)
Global Credit Rating Co. (South Africa)	TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.S. (a/k/a: Türk KrediRating (TCRating), Turkey)
HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V. (Mexico)	Thai Rating and Information Services Co., Ltd. (TRIS) (Thailand)
Interfax Rating Agency (IRA) (Russia)	TheStreet.com Ratings, Inc. (a/k/a: Weiss Ratings, Inc., U.S.)
Investment Information and Credit Rating Agency (ICRA) (India)	Veribanc, Inc. (U.S.)

Kaynak: IMF (2010)

1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Fonksiyonları

KDK'lar finansal piyasalarda sermaye hareketlerini etkileyen önemli bir role sahiptir. Bu rol genellikle bu kuruluşların çeşitli yatırım araçlarının risk koşullarını değerlendirmeleri ve bu değerlendirmeler sonucunda bu ürünlere belirli risk seviyelerini temsil eden notlar vermeleri şeklinde ortaya çıkmaktadır. KDK'lar tarafından çeşitli yatırım araçlarına verilen bu notlar, yatırımcıların yatırım kararı almalarında etkili olmaktadır.

Teorik literatüre göre KDK'lar piyasa için bilgi, izleme ve sertifikasyon hizmetleri sunan kurumlardır (IMF, 2010: 86). Piyasada bulunan yatırımcılar ve yatırım araçları ihraç edenler her zaman eşit koşullara ve bilgiye sahip değildirler. Bu durum piyasa da asimetrik bilgi probleminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. KDK'ların en önemli fonksiyonu piyasada var olan bilgi asimetrisinin azaltılmasına yardımcı olmalarıdır.

Ülkeler yabancı yatırımları çekebilmek ve özel sektörün küresel piyasalarda uluslararası fon kaynaklarına ulaşabilmelerini sağlamak amacıyla kredi notlarına ihtiyaç duyarlar (IMF, 2010: 86). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ki düşük tasarruf ve yatırım oranları, sürdürülebilir bir büyümenin sağlanabilmesi için dış kaynak ihtiyacını artırmaktadır. Güvenli bir dış kaynak akışının sağlanabilmesi ise bir ülkenin ekonomik ve politik koşullarının uygunluğu ile doğru orantılıdır. Ülke kredi notları ülke riskinin ölçülmesinde en önemli gösterge olarak kabul edilmesi, kredi notlarının gelişmekte olan ülkeler açısından önemini daha da artırmaktadır.

Kredi notları, finansal araçların kredi riskini değerlendirmede önemli bir role sahiptir. Bir ülkenin, yatırım aracının ya da şirketin kredi riski hakkında değerlendirme yapmak çok fazla bilgi gerektirmekte ve aşırı zaman israfına sebep olmaktadır (Haan ve Amtenbrik, 2011: 6). Özellikle bireysel yatırımcılar için elde edilmesi zor olan bu bilgilerin KDK'lar tarafından değerlendirilmesi yatırımcıların yatırım kararı almasında büyük kolaylık sağlamaktadır. Ayrıca bu bilgilere erişim için herhangi bir ücret ödenmemesi yatırım maliyetlerini önemli ölçüde azaltmaktadır.

Kredi notları ayrıca ödünç alanların ödemek zorunda olduğu faiz oranları üzerinde de önemli bir etkiye sahiptir. Örneğin kredi notunda ki bir düşüş daha yüksek faiz oranına sebep olabilir. Kredi notlarını genellikle, yatırım portföyleri oluşturulurken portföy yöneticileri tarafından kriter olarak kullanılmaktadır. KDK'lar tarafından belirlenen ve yatırım yapılamaz yada yatırım için spekülative (non-investment grade) anlamına gelen S&P için BBB-'nin altında yaşanan kredi notunda ki azalma genellikle yatırımcıların likiditeye yönelmesine yani varlıklarını paraya çevirmesine neden olmaktadır. Kredi notlarının bu özelliği piyasa volatilitésinin artmasına ve piyasa istikrarı üzerinde olumsuz etkilere neden olmaktadır (Haan ve Amtenbrik, 2011: 6).

1.3. Kredi Notu Sembolleri ve Tanımları

Tablo 4. Uzun Dönem Ülke Kredi Not Sembolleri

Sembol Anlamı	S&P		Moody's		Fitch			
	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem		
En Yüksek Kalite	AAA	A-1+	Aaa	P-1	AAA	F1+	Investment Grade	
Yüksek Kalite	AA+		Aa1		AA+	F1		
	AA		Aa2		AA			
	AA-		Aa3		AA-			
Güçlü Ödeme Kapasitesi	A+	A-1	A1	P-2	A+	F2		
	A		A2		A			
	A-	A-2	A3	P-3	A-	F3		
Yeterli Ödeme Kapasitesi	BBB+	A-3	Baa1		BBB+			
	BBB		Baa2		BBB			
	BBB-		Baa3		BBB-			
Yükümlülüklerini Yerine Getirmesi Muhtemel	BB+	B	Ba1	Not Prime	BB+	B	Non-Investment Grade	
	BB		Ba2		BB			
	BB-		Ba3		BB-			
Yüksek Risk Yükümlülüğü	B+		B1		B+			
	B		B2		B			
	B-		B3		B-			
Temerrüt Olasılığı Yüksek	CCC+	C	Caa1		CCC+	C		
	CCC		Caa2		CCC			
	CCC-		Caa3		CCC-			
İflasa Ya da Temerrüde Çok Yakın	CC		Ca		CC			
	C		C		C			
	D	D	-		D	D		

Kaynak: IMF 2010: 90.

Üç büyük kuruluşun kullandığı kredi notu sembolleri farklılık göstermesine rağmen genel anlamda karşılaştırılabilir durum

ekleyebilmektedirler. Üç büyük kuruluştan S&P ve Fitch büyük harf ve (-), (+), sembollerini kullanırken, Moody's ise büyük harfin yanı sıra küçük harf ve rakamlardan oluşan semboller kullanmaktadır.

Kuruluşlar ülkeleri ve şirketleri değerlendirirken her iki grup için de farklı semboller kullanabilmektedirler¹. Dahası kullanılan semboller aynı olsa dahi bu sembollerin anlamları farklılaşabilmektedir. Kullanılan her harf ya da harf grubu kendi kategorisi içinde değerlendirilmektedir. Örneğin ülkelere ait kredi notları uzun dönem ve kısa dönem olarak farklı sembollerle ifade edilmektedir. Tablo 4 üç büyük kuruluşun kullandığı uzun dönem ülke kredi notlarını sembolleri ve anlamlarını göstermektedir.

1.4. Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler

Ülke kredi notları, KDK'lar tarafından kullanılan bir kısım nitel ve nicel faktörler tarafından belirlenmektedir. KDK'lar tarafından kullanılan bu faktörler bir ülkenin sahip olduğu borcu geri ödeme yeteneği ve isteğini yansıtmaktadır. Bir ülkenin sahip olduğu borcu geri ödeme yeteneği ve isteği kavramlarının aynı içeriğe sahip oldukları düşünülmese de, bu iki kavram KDK'lar tarafından farklı şekilde yorumlanmaktadır. Borcu geri ödeme isteği, bir ülkenin var olan borcunu geri ödeyebilecek ekonomik şartlara ve kapasiteye sahip olması durumunu ifade ederken, ülkelerin ekonomik olarak borç ödeme kapasitesine sahip olmaları, borçlarını ödeyecekleri anlamına gelmemektedir. Daha doğrusu ülke riskini ya da ülke kredi notlarını belirlerken yalnızca ölçülebilen faktörleri göz önünde bulundurmak yapılan değerlendirmelerin hatalı olmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle KDK'lar ülkelerin borçlarını geri ödeyebilme yeteneği ve isteğini beraber değerlendirmektedir. Borcu geri ödeme isteği ise, bir devletin var olan borcunun geri ödenme isteği olasılığı üzerinde durmaktadır.

Devletlerin bağımsız örgütler olması ve bilinen en üst siyasi otorite ya da egemenlik olmaları, ülkelerin ekonomik şartları yeterli olsa bile borç ödememe olasılığının her zaman var olması anlamına gelmektedir. KDK'lar ülkelere ait değerlendirmelerde bulunurken, devletlerin borç ödememe olasılıklarını da değerlendirmek zorundadır. KDK'lar bu olasılığı hesaba katmak amacıyla yapmış

¹ Ülke(Sovereign) kredi notları, bu çalışmanın amacını oluşturduğu için burada sadece uzun dönem ve kısa dönem ülke kredi notlarını gösteren semboller tanıtılacaktır.

oldukları değerlendirmelere nicel faktörlerin yanı sıra bir dizi nitel faktörü de eklemektedir. Ülkelerin borcu geri ödeme isteğini de değerlendirmek amacıyla kurumsal güçlölük, politik istikrar, mali ve parasal esneklik ve ekonomik canlılık gibi nitel faktörleri kapsamaktadır. Nitel faktörler ülke riskini belirlemede daha sağlıklı değerlendirme yapabilmek için nicel faktörlerin tamamlayıcısı durumundadır.

1.4.1. Moody's'in kullandığı yöntemler

Ülkelerin borçlarını geri ödeyebilme yeteneğini ve isteğini gösteren ülke kredi notlarını tek başına açıklayabilen nicel bir model bulunmamaktadır. Ülke kredi notlarını belirleyebilmek için nicel ve nitel faktörlerin bir arada değerlendirilmesi gerekir. Nicel modellerden oluşan mekanik yaklaşımlar bu süreci tam olarak açıklayamadığı için ülke kredi notlarının belirlenmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının, kredi komitelerinin değer yargıları önemli bir rol oynamaktadır. Ama yine de kredi notlarının açıklanmasında daha fazla nicel analizler kullanma çabası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ön planda tutulmaktadır. Nicel modellerin ülke kredi notlarını tek başına tam olarak açıklayamamasının diğer bir nedeni de ülkelerin bağımsız hareket edebilme yeteneğine sahip olmaları yani en yüksek siyasi otorite olmaları durumundan kaynaklanmaktadır. Örneğin bir ülkenin borcunu geri ödemesinin ekonomik, sosyal ve politik maliyeti borcunu geri ödememesi durumundakinden fazla ise bu ülke borcunu geri ödememeyi tercih edebilir. Böyle bir durumu tamamen matematiksel modeller kullanarak öngörmek neredeyse olanaksızdır.

Moody's' in kullandığı kredi notu belirleme yöntemi 3 aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada ülkenin ekonomik esnekliği, ikinci aşamada hükümetin mali sağlamlığı, üçüncü aşamada ise ilk iki aşamada elde edilen verilerin birleştirilerek ülke kredi notlarının belirlenmesi süreçleri yer almaktadır (Moody's Investors Service, 2008: 2).

1.4.1.1. Ülkelerin ekonomik esnekliği

Bir ekonominin esnekliği, o ekonominin şokları emme kapasitesinin yüksekliği ile ölçülebilir. Bu şoklar sadece ekonomik ve finansal değil, aynı zamanda politik şokları da kapsamaktadır. Ekonomik ve politik şokların bir ekonomi tarafından emilebilme

kapasitesi bir ülkenin ekonomik sağlamlığını gösterirken, politik şokların emilebilme kapasitesinin yüksekliği ise o ekonominin kurumsal güçlülüğünü yansıtmaktadır. Bu sebeple Moody's bir ülkenin ekonomik esnekliğini belirlerken ekonomik ve kurumsal sağlamlık olmak üzere iki faktörü değerlendirmektedir.

1.4.1.1.1. Ekonomik sağlamlık

Moody's bir ülkenin ekonomik sağlamlığını yansıtan en önemli gösterge olarak kişi başı GSYİH kavramını kullanmaktadır. Kişi başı GSYİH kavramı bir ülkenin refahı ve verimliliği hakkında önemli bilgiler vermektedir ve ayrıca bir ülkenin temerrüt riski ile güçlü bir korelasyona sahiptir. Örneğin kişi başı GSYİH'sı 11 bin dolardan büyük olan ülkelerin geçmişinde herhangi bir temerrüt olayı yaşanmamıştır. Fakat bu durum yüksek GSYİH'ya sahip olan ülkelerin yüksek kredi notuna sahip olmaları anlamına gelmemektedir. Ama yine de kişi başı GSYİH, kredi notlarını belirleyen en önemli göstergelerden biridir.

Moody's bir ülkenin ekonomik sağlamlığını belirlerken kişi başı GSYİH'nın yanı sıra bu göstergelyi tamamlayıcı bazı ikincil göstergeler de kullanmaktadır. Çünkü kişi başı GSYİH çok küçük fakat çok zengin bazı ülkeler için çok iyi bir gösterge konumunda iken örneğin Çin gibi geniş bir ekonomi ölçeğine sahip fakat görel olarak düşük bir kişi başı GSYİH'ya sahip olan ülkeler için iyi bir gösterge konumunda değildir. Dolayısıyla kişi başı GSYİH kavramı ülkelerin ekonomik yapılarındaki çeşitliliği tam olarak yansıtmamaktadır. Bu nedenle Moody's nominal çıktının uzun dönem volatilitisini ya da ekonominin ölçeğini, ekonomik sağlamlığın belirlenmesinde kişi başı GSYİH'yı tamamlayıcı göstergeler olarak kullanmaktadır. Bu tamamlayıcı göstergelere ek olarak bir ülkenin inovasyon seviyesi, beşeri sermayeye yaptığı yatırım miktarı ve son olarak ülkenin ekonomik ve ticari bölgelere entegrasyonu Moodys tarafından ekonomik sağlamlığı belirlemede kullanılan göstergelerdir.

