ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ RAPORLARINDA TÜRKİYE'NİN YABANCI SERMAYE ÇEKİMİ ÖNÜNDEKİ ENGELLER VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Nuriye Özel
17 11 72 103

YÜKSEK LİSAN TEZİ

Uluslararası İktisat ve Finans Ana Bilim Dalı
Uluslararası İktisat ve Finans Yüksek Lisans Programı
Danışman: Prof. Dr. Arif Özaydin

İstanbul
T.C. Maltepe Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Ağustos, 2019

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

NURİYE ÖZEL'ın "Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları Raporları Işığında Türkiye'nin Yabancı Sermaye Çekiminin Önündeki Engeller ve Çözüm Önerileri" başlıklı tezi 24.09.2019 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından değerlendirilerek "Maltepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği" nin ilgili maddeleri uyarınca İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans/Doktora tezi oy birliğiyle/oy çokluğuyla, başarılı/başarısız olarak kabul edilmiştir.

	Unvanı. Adı ve Soyadı	İmza
Üye (Tez Danışmanı)	Prof.Dr.Arif ÖZAYDIN Gaziantep Üniversitesi	.....
Üye	Doç.Dr.Yusuf Ekrem AKBAŞ	.....
Üye	Dr.Öğr.Üyesi Aslı ÖZTOPÇU	.....

Prof. Dr. Ahu TUNÇEL ÖNKAL
Enstitü Müdürü

ETİK İLKE VE KURALLARA UYUM BEYANI

maltepe üniversitesi	ETİK İLKE VE KURALLARA UYUM BEYANI	Doküman No	FR-178
		İlk Yayın Tarihi	01.03.2018
		Revizyon Tarihi	
		Revizyon No	00
		Sayfa	1/1

ETİK İLKE VE KURALLARA UYUM BEYANI

24.09.2019

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarından bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; çalışmanın Maltepe Üniversitesinde kullanılan "bilimsel intihal tespit programı" ile tarandığını ve öngörülen standartları karşıladığını beyan ederim.

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

Nuriye Özel

Hazırlayan: İlgili Birim	**Onaylayan:** Kalite Yönetim Koordinatörlüğü

TEŞEKKÜR

Öncelikle bu tezin her aşamasında, bana engin bilgi ve tecrübeleriyle yardımcı olan ve kesintisiz destek veren tez danışmanım Prof. Dr. Arif Özaydin'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca tez savunma jürisi üyeleri Doç. Dr. Yusuf Ekrem Akbaş ve Dr. Öğr. Üyesi Aslı Öztopçu'ya eleştiri ve katkıları için teşekkür ederim.

Nuriye Özel
26.09.2019

ÖZ

ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ RAPORLARINDA TÜRKİYE'NİN YABANCI SERMAYE ÇEKİMİ ÖNÜNDEKİ ENGELLER VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Nuriye Özel
Yüksek Lisans Tezi
Uluslararası İktisat ve Finans Ana Bilim Dalı
Uluslararası İktisat ve Finans Yüksek Lisans Programı
Danışman: Prof. Dr. Arif Özaydin
Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019

Bu çalışma Türkiye'nin yabancı sermayeden yararlanma çabalarının önündeki engeller ve çözüm yollarına odaklanmıştır. Türkiye içinde bulunduğu tasarruf açığı sorunun kısa dönem çözümünü küresel tasarrufları Türkiye'ye çekmekte görmektedir. Ancak Türkiye küresel finans piyasalarına erişimde sorun yaşamaktadır. Sorunun kaynağı Uluslararası Kredi Derecelendirme kuruluşlarıdır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları (KDK), finansal piyasalarda borç alan ve veren taraflar arasındaki bilgi asimetrisi sorununu en aza indirmeyi amaçlamaktadırlar. KDK'lar ülkeleri kredi riski bakımında notlandırmaktadırlar. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarca belirlenen ülke kredi notları, ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerinin ve isteklerinin, bir başka deyişle ülkelerin kredi riskinin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, kredi derecelendirme notları bir ülkenin uluslararası finans piyasalarına erişiminde ve bu erişimin koşullarının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadırlar. Ülkenin kredi derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyede olmasının borçlanma maliyetlerinde bir düşüşe sebep olmasının yanı sıra sadece yatırım yapılabilir statüsündeki ülkelere yatırım yapabilen kurumsal yatırımcıların yatırım şartlarını sağlaması nedeniyle potansiyel yatırımcı havuzunu da genişlettiği belirtilmektedir.

Günümüzde çok sayıda Kredi Derecelendirme Kuruluşu (KDK) olmasına rağmen üç şirket (S&P, Fitch ve Moody's) öne çıkmaktadır. Bu üç şirket küresel tasarrufların hangi ülkelere yöneleceği konusunda etkili olmaktadır. Bu çalışmada ad geçen üç kuruluşun Türkiye raporları incelenmiş ve Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin altında çıkmasının nedenleri tespit edilmiştir. Bu nedenlere arasında, Türkiye'nin yüksek cari açık problemine ve sıcak paraya olan bağımlılığına vurgu yapılmaktadır. KDK'lar da Türkiye'nin sağlam bankacılık ve kamu maliyesi yapısına rağmen hala cari açık ve döviz kuru risklerine karşı kırılgan olduğunu, yüksek dış finansman ihtiyacı nedeniyle uluslararası piyasalara olan bağımlı olduğunun altı çizilmektedir.

Anahtar Sözcükler: Kredi Notu, Reyting Kuruluşları, Türkiye, Yabancı Sermaye, Tasarruf.

ABSTRACT

THE OBSTACLES AND SOLUTIONS IN FRONT OF TURKEY'S FOREIGN INVESTMENT DRAWING IN THE REPORTS OF INTERNATIONAL CREDIT RATING AGENCIES

Nuriye Özel
Master Thesis
Department of International Economics and Finance
International Economics and Finance Programme
Advisor: Prof. Dr. Arif Özaydin
Maltepe University Graduate School of Social Sciences, 2019

This study focus on obstacles and solutions to Turkey's efforts to benefit from foreign capital. Turkey sees short-term solution of deficit saving problem by drawing global savings to Turkey. However, Turkey is experiencing difficulties in access to global financial markets. At this point the main source of the problem is the International Credit Rating Agencies. The Credit Rating Agencies (CRA) aim to minimize the information asymmetry problem between the lenders and borrowers in the financial markets. CRAs score countries in terms of credit risk. The country's credit ratings determined by the Credit Rating Agencies indicate the capacity and willingness of countries to fulfill their financial obligations, in other words, it is considered as an indicator of the credit risk of countries. In this context, credit ratings play an important role in determining a country's access to international financial markets and the conditions of this access. In addition to the fact that the credit rating of the country is at an investment grade level, it leads to a decrease in borrowing costs, and it also expands the potential investor pool as it provides the investment conditions for institutional investors who can only invest.

Although there are many Credit Rating Agencies (CRAs) today, three companies (S&P, Fitch and Moody’s) have been standing out. These three companies are effective

in the countries where global savings will be directed. In this study, Turkey’s reports of in question three organizations were examined and the reasons for Turkey’s credit score below the investment level were determined. Among these reasons include the Turkey's high current account deficit problem and also emphasize the dependence on hot money. Although CRAs on Turkey's robust banking and public finance structure, It is underlined that it is still fragile against current account deficit and exchange rate risks, and is dependent on international markets due to the need for high external financing.

Keywords: Credit Rating, Rating Agencies, Turkey, ForeignInvestment, Savings.

İÇİNDEKİLER

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI ii
TEŞEKKÜR iv
ÖZ v
ABSTRACT vii
İÇİNDEKİLER ix
TABLOLAR LİSTESİ xiii
KISALTMALAR xiv
ÖZGEÇMİŞ xv
GİRİŞ 1
BÖLÜM 1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI KREDİ 6
1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı ve Önemi 6
1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ortaya Çıkışları 8
1.2.1. Moody's Derecelendirme Kuruluşu 11
1.2.2. Fitch Derecelendirme Kuruluşu 14
1.2.3. Standard and Poor's Derecelendirme Kuruluşu 15
1.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Notunun Önemi 17
1.4. Ülke Riskini ve Kredi Notu Ölçüm Yöntemi 18
1.4.1. Moody's Ülke Kredi Notu Ölçümü 19
1.4.1.1. Ekonomik güç 19
1.4.1.2. Kurumsal güç 19
1.4.1.3. Mali güç 20
1.4.1.4. Şoklara karşı dayanıklılık 20
1.4.2. Fitch Ülke Kredi Notu Ölçümü 21
1.4.3 Standard and Poor's Ülke Kredi Notu Ölçümü 23
1.4.3.1. Kurumsal ve idari etkinlik düzeyi 24
1.4.3.2. Ekonomik strüktür 24
1.4.3.3. Dış finansal ilişkiler 24

1.4.3.4. Mali durum 25
1.4.3.5. Para politikası ve parasal durum 25
1.4.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Verme Sistemlerinin Değerlendirmesi 27
BÖLÜM 2. ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KRİTERLERİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN GÖRÜNÜMÜ VE TÜRKİYE NOTLARI 28
2.1. Kredi Derecelendirme Notlarının Oluşumuna Etkili Eden Faktörlere İlişkin Literatür 28
2.2. Türkiye Ekonomisinin Görünümü 36
2.2.1. GSMH Gelişimi ve Ekonomik Büyüme 36
2.2.2. Enflasyon ve İşsizlik 38
2.2.3. Dış Ekonomik İlişkiler 40
2.2.4. Borç Stoku Bakımından Türkiye Ekonomisi 42
2.2.5. Kamu Kesimi Mali Görünümü 46
2.3. Politik Risk Endeksi Bakımından Türkiye 48
2.4. Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Notları 50
2.5. Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Yükseltilmesi Konusunda Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Açıklamaları 57
2.5.1. FİTCH'e Göre Türkiye'nin Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Çıkarmasında Etkili Olan Faktörler 57
2.5.2. Moody's Göre Türkiye'nin Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Çıkmasında Etkili Olan Faktörler 60
2.5.3. S&P'nin Türkiye'yi Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsünün Bir Kademe Altında Bırakmasında Etkili Olan Faktörler 61
2.6. S&P, Moody's Ve Fitch Türkiye Raporlarında Ortaya Çıkan Sorunlar 63
2.7. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler 65
2.7.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Verme Sistemi Yeterince Şeffaf Değildir 65
2.7.2. Kredi Derecelendirme Alanında Rekabet Eksikliği 66
2.7.3. Çıkar Çatışması Notların Objektif Bir Biçimde Hesaplanmasına Mani Olmaktadır 67
2.7.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Krizleri Öngörememeleri ve Mevcut Krizleri Derinleştirmeleri 68

BÖLÜM 3. SONUÇ..... 69
KAYNAKÇA..... 75

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. 1 Moody's'in Ülke Kredi Notlarında Dikkate Aldığı Temel Faktörler 20
Tablo 1. 2. Fitch'in Ülke Kredi Notunu Belirlemede Kullandığı Değişkenler 22
Tablo 1. 3 S&P'nin Ülke Kredi Notlarında Göz Önüne Aldığı Ana Faktörler 25

Tablo 2. 1 GSMH Gelişimi ve Ekonomik Büyüme (2000-2018) 37
Tablo 2. 2 Enflasyon oranı ve İşsizlik Oranlarındaki Gelişmeler (%) 39
Tablo 2. 3 Ödemeler Dengesi (Milyar $) 41
Tablo 2. 4 Kamu Finansmanı (2001–2018) 43
Tablo 2. 5 Dış Borç Stoku (Borç/GSYH) 45
Tablo 2. 6 Kamu Kesimi Dengesi ve Açıkları İle İlgili Bazı Oranlar (2010-2018) 46
Tablo 2. 7 Batı Avrupa Grubu Politik Risk Endeksi (2014-2018) 49
Tablo 2. 8 Türkiye'nin Kredi Notları (2001-2019) 52

KISALTMALAR

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

BIS: Milletlerarası Ödeme Bankası

CDO: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü

CDS: Kredi Temerrüt Takası

FED: Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası

FGS: Fiyatlar Genel Seviyesi

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla

GSMH: Gayri Safi Milli Hâsıla

IMF: Uluslararası Para Fonu

KDK: Kredi Derecelendirme Kuruluşu

KKBG: Kamu Kuruluşları Borçlanma Gereği

OPEC: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

S&P: Standard and Poor's

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

ÖZGEÇMİŞ

Nuriye Özel

Uluslararası İktisat ve Finans

Eğitim

Derece Yıl	*Üniversite, Enstitü, Anabilim/Anasanat Dalı*
Y.Ls.	2019 Maltepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İktisat ve Finans Anabilim Dalı
Ls.	2017 Bozok Üniversitesi İlahiyat Fakültesi İstanbul Üniversitesi Sosyoloji Bölümü (Devam Ediyor)
Lise	1993 Kırıkkale İmam Hatip Lisesi

İş/İstihdam

Yıl	*Görev*
2019-	Din Görevlisi- Almanya Stıttgart Gundelsheim DİTİP Selimiye Camii
2015	Din Görevlisi- İşviçre Diyanet Vakfı
2005-2015	Din Görevlisi- Türkiye' nin çeşitli yerlerinde Kuran Kursu Öğreticiliği

Mesleki Birlik/Dernek Üyelikleri

Yıl	*Kurum*
2009-2013 -	Üye: Türkiye Diyanet Sen Kadın Kolları
2015-2016 -	Başkan: Yozgat Memur-Sen İl Kadın Kolları

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri ve yılı	: Yozgat , 1976	Cinsiyet: K
Yabancı diller	: İngilizce	
GSM / e-posta	: 0532 607 43 53 / nuriye.özel@gmail.com	

GİRİŞ

Uluslararası derecelendirme kuruluşları (KDK) ülkeler için raporlar yayınlayarak, bir ülke ekonomisi ile yatırım ilişkisi içerisine girmenin barındırdığı riskleri açıklamaktadırlar. Bu kuruluşlar yayınladıkları raporlarda ülkelere kredi notu tayin etmektedirler. Yatırımcılar da bu kredi notlarına bakarak yatırım yapacakları ekonomiye karar vermektedirler. Yayınlanan kredi notları, ülkenin yatırım yapılabilirlik düzeyini göstermektedir. Bu kapsamda düşük kredi notu verilen ülkeler, yatırım yapmaya elverişli olmayan ülkeler olarak ifade edilmektedirler. Yatırımların ülkenin üretim gücünü ve dolayısıyla ekonomik büyüklüğünü ve diğer makroekonomik büyüklüklerini etkilediği düşünüldüğünde, kredi notlarının ülke ekonomisi için önemi daha iyi anlaşılmaktadır.

Ülke ekonomileri için önemi bu derece yüksek olan kredi notlarının tayin edilmesi sırasında, kredi derecelendirme kuruluşlarının zamanında ve objektif bir şekilde davranmaları gerekmektedir. Aksi halde yapılan yanlış değerlendirmeler sonucu, hak ettiği kredi notunu alamayan ülke ekonomisi bundan olumsuz etkilenirken, hak ettiğinin üzerinde kredi notu alan ülke ise hak etmediği halde olumlu yönde etkilenmektedir. Ülke ekonomilerinin kredi notunun yükselmesi, ülkenin daha düşük maliyetle finansman elde etmesini, tahvil aracılığı ile daha fazla borçlanabilmesini ve daha uzun vadeli borç alma imkânına sahip olmasını sağlamaktadır. Bu sayede ülke ekonomisi, ihtiyacı olan yabancı sermayeye daha iyi imkânlarla ulaşmakta ve yükümlülüklerini daha kolay şekilde yerine getirmektedir. Özellikle ulusal tasarrufları yetersiz olan ülkelerde, yatırımların finansmanı için yabancı sermayeye ihtiyaç duyulması kredi notlarının önemini daha da arttırmaktadır.

Cari açık problemi ve üretimde dışı bağımlık oranları yüksek olan Türkiye ekonomisinin ulusal tasarruf düzeyinin yatırımları finanse etmede yetersiz kalması, bu kapsamda Türkiye için de kredi notlarının önem derecesini arttırmaktadır. Türkiye ekonomisinin önemli sorunlarından birisi tasarruf açığıdır. Yatırımları finanse edecek yeterli tasarrufun olmaması ekonomik büyüme ve kalkınma açısından ciddi bir sorundur. Tasarruf oranlarındaki bu düşüklük, yatırımların düşüklüğüne buda büyümenin

potansiyel büyüme oranının altında kalmasına neden olmaktadır. Büyüme üretimle, üretim yatırımla, yatırım ise tasarruf düzeyi ile birebir ilişkilidir. Yatırımları finans edecek yeterli tasarruf yoksa tasarruf açığını karşılamanın bir yolu küresel tasarruflardan yararlanmaktır. Küresel tasarrufların yatırım şeklinde başka ülkelere yönelmesinde uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülke notları etkili olmaktadır. Hatta denebilir ki yabancı tasarrufların bir ekonomiye girişine ve uzun süreli o ülkede kalabilmesi uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için verdikleri kredi notları yakından ilişkilidir. Bir ülkenin kredi notu, iktisadi, siyasi, harici, mali ve parasal faktörlerin bileşenleriyle oluşmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke notları "yatırım yapılabilir", "spekülatif" veya "yapılamaz" kategorilerinden birine sokmaktadır.

Derecelendirme piyasasında çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen S&P, Fitch ve Moody's öne çıkmaktadır. Bu üç şirket küresel tasarrufların hangi ülkelere yöneleceği konusunda etkili olmaktadır. Büyümek ve gelişmek isteyen ama yeterli sermayeye sahip olmayan ülkeler dış kaynaklı yabancı sermayeyi ülkelerine çekebilmek için büyük mücadele vermektedirler. Bu anlamda Türkiye yabancı sermaye çekiminde bazı zorluklar yaşamaktadır. Bu zorlukların başında Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye notları yer almaktadır.

Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının raporlarının Türkiye notları ve notların yatırım yapılabilir düzeyin altında çıkmasına etki eden faktörleri tespit etmektir. Türkiye ekonomisi tasarruf açığı olan bir ekonomidir. Tasarruf açığını kapatmanın bir yolu yurtdışı tasarruflardan yararlanmaktır. Yurtdışı tasarrufları ülkemize çekebilmenin yolu Türkiye ekonomisinin yurtdışı yatırımcılar için cazip bir ekonomiye dönüştürmesi, yabancı yatırımcılar için engel teşkil eden faktörlerin ortadan kaldırılması ile mümkündür. Küresel tasarruf fonlarının Türkiye'ye yönelmesinde ilk engel KDK'larının notlarıdır. Zira yabancı yatırımcılar yatırım yapacağı ülkeleri seçerken uluslararası reyting kuruluşlarının ülke notlarına bakmaktadırlar. Çalışmanın konusu uluslararası reyting kuruluşlarının Türkiye notlarının düşük çıkmasına yol açan faktörlerin neler olduğudur. Söz konusu faktörler Türkiye notlarının yatırım yapılabilir düzeyinin altında çıkmasına yol açmaktadır. Düşük notlar yabancı yatırımcıları, Türkiye'ye yatırım konusunda çekimser davranmaya itmektedir. KDK'nın Türkiye notlarının düşük çıkmasına neden olan faktörleri tespit etmek bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Türkiye küresel tasarruflardan yeterince yararlanamamaktadır. Tezin amacı Türkiye'nin küresel tasarruflardan yararlanabilmesinin önündeki engelleri tespit emek ve muhtemel çözüm önerilerinde bulunmaktır. Ülkemizin içinde bulunduğu ekonomik darboğazı aşmasının yolu yatırım ve üretim düzeyini artırmaktan geçmektedir. Yatırımları finanse edecek ulusal tasarruflar yetersizdir. Türkiye ortaya çıkan tasarruf açığını karşılamakta güçlüklerle karşılaşmaktadır. Bu güçlüklerden birisi de uluslararası reyting kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunun olması gerekenden düşük hesaplanmasıdır. Bu düşük notlar küresel sermayenin Türkiye yönelmesine mani olmaktadır. Çalışmanın kapsamı S&P, Fitch ve Moody's derecelendirme kuruluşlarının 2001- 2019 dönemi Türkiye notları ve raporlarıyla sınırlıdır.