1.4.1.1.2. Kurumsal sağlamlık

Bir ülkenin ekonomik ve politik risk seviyesi belirlenirken o ülkedeki insan hakları, hükümetin etkinliği, şeffaflığı ve ana politik hedefler üzerindeki uzlaşımın

seviyesi gibi kurumsal faktörler önemli bir yer tutmaktadır. Son yıllarda kurumların ekonomik gelişme üzerindeki etkisi geniş oranda kabul görmüştür. Ayrıca bir ülkenin kurumsal yapısı kredi notlarının değerlendirilmesinde de anahtar bir role sahiptir. Moody's'in ülke kredi notları kurumsal yapıyı oluşturan parametrelerle yüksek oranda korelasyona sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından, istikrarsız ve gelişmemiş durumda olan ekonomik ve politik kurumlara sahip olan ülkelerin davranışlarını tahmin edebilme yeteneği azalmaktadır. Dolayısıyla bu durum ülke riskini arttırmakta ve kredi değerlendirme sürecini zorlaştırmaktadır. Moody's kurumsal sağlamlığı belirlerken hükümetin etkinliğini ölçen çok sayıda göstergiyi takip etmektedir. Dünya Bankası tarafından geliştirilen hükümet etkinlik endeksi ve hukuk üstünlüğü endeksi bu göstergelerden bazılarıdır. Bu göstergeler geniş bir kesim tarafından kabul gördüğü ve referans kabul edildiği için kredi derecelendirme kuruluşlarına değerlendirme yaparken avantaj sağlamaktadır. Bu göstergelerin yanı sıra Moody's hükümetin şeffaflığını değerlendirmek için sahip olduğu istatistikleri de dikkate almaktadır. Yönetim yapısında yaşanan marjinal değişimler Moody's için direk olarak kredi notu değişikliği anlamına gelmemektedir. Moody's gerçekte kurumsal değişikliklerin şeffaflığı ve politikaların tahmin edilebilirliğini artırmada elverişli olup olmadığını değerlendirmeyi amaçlamaktadır.

Bir ekonominin ekonomik sağlamlığı ve kurumlarının kalitesinin kombinasyonu o ülkenin şok emme kapasitesi hakkında önemli bir fikir vermektedir. Çoğu ekonomik araştırma ülkeler arasındaki gelir farklılıklarının, ekonomik ve politik kurumların kalitesi tarafından belirlendiğini vurgulamaktadır. Kurumsal ve ekonomik faktörler özellikle toplam faktör verimliliği üzerinde etkili olarak ülkeler arası gelir seviyelerini etkilemektedir. Dolayısıyla bu iki parametrenin birleştirilerek değerlendirilmesi ülke kredi notları açısından daha tutarlı değerlendirme yapma imkanı sunmaktadır. Örneğin yüksek refah seviyesine fakat güçsüz kurumlara sahip bir ülkenin borcunu geri ödeme isteğini tahmin etmek zordur. Oysaki güçlü kurumlara sahip fakir bir ülke kredi derecelendirme sürecinde görece olarak daha yüksek bir öneme sahiptir.

1.4.1.1.3. Ekonomik esnekliğin belirlenmesi

Ülkelerin ekonomik esnekliği belirlenirken ülkenin ekonomik ve kurumsal sağlamlığından oluşan iki faktör aşağıdaki gibi Tablo 5 kullanılarak kombine edilmektedir. Moody's tarafından kullanılan aşağıdaki tabloya göre örneğin bir ülkenin ekonomik sağlamlığı zayıf ve kurumsal sağlamlığı güçlü ise o ülkenin ekonomik esnekliği orta seviye olarak belirlenmektedir.

Tablo 5. Ekonomik Esnekliğin Belirlenmesi

Ekonomik Esnekliğin Değerlendirilmesi		Kurumsal Sağlamlık							
		Çok Zayıf	Zayıf	Orta	Güçlü	Çok Güçlü			
Ekonomik Sağlamlık	Çok Güçlü								
	Güçlü								
	Orta								
	Zayıf								
	Çok Zayıf								
Ekonomik Esneklik									
Çok Zayıf		Zayıf		Orta		Güçlü		Çok Güçlü	

Kaynak: Moody's Investors Service, 2008: 9.

1.4.1.2. Devletin mali sağlamlığı

Ülkelerin ekonomik esnekliğini esas olarak belirleyen ilk aşamadan sonra bu ikinci aşamada ülkelerin mali gücüne yani borç dinamiklerine odaklanılmaktadır. Bu aşamadaki hedef kamu maliyesinin hassaslık derecesini belirlemektir. Moody's bu aşamada esas olarak şu iki soruya cevap aramaktadır;

- Bir ülkenin maliyesi ne kadar güçlü ya da ne kadar zayıftır?
- Bir ülke risk içeren ekonomik, finansal ve politik olaylara karşı ne kadar duyarlıdır?

1.4.1.2.1. Devletin mali gücü

Bir ülkenin mali gücü değerlendirilirken iki faktör önemli bir rol oynamaktadır. Bu faktörlerden birincisi ülkenin borç dinamikleridir. İkinci faktör ise ülkelerin ödemeler bilançosu ile ilgili durumlarıdır. Geçmişte özellikle gelişmekte olan ekonomilerin ödemeler bilançosu durumu, ülke kredi notlarının belirlenmesinde ağırlıklı bir role sahipti. Birçok ülke yabancı döviz ile borçlanmak zorunda kaldı. Bunun birçok sebebi bulunmaktadır. Öncelikli sebebi ise kredi verenlerin döviz kuru ve konvertibilite riskini almaya istekli olmamalarıdır. Geçmişte borçlanmalar genellikle yabancı döviz ile yapıldığı için ülkelerin borçlarını geri ödeyebilme yeteneğini önemli ölçüde kısıtlamaktaydı. Sonuç olarak ülke kredi notları önemli ölçüde ödemeler bilançosu riskine duyarlıydı. Devletin mali gücü değerlendirilirken ödemeler bilançosu yabancı döviz kuru aracılığı ile önemli bir etkiye sahiptir. Örneğin döviz kurundaki keskin bir değişim devletin borç ödeme maliyetlerini artırarak ödemeler bilançosu dinamiklerinde problem yaratabilir. Eğer ülke geniş döviz rezervlerine sahipse piyasaya müdahalede bulunabilir ve kurda yaşanan sert değişimlerin yarattığı riski sınırlandırabilir. Ülke kredi notlarını belirleyen önemli faktörlerden biri de yabancı döviz piyasalarına ulaşabilme yeteneğidir. Eğer bir devlet yabancı döviz piyasalarına sınırlı bir ulaşma imkanına ve yetersiz döviz rezervine sahip ise bu koşullar o ülkeyi temerrüde sürükleyebilir. Bu durum aynı zamanda geleneksel ülke kredi notları değerlendirmesinin arkasındaki mantığı da oluşturmaktadır. Sonuç olarak uluslararası sermaye piyasalarına daha sınırlı ulaşım imkanına sahip ülkeler yüksek temerrüt riskine ve dolayısıyla düşük kredi notuna sahip olmaktadır.

Bir ülkenin borç dinamikleri değerlendirilirken borcunun vade yapısı ve faiz oranı, kredi notu belirleme sürecinde önemli bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Örneğin aynı borç seviyesine ve aynı GSMH değerine sahip iki ülkenin borçlarının vade yapısı ve faiz oranları farklılaşabilmektedir. Birinci ülkede vergilerin %50'si faiz ödemeleri için kullanılırken ikinci ülkede bu oranın %10 olması ülkelerin mali yapılarının gücü hakkında önemli bilgiler sunmaktadır.

Ülkelerin borç yapıları incelenirken belirleyici olan bir diğer durum ise borcun istikrarlı, azalan ya da yükselen bir büyüme sergileyip sergilemediğidir. Bu durum kredi notlarının yönünün belirlenmesinde çok kullanışlı bir faktördür. Örneğin iki aynı ekonomik özelliğe sahip ülkeden, yükselen fakat önemsiz bir borç miktarına sahip olan

ülke, istikrarlı fakat yüksek bir borç miktarına sahip olan ülkeden daha yüksek kredi notuna sahip olacaktır.

Finansal derinlik ve finansal sistemin gelişmişliği devletin mali esnekliği için kullanışlı bir gösterge olarak kabul edilebilir. Gelişmiş bir finansal sisteme sahip ülkeler likiditeye ulaşma ve borçlanma araçlarını çeşitlendirme noktasında daha az sıkıntı çekmektedirler. Finansal sistemin gelişmediği ülkelerde özel tasarrufun düşük ve finansal araçların yetersiz olması, ülkelerin likidite ihtiyacının dış kaynaklar aracılığıyla karşılanmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla gelişmiş bir finansal sistemin bulunduğu ülkeler daha yüksek kredi notuna sahip olmaktadır.

Ülkelerin mali sağlamlığını ölçerken karşımıza kredi notunun belirlenmesi açısından önem arz eden ülkenin borç yapısına ilişkin iki kavram daha çıkmaktadır. Bunlardan birincisi devletin satış işlemine konu olabilecek varlıklara sahip olması durumudur. Bu varlıkların likiditesi ne kadar yüksekse o ülkenin likidite şoklarına karşı tepki vermesi o kadar kolay olacaktır. İkinci kavram ise devletin borç/gelir oranını gösteren borç uyum kapasitesidir. Bu orandaki yükselme hükümetlerin popülist politikalar uyguladığı yönünde sinyaller verebilmektedir. Dolayısıyla mali disiplinin göz ardı edildiği noktada öncü bir gösterge niteliğindedir.

1.4.1.2.2. Ülkenin riske duyarlılığı

Daha önce değindiğimiz ekonomik ve kurumsal sağlamlık faktörleri devletin orta vadede şoklara karşı direnebilme yeteneğini değerlendirirken, kredi notunun belirlenmesinde son faktör olan ülkenin riske duyarlılığı ise dışsal olayların yarattığı riskleri kapsamaktadır. Bu son faktör daha basit olarak dışsal olaylar karşısında bir ülkenin borcunda yaşanan değişimleri yansıtmaktadır. Dışsal olaylardan kasıt ülkenin kendi ekonomik ve finansal dinamikleri dışında gerçekleşen olaylardır. Örneğin doğal afetler, savaşlar, spekülatif krizler, politik kaos gibi durumlar dışsal olaylar olarak kabul edilmekte ve ülkelerin mali durumlarında beklenmeyen durumlara yol açarak temerrüt riskini artırmaktadır. Dolayısıyla ülkelerin bu tarz dışsal şoklara direnci yüksek ise elde ettikleri kredi notu da bu yüksek dirence paralel olarak artmaktadır.

1.4.1.2.3. Mali sağlamliğın belirlenmesi

Ülkelerin mali sağlamliğı belirlenirken devletin mali gücü ve riske karşı duyarlılığından oluşan iki faktör aşığıdaki tablo kullanılarak kombine edilmektedir. Moody's tarafından kullanılan aşığıdaki Tablo 6'ya göre örneğin bir ülkenin mali gücü zayıf ve risklere karşı duyarlılığı güçlü ise bu ülkenin mali sağlamliğı zayıf olarak belirlenmektedir.

Tablo 6. Mali Sağlamliğın Belirlenmesi

Mali Sağlamliğın Değerlendirilmesi		Risklere Karşı Duyarlılık							
		Çok Zayıf	Zayıf	Orta	Güçlü	Çok Güçlü			
Devletin Mali Gücü	Çok Güçlü								
	Güçlü								
	Orta								
	Zayıf								
	Çok Zayıf								
Finansal Sağlamlık									
Çok Zayıf		Zayıf		Orta		Güçlü		Çok Güçlü	

Kaynak: Moody's Investors Service, 2008: 17.

1.4.1.3. Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesi

Ülke kredi notlarının belirlenmesi sürecindeki son aşamada aşığıda kredi notu haritası olarak adlandırılan Tablo 7'de ki ağırlıklar dikkate alınmaktadır. Bu tablo bize kredi notlarının belirlenmesi sürecinde rol alan dört anahtar faktörün kombinasyonunu sunmaktadır. Fakat bu tablodaki değerler kesinlik arz etmemekte, yalnızca belirli not aralıklarını temsil etmektedir. Tablo 7'ye göre bir ülkenin mali sağlamliğı güçlü ve ekonomik esnekliği düşük ise bu ülkenin sahip olduğu kredi notu Baa3 – Ba1 – Ba2 aralığında yer almaktadır. Bu aralıklar dikkate alınarak ülkelere ait kredi notları kesin olarak Moody's'in kredi derecelendirme komiteleri tarafından karara bağlanmaktadır.

Tablo 7. Kredi Notlarının Belirlenmesi

Ekonomik Esneklik									
		Çok Güçlü	Güçlü	Orta	Zayıf	Çok Zayıf			
Yatırım Yapılabilir Statü	Aaa								
	Aa1								
	Aa2								
	Aa3								
	A1								
	A2								
	A3								
	Baa1								
	Baa2								
	Baa3								
Spekülatif Statü	Ba1								
	Ba2								
	Ba3								
	B1								
	B2								
	B3								
	Caa1								
	C								
Mali Sağlamlık									
Çok Güçlü	Güçlü	Orta	Zayıf	Çok Zayıf					

Kaynak: Moody's Investors Service, 2008: 18.

1.4.2. Standart and Poors'un kullandığı yöntemler

S&P'ye göre ülke kredi notları bir ülkenin var olan borcunu tam olarak ve zamanında ödeyebilme yeteneği ve isteğini göstermektedir. S&P ülke kredi notlarını

belirlerken kullandığı analizlerde, geçmişte bir ülkede ekonomik ve politik alanda yaşanan değişimleri yansıtan göstergelerin yanı sıra ülkenin gelecekteki mali ve parasal esnekliğini yansıtan diğer bir takım göstergelerin kombinasyonunu kullanmaktadır. Değerlendirme aşamasında başvuru alan ekonomik, mali ve politik göstergeler S&P'nin ülke kredi notları analizi için 5 temel faktörü oluşturmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 3-4).

- Politik skoru yansıtan kurumsal etkinlik ve politik risk
- Ekonomik skoru yansıtan ekonomik yapı ve büyüme beklentisi
- Dış iktisadi skoru yansıtan dışsal likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu
- Mali skoru yansıtan bütçe açığı, mali performans ve mali esneklik
- Parasal skoru yansıtan parasal esneklik

Politik, ekonomik, dış iktisadi, mali ve parasal skor olarak adlandırılan bu beş faktöre, S&P tarafından 1 ve 6 (1 en zayıf, 6 en güçlü) arasında değerler verilmektedir. Tablo 8 ülke kredi notlarının belirlenmesinde kullanılan beş ana faktörü göstermektedir. Yukarıda sıralanan faktörlerden elde edilen beş adet skor değerinin belirlenmesi aşamaları daha sonra ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

Yapılan analizler sonrasında elde edilen politik ve ekonomik skorların birleştirilmesi sonucunda, bir ülkenin politik ve ekonomik profili oluşturulurken, dış iktisadi, mali ve parasal skorların birleşimi de o ülkenin esneklik ve performans profilini göstermektedir. Politik ve ekonomik profil bir ülkenin ekonomisinin esnekliğini, kurumlarının istikrarını, gücünü ve devletin uyguladığı politikalarda ki etkinliğini yansıtırken, esneklik ve performans profili ise bir ülkenin mali dengesinin ve bütçe açığının sürdürülebilirliği, mali ve parasal politikalarda ki esnekliği ve dış pozisyonunu yansıtmaktadır. Son olarak ikiye indirgenen bu faktörlerin birleştirilmesi ile kredi notlarına ait ön ya da başlangıç değerleri elde edilmekte ve bu aşamadan sonra eğer varsa, analizde yer almayan istisnai faktörler değerlendirilerek kredi notlarına son hali verilmektedir. S&P ülke kredi notunu belirlerken ülkelerin uzun dönem yabancı para kredi notlarına odaklanmakta, dolayısıyla ilk aşamada elde edilen bu notlar ülkelerin uzun dönem yabancı para kredi notu değerini ifade etmektedir.

Tablo 8. Ülke Kredi Notlarını Belirleyen Beş Ana Faktör

Kredi Notunu Belirleyen Faktörler	1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı
Kurumsal Etkinlik ve Politik Risk	Politik Skor
Ekonomik Yapı ve Büyüme Beklentisi	Ekonomik Skor
Dışsal Likidite ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu	Dış İktisadi Skor
Bütçe Açığı, Mali Performans ve Mali Esneklik	Mali Skor
Parasal Esneklik	Parasal Skor

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 7.

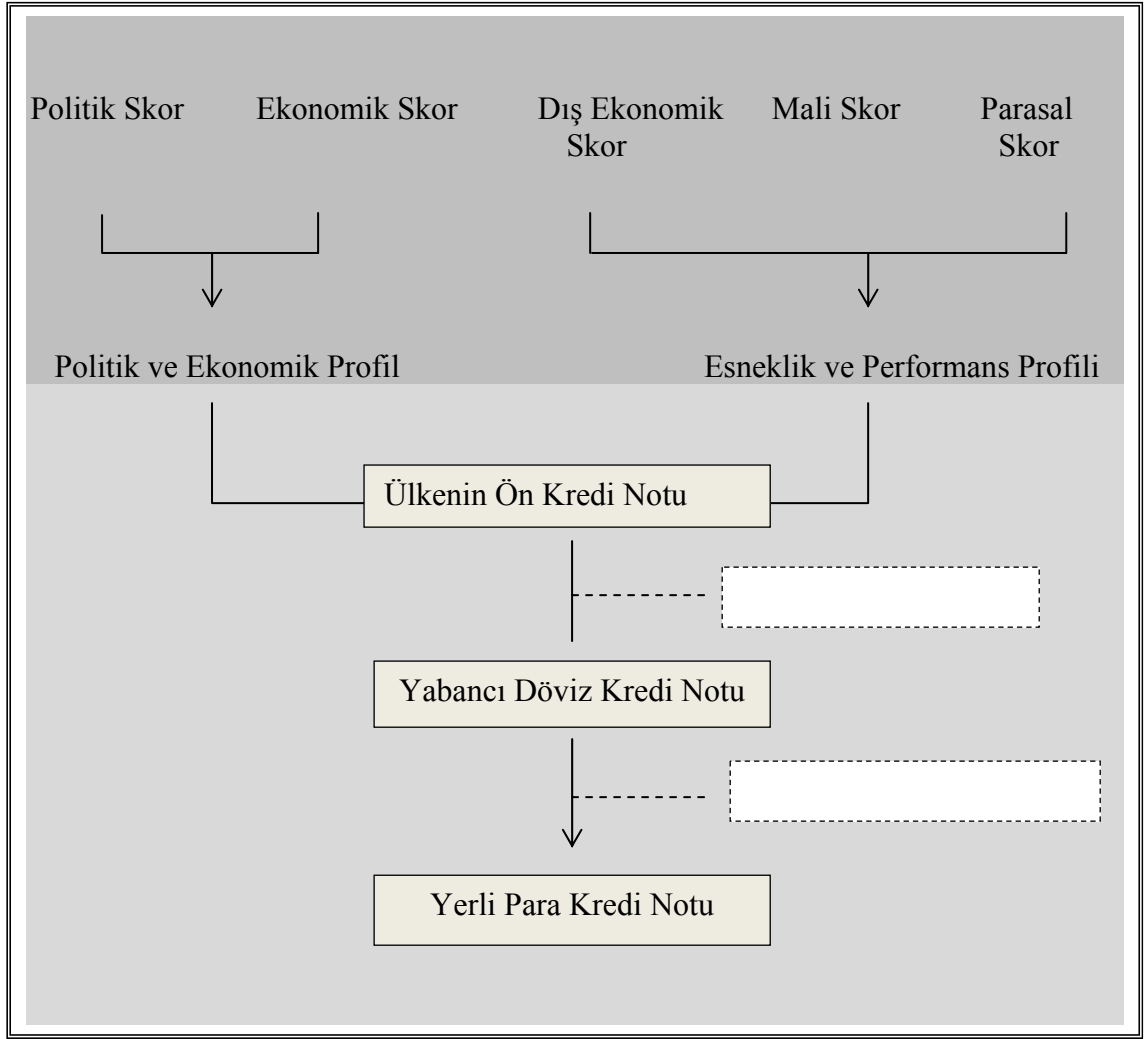
Ülkelerin uzun dönem yerli para kredi notu ise uzun dönem yabancı para notu kullanılarak elde edilmektedir. Genellikle uzun dönem yerli para kredi notları, yabancı para kredi notundan 0-2 not aralığında daha yüksek olmaktadır. Çünkü bir ülke kendi parasıyla ve kendi sınırları içerisinde borcunu geri ödeyebilecek büyük bir güce sahiptir.

Ülkeler kendi finansal sistemlerini yasalar ile kontrol edebilir, çeşitli politika araçları ile ekonomiye müdahale edebilir, vergi oranlarını artırabilir ve nihayetinde borcun ödenebilmesi için para basımı dahi gerçekleştirebilir. Bir ülkenin her hangi bir parasal birliğe dahil olması durumunda ise birlik içerisindeki ülkelerin ortak para birimi, döviz kuru ve merkez bankasına sahip olmaları sebebiyle bu ülkelere ait uzun dönem yerli ve yabancı para kredi notu birbirine eşit olmaktadır. Şekil 1 uzun dönem kredi notlarının belirlenmesi sürecindeki aşamaları göstermektedir.

Tablo 9. Başlangıç Kredi Notu Seviyesinin Belirlenmesi

	Politik ve Ekonomik Profil											
Esneklik ve Performans Profili	Kategori	En Üstün	Aşırı Güçlü	Çok Güçlü	Güçlü	Kısmen Güçlü	Orta	Kısmen Zayıf	Zayıf	Çok Zayıf	Aşırı Zayıf	Yetersiz
Kategori	Skor	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Aşırı Güçlü	1-1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	----	----
Çok Güçlü	1.8-2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Güçlü	2.3-2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Kısmen Güçlü	2.8-3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Orta	3.3-3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Kısmen Zayıf	3.8-4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Zayıf	4.3-4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Çok Zayıf	4.8-5.2	----	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Aşırı Zayıf	5.3-6	----	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 8.



Şekil 1. Kredi Notlarının Belirlenmesi Aşamaları

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 4.

1.4.2.1. Politik skorun belirlenmesi

Politik skor bir devletin kurumlarının, uygulanan politikaların etkinliğinin, sürdürülebilir bir büyüme politikasının ve politik şokların ülke kredi notları üzerinde ne kadar etkili olduğunu değerlendirmektedir. Politik skor belirlenirken geniş anlamda 5 faktör aşağıdaki gibi listelenmektedir. Bunların ilki politik skorun belirlenmesinde birincil faktör olarak yer almakta, ikincisi ise kredi notunun belirlenmesi analizine ikincil faktörler olarak girmektedir. Politik skorun belirlenmesinde yer alan son 3 faktör

ise birinci ve ikinci faktörlere ek olarak kredi notunu ayarlayıcı faktörler olarak kullanılmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 10).

- Politik kurumlarının, politikalarının etkinliği, istikrarı ve tahmin edilebilirliği
- Kurumların şeffaflığı, hesap verebilirliği ve istatistiksel bilgilerin güvenilirliği
- Devletin ödeme kültürü
- Dış güvenlik riski
- Dış organizasyonların politika yapımı üzerindeki etkileri

Yukarıda belirtilen beş faktörlerin ilk ikisi politik skorun başlangıç değerinin belirlenmesinde kullanılır. Kredi notlarının son halinin belirlenmesinde olduğu gibi burada da son üç faktör nihai politik skorun belirlenmesinde ayarlayıcı ya da uyumlaştırıcı faktörler olarak yer almaktadır. Politik skor son üç faktör olan ödeme kültürü, güvenlik riski ve dış organizasyonların etkisi durumlarındaki değişimlere göre başlangıç skorundan daha iyi ya da daha kötü değerler alabilmektedir.

1.4.2.1.1. Politik kurumların ve politikaların etkinliği

Politik kurumların ve politikaların etkinliği kriteri değerlendirilirken aşağıdaki faktörler dikkate alınmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 13).

- Bir ülkenin geçmiş ekonomik, politik ve finansal krizler sırasındaki başarısı, iyi dönemlerde sürdürülen ihtiyatlı politikalar ve dengeli ekonomik büyüme
- Ülkelerin mali reformları uygulayabilme yeteneği, isteği ve uzun dönemde sürdürülebilir bir kamu maliyesi
- Genel politik, ekonomik yapının ve gelişmelerinin özellikle krizlere karşı verebileceği tepkilerin tahmin edilebilirliği
- Siyasi, etnik, dini yada artan politik ve ekonomik katılım sayesinde ortaya çıkan popülist isteklerden dolayı politik kurumlara yada kurumsal yasalara karşı gerçekleşen potansiyel tepki

İstikrarlı politik kurumlara ve politik etkinliğe sahip ülkeler özellikle kötüleşen iktisadi dönemlerde daha proaktif davranabilmektedir. Bu durum bu ülkelerin ekonomik

ve siyasi krizlerden daha az etkilenmesine olanak sağlamaktadır. İstikrarlı ve iyi düzenlenmiş kurumlar genellikle uygulanacak politikaların tahmin edilebilirliğini artırmaktadır. Artan tahmin edilebilirlik beklenmedik politik olayların olması riskini azaltırken, yönetimi daha mekanik ve yasalar bağlı bir duruma getirmektedir. Kurumsal yapıdaki tüm bu gelişimler politik ve ekonomik risk kavramlarıyla ters orantılıdır.

1.4.2.1.2. Kurumların şeffaflığı ve hesap verebilirliği

Bu kriter analiz edilirken yine yukarıdaki gibi dört temel faktöre dayandırılmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 13-14).

- Kurumlar arasında dengenin ve kontrollerin varlığı
- Ülkedeki yolsuzluk seviyesi
- Sözleşmelerin tarafsız bir şekilde uygulanması, hukuk kurallarına ve mülkiyet haklarına saygı
- İstatistik kurumlarının ve medyanın bağımsızlığı, bilginin şeffaflığı, güvenilirliği ve istatistiki verilerin revize edilmesi

Kurumların şeffaflığı, hesap verebilirliği ve istatistiki veriler bilginin kesinliğini ve güvenilirliğini arttırdığı için önemlidir. Bu özellikler bilgi asimetrisini ve ülkenin kredi riskini azaltmaktadır. Şeffaf kurumlara sahip ülkeler uluslararası sermaye piyasalarında daha rahat borçlanma imkanına sahiptir.