Çalışma uluslararası reyting kuruluşlarının ülkeler hakkında düzenlediği raporlar üzerinden yürüyeceği için, araştırmanın soruları da bu çerçevede ortaya konulmuştur. Temel soru, uluslararsı derecelendirme kuruluşlarının ülke raporları, ilgili ülkelerin yabancı fonlardan yararlamasında etkileri varmıdır? Varsa ne oranda etkili olmaktadırlar? Bu soruya ilaveten uluslararsı derecelendirme kuruluşlarının ülke notları ile küresel sermayenin (uluslararsı tasarrufların) bir ülkeye yönelmesi arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak için şu sorulara cevap aranacaktır:

1. Kredi derecelendirme kuruluşları ülke kredi notlarını hangi kriterlere göre oluşturmaktadır?

2. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin kredi notlarını değiştirdiğinde, ilgili ülkelerin yabancı yatırım seviyeleri bundan nasıl etkilenmektedir?

4. Türkiye'nin daha çok yabancı sermaye çekebilmesi mümkün müdür?

5. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının raporlarında Türkiye'nin daha çok yabancı sermaye çekmesinin önündeki engeller nelerdir?

6. Türkiye'nin daha çok yabancı sermaye çekebilmesi için yapılması gerekenler nelerdir?

Bu çalışmanın temel hipotezlerini şu şekilde sıralamak mümkündür.

1: Küresel yabancı sermayenin Türkiye gelmesinde uluslararası reyting kuruluşların notları etkili olmaktadır.

2: Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke notları, ülkelerin yatırım seviyeleri üzerinde ve genel olarak ülke ekonomisi üzerinde etkilidir.

3: Kredi notlarının etkisi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklıdır.

4: Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların yatırımlar üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.

5: Küresel yabancı sermayenin Türkiye'ye yatırım yapması konusunda bir takım endişeleri vardır. Bu endişeler ortadan kaldırılmadıkça, Türkiye'nin yeterli derecede yabancı sermaye çekmesi mümkün değildir.

Bu çalışma KDK'ların Türkiye notlarının yatırım yapılabilir düzeyin altında olmasının nedenlerini açıklayıcı bir araştırmadır. Açıklayıcı araştırmalar; sosyal kavramlarla ilgili bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyerek kavramaya ve açıklamaya çalışan araştırmalar olarak ifade edilmektedir. Açıklayıcı araştırmaların amacı tasvir öte, olayların neden ya da nasıl olduğunu açıklamaktır. Bu anlamda araştırmanın amacı Türkiye'nin yabancı sermaye çekiminin önündeki engelleri ortaya çıkarmaktır. Bir başka ifade ile Türkiye'nin tasarruf açığı karşılayabilecek yurt dışı tasarrufları çekememesi olgusunun nedenlerini ortaya koymaktır. Bu olgunun nedenlerinden birisi uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye hakkında verdiği notlardır. Araştırma hipotezlerinde ileri sürülen ilişkinin gerçekten mevcut olup olmadığını ortaya koymaktır. Çalışmada küresel sermayeden daha çok pay alan ülkeler ve daha az pay alan ülkeler dikkate alınarak ilgili ülkelerin, küresel sermayeden neden daha çok pay aldıkları, diğerlerinin ise neden daha az pay aldıkları ayrıntılı bir biçimde analiz edilecektir. Bu analiz yapılırken ülkelerin gelişmişlik düzeyleri göz önünde bulundurulacaktır. Küresel sermayeden daha çok pay alan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin hangi özellikleri, küresel sermaye için daha cazip olmaktadır. Küresel sermayeden daha çok yararlanan ülkeler, bunu nasıl başarmışlardır. Küresel sermayeyi kendi ülkelerine çekebilmek için hangi politik ve ekonomik kararları almışlardır. Türkiye'nin Küresel sermayeden daha çok pay alabilmesi için bu konuda ne gibi yapısal düzenlemeler yapılması gerektiği konusunda öneriler getirilecektir. Çalışma Fitch, Moody's ve S&P'nin raporları üzerinde yapılacaktır. Bu nedenle çalışmanın kapsamı yukarıda adı geçen üç uluslararası derecelendirme kuruluşlarının raporları ve notları ile sınırlıdır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci Bölümde girişle başlığı altında tez konusunun seçimi, konun önemi, amacı kapsamı ve çalışma yönetimi tezin sınırlarını açıklanmıştır.

İkici bölümde kredi derecelendirme kavramı, kredi derecelendirme kuruşları ve kredi derecelendirme kuruşlarının ülke notlandırma kriterler üzerinde durulmuştur. Daha spesifik olarak Fitch, Moody's ve S&P kredi derecelendirme kuruşları ve ülke notlandırmaları konusu alınmıştır.

Üçüncü Bölümde ise uluslararası derecelendirme kuruluşlarının kriterleri çerçevesinde Türkiye ekonomisinin görünümü ve Türkiye notları incelenmiştir. İlgili kuruluşların raporlarından hareketle Türkiye'nin yabancı sermaye çekiminin önündeki engeller tespit edilmeye çalışılmıştır.

Sonuç kısmında ise çalışma özetlenmiş ve Türkiye'nin daha çok yabancı sermaye çekebilmesi için atılması gereken adım konusunda öneriler ortaya konulmuştur.

BÖLÜM 1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI KREDİ DERECELENDİRME KURUŞLARI VE NOTLANDIRMA KRİTERLERİ

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı ve Önemi

Türk Dil Kurumu İktisat Terimleri Sözlüğü (2014) tarafından derecelendirmenin tanımı Şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması şeklinde yapılmaktadır. Derecelendirme kavramı İngilizce 'de rating olarak karşılık bulmuş ve Oxford İngilizce Sözlükte "Bir şeyin veya bir kişinin kalitesi, standardı veya performansının nispi olarak değerlendirilmesine dayanan sınıflandırılma ya da hiyerarşik olarak konumlandırılması" olarak tanımlanmıştır. Derecelendirme, bir ekonomik birimin kredi geçmişi ve kullandığı kredileri geri ödeme kapasitesinin saptanması için yapılan ölçme işleminin bütünüdür. Bu durumda derecelendirme, borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme isteği ve kabiliyetinin zamanında ve tam olarak yerine getirilip getirilememesini hesaplayan bir araç olarak da ifade edilmektedir (Yaslıdağ, 2007: 130). Derecelendirme, işletmelerin veya sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının, anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadesi geldiğinde karşılanabilme riskinin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirli kriterler ışığında değerlendirilerek sınıflandırılması faaliyetidir. Bahse konu derecelendirme faaliyeti, işletmelerin veya ülkelerin, likiditesinin mali yükümlülüklerini karşılama gücünün, kârlılığının ve mali yapısının sektörel, ekonomik, mali, politik ve sosyal koşullar dikkate alınarak incelenmesi, değerlendirmesi ve sınıflandırması suretiyle yapılmaktadır (SPK2 Mevzuatı, 2007: Md.5). Kredi derecelendirme kavramı ile ifade edilmek istenen; arz edilecek kredilerin zamanında ve eksiksiz olarak geri ödenebilirliğini uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun ve tarafsız bir ölçü oluşturmak amacıyla, borç alanın piyasaya sürdüğü menkul kıymetlere yatırım yapılması durumunda, yatırım yapanın yükleneceği riskin tespit edilmesidir (Karagöz, 1990). Borç alan veya veren taraflara alınan risk ile ilgili önemli bir bilgiyi kredi derecelendirmesi sunmaktadır. Nitekim taraflar arasında asimetrik bilgiden kaynaklanan maliyetleri en aza indirgemekte ve

piyasaların etkinliğini artırmaktadır (Seval, 2014: 12). Küreselleşme veya bir başka ifadeyle uluslararasılaşma ile birlikte mali piyasalarda kredi talebi ve arzının artması, ihracatçı kuruluşlar, yatırımcılar ve diğer girişimciler için fırsatlar oluşmuştur. Bu durum, kredi pazarlayan kurumların yeni ulusal ve uluslararası ölçekte faaliyet gösteren pazarlara açılmasına neden olmuştur. Kredi pazarlayan kurumların kredi talebinde bulunan bölge hakkında bilgi sahibi olamamaları, çeşitli güçlükleri beraberinde getirerek puanlama esasına dayalı bir sistem olan kredi derecelendirilmesini ve bu değerlendirmeyi yapacak olan kredi derecelendirme kuruluşlarına doğan ihtiyaç gün yüzüne çıkmıştır. Küresel piyasalarda derecelendirme faaliyetinde bulunan üç kuruluş olan Moody's Investor Service, Standard&Poor's ve Fitch Ratings'in kredi notu ile ilgili farklı tanımlamaları olsa da üzerinde fikir birliği sağlanan noktalar kredi notunun **bir görüş, düşünce veya ifade** olduğudur (Eren, 2010:113).

Özetlemek gerekirse kredi derecelendirme, sermaye sahiplerinin yatırım yapmak istedikleri ülke ya da sektör ile ilgili riskin ortaya koyulması sonucu kredi derecelendirme kuruluşlarının o ülkeyi veya firmayı **yatırım yapılabilir**, **spekülatif** veya **yapılamaz** seviyede belirlenen kriterler ışığında notlaması sonucu ortaya çıkan bir kavramdır. Kredi derecelendirmesi (credit rating) basit tanımıyla derecelendirilmeye konu olan tarafın bir devlet, finansal kuruluş, şirket veya ihraç edilen bir finansal varlık olduğu, borçlunun kredi riski hakkında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından oluşturulan, bağımsız ve derecelendirilen tarafın kredi değerliliği hakkında nisbî (göreceli) bir görüşü ifade etmektedir (Seval, 2014:7).Derecelendirmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan kredi notu ise bireylerin, kuruluşların veya ülkelerin finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirme konusundaki yeterliliğini ve gönüllülüğünü ifade etmektedir. Bu kapsamda, kredi notu kişi, kuruluş veya devletlere verilen kredilerin temerrüde düşme riskini belirtmektedir (Haspolat, 2015: 8).

Finansal serbestleşme para ve sermaye hareketlerine serbest dolaşım imkânı sunmasıyla borçlanma araçları dünyanın çeşitli piyasalarında ihraç edilebilirler. Kredi derecelendirme, bu ülke veya işletmenin kullandığı kredi veya ihraç edilen menkul kıymetlerin faiz ve anaparalarının zamanında ödenebilme gücünü (tersi durumda

ödenememe riskinin) ortaya koymaktadır. Böylelikle, kabul edilebilir risk düzeyinde en yüksek getiriyi arayan bireysel ve kurumsal yatırımcılar (yatırım fonları, emeklilik fonları) yeterli bilgi sahibi olamadıkları ülke veya işletmelere yatırım yapıp-yapamayacakları konusunda bir dayanağa sahip olurlar. Kredi derecelendirme,

- Kredi verenler veya menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyenler için önemli bir bilgi ve değerlendirme sağlar.
- Küçük birikim sahiplerini kurumsal yatırımcıların hatalı ve kötü niyetli işlemlerine karşı korur.
- Borçlanmak isteyen ülkelerin fon sağlayabilmesinin ve fon maliyetlerini düşürebilmesinin koşullarından birisidir.
- Geleceğe ilişkin bir değerlendirme olduğundan, kimi zaman bir tahminin açıklanmasından daha fazla bir fonksiyon taşımakta, geleceği yönlendiren bir faktöre dönüşmektedir. Derecelendirme notu yüksek açıklanan ülke veya işletmeye sermaye akışını teşvik ederken, derecelendirme notu düşük açıklanan ülkenin borçlanma ve menkul kıymet ihraç potansiyelini önemli ölçüde azaltabilmektedir.

1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ortaya Çıkışları

Lewis Tappan tarafından kurulan **Mercantile Agency** şirketinin faaliyete geçmesi, derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Şirketlerin verdiği taahhütlerin yerine getirilememesi ve bunun sonucu olarak birçok yatırımcının mağdur olmasına yol açan 1837 yılında ABD ekonomisinde ortaya çıkan büyük ekonomik kriz olup, söz konusu krizden etkilenen yatırımcılardan biri de Lewis Tappan'dır. Tappan, birçok yatırımcının mağdur olmaması için yatırımların değerlendirilebileceği şirketleri takip etmek amacıyla **Mercantile Agency** şirketini kurmuştur. Şirket, ilk olarak derecelendirme kodları kullanmadan belirli dönemlerde sadece üyelerini bilgi verme güdüsüyle faaliyetlerine devam etmiştir. Bunalım döneminde zarar eden Tappan, müşteriler ve borçluların kredibilitesini tespit etmede daha resmi bir metot geliştirmiştir. Söz konusu metotta, ABD'de batı ve doğu eyaletlerinde, genellikle avukat olan kendi yörelerindeki faaliyetler ve kişiler hakkında bilgi toplayan 180 muhabir ile bir iletişim ağı kurmuş, bu yol ile elde edilen bilgiler sözlü olarak

müşterilerle paylaşılmıştır (SETA, 2012: 2).

Risk, menkul kıymetler alanında yatırım yapmak isteyen yatırımcı için ölçülmesi gereken bir kavramdır. ABD'de demiryolu yatırımlarının değerlendirmesini yapan John Moody tarafından 1909 yılında kurulan Moody Yatırım Hizmetleri Şirketi, menkul kıymetlerin derecelendirilmesine ilişkin ilk verileri kamuoyuyla paylaşmıştır. Bahsi geçen veriler, Demiryolları Yatırımının Analizi adlı eserinde yayımlamış ve1924 yılına kadar geliştirdiği derecelendirme sistemini kullanmıştır. 1924 yılından günümüze kadar ise, harf ve rakamları içeren şuanda kullanılan derecelendirme çizelgesini piyasaya sunarak kullanmıştır. Moody'sin ardından 1916 yılında Poor's Publishing şirketi kurulmuş olup, yine kredi derecelendirme alanında faaliyetlerine başlayan ikinci şirket olmuştur. Poor's Publishing şirketi, 1922 yılında kurulan Standard Statistics Company ile birleşerek Standard & Poor's ismi ile faaliyetlerine devam etmiştir"(Dodd ve Setty, 2003). 1924 yılında kurulan Fitch Publishing Company of New York şirketi, yine derecelendirme faaliyetlerine başlayan üçüncü şirket konumundadır (Babuşcu, Hazar 2008: 349). Günümüze kadar bu alandaki bir çok girişim olmasına rağmen Moody's, Standard&Poor's ve Fitch Derecelendirme Kuruluşlarının piyasadaki hakimiyeti yaklaşık %95 düzeyindedir (Infrangilis, 2012:12).

Moody's, Standard&Poor's ve Fitch şirketlerinin risk değerlendirmeleri, dünya piyasalarını etkilemekle birlikte, hiçbir ülke söz konusu kuruluşlar tarafından verilen ülke puanından daha yüksek bir puanla piyasada değerlendirilememektedir. Bu bağlamda, bu şirketler tarafından verilen yüksek notlar, borçlanmak isteyen ülkelerin daha kolay ve daha çeşitli borçlanmasına imkân vermekte, tersi bir durumda kredi notu düşen ülkelerin borç bulmada zorluk yaşamalarına neden olmaktadır. Bir ülkenin yatırımcılarını büyük ölçüde koruması halinde, sermaye piyasasına uluslararası niteliği olan yatırımları çekme olasılığı daha yüksek olmaktadır. Sermaye piyasalarında yer alan birçok yatırımcı, uluslararası piyasalara girmek istediğinde gereksinim duyduğu bilgilere sahip olamamaktadır. Tam da bu noktada derecelendirme kuruluşları verdiği notlarla ihtiyaç duyulan bilgilere ulaşmak ve yatırım kararlarında yardımcı olmak amacıyla devreye girmektedir (Babuşcu, Hazar, 2008: 349).

Derecelendirme işlemi, başvuru olmaksızın veya bir ülkenin kendi başvurusu üzerine derecelendirme şirketi tarafından yapılmaktadır. Şayet ilgili ülkenin başvurusu olmadan derecelendirme işlemi gerçekleştirilmiş ise, bu durum istenilmeyen

derecelendirme olarak ifade edilmektedir. Örneğin; S&P şirketine bir talep olmadan, kendi isteğiyle bir ülkenin risk değerlendirmesini yaptığında, burada istenilmeyen derecelendirme söz konusudur. Bu derecelendirme işlemi, ülkenin derecelendirme kuruluşuna belli bir ücret ödemediğini veya ödemede bulunmadığını göstermektedir. Diğer taraftan bu derecelendirme, ülkenin bir inceleme yaptırıp, karşılığını ödemesi için bir tür baskı unsuru olarak da görülebilmektedir. Eğer derecelendirme, ilgili ülkenin başvurusu ile yapılırsa bu işleme istenilen derecelendirme denilmektedir.

Piyasada faaliyet gösteren üç büyük derecelendirme kuruluşunun not tanımlamaları kategorize edilerek üçe ayrılmıştır. Bu kategoriler; "Yatırım Yapılabilir Seviye", "Spekülatif Seviye" ve "ÇÖP/Default (Borcunu Ödeyememe) seviyesi olarak sınıflandırılmıştır.

Yatırım Yapılabilir Seviyede olan bir notlama, bir şirketin borçlanma aracının (bono, tahvil vs.) veya bir ülkenin kredi riskinin oldukça düşük, borcu geciktirme ihtimalinin az ve büyük oranda güvenli olmayan ve sahte piyasa hareketlerinden etkilenmediğini göstermektedir.

Notun Spekülatif seviyede olması bir şirket veya bir ülkeye yatırım olasılığının bulunduğunu; ancak, sağlam bir altyapısının olmaması sebebiyle hileli yönlendirmeye açık olduğunu ifade etmektedir.

Çöp seviye ise bir şirketin ya da ülkenin yatırım yapılamayacak kadar riskli olduğunu vurgulamaktadır(Ayaz, 2012).

Kredi derecelendirme notları, beraberinde bazı ilave sembollere sahiptir. Kredi notları, borçlunun temel derecelendirme sınıflamalarındaki nisbi durumunu belirtmek amacıyla (+) ve (–) işaretlerle güçlendirilebilmektedir. Diğer bir ifade ile verilen kredi notunun bir uzantısı olup, bu notun görünümleri (rating outlook)**pozitif, durağan veya negatif** şeklinde gerçekleşebilmektedir. Genellikle verilen notun dönem içinde hangi yönde hareket edeceğine dair yatırımcıya fikir veren işaretlerdir. Kredi notunun pozitif görünümlü olması, kredi notunun kısa bir sürede yukarı yönlü, negatif görünümlü olması durumunda ise aşağı yönde bir hareket olabileceği anlamına gelmektedir (Seval, 2014: 14). Başa bir görüşe göre, kredi notunun negatif görünümlü olması, bu notun üç yıllık bir süre içinde düşürülebilme, pozitif görünüm ise notun aynı süre içerisinde yükseltilebilme ihtimali olduğunu göstermektedir. Notun durağan olması durumunda ise, değişme ihtimalinin çok düşük olduğu ifade edilmektedir. KDK'lar, ülkelere ve şirketlere ilişkin

kamuoyuyla paylaştığı kredi notlarını, düşük risk olarak kabul edilen **prime** düzeyinden **iflas** seviyesine kadar birçok not basamağından oluşan bir ölçekte tespit etmektedir. Kredi notları, yerli ve yabancı para cinsinden verilebilmektedir; ancak, o ülkenin küresel sermayeye erişiminde belirleyici nitelikte olan uzun vade ve yabancı para cinsinden verilen not, küresel mali piyasalarda bir ülkeye dair risk düzeyinin göstergesi olarak ifade edilmektedir. Standard&Poor's (S&P) ve Fitch'in derecelendirme sistemine göre BBB- ve üstü, Moody's derecelendirme sistemine göre ise, Baa3 ve üstündeki kredi notları, **Yatırım yapılabilir** seviyede olan kredi notlarıdır (Kanlı, Barlas, 2011:3).

1.2.1. Moody's Derecelendirme Kuruluşu

Moody's, dünyanca bilinen en eski derecelendirme kuruluşu olduğu gibi uluslararası finans piyasalarındaki büyüklüğü ve etkinliği oldukça yüksektir. Hem kredi değerliliklerinin tespit edilmesi hem de firma değerinin belirlenmesi konusunda özellikle rağbet gören bir kuruluş olmasına neden olan faktör, dünya üzerindeki etkinliğinin %40'lara ulaşmasıdır. John Moody tarafından kurulan Moody's, 1900 yılında demiryolu yatırımlarının analizini yapmıştır. Ayrıca, madencilik, finansal kurumların, imalat, altyapı, resmi dairelerin ve gıda şirketlerine ait hisse senetleri ve tahvillerin istatistiklerinin yer aldığı detaylı bir rehber hazırlamış olup, iki ay içinde satılan bu rehber ile 1903 yılında dünyada oldukça büyük ses getirmiştir. 1907 yılındaki borsa çöküşü nedeniyle yeterli sermayeye sahip olmayan Moody's piyasada tutunabilmek amacıyla rehberini elden çıkarması başka bir deyişle satması için ekonomiye yön verenler tarafından baskı altına alınmıştır. 1909 yılında yepyeni bir düşünceyle derecelendirme piyasasına geri dönüş yapan Moody's, menkul kıymet pazarında ABD demiryollarına ait hisse senedi ve tahvillerini analiz ederek yeni bir öncülüğe imza atmıştır. Moody's, demiryolları yatırım analizi yaparak takipçilerine demiryollarının faaliyeti, finansmanı ve yönetimi konusunda analitik ilkelere sahip olan tanımlamalar yapmıştır. Moody's, yapılan analizlerin daha güvenli ve anlaşılır olması için yatırım yapmak isteyenlere yeni bir olanak tanımış ve demiryolları ile menkul kıymetlerinin tahlilini yapan bir kitap yayımlamıştır. Bu kitap, göreceli yatırım niteliği hakkında yatırımcılara özet bilgi verdiğinden, kısa zamanda yatırımcıların başucu yatırım kılavuzu haline gelmiştir (SETA, 2012: 11).

Moody's, 1913 yılında ise sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketleri ve yan

kuruluşlarının analizlerini de yaparak iş alanını genişletmiş olup, 1 Temmuz 1914 tarihinde Moody's Investors Service adıyla Moody's' in Yatırım Hizmetleri Şirketi olarak kurulmuştur. Bahsi geçen yılda, ABD'nin şehir ve belediyelerinin tahvillerini analiz ederek kapsamını daha da genişletmiş; 1924 yılına gelindiğinde, Moody's tarafından yapılan derecelendirme analizleri, ABD tahvil piyasasının tamamına yakınını kapsamıştır. Moody's, 1929 yılında ortaya çıkan büyük bunalımda da ülkeleri takibe ve derecelendirmeye devam etmiştir. 1970'li yıllarda, Moody's'in de dahil olduğu derecelendirme yapan büyük kuruluşlar, ihraç edenlerin dışında yatırımcıların da kredi derecelendirme sistemine dahil edilmesine yönelik uygulamalar başlatmıştır (SETA, 2012:11; Şener, 2017:19).

Moody's, yerel düzeydeki derecelendirme kuruluşları ile paydaş girişimler veya anlaşmalar aracılığıyla tahvil piyasasında faaliyet alanını genişletmiştir. Diğer KDK'lar gibi, Moody's de, kredi derecelendirme notlarını tespit ederken analitik (niceliksel) metotların yanı sıra niteliksel metotlara da yer verilmektedir. Bu durumun temel sebebi, analitik metotların hızla değişen bilgiler ve eklenen yeni göstergeler sebebiyle tek başına notlamada yeterli olmaması ve sağlıklı sonuçlar vermemesidir (Şener, 2017:19).

Moody's'in derecelendirme sembolleri ve tanımları, Moody's web sayfasında (www.modys.com) açıklanmaktadır. Buna göre sembolleri yatırım seviyesi, spekülatif seviye ve çöp olarak tanımlanmıştır.

Yatırım yapılabilir seviye notları ve anlamları

Aaa: Bu nota sahip ülke ve şirketler ekonomik riskin en az olduğu dolayısıyla da güvenilirliğin yüksekliğine işaret eder. Yabancı Yatırımcılar açısından riskin minimum olduğu, yatırım açısında riskin sıfırla olduğu bir durumun varlığının göstergesidir. Bu not aynı zamanda birinci sınıf kredi notunu ifade etmektedir. Ülken ya da şirket anapara ve faiz ödemelerinde çok güçlü bir kapasiteye sahipliğini gösterir. Ekonomik yapısındaki bir takım değişiklikler olsa bile bu notu sahip şirket ya da ülkenin güçlü yapısı, ülkenin anapara ve faiz ödemelerinde bir sıkıntı ile karşılaşmayacağı, riskin sıfır düzeylerinde olduğu anlamına gelir.

Aa1, Aa2, Aa3: Bu notlara sahip ülke ve şirketler çok güçlü bir anapara ve faiz ödeme kapasitesine sahiptirler. Bu notlara sahip ülke ve şirketler Aaa derece grubunda yer alan ülkelere nazaran daha düşük derece notuna sahip olmalarına rağmen, Aaa

grubunda yer alan ülkeler ile birlikte güvenilir seviyede değerlendirilirler.

A1, A2, A3: Bu notlara sahip ülke ve şirketler yatırım yapabilmesi/yapılabilmesi açısından güvenilir ülke ve şirketlerdir. Bu notlara sahip olan ülke ve şirketler orta düzeyin üzerinde bir derecelendirme notuna sahip olarak ilgili ülke ya da şirketlerin anapara ve faiz ödemelerinin yeterli seviyede güvenilir olduğu gösterir. Diğer taraftan bu not seviyesi güvenirliği bozabilecek bazı unsurların da ortaya çıkma ihtimalinin varlığına işaret ettiğinden ekonomik şoklarda temkinli olunması gerektiğini gösterir.

Baa1, Baa2, Baa3: Bu notlara sahip ülke ya da şirketlerin orta derecede güvenilir olduğu kabul edilmektedir. Bu durumda anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirliğinin ne son derece zayıf, ne de son derece güçlü olduğu ifade edilmektedir. Ancak yine de anapara ve faiz ödemelerinde yeterli bir kapasite sahibidir. Yaşanabilecek ekonomik koşullara göre ödemede gecikme riskinin olabileceği bu ülkelere ve şirketlere karşı itidalli yaklaşılır. Bu nedenle bu notlara sahip ülke ve şirketlerin spekülatif karaktere sahip olduğu söylenebilmektedir.

Spekülatif seviye notları ve anlamları

Ba1, Ba2, Ba3: Bu notlara sahip ülke ve şirketler spekülatif sayılabilecek faktörlere sahiptir. Bu ülke ve şirketlerin geleceklerine yönelik önceden bir tahmin yürütebilmek zordur. Anapara ve faiz ödemelerindeki güvenirlilik orta düzeyde, ılımlı bir yapıya sahiptir.

B1, B2, B3: Bu not grubuna sahip ülkelerde uygun yatırım imkânı genel olarak az olmakla birlikte borç ödeme kapasitesi zayıftır. Geleceğe yönelik risk seviyesi fazladır.

Caa1, Caa2, Caa3: Bu notlara sahip ülkelerde uygun yatırım olanakları azdır. Borç ödeme kapasitesi zayıftır. Anapara ve faiz ödemelerinin veya diğer şartların yerine getirilmesi hususları uzun dönemde çok zayıftır. Gelecekle ilgili risk düzeyi çok yüksektir.

Ca: Bu nota sahip ülke ve şirketlerin karakteristik özellikleri spekülatif olmalarıdır. Bu ülke ve şirketlerin anapara ve faizleri geri ödeme kabiliyetleri yetersizdiler.

C: Bu nota sahip ülkeler ise en düşük borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. İlgili ülkelerde yatırım yapılabilme özelliğinin olduğu kabul edilemez. Maksimum

seviyede riski ifade eder.

Çöp (Temerrüd) notları ve anlamları:

D: Ülkenin iflası (temerrüd) kesindir ve borçlarını ertelemeden ödenebilmesi imkânsız gibidir.

1.2.2. Fitch Derecelendirme Kuruluşu

ABD'de de kabul görmüş, ilk Avrupa menşeili derecelendirme kuruluşu olan Fitch derecelendirme kuruluşu, John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında New York'ta kurulmuştur. Fitch, ilk olarak 1924 yılında, derecelendirme çizelgesini AAA - D olarak tanıtmış olsa da bunu geliştirmiştir. 1975 yılında Moody's ve Standard & Poor's ile birlikte ulusal bir firma olarak bilinen KDK'lardan biri olmuştur (SETA, 2012: 12).

İlk olarak bankaların derecelendirmesini üstlenen Fitch, daha sonraları faaliyet alanını genişleterek diğer sektörde mesai yapan işletmelerin derecelendirmesine de başlamıştır. 1989 yılına gelindiğinde ise, sermaye ve yönetim yapısını yeniden düzenlemiştir. 1932 yılında kurulan "DuffandPhelps" ile 1989 yılında faaliyete geçen"IBCA", 2000 yılının Nisan ayında Fitch'in bünyesine katılmış, daha sonra Bank Watch Birliği Fitch tarafından Thompson şirketinden satın alınmıştır. Fitch,"IBCA" ismini 2002 yılında Fitch Ratings olarak değiştirmiştir. Fitch derecelendirme kuruluşunun asıl merkezi, Londra ve New York'ta olup, diğer büyük şubeleri ise Tokyo, Paris ve Barselona'da yer almaktadır. 1998 yılından itibaren"Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş." olarak İstanbul/Türkiye'de de faaliyet göstermeye devam etmektedir (Şener, 2017: 21).

Fitch'in derecelendirme sembolleri ve tanımları, web sayfasında (www.fitchratings.com) açıklanmaktadır. Buna göre sembolleri yatırım seviyesi, spekülatif seviye ve çöp olarak tanımlanmıştır.

Yatırım yapılabilir seviye notları ve anlamları

AAA: Maksimum kredi kalitesini gösterir. Bir başka ifade ilk kredi riski en düşük olduğu durumu ifade eder. Bu not finansal taahhüdün zamanında ödenebileceğini ifade ettiği gibi çok yüksek ödeme gücü kapasitesini gösterir.

AA+, AA, AA-: Bu notlar çok yüksek kredi kalibresinin göstergesidir. Diğer bir ifade ile çok düşük kredi riskine işaret eder. Borç ödeme kapasitesinin yüksekliğinin göstergesidir.

A+, A, A-: Bu notlar yüksek kredi kalitesine işaret eder. Düşük kredi riski göstergesidir. Bu notlar aynı zamanda finansal taahhütlerin zamanlı ödenmesi kapasitesinin güçlü olduğu düşünülür.

BBB+, BBB, BBB-: Bu notlar ise İyi kredi kalitesi işaret eder. Mevcut durumları itibariyle bu notlara sahip ülkelerin, finansal taahhütlerini zamanı geldiğinde ödeme kapasitesinin yeterli olduğunu gösterir. Ancak bu not en düşük yatırım notu kategorisinin de göstergesidir.

Spekülatif seviye notları ve anlamları

BB+ BB, BB-: Düşük bir spekülatif durumun göstergesidir. Özellikle ekonomideki küçülme ve daralmalara bağlı olarak kredi riskinin arttığına işaret eder. Ancak finansal taahhütlerin karşılanması için alternatiflerin varlığını da gösterir.

B+ B, B-: Önemli ölçüde spekülatif bir durumun varlığını gösterir. Önemli ölçüde kredi riskine işaret eder. Finansal taahhütler mevcut haliyle karşılanabilirse de devam eden süreçte ödeme kapasitesinin sürdürülebilirliği ekonominin seyrine bağlıdır.

CCC, CC, C: Yüksek ödeme riskinin varlığına işaret eder. Bu durumda olan bir ülke ya da şirketin borcunu ödeyememe ihtimalinin olduğunu gösterir.

Çöp (Temerrüd) notları ve anlamları

DDD, DD, D: Temerrüd durumuna işaret eder. Bu nota sahip olan ülke ya da şirketin **iflası** kesindir ve borçlarını ertelemeden ödeyebilmesi mümkün değildir.

1.2.3. Standard and Poor's Derecelendirme Kuruluşu

Merkezi ABD'nin New York eyaletinde bulunan Standard & Poor's (S&P), bir uluslararası kredi derecelendirme kuruluşudur. ABD'nin en büyük ölçekteki iki

derecelendirme kuruluşundan biri olan S&P, finansal kurumların piyasadaki değerlerini tespit etmeye yardımcı olmakla birlikte onlara objektif görüş, analiz ve bilgi temin eden bir derecelendirme kuruluşudur (Standart&Poor's Corporation, 2004). 150 yıldan fazla bir süredir finans alanında lider bir firma olan ve tarihi 1860'lara kadar uzanan bir kuruluştur. S&P, Henry VarnumPoor tarafından 1860 yılında kurulmuş, 1913 yılında Luther Lee Blake Edward Shattuck'dan "Bond CardSystem" ve "BobsonStock"u Edward Shattuck'dan satın almıştır (SETA, 2012: 12).

Yüksek bir büyüme hızına sahip olan Standard Statistics, 1914 yılında anonim şirket olarak faaliyetlerine başlamıştır. 1941 yılında "Standard StatisticsCompany" ve "Poor's Publishing Company" adlı şirketler birleşerek "Standard and Poor's" derecelendirme kuruluşu adını almıştır. Bu kuruluşta, 1946 yılı itibariyle bilgileri depolama ve toplama amacıyla elektronik hesaplama sistemine geçilmiştir. 1962 yılında, S&P'ye ait hisseler, New York borsasında alınıp satılabildiğinden resmiyet kazanan işletme haline gelmiştir. 1966 yılında bağımsız bir şirket olarak faaliyetlerini idame ettiren S&P, McGraw-Hill adlı şirketi bünyesine katmıştır. 1970'li yıllarda görülen ekonomik sorunların getirdiği borç krizleri, 1982'de Meksika'nın karşılaştığı ekonomik sarsıntı, küresel düzeyde önsezi gerektiren bir uyarı sisteminin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu uyarı sistemi, S&P gibi KDK'ların varlığına anlamlandırmıştır (SETA, 2012: 12).

S&P, derecelendirme faaliyetleri sonucu oluşan şirket ve ülke risk düzeylerini harfler ve bazı semboller ile belirmektedir. Söz harflerin ve sembollerin tanımları şöyledir (www.standardandpoors.com).

S&P'de yatırım yapılabilir seviye notları ve anlamları

AAA: Bu nota sahip ülkeler birinci derecede, borcun anaparası ve faizini geri ödemede çok yüksek bir kapasiteye sahiptirler.

AA+, AA, AA-: Bu notlar ikinci derecede anapara ve faizini geri ödeme kapasitesine sahip ülkeleri işaret eder.

A+, A, A-: Bu nota sahip olan ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahip olmakla birlikte, ekonomik koşullarda gerçekleşebilecek değişmelere karşı ilk iki notlara kıyasla daha hassas olunduğu ifade eder.

BBB+, BBB, BBB-: Bu notlara sahip ülkeler borcunu ödeme konusunda yeterli kapasiteye sahiptir. Ancak ortaya çıkabilecek küçük bir belirsizlikte üstteki notlara sahip ülkelere nazaran daha fazla ve hızlı etkilenir.

S&P'de spekülatif seviye notları ve anlamları

BB+ BB, BB-: Bu notlar ülke ekonomilerindeki belirsizlikler, borç ödeme kapasitesini etkileyebilecek özelliklere sahip olduğuna işaret eder.

B+ B, B-: Bu notlara sahip ülkelerin yüksek oranda risk taşımalarına karşın, hali hazırda geri ödemelerini gerçekleştirebilecek düzeyde olduğu anlamını ifade eder.

CCC+, CCC, CCC-: Bu notlara sahip ülkelerin borç ödemelerini gerçekleştiremeyecek durumda olduğu anlamına gelir.

CC: Bu nota sahip ülke gurubunun ekonomik tablosu çok kötü olduğu ve borcunu geri ödeme kabiliyetinin kaybettiği anlamına karşılık gelir.

C: Bu not bir ülkenin iflasın eşiğinde olduğuna işaret eder.

Çöp (Temerrüd) notu ve anlamı

D: Bu not ülkenin iflas durumunda (temerrüd) olduğunun kesin kes ifade eder. Borçların ertelenmeden ödenebilmesi imkânsızdır.