1.4.2.1.3. Devletin borç ödeme kültürü

Borç ödeme kültürü başlangıç politik skorunu ayarlama da kullanılan ilk faktördür. Bu faktör politik skorun kesin değerinin belirlenmesinde önemli bir yer tutmaktadır. Bu aşamada ülkenin borç ödeme geçmişi incelenerek borç ödemedeki istekliliği değerlendirilmektedir. Borç ödeme kültürü ile temerrüt olasılığı arasında doğrudan bir ilişki kurulabileceğinden dolayı S&P'ye göre bir ülkenin borç ödeme kültürü düzensiz ve kredi riski içeriyorsa o ülkeye ait politik skor en düşük seviye olan 6'dan daha iyi olamaz (Standard & Poor's, 2011: 14). Borç ödeme kültüründeki düzensizlikler ayrıca

devletin uluslararası alanda, kredi veren kuruluşlar ve uluslararası yatırımcılar karşısında itibarını azaltarak güvensizliğe neden olmaktadır. Bu güvensizlik yalnızca uluslararası alanda değil, yurtiçinde de ortaya çıkabilmektedir.

1.4.2.1.4. Dış güvenlik riski

Başlangıç politik skorunu ayarlama da kullanılan ikinci faktör jeopolitik konum ve dış güvenlikten kaynaklı risk durumudur. Bu riskler savaşları, savaş tehditlerini, ülkeler arasında yaşanan sert siyasi sürtüşmeleri ve komşularla olan ilişkileri kapsamaktadır. Bu faktör değerlendirilirken yalnızca ülkenin içinde bulunduğu savaş durumu ya da savaş ihtimali değil, ayrıca o ülkenin bulunduğu coğrafi bölgedeki olası savaş ihtimalleri de dikkate alınmaktadır. S&P'ye göre eğer bir ülkede ya da ülkenin bulunduğu coğrafi bölgede önümüzdeki birkaç yıl içinde savaş olabileceği düşünülüyorsa, politik skor başlangıç değerinden bir ya da iki kademe daha kötüleşecektir (Standard & Poor's, 2011: 14).

1.4.2.1.5. Dış organizasyonların etkisi

Askeri müttefiklikler, ticaret bölgeleri, politik ve parasal birlikler gibi uluslar üstü organizasyonlardaki üyelikler, bir ülkenin politik karar alma süreçlerini etkileyebilmektedir. Örneğin AB ve IMF gibi kuruluşlar üyelerine politik ve mali açıdan bazı sorumluluklar yüklemektedir. Bu kuruluşlarda yer alan üyeler ancak belirlenen bu sınırlar içerisinde hareket edebilmektedirler.

1.4.2.2. Ekonomik skorun belirlenmesi

Ülkelerin temerrüt geçmişi incelendiğinde, piyasa odaklı, esnek, refah seviyesi yüksek ülkelerin sürdürülebilir ekonomik büyümeye, yüksek kamu gelirlerine ve mali ve parasal politikalarında esnek bir yapıya sahip oldukları görülmektedir. Özellikle piyasa odaklı ekonomiler kaynaklarını daha etkin alanlara kanallı edebilme yeteneğine sahip oldukları için yüksek refah düzeyi ve uzun dönemde sürdürülebilir ekonomik büyüme oranlarına sahiptir. Ülkelerin ekonomik yapılarındaki bu özellikler ülke kredi

notlarının belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Ülkenin ekonomik skorunun belirlenmesi sürecinde bu özellikler aşağıdaki üç faktöre indirgenerek ele alınmaktadır.

- Gelir seviyesi
- Ekonomik büyüme beklentisi
- Ekonomik çeşitlilik ve volatilité

Bu üç faktörün kombinasyonu ülkenin ekonomik skorunu belirlemektedir. Birinci faktör olan ülkenin gelir seviyesi baz alınarak başlangıç ekonomik skoru belirlenmektedir. Burada gelir seviyesi için kişi başı GSYİH değeri kullanılmaktadır. Daha sonra ekonomik büyüme beklentileri ve potansiyel volatilité faktörlerinden yola çıkarak başlangıç ekonomik skoruna pozitif ve negatif ayarlamalar yapılarak nihai ekonomik skor elde edilmektedir (Standard & Poor's, 2011: 15).

Tablo 10. Ülkenin Ekonomik Skorunun Belirlenmesi

Ülkenin Ekonomik Skorunun Belirlenmesi 1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı						
Kişi Başına GSYİH (\$)	35.000\$ Üstü	25.000\$ - 35.000\$	15.000\$ - 25.000\$	5.000\$ - 15.000\$	1.000\$ - 5.000\$	1.000\$ Altı
Başlangıç Skoru	1	2	3	4	5	6

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 16.

1.4.2.2.1. Gelir seviyesi

Daha yüksek kişi başı GSYİH değerine sahip ülkeler aynı zamanda daha yüksek vergi gelirleri ve daha geniş finansman imkanına sahip olması dolayısıyla daha düşük kredi riski içermektedir. Eğer dolar ile ölçülen kişi başı GSYİH, döviz kurunda yaşanan aşırı yada düşük değerleme nedeniyle bir ülkenin gelir seviyesini doğru olarak yansıtmıyorsa, o ülkenin ekonomik skoru başlangıç ekonomik skorundan bir kategori iyi yada kötü değer alabilir. Tablo 10 bir ülkenin başlangıç ekonomik skorunun belirlenmesi sürecinde kişi başına GSYİH'nın etkisini göstermektedir.

1.4.2.2.2. Ekonomik büyüme beklentisi

Eğer aynı kişi başı GSYİH kategorisinde yer alan ülkelerden birinin büyüme beklentisi bu kategorideki diğer ülkelerin büyüme beklentisinin üzerinde yada altında ise bu ülkeye ait ekonomik skor başlangıç ekonomik skoruna göre bir kademe daha iyi yada daha kötü bir değer almaktadır. Burada kullanılan ekonomik büyüme değişkeni reel kişi başına GSYİH trend büyümedir. Ülkelere ait başlangıç ekonomik skorunun belirlenebilmesi için gelir seviyesi altı farklı gruba ayrılmıştır. Başlangıç ekonomik skoru belirlenirken gelir seviyesinin bulunduğumuz en son yıla ait değeri kullanılmaktadır. İki farklı gelir grubunun birinin alt sınırı diğerinin üst sınırını oluşturduğu için eğer bir ülkenin son yılki gelir seviyesi bu değerlere çok yakın ise o ülkeye ait son üç yılın gelir seviyesinin ortalaması kullanılmaktadır.

1.4.2.2.3. Ekonomik çeşitlilik ve volatilité

Bir ülkenin ekonomisinde yaşanan dalgalanmalar fazla ise o ülkeye ait ekonomik skor başlangıç ekonomik skorundan bir kademe daha kötü olacaktır. Ekonomik yapının çeşitli olmadığı, örneğin ekonomik çıktının büyük oranda tek bir endüstri tarafından yaratıldığı ekonomilerde de yine ekonomik skor başlangıç ekonomik skorundan bir kademe daha kötü değer alacaktır.

1.4.2.3. Dış iktisadi skorun belirlenmesi

Dış iktisadi skor genel olarak bir ülkenin döviz kurlarına, uluslararası yatırım pozisyonuna, dışsal likidite ve dış borç durumuna ait görünümü yansıtmaktadır. Dış iktisadi skorun belirlenmesi süreci üç ana faktörün değerlendirilmesi ile oluşmaktadır. Bu faktörler aşağıdaki gibidir (Standard & Poor's, 2011: 18). Tablo 11 dış iktisadi skorun başlangıç değerinin belirlenmesi sürecini göstermektedir.

- Ülke döviz kurunun uluslararası işlemlerde statüsü
- Ülkenin dışsal likiditesi
- Ülkenin dış borç durumu

Tablo 11. Ülkenin Dış İktisadi Skorunun Belirlenmesi

		Rezerv Para Birimine Sahip Ülkeler	Ticarette Aktif Kullanılan Para Birimine Sahip Ülkeler	Diğer Ülkeler: Ülkenin Dışsal Likidite Seviyesi			
				Dış Finansman İhtiyacı Toplamı/ (CAR+ Kullanılabilir Rezervler)			
				50% Altı	50 - 100%	100 - 150%	150% Üstü
Ülkenin Dış Borç Seviyesi Net Dış Borç (varlıklar)/Car (%)	(50)% Altı	1	1	1	1	1	2
	0 - (50)%	1	1	1	1	2	3
	0 - 50%	1	2	1	2	3	4
	50 - 100%	2	2	2	3	4	5
	100 - 150%	2	3	3	4	5	5
	150 - 200%	3	4	4	5	5	6
	200% Üstü	3	4	5	6	6	6

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 21.

1.4.2.3.1. Döviz kurunun uluslararası işlemlerde statüsü

Dış iktisadi skorun belirlenmesinde ilk aşama ülke döviz kurunun uluslararası işlemlerdeki kullanım derecesi ile ilişkilidir. Yerli para biriminin kullanım derecesinin artması o para biriminin rezerv para ya da ticaret için aktif olarak kullanılan para birimi olma olasılığını artırdığı için dışsal likiditeyi artırdığı şeklinde değerlendirilmektedir. Ayrıca bu ülkeler yatırımcıların portföylerindeki ani değişimlere karşı daha az hassastırlar.

1.4.2.3.2. Dışsal likidite

S&P'nin dış iktisadi skoru belirlemede kullandığı analizde, dışsal likidite toplam dış finansman ihtiyacının, CAR (current account receipt) ve kullanılabilir resmi yabancı döviz rezervleri toplamına oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Burada kullanılan toplam dışsal finansman ihtiyacı, cari yıl tahmini ve gelecek iki ya da üç yıla ait öngörünün ortalamasıdır. Burada bahsedilen öngörü IMF, merkez bankaları, bağımsız iktisatçılar yada S&P'nin kendisi tarafından yapılmaktadır. S&P tarafından yapılan öngörüde

ülkelerin uluslararası yatırım pozisyonu, ödemeler bilançosu geçmişi, dış borç yapısı, beklenen ithalat ve ihracat değerleri dikkate alınmaktadır.

1.4.2.3.3. Dış borç durumu

S&P bir ülkenin dış borç durumunu dar anlamda dış borcun CAR'a oranı şeklinde hesaplamaktadır.

1.4.2.3.4. Dışsal skoru ayarlayıcı faktörler

Bu başlık altında başlangıç dış iktisadi skorunun değişmesine neden olan faktörler değerlendirilecektir. Bir ülkenin dışsal skorunu bir kademe yükselten iki adet faktör bulunmaktadır. Bunlardan ilki ülkenin aktif bir ticari para birimine sahip olması ve cari yılda ya da geçmiş yılların ortalaması alındığında cari fazla vermesi durumudur. İkinci faktör ise ülkenin özel sektörüne ait finansal olmayan dışsal varlıklara ve gelir getiren doğrudan yabancı yatırımlara sahip olmasıdır (Standard & Poor's, 2011: 21-23).

Başlangıç dış iktisadi skorunu bir kategori daha kötü duruma getiren dört adet faktör bulunmaktadır. Ülkenin yüksek cari açığa sahip olması bunların ilkidir. Yüksek cari açıktan kasıt cari açık değerinin CAR'ın %10'unun üzerinde olmasıdır. Bir diğer faktör ise ülkedeki doğrudan yabancı yatırımlarda, portföy yatırımlarında daha genel olarak uluslararası sermaye akışında yaşanan ani kayıplardır. Bu durum ülkelerin güvenli uluslararası finansal bir merkez olma yolundaki itibarını azaltmaktadır. Ülkenin ticaret hacminde yaşanan volatilité bir diğer negatif faktördür. Ticaret hacmindeki değişimin standart hatası olarak ölçülen bu volatilité %10'u aşması durumu ticaret hacminde bir istikrarsızlığın varlığı anlamına gelmektedir (Standard & Poor's, 2011: 21-23). Bazı ülkelerin düşük dış borç ve düşük dış finansman ihtiyacına sahip olmaları bazen gerçeği yansıtmayabilir. Bu gibi durumlar bir ülkenin borç kısıtlamalarına sahip olması, piyasalara ulaşım sıkıntısı çekmesi ve buna benzer başka nedenlerden kaynaklanıyor olabilir. Bu ayrım iyi analiz edilmeli ve bu koşullara sahip ülkelerin dış iktisadi skorları yeniden ayarlanmalıdır.

Ortak parasal birliğe üye olan ülkelerin dış iktisadi skorları belirlenirken, her bir ülkenin kendi dış performansı dikkate alınmaktadır. Bu ülkeler ortak para birimi ve

ortak sermaye piyasalarına sahip olsalar dahi dış likidite ve üyelerin bilanço durumları geniş oranda farklılaşabilir. Yine bir ülkenin IMF programı gibi resmi programlara katılması, onun dış performansının değerlendirilmesini etkileyebilir. Başarılı bir IMF programı ülkelerin dış performansının gelişmesine yardımcı olabilir.

1.4.2.4. Mali skor

Mali skor, bir ülkenin bütçe açığının ya da bütçe fazlasının sürdürülebilirliğini yansıtmaktadır. Mali skor değerlendirilirken ülkenin borç yapısı, mali esnekliği, mali hassaslığı, uzun dönemli mali trendi, fonlara ulaşım imkanı ve şarta bağlı yükümlülüklerden kaynaklı potansiyel risk unsurları dikkate alınmaktadır. Bu aşamada yapılan analiz mali performans ve borç yükü olmak üzere iki bölüme ayrılmakta ve ayrı skorlar verilmektedir. Genel mali skor değeri ise bu iki bölümde elde edilen skorların ortalamasından oluşmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 23).