1.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Notunun Önemi

Piyasada yer alan aktörler açısından sermaye piyasalarında bilgi edinebilmek, yüksek zaman ve para maliyetine neden olmaktadır. Dolayısıyla, piyasa aktörlerine güvenilir, doğru ve anlaşılabilirliği yüksek olan bir analize ihtiyaç duyulmaktadır. KDK'lara doğan ihtiyacın nedeni, hâlihazırdaki bilgilere erişebilmekten ziyade, derecelendirdikleri mali varlıkların gelecekte hangi değerleri alacağına ilişkin gerçekçi ve sağlıklı sinyaller vereceği beklentisidir. Ancak, çok kısa sürede birçok bilgiyi edinme gayesi, KDK'lara yönelik beklentiyi artırmıştır. Bu beklentiyi karşılayabilmek için, KDK'ların ülkelere veya firmalara ait ekonomik görünümlerini piyasa ile paylaşmaları gerekmektedir. Bu bağlamda, KDK'ların hazırladıkları raporların doğru bilgiyi içermesi gerek KDK gerekse de derecelendirilen ülke ve firma açısından önem arz etmektedir. Öte yandan, kredi derecelendirme bir görüş olup, derecelendirme notu, yatırımcıya alım-satım

veya yatırım yapma tavsiyesi amacı taşımamaktadır. Görüş belirtme, öznel bir faktör olduğundan analistler derecelendirmeyi sadece matematiksel bir süreç olarak değerlendirmemekte; verilen not, KDK'ların görüşünü yansıtmaktadır. Bu görüşün geleceğe dönük doğru sinyaller vermesi, KDK'ların kredibilitesini ve hazırlanan görüşe olan güveni artırmaktadır. Kredi derecelendirme sadece bir görüş niteliğinde olsa da verilen notlar, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Aynı zamanda yerli yatırımcıların işlerinin canlı olması, tahvil alıp satmaları, yurt dışından kredi temin etmeleri ve yurt dışı finansman gerektiren büyük altyapı projelerinin düşük finansmanı gibi yatırıma dair finansal kaynakların hepsi bu kuruluşların verdikleri notlardan etkilenmektedir (SETA, 2012: 14).

Başta ABD olmak üzere, dünyanın birçok ülkesinde yer alan fonlar, KDK'ların verdiği notlara göre değerlendirilmektedir. Bu sebeple kredi derecelendirme, ekonomik ve politik savaşın silahı olabilmektedir. ABD ve Avrupa'daki fonların içtüzüğünde yer alan "yatırım yapılabilir" seviyede olan ülkeye yatırım yapılabilmesi, fon talep ve arz edenleri derecelendirmeye bağımlı duruma getirmektedir. Örneğin, ABD'deki bireysel emeklilik fonları gibi trilyon dolarlık büyük yatırım fonlarının farklı bir ülkeye yatırım yapabilmesi için, ülke derecelendirme notunun en az "yatırım yapılabilir" seviyede olması şarttır. Bu nedenle, uluslararası kabul gören kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan analizde "yatırım yapılabilir" seviyede olmayan Türkiye gibi ülkelere fonların girişi zorlaşmaktadır. Bu ülkeler,"yatırım yapılabilir" notu aldıklarında ülkeye maliyeti düşük önemli bir kaynak sağlanmış olacaktır. Özetle, kredi derecelendirme notu, gerek borçlanma maliyetlerini gerek yabancı fonların ülkeye girişini etkilemektedir (SETA, 2012: 14).

1.4. Ülke Riskini ve Kredi Notu Ölçüm Yöntemi

Kredi derecelendirmek kuruluşları ülke risk ve kredi derecelendirme notlarını belirlerken birçok veriyi kullanmaktadırlar. Bu verileri kuruluştan kuruluşa değişmektedir. Aşağıda S&P, Moody's ve Fitch'in kredi notu belirlemede dikkate aldıkları faktörler ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

1.4.1. Moody's Ülke Kredi Notu Ölçümü

Moody's, en son 12 Eylül 2013 tarihinde güncellediği "Notlandırma Metodolojisi (Rating Methodology") başlıklı rehber ile ülkelere özgü kredi notlarını nasıl belirlediğini piyasalara duyurmuştur. Yayımlanan bu rehbere göre, Moody's ülke kredi notlarını mali güç, kurumsal güç, ekonomik ve krizlere karşı duyarlılık düzeylerine göre değerlendirerek oluşturmaktadır.

1.4.1.1. Ekonomik güç

Ekonomik güç, kısa ve orta dönemde ülkenin gelir elde etme potansiyeli ve borcunu geri ödeme yeteneğinin göstergesidir. Ekonomik gücü belirleyen ise ilgili ülkenin büyüme potansiyeli, rekabetçilik, milli gelir, ekonomik çeşitlilik ve ekonomik büyüklüğüdür. Ekonomik gücün belirleyicileri ise şunlardır.

- Büyüme dinamikleri
- Ekonominin Büyüklüğü
- Milli Gelir

1.4.1.2. Kurumsal güç

Moody's kurumsal gücü, ülkelerin borçlarını ödemelerini sağlamak üzere hükümetlerin ve devlet kurumlarının ekonomik büyümeyi desteklemek ve refahı artırmak için sağlam politika çerçeveleri oluşturma kapasitesi olarak ifade edilmektedir. Kurumsal gücü belirleyen iki temel unsur bulunmaktadır (Haspolat, 2105: 50).

i. Kurumsal çerçeve ve etkinlik

Kurumsal etkinlik kapsamında, hükümetin etkinliği ve Hukukun üstünlüğü: ve yolsuzluğun önlenmesi üzerinde durulmaktadır.

ii. Politikaların kredibilitesi ve etkinliği

Politikaların kredibilitesi ve etkinliği, enflasyon performansı ve enflasyon oynaklığı yol gösterici bir değişkendir.

1.4.1.3. Mali güç

Mali güç, hükümetlerin genel manada"kamu maliyesinin sağlığı" olarak ifade edilmektedir. Bu güç, kamunun borç yükü ve borçların sürdürülebilirliği alt başlıkları altında izlenmektedir (Haspolat, 2015: 51).

Borç yükü, genel devlet borç stokunun GSYH'den aldığı paydır. Her yüksek borç oranı, temerrüde neden olmamakta ancak, temerrütlerin başlangıç noktası olarak değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, borçların GSYH'ye oranı, ülkenin borcunu ödeme gücüyle yakından ilişkilidir. Borç oranın yüksekliği, ülkenin finansal açıdan borçlarını ödeme ya da ödeyememe durumunda olup olmadığını gösterir. Borç yükünün yüksekliği bütçe üzerinde ve dolayısıyla vergi ödemekle yükümlüler üzerinde baskı oluşturmaktadır.

Borçların sürdürülebilirliği, bir ülkenin mali gücünün göstergelerinden biri de borçluluk düzeyinden ziyade borçların geri ödemelerin zamanında ve eksiksiz yapılabilmesi için ülkelerin gelir meydana getirme kapasitelerinin varlığıdır. Bu konuda yeterliliğin ilk belirleyicisi, genel devlet faiz ödemelerinin gelirlerine oranı olup, yüksek olması halinde, bütçe açığını uyarmasının yanında kamu yatırımlarının da kısıtlanmasına yol açarak sürdürülebilir ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiye neden olmaktadır. Bu anlamda genel devlet faiz ödemelerinin GSYH'ye oranı, borç finansmanın gücünü gösteren önemli bir diğer faktördür.

1.4.1.4. Şoklara karşı dayanıklılık

Mali gücün bir diğer bir diğer göstergesi ülkenin karşılaştığı şoklara karşısındaki duyarlılığıdır. Ani beklenmedik şoklara karşı tepki verme kapasitesi ve yeteneği ülkenin mali gücüyle yakından ilişkilidir. Bir ülkenin karşılaşabileceği riskler şunlar olabilir.

- Politik risk,
- Likidite Riski,
- Dış kırılganlık riskleridir.

Moody's ülke kredi notlarını oluşturma sürecinde kullandığı ülke verileri aşağıda tabloda özetlenmiştir.

Tablo 1. 1 Moody's'in Ülke Kredi Notlarında Dikkate Aldığı Temel Faktörler

İktisadi Güç

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

Kaynak: Moody's, Ratingsmetodology, 2019.

1.4.2. Fitch Ülke Kredi Notu Ölçümü

Fitch ülke kredi notunu hesaplama aşamasında, ülkelerin ödeme sorumluluklarını

yerine getirmede iki önemli faktöre dikkat çeker. Birincisi Borç ödeme kapasitedir. Diğeri ise borç ödeme istekliliğidir. Bunların ölçümünde ise bir taraftan makroekonomik açıdan gösterilen performansa ve ileriye dönük tahminlere diğer taraftan ekonominin makroekonomik ve finansal istikrarın sağlanması konusunda sahip olduğu politik ve yapısal riskler ile dış şoklara olan dayanıklılığına bakmaktadır. Aynı zaman da sermaye akımları ve dış borcun yapısı bağlamında dış finansman durumu ile dış ticaret ve cari dengenin sürdürülebilirliği de dikkate alınmaktadır (Haspolat, 2015: 54). Fitch ülke kredi notlarını oluşturma sürecinde kullandığı ülke verileri aşağıda tabloda verilmiştir.

Tablo 1. 2. Fitch'in Ülke Kredi Notunu Belirlemede Kullandığı Değişkenler

Makroekonomi	
TÜFE	Önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalama % değişim
Reel GSYH Büyümesi	Önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalama
GSYH Büyümesi Dalgalanması	Reel GSYH yıllık ortalama değişiminin 10 yıllık standart sapması
Kamu Maliyesi	
Bütçe Dengesi	Bütçe dengesinin GSYH'ye oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Brüt Borç Stoku	Brüt borç stokunun GSYH'ye oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Faiz ödemeleri	Devletin brüt faiz ödemelerinin genel devlet gelirlerine oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Kamu dış borcu	Döviz cinsi veya dövize endeksli kamu dış borcunun toplam kamu borcuna oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Dış Finansman	
Emtia bağımlılığı	İşlenmemiş ürün ihracatının dış gelirlere oranı

Cari denge + net doğrudan yabancı yatırımlar	Cari denge + Net DYY'lerin GSYH'ye oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Brüt dış borç	Devletin brüt dış borcunun toplam dış borca oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Dış faiz ödemeleri	Dış faiz ödemelerinin dış gelirlere oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Uluslararası resmi rezervler	Aylık ithalat ödemelerinin teminatı olarak uluslar arası rezerv stoku
Yapısal Etkenler	
Kişi başı milli gelir	Cari fiyatlarla Dolar cinsinden kişi başına düşen gelirin sınıflama yüzdesi
Para arzı	Geniş para arzının GSYH'ye oranının doğal logaritması
Yönetim göstergelerinin Bileşimi	Dünya bankası yönetim göstergelerini yüzde puanlarının ortalaması
Rezerv Para	Para biriminin rezerv para olarak kullanılma durumu
En son temerrüt	En son yaşanan temerrüt durumundan sonra geçe yıl sayısının doğrusal olmayan fonksiyonu

Kaynak: Fitch RatingsSovereignRatingsCriteria

1.4.3 Standard and Poor's Ülke Kredi Notu Ölçümü

S&P, ülkelere ait kredi notunu tayin eden ölçütlerini, dünyadaki gelişmelere istinaden zaman zaman güncelleyerek kamuyu bilgilendirmektedir. 24 Ocak 2013 tarihinde yaptığı en son güncellemede S&P tarafından yayımlanan "Rating's Direct" isimli kredi notu tespit etme kılavuzunda ülke risklerinin başta beş temel kriter olmak üzere birçok alt kritere göre belirlenmektedir.

1.4.3.1. Kurumsal ve idari etkinlik düzeyi

Kurumsal ve idari etkinlik kavram olarak kurumların sürdürülebilir kamu maliyesinin sağlanması, dengeli ekonomik büyümenin desteklenmesi ve ekonomik ve politik şoklara karşı direnç göstermedeki genel başarısı ifade edilmektedir. Bu kavram içerisinde dört ayrı değerlendirme ölçütü yer almaktadır (Haspolat, 2015: 38).

- İstikrar, etkinlik ve öngörülebilirlik
- Şeffaflık, kurumların hesap verebilirliği, verilerin doğruluğu ve güvenilirliği
- Ülkenin borç ödeme kabiliyeti
- Dış güvenlik riski.

1.4.3.2. Ekonomik strüktür

Piyasa esaslı, esnek yapılı, çeşitlendirilmiş sektörel yapılı ekonomiler istikrarlı büyümeyi, ülkelere parasal ve mali esneklik, güçlü vergi tabanı ve dolayısıyla yüksek borç ödeme becerisi temin etmektedir. Ülkelerin bu koşulları sağlaması halinde kredi notları yükselmektedir. Bu başlık altında izlenen değişkenler ise şunlardır.

- Gelir düzeyi
- Ekonomik büyüme beklentileri
- Ekonomik çeşitlilik ve istikrar

1.4.3.3. Dış finansal ilişkiler

Bir ülkenin aldığı dış borçları geri ödeyebilme ve gerektiğinde yerleşik olmayan tüzel ve gerçek bireylere karşı sorumluluklarını ifa edebilmek amacıyla uluslararası piyasadan borç bulabilme becerisi, bir ülkenin dış finansal ilişkilerindeki başarısını ifade etmektedir. Söz konusu başarı, ülkenin rekabet edebilirliğini, yatırımcıların ülkeye bakış açısını, döviz kurunu ve dolayısıyla da ülkenin ödeme gücünün belirleyicileri olmaktadır. Dış finansal ilişkiler başlığı altında şu alt başlıklar izlenmektedir (Haspolat, 2015: 41).

- Para biriminin uluslararası işlemlerdeki durumu
- Dış likidite ve dış borç
- Ödemeler dengesi
- Para birliklerine üyelik
- Resmi Finansman

- Dış ticaret verisi kısıtı

1.4.3.4. Mali durum

Ülke mali durumu o ülkenin borç ödeme performansını analiz edebilmede önemli bir değişkendir. Mali durum başlığı altında mali performans ve borç yükü izlenmektedir.

- Mali performans ve esneklik
- Borç yükü

1.4.3.5. Para politikası ve parasal durum

Para politikası, hükümetin, merkez bankasının ya da para otoritesinin, ekonomiye, para arzı yönetimi ya da döviz piyasası işlemlerini kullanmak yoluyla yön vermesidir. Para teorisi, ekonomi için en uygun para politikasının belirlenmesini sağlar. S&P, ülkeye özgü kredi notunu belirlerken, ülkenin maddi durumunu ve para güçlerinin görevlerini ifa etmesi dışında sürdürülebilir ekonomik büyümeyi teşvik etme ile finansal ve ekonomik şokları kontrol altına alabilme kapasitesini de göz önünde bulundurmaktadır. Para otoriteleri, ekonomik büyümede oluşan dalgalanmaları engelleyerek tam de istikrarlı bir düzeye ulaşabilmek için para politikası önemli bir araçtır. Para politikası ülke notunu üç şekilde etkilemektedir (Şener, 2017: 39).

- Ülkenin para politikası ve döviz kuru rejimini yönetme yetkinliği,
- Finansal sistemin ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi,
- iii. Enflasyon ve para politikasının kredibilitesi ve etkinliği.

Standart and Poor's'un ülke kredi notlarını oluşturma sürecinde kullandığı ülke verileri aşağıda tabloda özetlenmiştir.

Tablo 1. 3 S&P'nin Ülke Kredi Notlarında Göz Önüne Aldığı Ana Faktörler

İktisadi ve Parasal Göstergeler	
Kişi başına düşen milli gelir	Cari Fiyatlarla ($)
Kişi başına düşen milli gelir artışı	% değişim
TÜFE	% değişim

Mevduat yükümlülükleri	Yüzde değişim
Parasal taban	Dolaşımdaki para+banka nakit rezervleri+zorunlu karşılıkların toplamı
Dış Finansman	
Cari işlemler gelirleri	Cari Fiyatlarla ($)
Resmi ve nakit rezervler	Cari Fiyatlarla ($)
Brüt dış finansman ihtiyacı	Cari işlemler dengesi ve nakit rezervlerin toplamına oran
Daraltılmış net dış borç	Cari işlemler gelirlerine oran
Cari denge	Cari İşlemler gelirlerine oran
Net doğrudan yabancı yatırımlar	GSYH'ya oran
Net dış yükümlülükler	Cari işlemler gelirlerine oran
Dış ticaret hadleri	% oran
Mali Göstergeler	
Genel yönetim borç stoku	GSYH'ya oran
Likit finansal varlıklar	Cari denge + Net Doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Genel Yönetim faiz harcamaları	Genel Yönetim gelirlerine oran

Dış faiz ödemeleri	Dış faiz ödemelerinin dış gelirlere oranının önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalaması
Uluslararası resmi rezervler	Aylık ithalat ödemeleri teminatı olarak uluslararası rezerv stoku

Kaynak: S&P Ratings Direct, 2013.

1.4.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Verme Sistemlerinin Değerlendirmesi

S&P, Moody's ve Fitch Ratings kuruluşlarının ülkelere verdiği kredi notu belirleme metotları karşılaştırıldığında bu üç kuruluşun birbirleriyle benzer değişkenleri dikkate alarak ülke kredi notlarını tespit ettikleri görülmektedir. Ancak adı geçen üç kuruluştan birisi ekonomik yapıya ve siyasal istikrara daha fazla ağırlık verirken bir diğeri kamu kesimi dış borçlara ve parasal istikrara daha fazla ağırlık verebilmektedir (Eğilmez, 2010: 266). Bu hesaplamalar sonucunda bir ülke farklı derecelendirme kuruluşundan farklı notlara dayalı olarak yatırım yapılabilir, spekülatif veya yatırım yapılmaz düzeyde kalabilir. KDK'lar kredi notlarını tayin ederken göz önünde bulundurduğu ekonomik faktörler; istikrarlı büyüme yapısı, kişi başına düşen yüksek milli gelir, sürdürülebilir dış finansman, sağlam ve sürdürülebilir kamu maliyesi ve ülkenin para politikasının sağlamlığı olarak öne çıkmaktadır. Diğer taraftan yönetsel etkinlik, şeffaflık, hukukun üstünlüğü, politik öngörülebilirlik gibi hususlar da önem verilmektedir. Bununla birlikte, ülkelerin para birimlerinin güçlü ve istikrarlı olması ile ülkelerin borç ödeme konusunda geçmişinin temiz olması, KDK'ların önem verdiği diğer faktörler arasında yer almaktadır.

BÖLÜM 2. ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KRİTERLERİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN GÖRÜNÜMÜ VE TÜRKİYE NOTLARI

2.1. Kredi Derecelendirme Notlarının Oluşumuna Etkili Eden Faktörlere İlişkin Literatür

Ülkelere ait kredi notları kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenirken, ilgili ülkelere ait bazı verilerden faydalanılmaktadır. Ülke kredi notlarının tespit edilmesinde tesiri olan verileri belirlemek amacıyla konu ile ilgili çalışmalar yapılmıştır. Bunlardan birisi Cantor ve Packer'ın (1996) yaptığı çalışma olup, 1990'lı yıllarda kredi derecelendirme notu talebindeki hızlı artış nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's ve S&P'nin raporlarında öne çıkan ve kredi derecelendirmelerinde etkili olduklarını düşündükleri sekiz adet makroekonomik göstergenin bir ülkenin borç ödeme isteği/kapasitesi ile olan ilişkisi Olağan En Küçük Kareler (OLS) yöntemi ile analiz edilmiştir. Oluşturulan modelin tahmin ettiği derecelendirme notları ile cari notların %90 oranında örtüştüğü ve 1-2 not seviyesi kadar standart sapma gösterdiği görülmüştür.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının raporlarında öne çıkan ve çalışmanın temelini oluşturan sekiz adet makroekonomik göstergeye;

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

Gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYH) büyümesi: Yüksek GSYH büyüme hızı ülkenin borç ödeme kapasitesini destekleyen bir gösterge olarak değerlendirilmektedir.