1.4.2.4.1. Mali performans ve esneklik

Nominal devlet borcunun GSYİH'nın yüzde oranı olarak hesaplanan değer, mali performans ve esnekliğin başlangıç skorunun belirlenmesinde kullanılmaktadır. Genel hükümet borcundaki değişim, cari yıl ve gelecek üç yılın öngörüsünün ortalamasıdır. Mali performans kriteri devletin ekonomi içindeki genel seviyesi, devletlerarası işlemler ve sosyal güvenlik gibi kavramlara odaklanmaktadır. Mali esneklik ise ülkelere ekonomik şoklar ve mali denge ile ilgili problemlerin karşısında manevra kabiliyeti sağlamaktadır. Mali performans ve esnekliğin başlangıç skoru belirlendikten sonra yine burada da nihai skorun elde edilmesi amacıyla çeşitli ayarlayıcı faktörler dikkate alınmaktadır. Tablo 12 bir ülkenin mali performans ve esneklik skorunun başlangıç değerinin nasıl elde edildiğini göstermektedir.

Ülkelerin vergi oranlarını ya da varlık satışlarını artırarak gelirlerini yükseltme isteğine sahip olmaları mali performans ve esneklik skorunu bir kademe iyileştirmektedir. İkinci iyileştirici faktör yukarıdakinin tersi olarak kamu harcamalarını azaltma isteğidir. Mali performans ve esneklik skorunu pozitif yönde ayarlamaya yarayan son faktör ise ekonomik dalgalanmaların ülkenin mali performansı üzerindeki etkilerini azaltmak amacıyla ülkelerin yeterli oranda likit varlığa sahip olmasıdır. Şimdi

sayacağımız üç faktör ise ülkenin mali performans ve esneklik skorunu bir kademe daha güçsüzleştirici etki yaratmaktadır.

Tablo 12. Ülkenin Mali Performans ve Esneklik Skorunun Belirlenmesi

Ülkenin Mali Performans ve Esneklik Skorunun Belirlenmesi 1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı						
Genel Kamu Borcundaki Değişim (%GSYİH)	%0 Altı	%0 - %3	%2 - %4	%3 - %5	%4 - %7	%6 Üstü
Başlangıç Skoru	1	2	3	4	5	6

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 24.

Kamu gelirlerinin volatilitenin deki artış bu faktörlerin ilkidir. Bir ikincisi devletin vergi oranlarını artırmada bazı sıkıntılara sahip olmasıdır. Örneğin vergi toplama oranlarının düşük olması, vergi oranında gerçekleştirilen bir artışı etkisiz kılabilir. Vergi oranlarındaki bir artışa vergi gelirleri duyarsız kalmaktadır. Negatif etkiye sahip son faktör ise ülkelerin temel altyapı yatırımları ve servislerinde önemli yetersizlikler bulunmasıdır. Bu durum uzun dönemde kamu harcamalarının artırılması yönünde baskı yaratacaktır.

1.4.2.4.2. Borç yükü

Borç yükü skoru devletin borç seviyesini, borç yapısını, fonlara ulaşım kolaylığını ve kamu gelirlerindeki artışı yansıtmaktadır. Bu skor ayrıca şarta bağlı yükümlülüklerden kaynaklanan riskleri de göstermektedir. Bu faktörlerin kombinasyonu Tablo 13’de gösterildiği gibi borç yükü skorunu belirlemektedir. Borç yükü başlangıç skoru, genel kamu borç seviyesi ve borç maliyeti diye adlandırılan iki anahtar kavram tarafından belirlenmektedir.

Tablo 13. Ülkenin Borç Yükü Skorunun Belirlenmesi

Ülkenin Borç Yükü Skorunun Belirlenmesi 1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı						
		Borç Seviyesi				
		GSYİH yüzdesi olarak net genel kamu borcu				
Borç Maliyeti	Kamu gelirlerinin yüzdesi olarak kamu faiz harcamaları	%30 Altı	%30 - %60	%60 - %80	%80 - %100	%100 Üstü
	%5 Altı	1	2	3	4	5
	%5 - %10	2	3	4	5	6
	%10 - %15	3	4	5	6	6
	%15 Üstü	4	5	6	6	6

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 27.

Ülkenin borç yükü skorunu belirleyen analiz, tabloda görüldüğü üzere genel devlet gelirlerinin yüzde oranı olarak hesaplanan genel devlet faiz harcamaları tarafından ölçülen borcun maliyeti ve GSYİH'nın yüzde oranı olarak hesaplanan net genel devlet borcu şeklinde ölçülen borç seviyesi kavramlarına odaklanmaktadır. Bir ülkenin borç yükü, o ülkenin diğer kredi imkanları göz önünde bulundurularak değerlendirilir. Diğer kredi imkanlarının genişliği ülkelere borç seviyelerini daha rahat ayarlayabilme imkanı sunmaktadır. Örneğin bir ülkenin borç yükünün sürdürülebilmesi, onun parasal ve mali esnekliğine ve sermaye piyasalarının gelişmişliğine önemli oranda bağlıdır. Gelişmiş bir finansal sisteme ve geniş borçlanma imkanlarına sahip ülkelerde, daha yetersiz koşullara sahip ülkelerle karşılaştırıldığında daha yüksek borç yükü var olsa dahi borcun sürdürülebilirliği daha kolay olmaktadır.

Başlangıç borç skoru belirlendikten sonra yine bu skor içinde negatif ve pozitif ayarlayıcı faktörler değerlendirilerek borç skoruna ait nihai değer elde edilmektedir. Aşağıda verilecek olan ayarlayıcı faktörlerden en az iki tanesi bir ülke için geçerli ise o ülkeye ait başlangıç borç skoru bir kademe daha kötü olacaktır (Standard & Poor's, 2011: 27).

- Yabancı döviz cinsinden genel kamu borcu %40'dan fazla, borcun vade yapısı 3 yıldan az ve kur riski varsa
- Kamu borçlarının % 60 dan fazlasının yabancılara olması
- Devlet borçlanma kağıtlarının ülkedeki bankaların bilançolarında geniş bir paya sahip olması.

Bu son madde ulusal bankacılık sektörünün sınırlı kapasiteye sahip olduğunu ve genellikle devlet borçlanmasını finanse etmek amacıyla kullanıldığını göstermektedir. Ayrıca bankacılık kaynaklarının kamu finansmanı olarak kullanılması özel sektörün kredi imkanlarını üzerinde bir dışlama etkisi yaratmaktadır.

1.4.2.5. Parasal skor

Parasal skor, temel olarak para otoritelerinin bir ülkedeki sürdürülebilir iktisadi büyümeyi, ekonomik ve finansal şoklar karşısında para politikaları aracılığıyla istikrar sağlayabilme yeteneğini yansıtmaktadır. Para politikaları ekonomik finansal şoklar karşısında önemli bir istikrar aracı olarak kullanılabildiği için bir ülkenin parasal skoru kredi notları ile yakından ilişkilidir. Bir ülkenin parasal skoru belirlenirken kullanılan analizde aşağıdaki üç faktör dikkate alınmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 31).

- Ülkenin para politikalarını, özellikle para arzını ve iç likidite şartlarını kontrol ederken kullanabilme yeteneği
- Para politikasının güvenilirliği
- Para politikasının reel ekonomiye aktarım mekanizmalarının etkinliği ki bu durum da geniş oranda iç finansal ve sermaye piyasalarının genişliğine bağlıdır.

Parasal skurun başlangıç değerleri diğer skorlardan farklı olarak 1-5 arası değerler almaktadır. Yine diğer skorların belirlenmesinde olduğu gibi burada da negatif ve pozitif ayarlayıcı faktörler bulunmaktadır. Bu faktörlerin de hesaba katılması ile elde edilen nihai not ise diğer analizlerde olduğu gibi 1-6 arası bir değer almaktadır. Aşağıda sayılan faktörlerden ilk dördü parasal skoru 1 kademe son faktör ise 2 kademe daha güçsüz duruma getirmektedir; (Standard & Poor's, 2011: 34).

- Beş yıllık (t-1, t+3) enflasyon değerinin negatif olması
- Döviz cinsinden mevduat ve kredilerin payının büyüklüğü
- Ülkenin bir parasal birliğe üye olması
- Uluslararası ödeme ve transfer işlemlerinde bulunan döviz kuru kısıtları
- Parasal bir birliğin üyesi olan bir ülkenin, parasal birlik ortalamasından farklı fiyat ve ücret trendleri sürdürmesi

Tablo 14. Ülkenin Parasal Skorunun Belirlenmesi

Ülkenin Parasal Skorunun Belirlenmesi: Başlangıç Skoru 1 - 5 1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı					
Başlangıç Skoru	1	2	3	4	5
a) Döviz Kuru Rejimi					
Ulusal Döviz Kuru Rejimi	Serbest dalgalı döviz kuru	Dalgalı döviz kuru	Serbest dalgalı yada dalgalı döviz kuru, kısa kayıt takip, sermaye akışı üzerinde faiz oranı etkisi	Geleneksel sabit kur düzenlemeleri	Katı sabit kur uygulaması
b) Parasal Politikanın Güvenilirliği					
Merkez Bankası Operasyonel Bağımsızlığı ve Hedefleri	İyi ve güçlü bir kayıt takip sistemi (>10 yıl), tam operasyonel bağımsızlık, açık politika hedefleri ve parasal araç çeşitliliği	İyi ve güçlü bir kayıt takip sistemi, tam operasyonel bağımsızlık ve piyasa tabanlı parasal araçlar	Nispeten geniş bir operasyonel bağımsızlık, daha az güvenilir ve kısa süreli bir kayıt takip, piyasa tabanlı parasal araçlar, rezerv yetersizliği	Güçsüz ve güvensiz bir kayıt takip, Piyasa tabanlı parasal araçlar fakat etkinliği test edilmemiş	Sınırlı operasyonel bağımsızlık, aktarım mekanizmalarının çalışmaması, politik müdahalenin varlığı
c) Finansal Sistem ve Sermaye Piyasaları Yoluyla Aktarma Mekanizmalarının Etkinliği Bu alt skor, aşağıdaki üç faktörün ortalamasıdır					
Devlet Tahvillerinin Durumu	Vade>20Yıl Piyasada belirlenen oranlar ile ve <u>aktif bir ikincil piyasasının</u>	Vade>20Yıl Piyasada belirlenen oranlar ile ve <u>aktif bir ikincil piyasasının varlığı</u>	Vade 5 ve 10 yıl arasında yada 10 yıldan fazla, borcun yarısından fazlası yerli bankalara ve kamu	Vade 5 ve 10 yıl arasında yada 5 yıldan az, borcun yarısından fazlası yerli bankalara ve kamu	Vade 5 yıldan az, borcun yarısı çoğunluğu yerli bankalara özellikle

	<u>varlığı</u>		kuruluşlarına	kuruluşlarına	merkez bankasına
Yerel Para Birimi Cinsinden İç Talep	GSYİH'nın %100'ünün Üstü	GSYİH'nın %80'i ile %100'ü arası	GSYİH'nın %60'ı ile %80'i arası	GSYİH'nın %40'ı ile %60'ı arası	GSYİH'nın %40'ının Altı
Market Capitalization	GSYİH'nın %75'ünün Üstü	GSYİH'nın %50'si ile %75'i arası	GSYİH'nın %50'si ile %25'i arası	GSYİH'nın %25'i ile %10'u arası	GSYİH'nın %10'unun Altı

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 32-33.

Bir ülkenin parasal şartları çoğunlukla dışsal faktörler tarafından belirleniyor ise o ülkenin parasal skoru doğrudan 6 değerini almaktadır. S&P tarafından dikkate alınan dışsal faktörlerin kriterleri ise şöyledir; (Standard & Poor's, 2011: 34).

- Bir ülkenin işlemlerinde çoğunlukla başka bir ülkenin para birimini kullanması
- Döviz cinsinden mevduatların payının %75 i aşması
- Beş yıllık enflasyon ortalamasının %20 yi aşması

1.4.2.5.1. Para politikalarını kullanabilme yeteneği

Ülkeler para politikalarını, ekonomik şokları, dengesizlikleri bertaraf etmek ve döviz kurlarını kontrol edebilmek amacıyla kullanabilirler. Özellikle döviz kuru rejimleri etkin para politikaları yürütülmesi noktasında para otoritelerinin politika uygulayabilme yeteneğini etkilemektedir. Bunun nedeni birçok parasal hedefin arzulanan döviz kuru seviyesi ile çatışma içerisinde olmasıdır.

1.4.2.5.2. Para politikalarının güvenilirliği

Etkin bir para politikası, para politikasını uygulayan güvenilir ve şeffaf kurumların varlığı ile uygulanabilir. Güvenilirlik kavramını tarafsız bir biçimde tam olarak ölçmek mümkün değildir ama yine de para politikası uygulama yetkisine sahip olan merkez bankalarının güvenilirliğini belirleyen bazı faktörler bulunmaktadır. Örneğin merkez bankalarının operasyonel bağımsızlığı, politika etkinliği üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Merkez bankasının bağımsızlığı kavramı ayrıca ülkedeki kurumların gücünü yansıtmaya adına da önemli bir gösterge olarak kabul edilebilir.

Merkez bankalarının ve üyelerinin bağımsız karar verebilme yeteneğine sahip olması, para politikası kararları alınması sürecinde politik müdahalelerin önüne geçebilme imkanı sunmaktadır.