Enflasyon: Yüksek enflasyon kamu maliyesinde yapısal problemin varlığının işaretidir.

Mali denge: Yüksek bütçe açığının özel sektör tasarruflarını çekmesinin yanı sıra, kamunun harcamalarını karşılamak amacıyla vergilendirme kapasitesinden/isteğinden

yoksun olduğuna işaret etmektedir.

Dış denge: Yüksek bir cari açık kamunun ve özel sektörün çoğunlukla yurtdışından gelen fonlara bağımlılığının bir göstergesidir. Yapışkan bir cari açık zamanla dış borçta genişlemeye ve cari açığın sürdürülebilirliği ile ilgili soru işaretlerinin artmasına sebep olmaktadır.

Dış borç: Bir ülkenin toplam dış borç stokunun artış hızı ile ülkenin temerrüde düşme ihtimali doğru orantılı olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, dış borçların yabancı para cinsinden gelirlere (ihracat) oranı dikkat edilmesi gereken bir göstergedir.

Ekonomik gelişmişlik seviyesi: Her ne kadar ekonomik gelişmişlik kişi başına düşen milli gelir ile ölçülüyor olsa da; kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik gelişmişlik konusunda eşik değerler kullandıkları düşünülmektedir.

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

Cantor ve Packer'in çalışmasında kredi derecelendirme notlarının belirleyicisi olarak anlamlı bulunan göstergelerin arasında 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde görülen finansal krizlerin ülkeler özelinde sebepleri olarak öne çıkan, denetim sorunu taşıyan bankacılık ve finans sistemi, iyi düzenlenmemiş finansal liberalizasyon, kamu ve

özel sektördeki borç yönetimi sorunları, şoklara karşı yetersiz likidite imkânları ve kırılgan kur rejimleri bulunmamaktadır (Girgin, 2018, s. 45)

Haque, Mark ve Mathieson bir ülkenin kredi derecelendirme notunun belirlenmesinde makroekonomik göstergelerin ve politika değişkenlerinin önemini karşılaştırmalı olarak analiz etmişlerdir (Haque vd., 1998). Euromoney, Institutional Investor ve Economist IntelligenceUnit kredi derecelendirme notları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır ve makroekonomik göstergelerin notların oluşturulmasında temel belirleyici olduğu sonucuna varılmıştır. Bu durumu açıklayan iki faktör olabileceği belirtilmiştir. Birincisi; kredi derecelendirme kuruluşları, borcun ödenme kapasitesi ile ilgilendiği için politika değişkenleri sadece bu kapasiteyi etkileyecekleri zaman önem arz etmektedir. İkinci olarak ise politika alanında bir problem olduğu zaman bu durumu makroekonomik değişkenler yansıtmaktadır. Araştırmacılar, kredi derecelendirme kuruluşlarının analizlerinde makroekonomik göstergelere daha fazla ağırlık vermelerinin uygun olduğunu ifade etmişlerdir.

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

Alexe vd., (2003), Meksika ve Asya krizleri sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarına karşı artan eleştiriler karşısında, Özyinelemesiz Çoklu Regresyon Modeli kullanarak S&P'nin derecelendirme sistemini analiz etmiştir Ülkelerin geçmiş dönem kredi derecelendirme notlarının modelde bağımsız değişken olarak kullanılmaması bu modelin ayırt edici özelliğidir. Kişi başına düşen GSYH, enflasyon oranı, dış ticaret dengesi, ihracatın büyüme oranı, uluslararası rezervler, mali denge, kamu borcunun GSYH'ye oranı, politik istikrar, hükümet etkinliği ve yolsuzluk bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. Ayrıca, daha önceki modellere eklenmemiş iki tane bağımsız değişken ile bir regresyon modeli oluşturulmuştur. Eklenen ilk bağımsız değişken "döviz kuru", ikinci bağımsız değişken ise "finansal derinlik ve verimlilik" olmuştur. Döviz kuru bağımsız değişkeni cari kurun reel kurun beş yıllık hareketli ortalamasına bölünmüş hali olarak tanımlanırken, finansal derinlik ve verimlilik bağımsız değişkeni yurtiçi kredilerin GSYH'ye oranı olarak belirlenmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan 69 ülkeyi kapsayan çalışmada %95,5 çoklu korelasyon seviyesi ile finansal derinlik ve verimlilik, kişi başına düşen GSYH, kamu borcunun GSYH'ye oranı, politik istikrar ve hükümet etkinliği istatistiki olarak anlamlı değişkenler olarak bulunmuştur. Politika değişkenleri çıkarılarak oluşturulan yeni modelin tahmin ettiği kredi derecelendirme notları ile mevcut kredi derecelendirme notları arasındaki korelasyon %94,1 olarak hesaplanmıştır. Politika değişkenlerinin eklenmesinin modelin açıklama gücünü pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Modelin tahmin ettiği kredi derecelendirme notları ile mevcut kredi notları arasındaki yüksek korelasyon, bağımsız değişkenlerinin tahmin gücünün bir yansıması olarak görülebilir.

Brio ve Packer, Moody's ile S&P'nin ülke kredi notu ortalamasının bağımlı değişken olduğu model çerçevesinde ülkenin 1996 ile 2003 yılları arasında kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan faktörleri incelemişlerdir (Brio ve Packer, 2004: 46-65). Geleneksel makroekonomik ve yapısal faktörlerin ülke kredi riskinin belirlenmesinde büyük bir paya sahip oldukları belirlenmiştir. Bunlar, kişi başına düşen GSYH, yolsuzluk göstergeleri, politik risk ve tarihsel yanlış ekonomi yönetimini temsil eden makroekonomik göstergeler olarak öne çıkmıştır. Borç göstergelerinin

özellikle gelişmekte olan ülkelerin kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde gelişmiş ülkelere oranla daha etkili olduğu görülmüştür. Yönetimsel hataların sonucu olarak değerlendirilen temerrüde düşme geçmişinin ve çok yüksek enflasyon dönemlerinin de kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

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

Butler ve Fauver'in 86 adet ülkenin Mart 2004 tarihinde Institutional Investor tarafından verilen kredi derecelendirme notlarının belirleyicileri üzerine yaptıkları

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

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

ekonomik performansında makroekonomik göstergelerin üzerinde bir etkiye sahip olduğu görülmektedir.

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

Afonso, Gomes ve Rother de politika değişkenlerinin notların belirlenmesindeki önemini analiz etmişlerdir (Afonso vd., 2007). 1995-2005 dönemini kapsayan ve 130 ülkenin önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşundan aldıkları derecelendirme notlarının temel belirleyicilerinin incelendiği çalışmada, lineer yaklaşıma ek olarak Sıralı Probit (OrderedProbit) yöntemi kullanılmıştır. Kişi başına düşen milli gelir, GSYH büyüme hızı, kamu borcu, hükümet etkinliği, dış borç, yabancı para cinsi rezervler ve temerrüde düşme geçmişi kredi derecelendirme notlarının belirlenmesinde etkili olan makroekonomik göstergeler olarak öne çıkmıştır. Ayrıca Dünya Bankası'nın altı adet

yönetimsel kalite göstergesi kullanılmıştır. Bunlar; ifade özgürlüğü&hesap verilebilirlik, siyasal istikrar, düzenleyici işlemlerin niteliği, hukukun üstünlüğü, yolsuzluğun kontrolü ve hükümet etkinliği olarak belirlenmiştir. Altı adet göstergeden sadece "hükümet etkinliği" istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Mali performans göstergelerinin ve AB üyesi olma kriterinin kredi derecelendirme notlarını belirlemedeki etkinliği de güçlü bulunmuştur. Yatırım yapılabilir seviyeye geçişte ülkeler Fitch ve Moody's tarafından uzunca bir zaman izlenirken, S&P için bu yargı geçerli değildir. Düşük kredi notuna sahip ülkelerde dış borç ve yabancı para rezervleri kredi notunu belirlemede daha etkili çıkarken, yüksek kredi notuna sahip ülkelerin notlarının belirlenmesinde enflasyon oranının daha etkin bir rol oynadığı görülmüştür. Ayrıca 1996-2000 döneminde cari denge belirleyici faktörlerden biri olurken, 2001-2005 döneminde yabancı para rezervlerinin daha fazla önem kazandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Haspolat(2015), "Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi" başlıklı eserinde, üç büyük KDK olan S&P, Moody's ve Fitch Ratings'in ülke kredi notlarının nasıl belirlediğini analiz etmekte, notların güvenirliliğini araştırmakta ve kredi notunu etkileyen unsurları tespit etmeye çalışmıştır. Bu kapsamda, 73 ülke için 1996-2012 yıllarını kapsayan verilerle KDK'ların ülkelere verdikleri uzun dönemli döviz cinsinden kredi notları panel veri yöntemiyle incelenmiş ve elde edilen sonuçlar; büyüme performansının, büyüme beklentilerinin, kişi başına düşen milli gelirin, cari işlemler dengesinin, yönetişim kalitesinin, ülke para biriminin rezerv para olarak kullanılmasının ve sanayileşmiş ülke olmanın ülke notunu yükselten faktörler olduğunu göstermiştir. Bu sonucun aksine aynı zamanda, faiz ödemeleri, döviz kuru oynaklığı, geçmişte temerrüt yaşanmış olması ve borç yükü seviyesi ise ülke kredi notunu olumsuz etkileyen faktörler olduğu sonucu elde edilmiştir.

Gülay Elif Girgin (2018), "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değerlendirmelerinde Kullandıkları Faktörlerin İncelenmesi: Türkiye Örneği" başlıklı doktora tezinde Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen kredi derecelendirme notları, ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerinin ve isteklerinin, bir başka deyişle ülkelerin kredi riskinin bir göstergesi

olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, kredi derecelendirme notları bir ülkenin uluslararası finans piyasalarına erişiminde ve bu erişimin koşullarının belirlenmesinde önemli rol oynar. Ülkenin kredi derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyede olmasının borçlanma maliyetlerinde bir düşüşe sebep olmasının yanı sıra sadece yatırım yapılabilir statüsündeki ülkelere yatırım yapabilen kurumsal yatırımcıların yatırım şartlarını sağlaması nedeniyle potansiyel yatırımcı havuzunu da genişlettiği belirtilmektedir.

Gülmez ve Gündoğan (2014) "Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması" başlıklı çalışmalarında, kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarını verirken objektif davranmadıkları ve bu sebeple ülkeler için hak edilmemiş avantajlar meydana getirdikleri ya da dezavantaj yarattıkları ifade edilmektedir. Çalışmada Türkiye açısından aynı durum incelenmiş ve Avrupa Birliği üyesi ülkelerle yapılan karşılaştırmalarda, Türkiye'nin kredi notunun hak ettiğinin altında verilmesine rağmen, Türkiye'den daha kötü ekonomik göstergelere sahip Avrupa Birliği üyesi ülkelere hak etmedikleri derecede yüksek notlar verildiği tespit edilmiştir. Türkiye'nin mevcut makro ekonomik göstergelerine göre A seviyesi notu hak ettiğini belirten çalışma, bu davranışın Türkiye'nin kalkınmasının engellenmesi amacıyla yapılan, politik bir davranış olduğunu ifade etmektedir. Objektiflikten uzak bu değerlendirmelerin, kredi derecelendirme kuruluşlarına duyulan güveni azalttığını ifade eden çalışma, bu değerlendirmelerin ekonomiye de negatif etkileri olduğunu belirtmektedir.

2.2. Türkiye Ekonomisinin Görünümü

2.2.1. GSMH Gelişimi ve Ekonomik Büyüme

Bir ülkenin makroekonomik performansı hakkında bilgi edinilmek istendiğinde ilk bakılması gereken göstergelerin başında ekonomik büyüme gelmektedir.Bilindiği üzere ekonomik büyüme, belli bir dönemde (genelde bir yıllık), GSMH'de oluşan artış olarak ifade edilmektedir. Bir ülkede üretim kapasitesinin artırılmasın neticesinde, üretim miktarının ve dolayısı ile milli gelirin artması olarak ifade edilen ekonomik büyüme,

ekonominin performansının en önemli göstergesidir. Türkiye ekonomisinin 2000 sonrası büyüme performansı aşağıda Tablo 2.1'de verilmiştir. Türkiye ekonomisi 2001 yaşanan krizin sonucu olarak %-9.5oranında küçülmüştür. 2004 yılında ise %9.9oranında büyüme ile rekor kırmıştır. Büyüme süreci,2004 sonrası dönemlerde azalarak da olsa artış göstermeyi sürdürmüştür. 2005'te %7.6, 2006'da %6.9 oranında büyüme göstermiştir. Fakat 2007 yılında 2006'yanazaranbeklentilerin uzağında kalan, daha düşük bir büyüme yaşanmıştır. Bunun nedeni olarak cumhurbaşkanlığı seçim sürecinde görülen gelişmeler ve iktidar partisine karşı açılan kapatma davaları Türk ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Sonraki yıllardaki daralmalar ise dünya ekonomisinde yaşanan krizin etkisiyle ortaya çıkmıştır. 2017 yılındaki yüksek orandaki büyümeden 2018 yılında %2.6'lık büyüme FETO darbe girişiminin ve ABD ile olan ilişkilerde yaşanan rahip Brunson krizinin neden olduğu Doların Türk Lirası karşısındaki ani yükselişinin sonucudur.

Tablo 2. 1GSMH Gelişimi ve Ekonomik Büyüme (2000-2018)

Yıllar	**GSMH ($)**	**GSYH Büyüme %)**	**Kişi Başına GSYH ($)**
2000	266	7.4	3.018
2001	196	-9.5	2.163
2002	232	7.9	3.492
2003	303	5.3	4.559
2004	392	9.9	5.764
2005	482	8.4	7.021
2006	530	6.9	7.683
2007	647	4.7	9.234
2008	730	0.9	10.285
2009	614	-6.0	8.578
2010	731	8.9	10.079

2011	774	8.5	10.444
2012	789	4.8	11.588
2013	820	8.5	12.480
2014	934,8	5.2	12.112
2015	861,8	6.1	11.019
2016	862,7	3.2	10.883
2017	851,5	7.4	10.602
2018	784,1	2.6	9.632

Kaynak: www.worldbank.org ve www.oecd.org 'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Kişi Başına GSMH, Gayri Safi Milli Hâsılasının (GSMH), ülke nüfusuna bölümüyle ortaya çıkan ortalama bir büyüklüktür. Kişi başına düşen milli gelir, bir ülkeye ait vatandaşların elde ettiği ortalama gelir düzeyini göstermektedir. Bu bağlamda, Türk insanının 2002'den sonra zenginleştiği görülmektedir. Söz konusu gösterge, 2002 yılında 3492$ iken, 2010 yılından itibaren 10.000$ düzeyini aşmıştır. 2014 yılında kişi başına GSMH en yüksek düzeye ulaşmışsa da 2016 ve sonrasında FETO darbe girişimi ve ABD ile olan ilişkilerde yaşanan rahip Brunson krizinin neden olduğu Doların Türk Lirası karşısındaki ani yükseliş kişi başına düşen GSMH 10.000'rın altına düşmüştür.

2.2.2. Enflasyon ve İşsizlik

İşsizlik, bir ülkenin gelişmişlik düzeyi ne olursa olsun çözmesi gereken en önemli sorunlarında başında gelmektedir. Çalışma gücü ve isteğine sahip olan birey, istihdam edilemiyorsa veya başka bir ifadeyle iş bulamıyorsa, ortada çok önemli bir problem var demektir. Bir kişinin işsiz olması demek, yaşamını devam ettirebilecek maddi kaynaktan yoksun olmasının yanında kendine bağımlı olanların da geçimini sağlayabilme olanağından mahrum olması demektir. İşsizlik göstergesi, bir ülkede uygulanan ekonomi politikalarının sonucunu da göstermektedir. İşsizlik oranları 2000'den 2015 arasında

%10'lar düzeyinde seyretmiştir. 2016'dan itibaren ekonomik de yaşanan bozulmalar işsizlik oranlarına da yansımıştır. İşsizlik oranı 2018'de %13,5 düzeylerine çıkmıştır.

Tablo 2. 2 Enflasyon oranı ve İşsizlik Oranlarındaki Gelişmeler (%)

Yıllar	Enflasyon Oranı	İşsizlik Oranı
2000	54,9	6,5
2001	54,4	8,3
2002	45	10,3
2003	21,6	10,5
2004	8,6	10,8
2005	8,2	10,6
2006	9,6	10,1
2007	8,8	10,3
2008	10,4	11,0
2009	6,3	14,0
2010	8,6	11,8
2011	6,5	9,8
2012	8,9	9,2
2013	7,5	9,7
2014	8,2	939
2015	8,8	10,3
2016	8,5	10,9
2017	11,9	11,0
2018	21,6	13,5

Kaynak: TÜİK Verilerinden Oluşturulmuştur, (www.tuik.gov.tr).

Enflasyon, Fiyatlar Genel Seviyesinin (FGS) yükselmesidir. Enflasyon paranın alım gücü düşürür. Paranın alım gücündeki düşme ise bugünün para ekonomisinde hayatı bir bütün olarak etkileyen bir iktisadi olaydır. Enflasyon, ülke ekonomisinde seçimi yapılan belli bir mal ve hizmet sepetinin fiyatında görülen yükselmedir. Özellikle 2000/2001 yılı öncesinde görülen yüksek müzmin enflasyon sorunu, Türkiye'de makroekonomik dengesizliklerin ana nedeni olmuştur. Enflasyon gelir dağılımını bozmanın ötesinde tasarrufları, yatırımları ve üretim potansiyelini düşürmektedir. Enflasyonun yüksek oranlarda seyretmesi, makroekonomik istikrarsızlığa yol açarak büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiye sebep olmanın yanı sıra büyümenin sürdürülebilirliği önünde yer alan en ciddi engeli oluşturmaktadır. Enflasyona mücadele çerçevesinde 2001 krizi sonrasında uygulanan ekonomi politikaları, enflasyonla mücadelede büyük yol kat edildiğini göstermektedir. Belli bir yönteme dayanan para ve daraltıcı maliye politikaları sayesinde 2004 yılında enflasyon oranı tek haneli rakamlara düşmüştür. 2009 yılında bir önceki 30 yılın en düşük değeri olan %6,5 oranına düşmüştür. 2017 yılına kadar enflasyon oranı %7-8 düzeylerinde seyretmiştir. Ancak 2017 yılında ve devamında bir taraftan darbe girişimi, diğer taraftan ABD ile olan ilişkilerde yaşanan rahip Brunson krizinin neden olduğu Doların Türk Lirası karşısındaki ani yükseliş enflasyon oranların ciddi sıçramalara neden olmuştur.

2.2.3. Dış Ekonomik İlişkiler

Ödemeler dengesi, bir ülkede yerleşmiş, faaliyet gösteren ekonomik unsurların dış dünya ile ilişkilerini gösteren bir tabloyu ifade etmektedir. Ulusal çapta faaliyetlerine devam eden ekonomik unsurlar; kişi, kuruluş ve devleti içermektedir. Ödemeler dengesi kalemleri ana hatlarıyla, cari işlemler dengesi, ticaret dengesi ve sermaye hareketleri dengesinden meydana gelmektedir. Aşağıdaki Tablo 2.3'te Türkiye'nin 2000'li yıllardaki ödemeler dengesi performansı yer almaktadır.

Tablo 2. 3 Ödemeler Dengesi (Milyar $)

Yıllar	Cari İşlemler Dengesi	Görünmeyenler Dengesi	Dış Ticaret Dengesi	İhracat	İthalat
2000	-9.8	12.1	-21.95		
2001	3.3	7.12	-3.7		
2002	-1.5	5.75	-7.2	36,1	51,6
2003	-8.0	6.0	-14.0	47,3	69,3
2004	-15.6	8.3	-23.9	63,2	97,5
2005	-22.8	10.7	-33.5	73,5	116,8
2006	-31.9	9.0	-40.9	85,5	139,6
2007	-38.2	8.5	-46.677	107,3	170,1
2008	-41.7	11.4	-53.043	132,0	202,0
2009	-11.0	10.4	-21.4	102,1	140,9
2010	-18.0	13.0	-31.0	114,0	185,5
2011	-74.4	-	-89,1	142,4	231,5
2012	-47.9	-	-84,0	152,5	236,5
2013	-63.7	-	-99,9	151,8	251,7
2014	-43.7	-	-84,6	157,6	242,2
2015	-32.1	-	-63,4	143,9	207,2
2016	-33.1	-	-56,1	142,5	198,6
2017	-47.3	-	-76,8	156,9	233,8
2018	-27.6	-	-55,0	168,0	223,0

Kaynak: TÜİK verilerinden oluşturulmuştur, (www. tuik.gov.tr).

Türkiye ekonomisi, 2008yılında meydana gelen küresel kriz sonrası beklentileri aşarak oldukça ilerleme kaydederek, diğer ülkelerden bu yönden ayrılmaktadır. Fakat bu pozitif ayrışmaya rağmen ekonominin eskiden beri görülen ve yapısal sorunu olan cari açık engelini aşamamaktadır. Türkiye ekonomisinde var olan cari açık sorunu, finansal ve makroekonomik istikrarın önündeki en önemli risk olarak önem arz etmektedir. Bu risk, Türkiye'nin birçok açıdan hak ettiği, kredi notunun "yatırım yapılabilir" ülke derecesine ulaşamamasına neden olmaktadır. İstikrarlı bir ekonominin devamlılığı için cari açık probleminin azaltılması ve kontrol edilebilir düzeyde olması gerekmektedir. Şayet bu sorun kronikleşmiş ise, kalıcı bir çözüm için yapısal reformlar yapmak zorunlu hale gelmektedir. Türkiye'nin bu sorunu yaşamasının esas nedenleri arasında yatırım mallarında yurt dışına bağımlılık, ulusal tasarrufların düşük olması, katma değeri yüksek ileri teknoloji ürün üretiminin sınırlı olması, enerjide ve hammaddede yurtdışına bağımlık ve TL'nin değeri ile üretim maliyetleri arasındaki dengesizlik sonucu ithal ürünlerin fiyat avantajı elde etmesi sayılabilmektedir.

2.2.4. Borç Stoku Bakımından Türkiye Ekonomisi

Borç stoku, herhangi bir dönemde bir ülkenin iç ve dış borçlarının toplamı olarak tanımlanmaktadır. Borç yükü ise, belli bir dönemdeki bir ülkenin toplam borç stokunun GSMH'ye oranı ile ölçülmektedir. Genel olarak ifade edilmek gerekirse, borç stoku ve borç yükü olgularına sadece borçların anapara yükümlülükleri dâhil edilmekte olup, faizler bu iki kavram kapsamında değildir. Bunun esas nedeni, bir ilke olarak borçlanma faizleri bir gider kalemi niteliği taşımaktadır. Mevzu, hazine olduğu zaman sadece devlet borçlarının bahsi geçen kavramlar kapsamında ele alınması doğaldır. Bununla birlikte, genellikle iç borçlarda, devletin borçları da dâhil edildiği halde, dış borçlarda ülkeye ait özel kesim borçları da dâhil edilerek bütün dış borçlarını stoka katmak yönündedir.

Toplam Borç Stoku= İç Borç Stoku + Dış Borç Stoku Toplam Borç Yükü= Toplam Borç Stoku/GSMH

Günümüzde bu kavramların dışında sadece kamu borçlarının hesaplandığı bir kamu borç stoku ve kamu borç yükü oluşturulmaktadır. Kamu borç stoku, geniş anlamda "devletin, yani KKBG hesabına dâhil edilen bütün kurum ve kuruluşların borçlarını

hesaba katan bir gösterge"dir. Bu stokun GSMH'ye oranı, kamu borç yükü olarak ifade edilen kavramı ortaya çıkarmaktadır. Avrupa Birliği'nin üyelerinde aradığı şart (Maastricht kriteri)[1] kapsamında kamu borç yükü %60'tan daha büyük olmamalıdır (Eğilmez, Kumcu, 2004: 155-157).

Tablo 2. 4 Kamu Finansmanı (2001–2018)

Yıllar	Net Kamu Borç Stoku/GSMH	Brüt Kamu Borç Stoku (AB Tanımlı GSMH %)	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH	Genel Yönetim Bütçe Açığı/GSM(AB Tanımlı)
2001			12,1	24,5
2002	61.4	73,7	10,0	10,2
2003	55,1	67,4	7,3	9,0
2004	49,0	59,2	3,6	4,5
2005	41,6	52,3	-0,3	0,6
2006	34,0	46,1	-2,0	-1,2
2007	29,5	39,4	0,1	1,0
2008	28,2	39,5	1,6	2,2
2009	32,5	45,5	5,1	6,7
2010	28,7	41,6	2,2	3,5
2011	23,2	37,9	0,1	1,3

[1] Toplulukta en düşük enflasyona sahip (en iyi performans gösteren) üç ülkenin yıllık enflasyon oranları ortalaması ile ilgili üye ülke enflasyon oranı arasındaki fark 1,5 puanı geçmemelidir.
-Üye ülke devlet borçlarının GSYH 'sına oranı %60'ı geçmemelidir.
-Üye ülke bütçe açığının GSYH 'sına oranı %3'ü geçmemelidir.
-Herhangi bir üye ülkede uygulanan uzun vadeli faiz oranları 12 aylık dönem itibariyle, fiyat istikrarı alanında en iyi performans gösteren 3 ülkenin faiz oranını 2 puandan fazla aşmamalıdır.
-Son iki yıl itibariyle üye ülke parası diğer bir üye ülke parası karşısında devalüe edilmiş olmamalıdır.

2012	17,6	33,9	0,9	1,9
2013	12,3	31,7	0,4	1
2014	9,6	29,8	0,5	1,1
2015	7,1	28,6	0,0	1
2016	7,0	27,5	1,1	1,1
2017	8,3	28,5	1,8	1,5
2018	11,0	30,0	2,7	1,9

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden elde edilmiştir.https://www.hmb.gov.tr/

Türkiye ekonomisinde var olan yapısal sorunlar nedeniyle ortaya çıkan, 1990'larda hızlanan kamu maliyesindeki dağılma, finansal krizin yaşandığı 2001 yılında zirve noktasına ulaşmıştır. Kriz sonrası uygulanan para ve maliye politikalarıyla, ekonominin kötüye gitmesine engel olmuş ve bütçe disiplini sağlanmıştır. Uygulanan politikalar sayesinde toplam kamu net borç stokunun GSYH'ye oranı 2001 yılında %66,3 iken, 2009 yılı sonunda %32,5'a düşmüştür. 2019'a gelindiğinde bu oran %33,6 düzeylerindedir.

2002 yılında %73,7 oranında olan AB tanımlı borç stokunun GSYH içindeki pay, 2009 yılı sonunda %45,5'e gerilemiştir. İlerleyen yıllarda bu sürekli gerilemiş ve 2016 yılında %27,5 gerilemiştir. 2018 yılı itibariyle bu oran %30'lara çıkmıştır. Bu gelişmeler AB tanımlı borç stoku oranlarının Maastricht kriterlerinin altında seyrettiğini göstermektedir.

Kamu Sektörü Borçlanma Gereğinin GSYH'nın oranı, 2001 yılından itibaren ciddi oranda gerilemiştir. Ayrıca, AB tanımlı Genel Yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranı da 2001 yılından sonra kayda değer ölçüde azalmaya başlamış ve Maastricht kriterlerini karşılamıştır. Türkiye'nin 2000-2018 dönemi borç stokuna ilişkin görünümü aşağıda Tablo2.5'de verilmiştir.

Tablo 2. 5 Dış Borç Stoku (Borç/GSYH)

Yıllar	Orta ve Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Toplam
2000	44.8	14.1	58.9
2001	67.8	11.4	79.2
2002	62.2	9.0	71.2
2003	39.7	7.5	47.1
2004	33.0	8.2	41.2
2005	27.3	8.0	35.2
2006	31.3	8.1	39.4
2007	31.8	6.7	38.4
2008	30.7	6.8	37.5
2009	32.5	6.9	38.7
2010	28.5	9.9	38.4
2011	27.4	9.9	37.3
2012	27.3	11.7	39.0
2013	26.1	14.0	40.1
2014	28.7	14.4	43.1
2015	32.9	12.1	45.0
2016	37.0	11.7	48.7
2017	38.2	13.9	52.1
2018	38.5	15.3	53.8

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden elde edilmiştir.https://www.hmb.gov.tr/

Türkiye geçmişte olduğu gibi bugünde yurtiçi net tasarrufları ile yatırımlarını karşılayamadığı için aradaki açığı dış kaynak kullanımı ile finanse etmek zorunda kalmaktadır. Bu dış kaynaklardan önemli bir kısmı kredi olarak, yani borç senedi karşılığı sağlamıştır. Her yıl borç senedi karşılığı temin edilen net kaynakların birikimli bakiyesi dış borç stokunu oluşturur. Cari döviz gelirleri (mal ve hizmet ticareti gelirleri+yatırım gelirleri+ cari karşılıksız transferler ve doğrudan yatırımlar) ile cari döviz ödemelerini (mal ve hizmet ödemeleri, yatırım giderleri, cari transfer ödemelerini ve dış borç servislerini) karşılamak mümkün olmadığından dış âleme borçlanma zorunlu olur devam etmiştir. Kısaca dış borçlanmayı ulusal tasarruf açığının bir sonucu olarak görmek gerekir. Dış borçlanmayı ülke yerleşiklerinin gelirlerinden daha fazla harcama yapma ve imkânların üstünde yaşamak ve GSYH büyümesi gerçekleştirmek davranışlarının sonucu olarak ifade edilebiliriz (Şahin, 2011: 466).

2.2.5. Kamu Kesimi Mali Görünümü

Bu şema doğrultusunda hesaplanan kamu kesimi gelir-gider dengesi ile ilgili bazı oranlar tablo 2.6'da gösterilmiştir.

Tablo 2. 6 Kamu Kesimi Dengesi ve Açıkları İle İlgili Bazı Oranlar (2010-2018)

Yıllar (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kamu kesimi harcamalar (milyar TL)	294.3	314.6	361.8	408.2	448.7	506.3	584.0	677.7	62.7
Kamu kesimi gelirler (milyar TL)	254.2	296.8	332.4	389.6	425.3	482.7	554.1	630.3	96.8
KKBG	32.37	4.60	14.62	11.67	10.64	2.28	36.16	57.32	8.30
Kamu kesimi toplam	21.9	21.3	21.2	21.5	20.8	20.6	21.2	20.	20.2

gelirleri/ GSYH									
Kamu kesimi toplam Harcama/ GSYH	25.4	22.6	23.1	22.6	21.9	21.6	22.4	22.	22.1
Vergi gelirleri/ GSYH	18.2	18.2	17.8	18.0	17.2	17.4	17.6	17.7	17.4
Faiz ödemeleri /GSYH	*4.2*	3.0	3.1	2.8	2.4	22.3	1.9	1.9	2.1
KKBG/GSYH	2.9	0.3	0.9	0.6	0.5	0.1	1.4	1.9	2.4
MYB Borçlanma gereği/GSYH	2.2	0.1	0.9	0.4	0.5	0	1.1	1.8	2.7
Kamu kesimi faiz dışı fazla/GSYH	-0.5	1.2	0.2	0.8	0.4	0.4	-0.5	-0.6	-0.6

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden elde edilmiştir.https://www.hmb.gov.tr/

Kamu kesimi normal gelirleri ile giderleri arasındaki negatif bakiyeye "kamu kesimi borçlanma gereği" denilmektedir. Burada yukarıdaki açıklamalardan anlaşılacağı gibi kamu yönteminden kastedilen MYB' de yer alan idareler, yerel yönetimler sosyal güvenlik kurumları döner sermayeler bütçe dışlı fonlar ve KİT'lerden oluşan bütündür.

Kamu kesimi dengesi KKGB/GSYH oranı ile ifade edilirse zaman içindeki

gelişmeleri veya farklı ülkelerin durumunu kıyaslamaya elverişli bir oran elde edilmiş olur. Türkiye de KKGB/GSYH oranı Tablo 2.6'da gösterilmiştir.

Kamu harcamalarının vergi gelirleri be vergi dışı normal (olağan) gelirler ile karşılanmayan kısmı varlık satışı ile iç ve dış borçlanma ile ve/veya bazen ek istisnai vergi ile ve 1990'lıyıllarda olduğu gibi TCMB kaynaklarına başvurularak finanse edilmiştir.

Kamu kesimi harcamalarının normal bütçe gelirleri ile karşılaşması giderek daha fazla borçlanma gereğine yol açmıştır. Devlet artan borçlanma ihtiyacını karşılamak için iç ve dış sermaye piyasalarına cazip(faiz oranı yüksek, vergiden muaf) borçlanma kâğıtları sunmak zorunda kalmıştır. Bu uygulama gelecek dönemlerde bütçenin hacmini şişirmiş, büyüyen bütçe açıklarının birincil nedeni olmuştur. Kamu borç stokunun büyümesi borçlanma maliyetini yükselmesine ve borç yönteminin güçlenmesine yol açmıştır. Günümüzde açık maliye politikası ve kamu kesimi borçlanması olağan bir durumdur yeter ki borç stoku yönetilebilir düzeyde tutulsun.

Borç stokundaki aşırı büyümenin birçok olumsuz ve makroekonomik istikrarı bozucu etkisinden bir tanesi faiz oranının yükselmesi ve dolayısıyla reel yatırım harcamalarının küçülmesidir. Başka deyişle kamu kesimi borçlanmasının gelişmesi, bir yandan özel kesim üzerine dışlanma etkisini ve reel kesiminde duraklamaya, öte yandan yüksek faiz ve enflasyon ile sürdürülemez borç dinamiğine, derinleşen makroekonomik istikrarsızlığa yol açmaktadır. Tablo 2.6'da kamu kesimi gelirleri ve harcamaları ile ilgili bazı oranlar yer almaktadır.

2.3. Politik Risk Endeksi Bakımından Türkiye

Ülkelerin kredi notu belirlenirken kullanılan kriterlerden en önemlilerinden birisi politik göstergelerdir. Bu gösterge, ülkenin uyguladığı politikaların, kredi olanaklarını, kamu finansmanı yaratma düzeyini, istikrarlı ekonomik büyümeyi ve şoklara karşı tepkisini nasıl etkilediğini ifade etmektedir. Bu göstergeyi etkileyen diğer faktörler ise, kamu kuruluşlarının güvenilirlik, şeffaflık, denetime açıklık ve risk seviyeleridir. Burada ortaya çıkan risk düzeyi, finansal varlıkların değerini artış ya da azalış yönünde etkilemektedir.

Ülke politik riski hesaplanırken kullanılan en önemli endekslerden birisi, ICRG (International Country Risk Guide) tarafından belirlenen "Politik Risk Endeksi"dir. 140 ülkenin aylık risk verilerini tahlil eden bu endeks, uluslararası yatırımlarda göz önünde bulundurulan en önemli endekslerden biridir. Endeks değeri belirlenirken kullanılan 22 faktörden 12 tanesi politik unsurlardır. Bu faktörler ile ülke performansı değerlendirilmekte, bu değerlendirmenin sonucunda elde edilen değerlerin ortalaması alınarak politik risk düzeyi belirlenmektedir (Ovalı, 2014: 62-63).

Politik risk değeri 100'den başlayarak 0'a kadar azalış göstermektedir. Bu değer ne kadar düşükse, politik risk düzeyi o kadar yüksektir. Türkiye'nin son 5 yıl için (2014- 2018) ICRG endeksi değerleri incelendiğinde, ilk 3 yılda 72, son iki yılda ise 73 değerine sahip olduğu görülmektedir. 2018 yılı verilerine göre Türkiye'nin yer aldığı Batı Avrupa grubunun ortalaması 81 iken, Türkiye bu değerin 8 puan gerisinde kalmıştır. Bu puan ile Türkiye içinde bulunduğu Batı Avrupa grubunda Yunanistan ve İtalya'nın ardından en kötü 3. dereceye sahiptir. Bu değer aynı zamanda 2018 yılı itibariyle dünya ortalamasının 1 puan üzerindedir. Avrupa ülkeleri içerisinde en düşük puana sahip ülke 55 puanla Ukrayna iken, dünya genelinde politik risk seviyesi en yüksek olan ülke 35 puanla Venezuela'dır. En düşük politik risk seviyesi ise 92 puanla Kanada ve Hong Kong tarafından paylaşılmaktadır.

Politik risk açısından Türkiye'nin derecesinde bir artış olmasına rağmen, hala bu anlamda istenilen seviyeye ulaşamadığı söylenebilir.