Para politikaların etkinliğini etkileyen diğer bir faktör de para otoritelerinin güvenilirliğidir. Güvenilir para otoritelerini varlığı özellikle kriz ve stres dönemlerinde reel para politikası araçlarına başvurmadan az da olsa ekonomik dalgalanmaları yatıştırma ya da derinleşmesini önleme imkanı sunmaktadır. Para politikasının etkinliğini artıran bir diğer faktör ise modern para politikasının öncelikli hedefi olan düşük ve istikrarlı enflasyon oranıdır. Düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı ayrıca yerli paranın değeri ve finansal sektörün gelişimi açısından da önemlidir. Dolayısıyla yüksek enflasyon oranına sahip olan bir ülke zayıf, yıllık %0 ve %3 arasında düşük enflasyona sahip ülkeler ise yüksek kredi notuna sahip olacaktır.

1.4.2.5.3. Para politikasının etkinliği

Gelişmiş sermaye piyasaları ve finansal sistem para politikalarının reel ekonomiye aktarımı aşamasında gerekli olan en önemli faktörlerdir. Para politikası araçları olan faiz oranları ve açık piyasa işlemleri gibi daha bir çok aracın etkin bir şekilde kullanılabilmesi için gelişmiş bir finansal sisteme ihtiyaç duyulmaktadır. Aşağıdaki üç faktör S&P tarafından finansal sistem ve sermaye piyasalarının gelişmişliğini belirlemek amacıyla değerlendirilmektedir (Standard & Poor's, 2011: 35).

- Devletin uzun vadede ve sabit faiz oranında tahvil çıkarabilme yeteneği; bu durum piyasada uzun dönemli likidite açısından güven sağlamaktadır.
- Aktif bir para piyasasının varlığı ve gelişmiş bir bankacılık sistemi; finansman imkanlarının genişliği likidite riskini azaltmaktadır.
- Gerçekleştirilen ekonomik ve finansal işlemlerin yerli para cinsinden payı; bir ülkede yerli para ile yapılan işlemlerin fazlalığı, para politikalarının daha etkin olmasını sağlamaktadır.

1.4.2.6. Ayarlayıcı faktörler

Daha önce de bahsedildiği üzere, uzun dönem kredi notları belirlenirken, ülkelere verilen notların son hali, analiz sonucunda elde edilen kredi notu ön değerinden, istisnai faktörler dolayısıyla 1 ya da 2 not farklılaşabilir. Ayarlayıcı faktörler olarak adlandırdığımız bu faktörler ileriye yönelik bir analiz olarak değerlendirilmekte ve ülke kredi riskini doğrudan etkileyebilen faktörlerden oluştukları için kredi notlarının belirlenmesinde kullanılan diğer faktörler sabit kalsa dahi bu faktörlerdeki olumlu ya da olumsuz beklentiler, kredi notlarını 1 ya da 2 not etkileyebilmektedir. Esas olarak bu faktörler analiz içerisinde dikkate alınmasına rağmen kredi riski üzerinde doğrudan etkiye sahip oldukları için ikinci defa kredi notlarını ayarlayan bir mekanizma olarak kullanılmaktadır. S&P tarafından bu faktörlerin sayısı 7 olarak belirlenmiştir ve şu şekildedir; (Standard & Poor's, 2011: 8-10).

1.4.2.6.1. Aşırı güçsüz dışsal likidite

Bir ülkenin dışsal likidite seviyesi en güçsüz seviye olarak belirlenen seviyeden daha kötü bir durumda ise o ülkenin kredi notu, analiz tarafından belirlenen başlangıç not seviyesinden bir kademe düşük olacaktır.

1.4.2.6.2. Aşırı güçsüz mali durum

Benzer bir şekilde bir ülkenin mali performansı yada bütçe açığı kriter olarak kabul edilen en güçsüz seviyeden daha kötü durumda ise kredi notu analiz tarafından belirlenen başlangıç not seviyesinden daha düşük bir değer alacaktır.

1.4.2.6.3. Devletin geniş varlık pozisyonu

Eğer bir ülke kendisiyle aynı not seviyesine sahip diğer ülkelere göre geniş ve likit bir varlık pozisyonuna sahipse, ekonomik ve finansal şok dönemlerinde daha esnek hareket edebilme yeteneğine sahip olduğu için genellikle kredi notu başlangıç not seviyesinin bir kademe üzerindedir.

1.4.2.6.4. Çok yüksek politik risk ve yüksek bütçe açığı

Politik risk ve yüksek bütçe açığı zayıf ekonomi politikalarının ve temerrüt olasılığının en önemli göstergeleri sayıldığı için S&P'ye göre eğer bir ülkenin politik skoru 6 yani en güçsüz seviyede ise o ülke “BB+” yada “B+” değerinden yüksek nota sahip olması imkansızdır.

1.4.2.6.5. Borcun yeniden yapılandırılması riski

Bir ülkenin borcunun yeniden yapılandırılmasına ihtiyaç duyulması mevcut koşullar altında o ülkenin borç ödemelerinin sürdürülemez hale geldiği anlamını taşımaktadır. Bu sebeple borcun yeniden yapılandırma riskinde gözlemlenen bir artış kredi notunun başlangıç not seviyesinden daha düşük değerler almasına yol açmaktadır.

1.4.2.6.6. Yüksek güvenlik riski

Savaş gibi ülkenin güvenlik riskini artıran durumlarda normal iktisadi ve mali politikalar uygulamak zorlaşır. Artan güvenlik maliyetleri dolayısıyla ülke kaynakları çoğunlukla savaş harcamalarını finanse etmek için kullanılır. Bu durum bütçe açıklarının artması ve borçların geri ödenememesi yada ödemelerin aksaması gibi problemler ortaya çıkarabilmektedir. Dolayısıyla güvenlik riskinde gözlenen bir artış kredi notlarının başlangıç not seviyesinden daha düşük değerler almasına neden olmaktadır.

1.4.2.6.7. Şiddetli doğal afetler

Yine savaş durumundaki gibi ülkede yaşanan şiddetli doğal afetler beklenmeyen olaylar oldukları için devletin olağan dışı harcamalar yapmasını zorunlu kılmaktadır. Bu felaketlerin finansal maliyetleri ve ekonomik çıktı üzerinde yarattığı etkilerin büyüklüğü dikkate alınarak ülke kredi notu, başlangıç kredi notunun altındaki bir seviyeye çekilmektedir.

İkinci Bölüm

2. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Akışı

2.1. Teorik Çerçeve

Uluslararası sermaye hareketleri geniş anlamda üç temel kategoride incelenebilir. Bunlar doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve uluslararası bankacılık kanalı olarak sınıflandırmaktadır. Bu üç sermaye akışı kanalı özelde farklı farklı belirleyicilere sahip olmalarına rağmen genel olarak küresel ekonomik koşullardan etkilenmektedir ve genel olarak aynı trende sahiptirler.

Uluslararası sermaye akışı son 20 yılda küresel anlamda çok büyük artışlar sergiledi. Bu yükseliş ivmesi zaman zaman krizler ve küresel ekonomik çevrede yaşanan olumsuzluklar ile yavaşlamasına rağmen sermaye akışının son 20-30 yılı incelendiğinde hızlı bir artış trendine sahip olduğu gözlemlenmektedir. Uluslararası sermaye akışı küresel ekonomik şartlardan önemli ölçüde etkilenmekte, bu sebeple tahmin edilebilirliği ve volatilitesi zaman içinde daha da artmaktadır. Küresel şartların etkisi ve volatilité özellikle gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere kıyasla daha belirgindir. Düşük faiz oranlarının ve risk iştahının fazla olduğu küresel canlanma dönemlerinde uluslararası sermaye akışında keskin yükselişler gözlemlenirken, küresel daralma dönemlerinde ise keskin azalışlar yaşanmaktadır (IMF World Economic Outlook, 2011: 125).

Gelişmekte olan ülkeler özellikle 1980'li yıllardan itibaren özel yatırımlara ihtiyaç duymaya başladılar. Gelişmekte olan ülkelerin yatırımcıları çekebilme isteği KDK'lara bu ülkeleri değerlendirme noktasında fırsat yaratmış oldu. 1990'lı yıllardan sonra KDK'ların gelişmekte olan ülkelere ki faaliyetleri önemli ölçüde artmaya başladı. KDK'lar tarafından yapılan değerlendirmeler sonucunda elde edilen bilgiler, ülkelerle ilgili problemler ve fırsatlar hakkında sinyaller vermektedir. Bu sinyaller yatırım kararlarını ve küresel sermaye akışını etkilemektedir (Sinclair ve Timothy, 2005).

Kredi notları ülkelerin birbirleri ile göreceli olarak temerrüt olasılıklarını göstermektedir. Kredi notunda yaşanan her azalma piyasa katılımcıları tarafından ülke

borcunun temerrüt olasılığının daha geniş anlamda ülke riskinin artması olarak yorumlanmaktadır. Bir ülkenin kredi notunda yaşanan azalma bu sebeple finansal araçlar ve borsa göstergeleri üzerinde olumsuz baskı yaratabilir. İzleme ve bilgi toplama maliyetlerinin fazla olması özellikle kurumsal yatırımcılar ve çoğu bankayı KDK'ların değerlendirme ve açıklamalarına güvenmeye zorlamaktadır. Basel II düzenlemeleri ile getirilen farklı riske sahip araçlar için farklı minimum sermaye gereklilikleri de kredi notu değişimleri sonucunda yatırımcı portföylerini ve sermaye yeterlilik oranlarını değiştirerek piyasalar üzerinde etkili olabilmektedir. Örneğin bir ülkenin kredi notunda yaşanan bir düşüş ülke tahvillerinin riskini artırırken bu tahvillere ellerinde bulunduran kurumsal yatırımcıların sermaye gerekliliklerini artırmaktadır. Dolayısıyla bu durum sermaye gerekliliklerin karşılanması amacıyla piyasadaki yeterli paranın çekilmesine ve borsa göstergelerinin olumsuz etkilenmesine neden olabilmektedir (Freitag, 2011).

Kredi notlarında yaşanan değişimler finansal araçlar üzerinde bir etki yaratmıyorsa bu durumda KDK'ların finansal piyasalardaki yeri ve işlevinin sorgulanması gerekir. Bu kurumların finansal piyasaları bilgilendirme ve etkileme güçleri yok kaybolmuş ise günümüz finans dünyasında artık bu kurumlara ihtiyaç duyulmadığı sonucu çıkarılabilir. Bu kurumların piyasalara yeni bilgi aktarmaması, ortalama bir piyasa katılımcısında farklı olmadıkları sonucu doğurur. Piyasaya bilgi aktarma noktasında yaşanan bir diğer problem ise bilgi akışının zamanlamasıdır. KDK'ların piyasaları zamanında bilgilendirmesi, özellikle olumsuz koşulların daha önceden yansıtılması piyasa katılımcılarının beklentileri arasındadır.

Ülke kredi notları, ülkelerin ve firmaların uluslararası sermaye piyasalarına ulaşabilmesini etkileyen önemli bir role sahiptir. Ülke kredi notları tanımı gereği yalnızca devlet tahvillerinin riskini belirlemek amacıyla kullanılmasına rağmen bunun dışında özellikle kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarını, doğrudan yabancı yatırımları ve hisse senedi yatırımlarını etkileyebilmektedir. Kredi notları yatırımcılara ayrıca ülkelerin ekonomik ve politik temelleri hakkında değerlendirme imkanı sağlayarak yatırımlar konusunda yol gösterici olabilmektedir.

Ülke kredi notlarının sermaye akışı ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerini incelemek son derece önemlidir. Kredi notları bir çok finansal yatırım aracı ve reel ekonomi üzerinde doğrudan ya da dolaylı etkiler yaratabilmektedir. Diğer yandan kredi

notları finansal piyasaların ortak hareket etmesini ya da kredi notu değişim haberleri finansal piyasalar arasında yayılmacı etkileri artırarak ülke piyasalarının ayrışmasına da neden olabilmektedir. Örneğın lke kredi notunda yaşanan bir düşüş devlet tahvillerinin riskini ve dolayısıyla faiz oranlarının artmasına sebep olabilir. Bu durum vergi oranlarının artmasına ve dolayısıyla firmaların kar oranlarının azalması ile sonuçlanabilir. Nihayetinde de bu durum borsa ve hisse senedi piyasalarını olumsuz bir şekilde etkilemektedir (Kaminsky ve Shmukler, 2002).

lke kredi notları kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan tanıımı itibarıyla bir ülkenin borcunu geri ödeyebilme yeteneğini ve isteğini yansıtmaktadır. Kredi notları ülkeler açısından büyük önem arz etmektedir. Çünkü devletler uluslararası sermaye piyasalarında var olan en fazla yatırım aracı ihraç eden kuruluşlar konumundadırlar ve dolayısıyla küresel finansal sistemin omurgasını oluşturmaktadırlar. lke kredi notlarındaki değişimler bu ülkelere ait yatırım araçlarını aracılığıyla sermaye akışını etkilemektedir. İyi kredi notlarına sahip olmak küresel finansal sistemin daha güçlenmesine olanak sağlamakta ve ekonomilerin olumsuz şoklardan daha az etkilenmesini sağlamaktadır.

Yatırım yapılabilir kredi notu derecesine sahip olabilmek neredeyse tüm az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ortak hedefidir. Yatırım yapılabilir statü daha düşük temerrüt riski ile ilişkilidir dolayısıyla ülkeler için daha düşük finansal maliyetlere sahip olma anlamına gelmektedir. Bu statüye sahip ülkelere özellikle kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmekte ve dolayısıyla bu durum sermaye girişini artırmaktadır. Son yıllarda yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkelerin sayısının artması genel olarak risk primlerinin azalmasına ve ülkeler arası risk farklarının daralmasına sebep olmaktadır (Jaramillo ve Tejada, 2011).