Tablo 2. 7 Batı Avrupa Grubu Politik Risk Endeksi (2014-2018)

Ülkeler/ Yıllar	2018	2017	2016	2015	2014
Dünya Ortalaması	72	71	70	73	73
Batı Avrupa Ortalaması	81	80	76	81	80

Norveç	88	88	88	90	91
Avusturya	87	87	86	88	88
Finlandiya	87	83	84	85	84
Hollanda	87	86	84	85	85
İsveç	87	86	88	88	87
İsviçre	86	84	84	86	86
Almanya	85	84	83	83	83
Danimarka	84	82	82	83	83
İrlanda	83	82	81	78	78
Belçika	80	80	79	81	81
Birleşik Krallık	79	78	80	87	85
İspanya	78	78	77	75	75
Fransa	76	76	75	76	75
Portekiz	74	74	74	75	74
Türkiye	**73**	**73**	**72**	**72**	**72**
İtalya	71	71	70	73	73
Yunanistan	68	68	65	66	66

Kaynak: PRS Group, *Batı Avrupa Grubu Politik Risk Endeksi (2014-2018),* https://www.prsgroup.com/regional-political-risk-index-4/

2.4. Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Notları

Türkiye'ye ülke notunu (uzun vadeli döviz cinsinden) ilk kez Moody's vermiştir. 5 Mayıs 1992 tarihinde ülke notunu yatırım yapılabilir seviyede Baa3 olarak ilan etmiştir. Sonrasında kuruluş 8 Ekim 1993 tarihinde Baa3 notunu, not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını açıklamış ve 1994 krizinin baskısının hissedilmeye başlaması ile 3 Ocak 1994'de ülke notunu Ba1'e revize etmiştir. Böylece yatırım yapılabilir seviyede olan ülke notu

kaybedilmiştir. 5 Nisan kararlarının açıklanmasından 1 gün sonra 6 Nisan 1994'de ise Ba1 notunu not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını ilan etmiştir. 2 Haziran 1994 tarihinde ülke notunu iki kademe birden düşürerek Ba3'e çekmiştir. Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'nin ülke notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmesi yaklaşık 20 sene sonra 16 Mayıs 2013'de mümkün olmuştur. Moody's 11 Nisan 2014 tarihindeki gözden geçirmesinde, Türkiye'nin ülke notunu Baa3 seviyesinde tutarken, not görünümünü durağandan negatife düşürmüştür. Son olarak 15 Temmuz darbe girişimini takiben 18 Temmuz 2016'da Türkiye'nin ülke notunu not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını bildirmiştir. 23 Eylül 2016'de ülke notunu Baa3'den Ba1 spekülatif kategoriye çekmiştir. Görünümü ise negatiften durağana revize etmiştir. 17 Mart 2017 tarihinde kuruluş notu Ba1 seviyesinde tutarken, görünümü durağandan negatife revize etmiştir. Yaklaşık bir sene sonra 7 Mart 2018'de ise Moody's Türkiye'yi yatırım yapılabilir not seviyesinin iki kademe altına Ba2 seviyesine çekerken, görünümü durağan olarak açıklamıştır. Son olarak 1 Haziran 2018'de kuruluş Ba2 seviyesindeki kredi notunu aşağı yönlü revizyon için izlemeye aldığını ilan etmiştir. Aşağı yönlü revizyon için izlemeye alma sonrasında en fazla altı ay içerisinde kredi derecelendirme kuruluşlarının aksiyon alması beklenir (Girgin, 2018:82). 2019 yılına gelindiğinde moody's ve Fitch tekrar not indiriminde bulunmuşlardır. Moody's Ba3 olan Türkiye notunu B1'e indirmiştir. Fitch ise BB olan notuBB-'ye indirmiş, görünümü de negatif olarak teyit etmiştir.

S&P Türkiye'nin ülke notunu değerlendirmeye başlayan ikinci kuruluştur. Buna göre 3 Mayıs 1993 tarihinde S&P ülke notunu BBB seviyesinde ilan etmiştir. Böylece Türkiye'yi Moody's sonrası S&P de yatırım yapılabilir kategoride değerlendirmiştir. S&P, 1994 krizinin baskısının hissedilmeye başlaması ile 4 Ocak 1994'de ülke notunu aşağı yönlü revizyon ile BBB seviyesine çekmiştir. Revizyona rağmen Türkiye'nin ülke notu yatırım yapılabilir seviyede olmaya devam etmiştir. Spekülatif statüye çekilmesi 22 Mart 1994 tarihinde gerçekleşmiştir. Kuruluş sonrasında Türkiye'yi tekrar yatırım yapılabilir statüde hiç değerlendirmemiştir. 15 Temmuz darbe girişimi sonrasında S&P 20 Temmuz 2016'da ülke notunu BB+'dan, BB'ye; görünümü de durağandan negatife çekmiştir. 4 Kasım 2016'da ülke notunu BB'de tutarken; görünümü negatiften durağana yükseltmiştir. 27 Ocak 2017 tarihinde ise görünümü durağandan tekrar negatife revize

etmiştir. Kuruluş hâlihazırda kredi notunu BB- seviyesinde, görünümü ise durağan olarak değerlendirmektedir. Ülke notumuz yatırım yapılabilir eşik değerinin üç basamak altında bulunmaktadır. S&P Türkiye'yi 2012 yılından bu yana talep edilmemiş kredi derecelendirme notu bazında değerlendirmektedir (Girgin, 2018: 83).

Fitch, 10 Ağustos 1994 tarihi itibariyle Türkiye'ye ülke notu vermeye başlamıştır. 1994 sonrası dönemde kuruluş, ülke notunu spekülatif statüde B seviyesinde açıklamıştır. Kuruluş, 5 Kasım 2012 tarihinde ise ülke notunu iki basamak birden yükselterek BBB- seviyesinde ilan etmiştir. Böylece, Fitch Türkiye'yi yatırım yapılabilir statüye yükselten ilk kuruluş olmuştur. Kuruluş 15 Temmuz darbe girişimi sonrasında 19 Ağustos 2016 tarihinde kredi derecelendirme notunu BBB-'de (yatırım yapılabilir seviyede) bırakırken, görünümü durağandan negatife çekmiştir. Son olarak 27 Ocak 2017'de ülke kredi notunu BBB-'den, BB+ spekülatif seviyeye indirirken; görünümü durağana yükseltmiştir. Kuruluş, şu an Türkiye'yi BB+, görünümü ise durağan olarak değerlendirmektedir. Diğer bir ifade ile ülke notumuz yatırım yapılabilir statünün bir basamak altında bulunmaktadır (Girgin, 2018: 83).

Tablo 2. 8 Türkiye'nin Kredi Notları (2001-2019)

Tarih	**Moody's**	**S&P**	**Fitch**	**Değerlendirme**
15.07.2019			BB-	Negatif
13.06.2019	B1			Yüksek derecede spekülatif
15.2.2019		B+		Durağan
15.12.2018			BB	Negatif
17.8.2018	Ba3	B+		Negatif/Durağan
13.7.2018			BB	Negatif
1.6.2018	Ba2			Gözlem Altında
1.5.2018		BB-		Durağan

7.3.2018	Ba2			Durağan
17.3.2018	Ba1			Negatif
27.1.2017		BB	BB+	Negatif/Durağan
4.11.2016		BB		Durağan
23.9.2016	Ba1			Durağan
19.8.2016			BBB-	Negatif
20.7.2016		BB		Negatif
18.7.2016	Baa3			Negatif Gözlem
6.5.2016		BB+		Durağan
11.4.2014	Baa3			Negatif
7.2.2014		BB+		Negatif
16.5.2013	Baa3			Durağan
27.3.2013		BB+		Durağan
5.11.2012			BBB-	Durağan
20.1.2012	Ba1			Pozitif
1.5.2012		BB		Durağan
23.11.2011			BB+	Durağan
24.11.2010			BB+	Pozitif
5.10.2010	Ba2			Pozitif
19.2.2010		BB		Pozitif
8.6.2010	Ba2			Durağan
3.12.2009			BB+	Durağan
27.10.2009			BB-	Pozitif Gözlem
18.9.2009	Ba3			Pozitif

17.9.2009		BB-		Durağan
13.11.2008		BB-		Negatif
31.7.2008		BB-		Durağan
3.4.2008		BB-		Negatif
9.5.2007			BB-	Durağan
27.6.2006		BB-		Durağan
23.1.2006		BB-		Pozitif
14.12.2005	Ba3			Durağan
6.12.2005			BB-	Pozitif
11.2.2005	B1			Pozitif
13.1.2005			BB-	Durağan
25.8.2004			B+	Pozitif
17.8.2004		BB-		Durağan
8.3.2004		B+		Pozitif
9.2.2004			B+	Durağan
21.10.2003	B1			Durağan
16.10.2003		B+		Durağan
25.9.2003			B	Pozitif
6.8.2003			B-	Pozitif
28.7.203		B		Durağan
25.3.2003			B-	Negatif
7.11.2002		B-		Durağan
10.7.2002	B1			Negatif
9.7.2002		B-		Negatif

26.6.2002		B-		Durağan
5.2.2002			B	Durağan
29.1.2002		B-		Pozitif
15.1.2002	B1			Durağan
30.11.2001		B-		Durağan
2.8.2001			B	Negatif
11.7.2001		B-		Negatif
27.4.2001		B-		Durağan
17.4.2001		B-		Negatif Gözlem
6.4.2001	B1			Negatif
2.4.2001			B+	Negatif Gözlem
23.2.2001		B		Negatif Gözlem
22.2.2001			BB-	Negatif Gözlem
21.2.2001	B1	B+		Durağan/ Negatif Gözlem

Kaynak: https://tr.tradingeconomics.com/turkey/rating (Erişim Tarihi: 07.04.219)

Son olarak 2019 yılı ikinci döneminde Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları Standard and Poor's ve Moody's, Türkiye'nin kredi notunda art arda indirime gitti. Bu not indirimleri ile birlikte, Türkiye yatırım yapılabilir ülke seviyesinden bir adım daha uzaklaştırılmış oldu. Bu not indirimleri Türkiye'nin kredi notu, dünyanın en sorunlu ekonomileri olarak değerlendiren Arjantin, Fiji ve Yunanistan ile aynı seviyeye gerilemiş ama bu gerçeklere aykırı durum olduğu çok açıktır. Zira KDK'lar Türkiye ekonomisi algısı ile Türkiye ekonomisinin temel göstergeleri bağdaşmamaktadır. Bu da ilgili kuruluşların analizlerinin nesnelliği ve tarafsızlığı açısından soru işaretleri yaratmaktadır.

Bakanlıktan, bu yılın ilk çeyreğinde borç çevirme oranının bankacılık sektörü için %128, reel sektör için %165 düzeyinde gerçekleştiği şeklinde açıklamalar yapılmıştır. Diğer taraftan, döviz rezervleri ile ilgili olarak uluslararası boyutta üzerinde anlaşmaya

varılmış bir kıstas bulunmamaktadır. Buna karşın, Dünya Bankası verilerine göre, son beş yıllık dönemde Türkiye'nin ithalat üzerinden hesaplanan rezerv yeterliliği, gelişmekte olan Avrupa ülkelerine yakın düzeyde seyretmektedir.

Ekonomik dalgalanmalar analiz edilirken göz önünde bulundurulması gereken bir diğer faktör de ekonomik aktörlerin borçluluk seviyesidir. Türkiye, gerek toplam ekonomi gerekse de her bir ekonomik birim düzeyinde incelendiğinde oldukça sağlam bir performans göstermektedir. 2018 yılı sonu itibari ile gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ortalama toplam borcunun GSYH'den aldığı pay %212,6 olurken, bu oran Türkiye'de %156,8 olarak gerçekleşmektedir. Aynı zamanda, Türk kamu kesiminin borçlarının GSYH'den aldığı pay %33,6 düzeyinde seyrederken, gelişmekte olan piyasalar ortalaması %49,7'dir.

Türk hane halklarının borç yükü GSYH'nin % 14,7'siyken, gelişmekte olan ülkeler ortalaması %37,6'dır.Finansal sektörümüzün borç yükü, GSYH'nin %33'ü seviyesindedir. Buna karşılık yükselen piyasa ortalaması %33,6 olarak gerçekleşmiştir.Reel sektörün toplam borcu, GSYH'nın %75,5'i düzeyindeyken, gelişmekte olan piyasalar ortalaması %91,7 düzeyindedir.

Tüm bu verilerle birlikte:

Kamuya ait bankaların yeniden sermayelendirilmesi işlemlerinin tamamlanması,

- Ödemeler dengesi kaleminden ithalatın azalması ve ihracattaki artış ile görülen düzelme ile birlikte reel döviz gereksinimini ortadan kaldırması,
- İVME paketi kanalıyla ihracat yapan firmaların finansmana erişiminin daha kolay hale getirilmesi ve diğer reformların kararlılıkla uygulanması,
- Enflasyon oranında düşüş seyrinin başlaması,
- Turizm gelirlerinin artış göstermesi,
- Adalet Bakanlığının "Yargı Reformu Strateji Belgesi" ve bunun gibi pek çok pozitif gelişmenin de arka plana atıldığı görülmektedir.

Normal koşullarda açıklama ihtiyacı duyulmayan "kurumların bağımsızlığı" ve "serbest piyasa" konuları da kredi derecelendirme kuruluşu tarafından haksız/adaletsiz bir şekilde ele alınmıştır.

Türkiye, Merkez Bankasının izlediği politikalar ve bağımsızlığı ile ilgili olarak, uyguladığı sabit kur rejiminin ve bağımlı para politikasının olumsuz neticelerini 2001

krizi ile çok ağır bir şekilde tecrübe etmiştir. Türkiye'nin 2003 yılından bu yana yürüttüğü ekonomi politikalardaki temel faktör, her şartta serbest piyasa ekonomisinin ihtiyaçları ile uyumlu hareket etmek olmuştur. Günümüzde de dalgalı döviz kuru, sermaye akımlarının serbest olması ve girişimciliğin teşvik edilmesi, ekonomi politikalarının merkezinde yer almakta ve bunun tersi Türkiye Cumhuriyeti için ne bugün ne de yarın asla söz konusu değildir.

2.5. Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Yükseltilmesi Konusunda Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Açıklamaları

Yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseltilmek, birçok gelişmekte olan ülke tarafından paylaşılan bir hedeftir. Bu statü daha düşük bir temerrüt riskine işaret ettiğinden hem kamu hem de özel sektör için daha düşük borçlanma maliyetleri anlamına gelebilmektedir. Buna ek olarak, ülkenin özel sektörü için ülke kredi derecelendirme notu bir tavan oluşturduğundan ülkenin yatırım yapılabilir kredi derecelendirme notunun altında değerlendirilmesi, özel sektörün borçlanma maliyetleri üzerinde baskı oluşturabilmektedir. Yatırım yapılabilir ülke statüsüne çıkmasına etki eden faktörler derecelendirme kuruluşlarına göre değişmektedir. Aşağıda üç farklı derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülke statüsüne çıkmasında etkili olan faktörler sıralanmıştır.

2.5.1. FİTCH'e Göre Türkiye'nin Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Çıkarmasında Etkili Olan Faktörler

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

- Türkiye'nin yumuşak inişe doğru gidiyor olması sebebiyle kısa vadeli makro finansal risklerdeki gevşeme,
- Ilımlı ve gerilemekte olan hükümet borçluluğunun kredi gücüne katkıda bulunması,
- Güçlü bankacılık sistemi,
- Orta vade için olumlu büyüme görünümü,

- Görece kaynak çeşitliliğine gitmiş bir ekonomi.

Fitch'in açıklamalarına göre; Türkiye ekonomisi daha sürdürülebilir büyüme oranlarına dönme yolundadır. 2011 yılındaki rekor seviyeler sonrasında cari işlemler açığını daraltmış, enflasyon oranını düşürmüştür. 2012, 2013 ve 2014 yılları için GSYH büyüme oranlarını %3, %3,8 ve %4,5 olarak öngörmektedir. Dış ticaret performansı ile desteklenen yeniden dengelenme sürecini resesyon yaşamadan ve 11 yılın en düşük işsizlik oranı ile geçirmek, ülkenin gelişmiş ekonomik esnekliğini ve bir anlamda da gücünü göstermektedir. Fitch ekonomik büyümenin her ne kadar diğer yatırım yapılabilir ülkelere göre daha oynak kalacağını beklese de ülkenin şoklara karşı daha dayanıklı hale geldiğini düşünmektedir. Bir noktada, herhangi bir dış finansman şoku ve ekonomik durgunluk muhtemeldir. Fakat kredi derecelendirme kuruluşu, ülkenin güçlü kamu sektörü, banka ve hanehalkı bilançolarının yanı sıra döviz kurunun esnek olmasının şokların finansal bir krize dönüşmesine karşın tampon oluşturacağına inanmaktadır. Türkiye'nin kamu maliyesi, kredi derecelendirme notu için anahtar güçtedir. Merkezi yönetim borç dinamikleri tatmin edici sağlamlıktadır (Girgin, 2018: 96).

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

Büyüme görünümü, kredi görünümünü desteklemektedir. Türkiye'nin potansiyel

büyüme oranı olan %4,5-%5 seviyesi demografik trendler, girişimci kültürü ve finansal derinleşme ile güçlenmektedir. Türkiye, Dünya Ekonomik Forum Rekabetçilik Ligi'nde 144 ülke içerisinde sıralamasını 59'dan 2012 yılında 43'e yükseltmiştir. Kişi başına düşen GSYH'si BBB medyanı üzerindedir. Ayrıca Türkiye, Dünya Bankası'nın 6 adet yönetimsel kalite göstergesinin dördünde emsal ülkelerin medyan değerinin üzerinde performans göstermektedir. Ancak, Türkiye'nin dış finansman görünümü, kredi derecelendirme notu için temel zayıflık olarak öne çıkmaktadır. Fitch, 2012 yılı için 58 milyar dolar seviyesinde (GSYH'nin %7,3'ü) bir cari açık öngörmektedir. 2011 yılında cari açık GSYH'nin %10'nuna karşılık gelecek şekilde 77 milyar dolar seviyesindeydi. Kuruluş 2013 yılı için açığın 63 milyar seviyesinde (GSYH'nin %7,2'si) kalmasının yanı sıra vadesi gelen dış yükümlülüklerin ülkeyi dış şoklara maruz bırakacağını tahmin etmektedir. Buna karşın, altın dahil yabancı para rezervleri yılbaşından bu yana 24 milyar dolar artışla 112 milyar dolara yükselmiştir ve Türkiye 2008 küresel finansal kriz veya Eurozone krizleri döneminde sermaye akımlarında ani bir duruş ile karşılaşmamıştır (Girgin, 2018: 97).

Türkiye'nin net dış borcunun GSYH'ye oranı önümüzdeki dönemde yukarı yönlü kademeli bir trend gösterecektir. Türkiye'nin düşük tasarruf seviyesini, dış finansmana bağımlılığını ve yerel politika yönetimini yansıtır şekilde oynak bir enflasyon ve GSYH büyümesi geçmişi bulunmaktadır. Fitch, enflasyonun 2011 yılsonu seviyesi olan %10,5'den 2012 yılsonunda %7,4'e ve 2013 yılsonunda ise %6,5'e gerilemesini beklemektedir ki; bu seviyeler Merkez Bankası'nın %5'lik hedefinin bir hayli üzerindedir. Her ne kadar yeni para politikası çerçevesi ekonominin yeniden dengelenme sürecine yardım etmiş olsa da, enflasyon hedefini yakalamakta başarısız olmuştur. Yerel para cinsinden kredi derecelendirme notunun yabancı para cinsinden kredi derecelendirme notunun bir kademe üzerinde olması, kamunun vergilendirme gücü, güçlü bankacılık sistemi ve derin yerel sermaye piyasaları sayesinde kendini yerel para cinsinden finanse etmesinin yabancı para cinsinden finansmanına göre daha kolay olduğunu göstermektedir. Yerel para cinsinden borcun vadesindeki uzama finansman riskini azaltmıştır. Ülkenin görece daha zayıf dış finansman olanakları yerel para birimi kredi derecelendirme notları üzerinde daha az baskı yaratmaktadır (Girgin, 2018: 98).