Bir ülkenin sahip olduğu kredi notu aynı zamanda ülke içindeki diğerk tüm kurumlar için kriter olarak algılanmakta ve diğerk kurumların borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Dolayısıyla lke kredi notlarında yaşanan bir değişme ekonominin bütününü etkileyebilmektedir (Gande ve Parsley, 2005). Bu sebeple ülke kredi notları, ülkelerin temerrüt riski, kamu harcamaları, ekonomik büyüme, döviz rezervleri ve net ihracat gibi temel makro ekonomik değişkenleri tarafından belirlendiği için ekonominin genel durumu hakkında bilgi vermektedir. Ekonomik koşullardaki kötüleşme sonucunda

yaşanan kredi notu düşüşü akabinde piyasalara yansımakta ve sermaye hareketlerini etkileyebilmektedir.

Ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu yönünde geniş bir inanış bulunmaktadır. Ayrıca gelişmiş özellikle gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yaşanan sermaye akışı önemli oranda ülke riski tarafından belirlenmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2004). Kredi notların da yaşanan iyileşmeler ülkelere nakit akışını artırmakta ve özellikle firmaların sermaye piyasalarına ulaşımını kolaylaştırarak daha uygun borçlanma fırsatları sunmaktadır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde ki kurumlar uluslararası sermaye piyasalarına ulaşım konusunda büyük ilerlemeler kaydettiler. Bunun başlıca sebeplerinden biri kriz öncesi geçmiş birkaç yılda genel olarak bu ülkelerin kredi notlarındaki iyileşme ve dolayısıyla riskin azalmasıdır. Literatürde ülke kredi notları ve sermaye akışı arasında ilişkinin var olduğu yönünde çalışmalar olmasına rağmen bu kanıtlar hala yetersiz ve sistematik değildir.

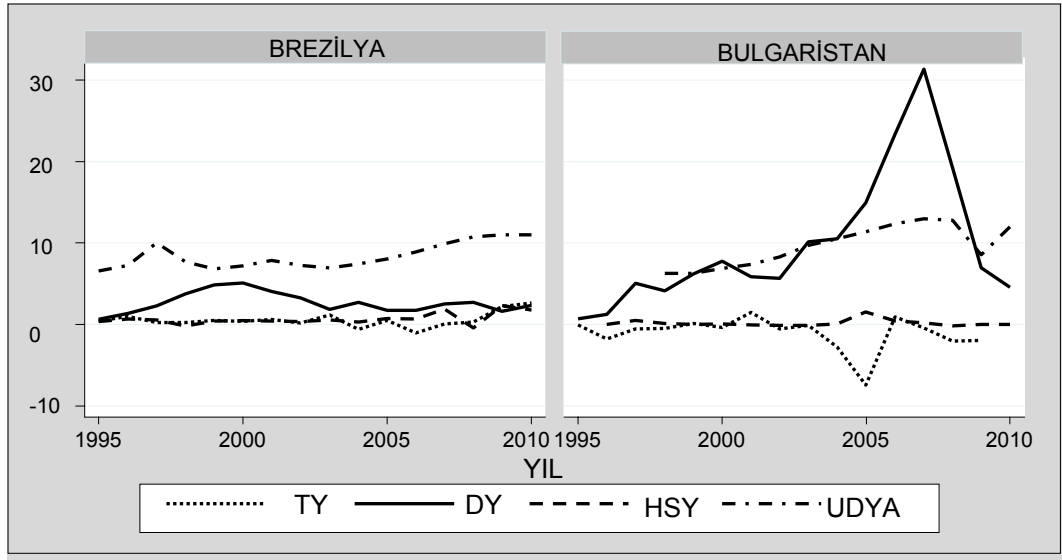
2.2. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Girişi

Bu başlık altında son 15 yıla ait veriler ışığında ülke kredi notları ve uluslararası sermaye girişleri arasındaki ilişkiler grafikler aracılığıyla seçilmiş ülkeler çerçevesinde incelenecektir. Toplamda 4 adet kredi notu değişkenimiz olmasına rağmen ülke kredi notu denince akla gelen uzun dönem yerli para kredi notu piyasalar tarafından tek başına kullanılmaktadır. Bu sebeple kredi notları ve sermaye girişi ilişkisini yansıtan grafiklerde, sermaye akışını temsil eden doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi yatırımları ve tahvil yatırımları ile uzun dönem yabancı para kredi notu arasındaki ilişkiler değerlendirilmiştir. Üçüncü bölümde uygulanan ekonometrik analiz çerçevesinde oluşturulan düşük, orta ve yüksek gelirli ülke grupları sınıflandırması burada da bu ülke grupları arasında var olan farklılıkları ayırtılabilmek amacıyla kullanılmıştır. Bu ayırıştırma bize daha net yorumlar yapabilme olanağı sağlamaktadır. Her bir ülke grubunu temsil etmek amacıyla 8'er ülke seçilmiştir. Bu ülkeler düşük gelir grubu için Brezilya, Bulgaristan, Çin, Kolombiya, Hindistan, Endonezya, Romanya, Rusya, orta gelir grubu için Arjantin, Çek Cumhuriyeti, Yunanistan, Macaristan,

Meksika, Polonya, Portekiz, Türkiye, yüksek gelirli ülke grubu için Avusturya, Kanada, Fransa, Almanya, Japonya, Hollanda, İngiltere ve ABD olarak seçilmiştir.

2.2.1.Düşük gelirli ülkeler

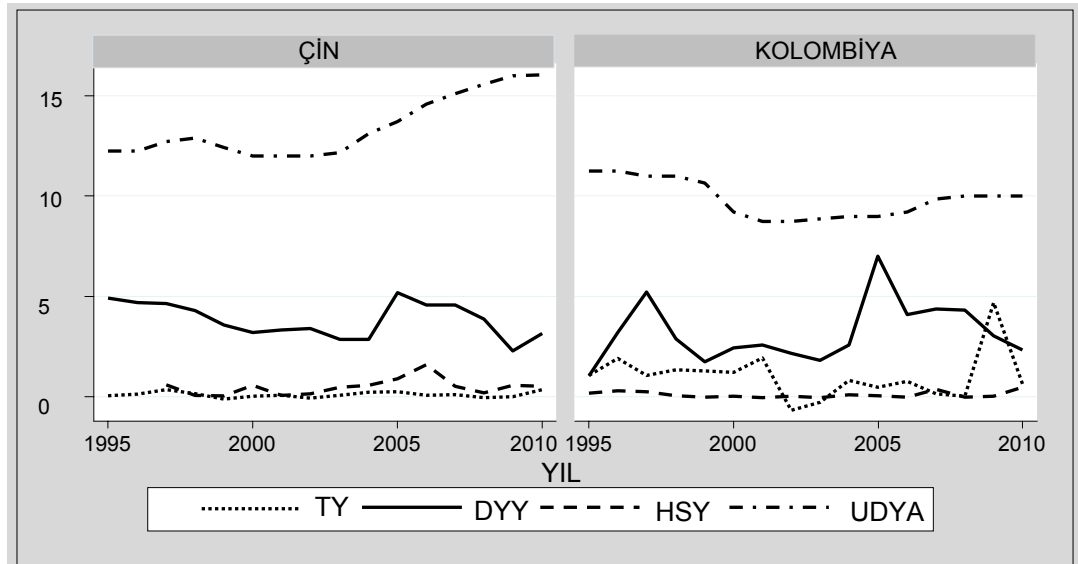
Brezilya ve Bulgaristan'ın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 1'deki gibidir. Brezilya'ya ait grafiğe bakıldığında ülke kredi notları ve uluslararası sermaye girişleri yıllar itibariyle artış yönünde istikrarlı bir seyir izlemekte ve ilişki içinde bulunmaktadır. Bulgaristan için ise doğrudan yabancı yatırımlar ve kredi notları arasında açık bir ilişki söz konusudur. Doğası gereği kredi notlarındaki değişkenlik doğrudan yabancı yatırımlara göre daha az ve katıdır. Ayrıca her iki değişkenin de 2008 küresel finansal krizi sırasında sert düşüşler yaşadığı görülmektedir. Kredi notları kısmen hisse senedi yatırımları ile de ilişki içinde olmasına rağmen Bulgaristan'a yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen tahvil yatırımları diğer göstergelerden farklı bir seyir izleyebilmektedir.



Grafik 1. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Brezilya ve Bulgaristan

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Çin ve Kolombiya'nın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 2'deki gibidir. Çin'e ait grafikleri yorumlarken iki farklı dönem karşımıza çıkmaktadır. Kredi notları ile hisse senedi yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar 2005 yılına kadar ortak bir hareket içindedirler. 2005 ve 2006 sonrası dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi yatırımlarında 2008 küresel finansal krizine kadar bir azalma yaşanırken, bu dönemde kredi notları artmaya devam etmiştir. Bu tersi durum Çin'e özgü koşullardan kaynaklanabilir. Bilindiği üzere Çin uzun yıllar itibariyle yüksek ve istikrarlı büyüme oranı, yüksek ihracat ve düşük enflasyon gibi olumlu temel makro ekonomik göstergelere sahiptir. Bu saydığımız temel makro ekonomik göstergeler kredi notlarının temel belirleyicilerini oluşturmaktadır.



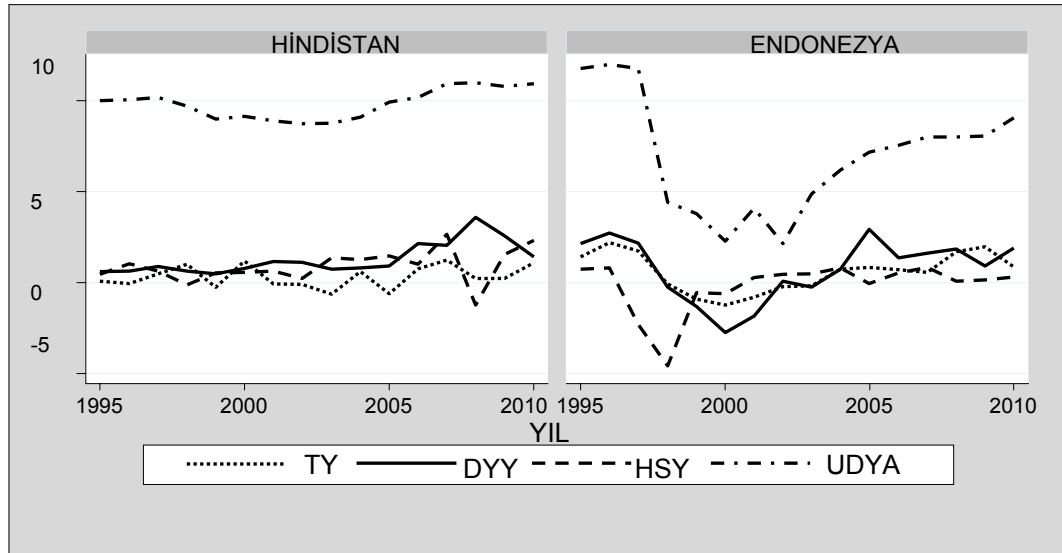
Grafik 2. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Çin ve Kolombiya

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Kolombiya'da ise kredi notlarında katı değişimler azda olsa doğrudan yabancı yatırımlar ile ilişki içerisindedir. Yine Çin'de olduğu gibi burada da 2005 sonrası iki değişken ayrılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar bu tarihten itibaren aşağı doğru yönelirken kredi notları yavaş artış seyrini devam ettirmektedir. Çin ve Kolombiya olmak üzere her iki ülkede 2005 sonrası uluslararası yatırımlar azalırken kredi notlarının

artması durumu literatür de KDK'ların krizleri tahmin etmede başarısız oldukları ve iyi zamanlarda yüksek kredi notu verdikleri yönündeki eleştirileri desteklemektedir. Kolombiya'da hisse senetleri istikrarlı bir yapıya sahip iken uluslararası tahvil yatırımları uzun dönemde kredi notları ile ortak bir seyir izlerken bu değişken ise 2008 krizi ile sert bir düşüş yaşayarak kredi notlarından ayrılmaktadır.

Hindistan ve Endonezya'nın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 3'deki gibidir. Hindistan'a ait grafik incelendiğinde genel olarak bu ülkede kredi notları ile uluslararası sermaye girişi arasında bir ilişki göze çarpmaktadır. Uluslararası sermaye girişleri kısa dönemde dalgalanmalar göstermesine rağmen uzun dönemde bu ilişki istikrarlıdır. Yine bu ülkede de 2008 krizi döneminde bir ayrışma söz konusudur. Hisse senedi yatırımları krizin başlangıcında hızlı bir düşüş yaşamış ve sonrasında kriz sırasında tekrar hızlı bir yükseliş yaşayarak kredi notları ile paralel seyrine devam etmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarda ise tam tersi bir durum söz konusu olmuş krizin başlangıç evresinde hızlı bir yükseliş yaşarken krizin derinleştiği dönemde azalışa geçerek kredi notlarından ayrılmıştır. Bu durum yine yukarıda sözü edilen KDK'lara yönelik eleştirileri desteklemektedir.

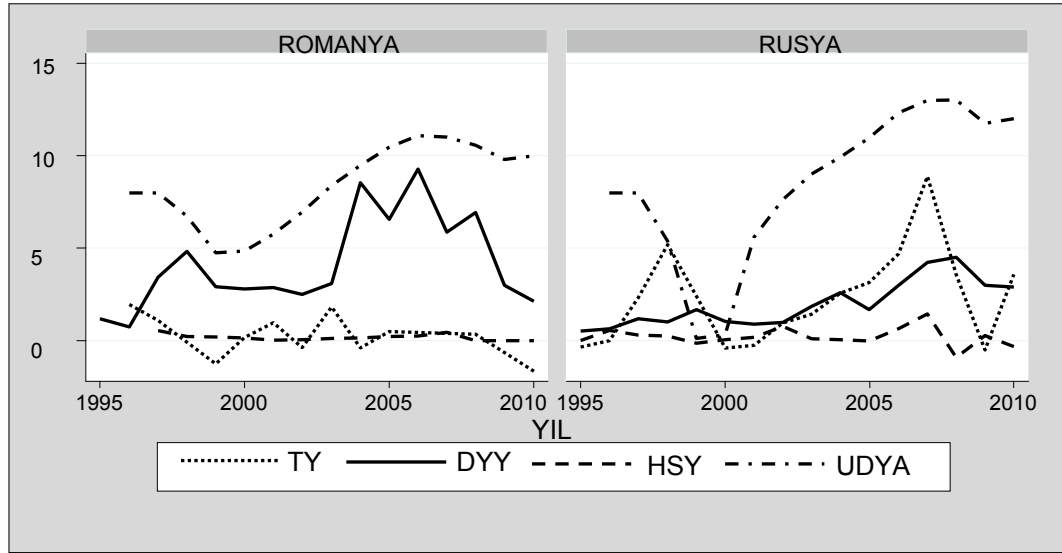


Grafik 3. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Hindistan ve Endonezya

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Endonezya'ya ait grafik incelendiğinde 1998 Asya krizine ait etkiler net olarak göze çarpmaktadır. Bu dönem de ve sonrasında uluslararası sermaye yatırımları ve kredi notları bu ülke için son derece ilişki içerisindedir. Endonezya'da ayrılmaya yönelik tez azda olsa 2008 krizi sonrası azalan tahvil yatırımlarında görülmektedir.

Romanya ve Rusya'nın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 4'deki gibidir. Romanya'da kredi notları ve uluslararası sermaye girişleri uzun dönemde beraber hareket etmektedir. Kısa dönemde ise özellikle doğrudan yabancı yatırımlar ve tahvil yatırımlarında diğer ekonomik şartlardan kaynaklı dalgalanmalar görülmektedir. Rusya'ya ait grafik incelendiğinde 1999 da yaşanan krizin etkileri kredi notları ve uluslararası tahvil yatırımları üzerinde net olarak izlenmektedir. Rusya'da yalnızca kriz döneminde değil ilerleyen dönemlerde de tahvil yatırımları ile kredi notları arasında güçlü bir pozitif ilişki devam etmektedir. Yine diğer sermaye girişi değişkenleri de kredi notları ile paralel seyretmekte fakat bu ilişki tahvil yatırımlarında olduğu kadar güçlü değildir.

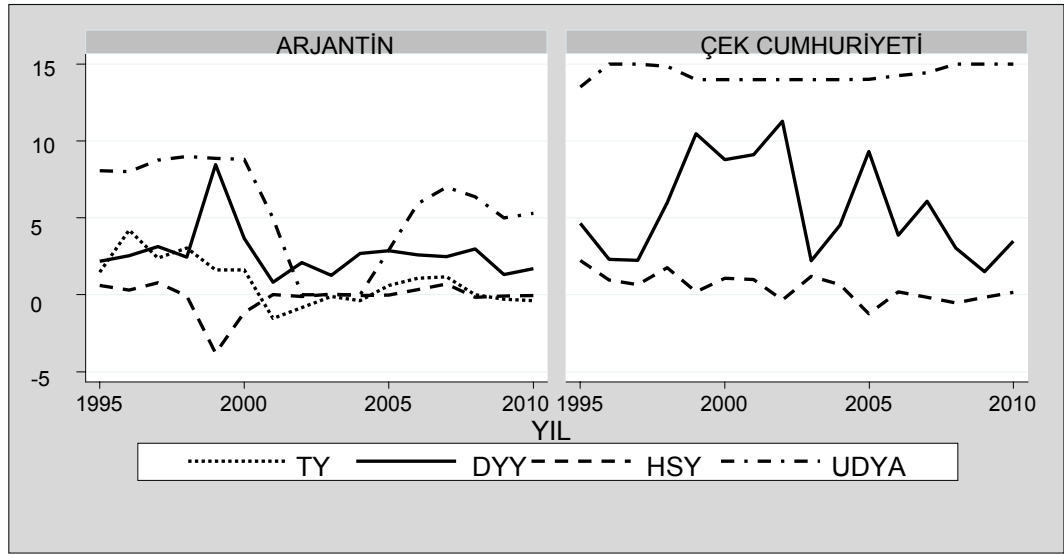


Grafik 4. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Romanya ve Rusya

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

2.2.2. Orta gelirli ülkeler

Arjantin ve Çek Cumhuriyeti'nin son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 5'deki gibidir. Arjantin'e ait grafiğe bakıldığında kredi notları ile doğrudan yabancı yatırımlar ve tahvil yatırımları arasından ki pozitif ilişki açıkça görülmektedir. Hisse senetleri yatırımları ve kredi notları ise 2002 yılına kadar negatif bir ilişki içerisinde bulunmasına rağmen bu tarih itibariyle ilişkinin yönü pozitifte dönmüştür. Çek Cumhuriyeti'nde ise kısa dönemde kredi notları ve sermaye girişi arasında bir ilişki göze çarpmamasına rağmen 15 yıllık periyodun başlangıç ve bitiş dönemleri dikkate alındığında uzun dönemde istikrarlı bir ilişkiden söz edilebilir. Kısa dönemde sermaye girişi fazlasıyla dalgalı fakat kredi notları oldukça istikrarlıdır.

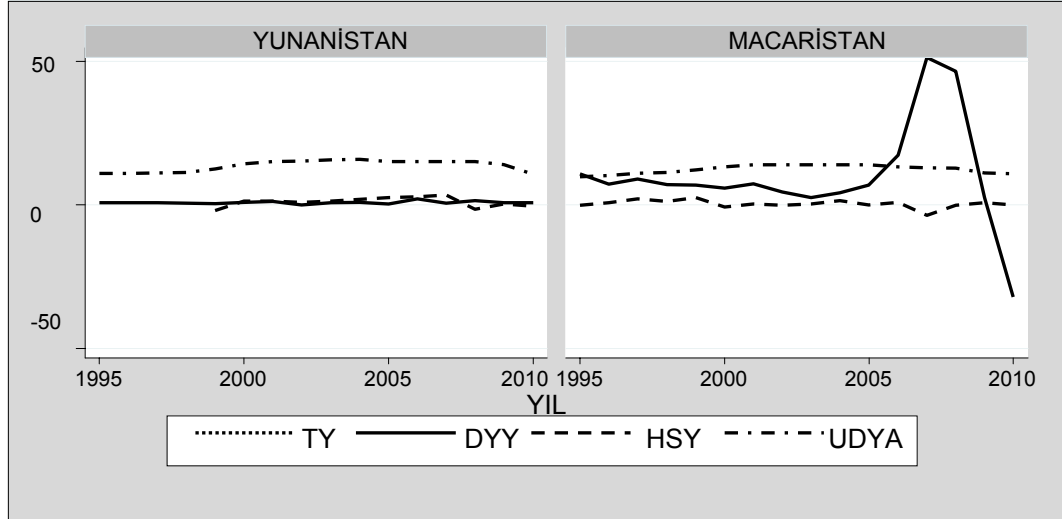


Grafik 5. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Arjantin ve Çek Cumhuriyeti

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Yunanistan ve Macaristan'ın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 6'daki gibidir. Yunanistan'a ait grafikler bize kredi notları ve sermaye girişi arasında uzun dönemde istikrarlı bir ilişki olduğunu söylemektedir. Kredi notlarında ki bu istikrarlı görünümün 2010 yılı sonuna kadar

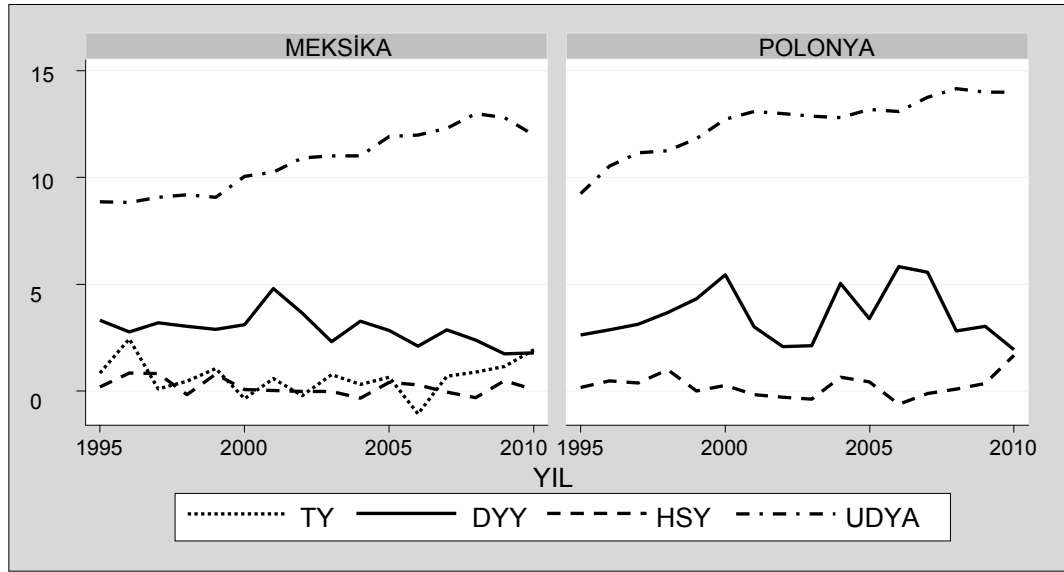
sürmektedir. Yine bugün Yunanistan'ın içerisinde bulunduğu kriz KDK'lar tarafından öngörülemedi. KDK'ların not değişikliği kararlarında piyasayı geriden takip ettiği yönündeki eleştiriler haklı görünmektedir. Macaristan'da ise 2007 yılına kadar gözlenen istikrarlı ilişki bu tarihten sonra doğrudan yabancı yatırımlarda yaşanan hızlı düşüş ile kaybolmuştur. Hisse senetleri ve kredi notları ise bu tarihten itibaren de paralel seyrete devam etmiştir.



Grafik 6. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Yunanistan ve Macaristan

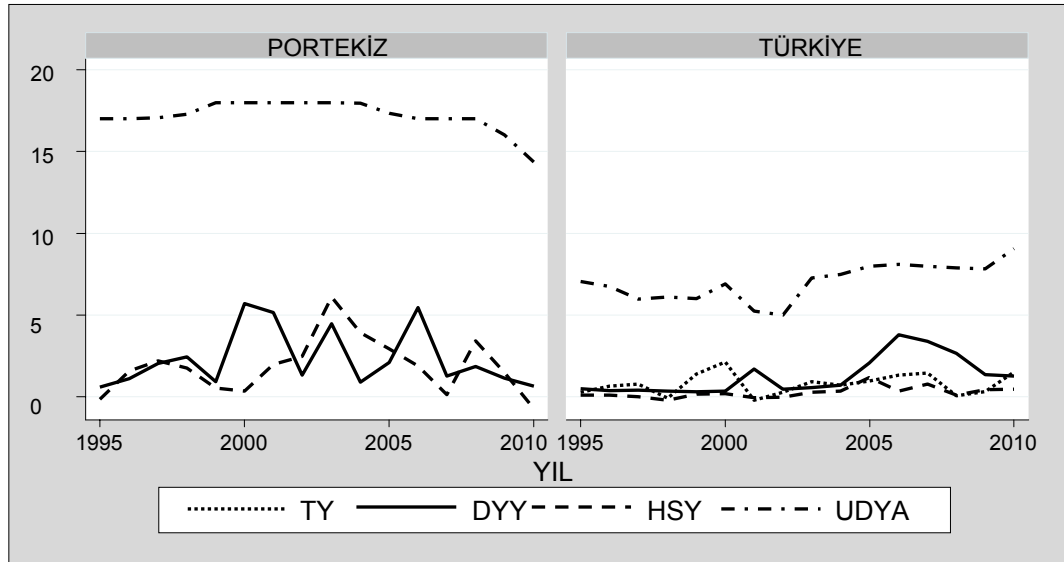
Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Meksika ve Polonya'nın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 7'deki gibidir. Meksika ve Polonya'ya ait grafikler oldukça benzer bir eğilim sergilemektedir. Her iki ülkede de kredi notları benzer seviyelerde ve istikrarlı bir artış eğilimindedir. Kısa dönemde küçük dalgalanmalar yaşansa dahi uzun dönemde artış yönündeki eğilim bozulmamaktadır. Yine sermaye girişi değişkenleri de kısa dönemli dalgalanmalar notasında benzer bir seyir izlerken uzun dönemde ise artış eğiliminde olduğunu söylemek zordur. Kredi notları ve sermaye girişi ilişkisi ise her iki ülke içinde zayıf görünmektedir.



Grafik 7. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Meksika ve Polonya

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)



Grafik 8. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Portekiz ve Türkiye

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Portekiz ve Türkiye'nin son 15 yıla ait