Pozitif bir kredi notu gelişmesine yol açabilecek etkenler; Fitch böylesine bir gelişmeyi yakın zaman için öngörmese de cari açıkta kalıcı bir gerilemeye ek olarak daha

düşük ve daha stabil bir enflasyon oranını pozitif kredi notu gelişmesine yol açabilecek etkenler olarak ifade etmiştir.

Negatif bir kredi notu gelişmesine yol açabilecek etkenler; dışsal bir şok veya yerel politika hataları sonucu yaşanabilecek bir ödemeler dengesi krizi, hızlı kredi büyümesinin tetikleyebileceği yüksek cari açık sonucunda orta vadede dış borç oranlarında beklentilerin ötesinde bozulma ve ekonomik/mali görünümde kalıcı bir etki yaratacak politik bir şok, negatif kredi notu gelişmesine yol açabilecek etkenler olarak ifade edilmiştir (Girgin, 2018: 98).

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

2.5.2. Moody's Göre Türkiye'nin Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsüne Çıkmasında Etkili Olan Faktörler

16 Mayıs 2013 tarihinde Moody's, Türkiye'nin ülke notunu Baa3 olarak ilan edip Türkiye'yi yaklaşık 20 sene sonra yeniden yatırım yapılabilir statüye yükseltmiştir. Moody's ile birlikte Türkiye'nin ülke notunu yatırım yapılabilir seviyede gören kuruluş sayısı iki olmuştur. Önde gelen üç kuruluşun iki tanesinden yatırım yapılabilir notunun alınmış olması kanuni düzenlemeler yüzünden Türkiye'ye yatırım yapamayan yatırım fonlarının önünü açmıştır. Kuruluş açıklamasında ekonominin dış kırılganlıklara hassasiyetini azaltacak yapısal değişiklikler olmadan kredi notunda yukarı yönlü yeni hareket beklenmemesi gerektiğini belirtmiştir. Kredi notu görünümünü "durağan" olarak açıklayan Moody's, Türkiye'nin benzer kredi notuna sahip ülkelerden daha güçlü kamu finansmanı ve ekonomik ölçütlere sahip olduğuna, ancak dış kırılganlıkların da bu ülkelerden fazla olduğuna dikkat çekmiştir. Türkiye'nin kredi notuna dair

değerlendirmesinde, "Türkiye'nin ekonomik gücü, benzer nota sahip birçok ülkeden daha iyi bir durumdadır. Ancak cari açık ve kısa vadeli dış borcun döviz rezervlerine oranı ile ölçülen dış kırılganlıkları yatırım yapılabilir ülkeler arasında en yükseklerden biri" denilmiştir. Türkiye'nin dış dengesizlikleri yüksek olduğu sürece kredi notunun ödemeler dengesine ilişkin faktörler tarafından sınırlanacağını belirten Moody's, "Bu kırılganlıkların yapısal olarak azaltılması, ülkenin kurumsal yapısı veya rekabet gücünün daha da iyileşmesi halinde kredi notu artırılabilir" yorumunu yapmıştır. Değerlendirmede Kürt sorununun çözümü gibi siyasi riskleri azaltacak gelişmelerin kredi notu açısından pozitif olduğu kaydedilirken, bunların tek başına kredi notunu artırmak için yeterli olmayacağı belirtilmiştir. Moody's açıklamasında not artışında etkili faktörler olarak; yabancı sermaye girişlerindeki oynaklığa karşı tampon oluşturacaklarına inandıkları kurumsal ve yapısal reformları ve sıkı mali disiplin sonucu tüm makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeyi öne çıkartmıştır. Türkiye'nin borç seviyesinin GSYH'ye oranının yönetilebilir bir seviye olan %36 olduğunu ve bu seviyenin 2009 yılına göre 10 puan düşüşe işaret ettiğini ve orandaki iyileşmenin devam etmesinin beklendiği söylenmiştir. Moody's Türkiye'nin dış şokları yönetebilmek maksatlı uygulamaya koyduğu yapısal reformların önemli olduğunu belirtmiştir. Bireysel emeklilik sistemi ve enerji verimliliğini örnek reformlar olarak kaydetmiştir. Yeni Ticaret Kanunu'nun kurumsal yönetime sağladığı katkının da altı çizilmiştir (Girgin, 2018: 99-100).

2.5.3. S&P'nin Türkiye'yi Yatırım Yapılabilir Ülke Statüsünün Bir Kademe Altında Bırakmasında Etkili Olan Faktörler

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

rejiminin faydaları, Türkiye'nin dış dengelenmesine yardımcı olmaktadır.” görüşüne yer verilmiştir (Girgin, 2018: 100).

Açıklamada Türkiye'nin Kürt sorununun çözümü için attığı adımlar ve barış sürecinin de yukarı yönlü revizyona katkı sağladığı ifade edilerek, "Atılan adımların öncekilerden daha uzun ömürlü olacağını düşünmekteyiz. Bu durum beklenilen yönde gelişir ise güvenlik ile ilgili maliyetler azalır. Yerel ekonomi ve sınır ötesi ticaret güçlenir" ifadeleri kullanılmıştır. Söz konusu olumlu gelişmelere karşılık Türkiye'nin Mart 2014’de yapacağı mahalli seçimlerin ve cumhurbaşkanlığı seçiminin ve 2015’teki genel seçimlerin uygulanan makroekonomi politikası bileşimi için risk yarattığına dikkat çeken S&P, alışılagelen ekonomi politikalarının bu dönemlerde büyümeye yönelik olduğunu ve bütçe kompozisyonuna daha az özen gösterildiğini belirtmiştir. S&P, kredi notu üzerinde yukarı yönlü etkisi olacak faktörleri ise gelecek iki yılda yapılacak seçimlerin mali disiplini zedelemesine izin vermemek ve barış sürecinin devam etmesi olarak sıralamıştır (Girgin, 2018: 101).

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

değerlendirilmektedir (Girgin, 2018:101).

2.6. S&P, Moody's Ve Fitch Türkiye Raporlarında Ortaya Çıkan Sorunlar

Türkiye'nin kredi derecelendirme kuruluşları ile ilişkisi 1991'den itibaren sürüyor. 1989'da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra, Türkiye'ye yabancı ülkelerden sermaye akımları girmeye, Maliye Bakanlığı, Hazine ve bazı belediyeler/şirketler uluslararası piyasalarda menkul kıymet ihraç etmeye başlamışlardır. Bu gelişmeler Türkiye'nin kredi derecesini güncelliğini hiç kaybetmeyen bir konu haline getirmiştir.

Türkiye'nin kredi derecelendirme notu Moody's ve Fitch tarafından Hazine Müsteşarlığı'nın talebi üzerine belirleniyor. Standard & Poor's ise talep olmaksızın ülke kredi notu hakkında değerlendirme yapıyor.

1990'lı ve 2000'li yıllarda, ekonomik-sosyal ve siyasal koşullara, yaşanan krizlere ve bu krizlerinden çıkmak için yapılan düzenlemelere bağlı olarak, Türkiye'nin kredi derecelendirme notu inişli-çıkışlı bir rota izlemiştir. Bu dönemde en yüksek derecelendirme notu aldığı zamanda bile yatırım yapılabilir ülke kriterlerini sağlayamamıştır**.** ABD'de 2007'de mali-finansal kriz karşısında dayanıklılık gösteren Türkiye'nin kredi notu artırılmıştır**.** 2009'da Türkiye'nin kredi derecelendirme notu spekülatif düzeyde, ancak yatırım yapılabilir düzeyin bir derece altındadır**.** Türkiye yatırım yapılabilir ülke derecesine ilk kez 2013 yılında ulaşır.

Kredi derecelendirme kuruluşları bu değişimi, kamu maliyesindeki iyileşme, borç yükündeki azalma, devlet tahvillerinin vadesinin uzaması, azalmaya başlayan cari açık, yabancı sermaye girişindeki artışlar ve ülkenin Güneydoğu'sundaki çatışmasızlık ortamının ekonomiyi olumlu etkileyeceği beklentisi vb. değişkenlerle ilişkilendirmişlerdir.

2014-2015 yatırım yapılabilir seviyenin hemen altında değerlendirilen Türkiye için 2016 yılı yeni bir ülke kredi notu düşüş sürecinin başlangıcını oluşturmuştur. 2017'de tüm derecelendirme kuruluşları Türkiye'yi yatırım yapılamaz, spekülatif ülke olarak değerlemişlerdir.

2018'de ise Moody's Türkiye'nin kredi notunu Ba2 den Ba3'e düşürmüş, görünümünü durağandan negatife çevirmiştir. Standart&Poor's BB- den B+ ya düşürmüş,

görümünü durağan olarak belirtmiştir. Fitch ise daha önce BB+ olarak değerlendirdiği derecelendirme notunu BB(-)'ye dönüştürmüştür. Bu kuruluşların yaptıkları derecelendirme ile Türkiye'yi spekülatif seviyenin orta basamaklarına yerleştirmektedir.

Türkiye'nin kredi derecelendirmesini yapan kuruluşların derecelendirme notunun düşürülmesine dayanak oluşturan nedenlerin başlıcaları;

- Makro ekonomik koşullardaki belirsizlik,
- İşsizliğin artması,
- Tasarrufların yatırımların finansmanı için yetersiz olması,
- Merkez Bankası politikalarındaki yanlışlıklar,
- OHAL koşullarının ülke ekonomisini ve kurumların işleyişini olumsuz etkileyeceği düşüncesi,
- Siyasi belirsizlik,
- Merkez Bankası ve teknik kararlar alan kamu kuruluşlarının siyasi otoriteye bağımlılığı,
- Toplam borç yükünün artması ve kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki ağırlığı,
- Finansmanın dış kaynaklara bağımlılığı,

TL'nin değer kaybetmesi, ekonominin kırılganlığının giderek artması.

Yukarıda belirtilen ekonomik faktörler dönemsel olarak artışlar gösterse de çoğu yapısaldır. Ancak Türkiye açısından giderek olumsuzlaşan koşullar daha çok dış ve iç politikaya aittir. Suriye, İran, Rusya, ABD ve AB Ülkeleri ile ilişkilerde gerginlik ve istikrarsızlıkların süreklileştiği; iç politik ortamda katılımın, özgürlüklerin giderek azaldığı, hukuk ve adalete olan güvenin sarsıldığı, basın özgürlüğünün ortadan kalktığı, temel hak ve özgürlüklerde önemli kayıpların yaşandığı, siyasi yönetimin otoriterlik düzeyinin her gün giderek arttığı algısının dillendirilmesi Türkiye'nin kredi notunun

dürülmesinde etkili olmaktadır.

Bu olumsuz algıya bir de kredi derecelendirme işlemleri; bu piyasanın oligopolistik yapısı, devlet kurumları ve büyük işletme yönetimleri ile ilişkileri, yöntem ve kriterlerinin şeffaf olmaması, yeterli denetim mekanizmalarının kurulmaması gibi olumsuzluklar da eklenince kredi notunun yükselmesi imkânsız hale gelmektedir.

2.7. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler

Küresel krizler KDK'larına olan güveni sarsmakta ve onlara yöneltilen eleştirilerin dozajını artırmaktadır. Yaklaşık 150 yıldan bu yana söz konusu görevi ifa eden KDK'lar, zaman zaman bu önemli görevlerinde birçok sebeple eleştirilmiştir. 2008 yılında yaşanan son küresel kriz, eleştirilerin miktarının daha da artmasına yol açmıştır. Kredi notunun yüksek olduğu devlet tahvilleri ve şirketlerin gerçekte yüksek riskler barındırdığının anlaşılması sonucu, KDK'ların verdiği notların ne kadar güvenilir olduğu da tartışılmaya başlanmıştır. Bu tartışma, sahip oldukları saygınlık sermayesine bağlı olarak gelir elde eden KDK'ları zora sokmaktadır. KDK'lara yönelik eleştiriler dört ana başlık altında toplanmaktadır (Haspolat, 2015; Öztürk, ve Gür, 2011; Karagöl ve Mıhçıoğlu, 2012).

2.7.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Verme Sistemi Yeterince Şeffaf Değildir

KDK'lar belli analiz ve yöntemler kullanarak kredi değerlemesi yapmaktadır. Söz konusu metotlar ve kullanılan veriler, analiz yapılmasına yardımcı olarak bilgiye ulaşıldığından ve bunun karşılığında para kazanıldığından açıklanmamaktadır. Ancak, bu durum KDK'ların adeta bir kapalı kutu olmasına sebebiyet vermektedir. Ticaret sırrı sebebiyle sınıflandırma yaparken hangi göstergelerin dikkate alındığı ya da ne oranda etkili olduğu hakkında bilgi verilmemesi, gerek kredi notu verilen kuruluşlar gerekse de yatırımcılar tarafından eleştiri konusu olmaktadır. Özellikle sınıflandırma metodunda kullanılan rakamsal girdilerin nasıl hesaplandığı ve ne düzeyde önemli olduğu konusunda önemli soru işaretleri bulunmaktadır.

KDK'lar, kendilerine yapılan eleştirileri dikkate alarak, bazen sınıflandırma

yöntemlerinden bahseden raporlar yayımlamaktadır. Söz konusu raporlarda sistemin nasıl işlediği ile ilgili bilgiler bulunmakta, ancak notların nasıl verildiği ve diğer ülkelerle konumunun nasıl tespit edildiği konusundaki belirsizliklere açıklık getirilememektedir. Ayriyeten, politik istikrar ve beklentiler gibi öznel hususların nasıl belirlendiği ve kredi derecelendirmesi kapsamına nasıl alındığına ilişkin bilgilerin bahsi geçen raporlarda yer almaması, bu kuruluşların tarafsızlığını ve güvenirliliğini sarsmaktadır (Haspolat, 2015: 24). Kredi derecelendirme metodunun şeffaf bir şekilde kamuoyu ile paylaşılması, KDK'ları not verirken daha sapmasız olmaya da teşvik edecektir. Türkiye'de de benzer siyasi ve ekonomik durumda, hatta ülkemizden daha kötü durumda olan bazı ülkelerin daha yüksek notlara sahip olması, hem siyasi faktörler hem de akademisyenler tarafından sıkça eleştirilmektedir.

2.7.2. Kredi Derecelendirme Alanında Rekabet Eksikliği

Kredi derecelendirme alanında faaliyet gösteren üç büyük kuruluş, küresel piyasanın %95'ler düzeyinde bir oranla hâkim konumdadırlar. Kredi derecelendirme piyasasındaki oligopolistik yapı, bazı regülasyonlar ve lisanslama kurallarıyla birlikte derinlik kazanmıştır. Piyasa yoğunlaşması (market concentration) kavramı, o piyasada rekabet olmadığını belirtmek için yeterli bir ifade olmasa da yoğunlaşmanın bu kadar yüksek olması, rekabet eksikliği sorununu ortaya çıkarmaktadır. Bu durum, bazı finansal faaliyetlerde bulunan şirketlerin en az iki KDK tarafından değerlendirilmesi zorunluluğunu getirmiştir. Söz konusu zorunluluk, KDK'lar arasında rekabeti iyice azalmaktadır. ABD kaynaklı Bankacılık, Konut ve Kentsel İşler Senato Komitesi Raporu'na göre, kredi derecelendirme piyasası özellikle en büyük iki firma olan Moody's ve S&P tarafından ortak tekel (partnermonopoly) şeklinde yönetilmekte ve piyasada rekabet ortamı oluşmamaktadır. KDK'lar çeşitli yöntemler kullanarak pazar paylarını büyütmeye ve piyasa egemenliğini muhafaza etmeye çalışmaktadır. S&P ve Moody's talep edilse de edilmese de ABD piyasalarındaki bütün büyük şirket tahvillerine not vermektedir. Bu şekilde, bahsi geçen kuruluşlar piyasada not verilmemiş tahvil bırakmayarak şirketlerin derecelendirme yaptırmasını amaçlamaktadır. İstemedikleri

halde kendilerine not verilen kuruluşlar, yasal yollara başvursa da sonuç alamamışlardır (Haspolat, 2015: 25-26).

2.7.3. Çıkar Çatışması Notların Objektif Bir Biçimde Hesaplanmasına Mani Olmaktadır

KDK'lar birçok sebeple çıkar çatışmaları görülmekte olup, bu çatışmalar ve bunlara yönelik eleştiriler aşağıda açıklanmaktadır (Haspolat, 2015: 26-27).

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

KDK'lar gelirlerini, derecelendirme faaliyetlerinin ilk başladığı 1900'lü yılların başından 1970'li yıllara kadar yayımladıkları not ve raporların satışlarından elde etmiş, bu durum, KDK'ların asıl müşterilerinin menkul değer yatırımcıları olmasına neden olmuştur. 1970'li yıllara gelindiğinde ise, KDK'lar gelir stratejilerini değiştirerek müşteri olarak yatırımcıları değil, menkul değer ihraç edenleri görmüştür. KDK'ların gelirlerini, notlandırma yaptıkları kurum ve şirketlerden elde etmesi, ister istemez daha fazla para daha yüksek **not** riskini akıllara getirmektedir.

ii) Kredi derecelendirme kuruluşlarının not verdikleri firmalara aynı zamanda danışmanlık yapması

KDK'lar, kredi notu hizmetleri vermesinin yanında özellikle risk yönetimi ve analizi hususunda da hizmetler vermekte olup, firmalara ve ülkelere veri, analiz ve risk modelleri satmaktadır. Bu husus ise, bir KDK'nın danışmanlık hizmeti verdiği veya risk yönetimi sistemleri satışı yaptığı bir şirket ya da ülkenin notunu düşürme ihtimali çok düşük olabilmesi nedeniyle, çıkar çatışmasına yol açmaktadır.

iii) Kredi derecelendirme kuruluşları ve diğer kuruluşlar arasındaki personel geçişleri

KDK'larda büyük oranda eğitimli ve iş tecrübesine sahip, nitelikli bir insan kaynağı yer almaktadır. Bu kuruluşlarda görev yapan personel, bazen çeşitli kuruluşlara nakil olmaktadır. Bu durum her ne kadar ekonominin içindeki olması gereken doğal bir süreç olsa da bazı çıkar çatışmalarına sebep olmaktadır. Özellikle, bu alanda çalışan birinin daha sonra ayrıldığı kuruluş tarafından not değerlendirmesi yapılan bir kuruluşa

transfer olması, menkul kıymet ihracı yapan bu kuruluşlar için bazı bilgi avantajları sağlamaktadır. Ayrıca geçiş yapan bu personelin önceden çalıştığı KDK'da edinmiş olduğu ikili ilişkiler de transfer olduğu şirket için bir avantaj sağlamaktadır.

2.7.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Krizleri Öngörememeleri ve Mevcut Krizleri Derinleştirmeleri

KDK'lar yüklenen bir misyon da ekonomik ve sosyal gelişmeleri sürekli bir şekilde takip ederek, muhtemel sorunları öngörerek krizlerin önüne geçmektir. Ancak KDK'lar yaşanan krizlerin hemen hemen hiç birini öngörememişlerdir. KDK'ların asıl eleştirildiği nokta krizleri öngörememelerinin yanı sıra ortaya çıkan krizleri yaptıkları not değişiklikleriyle daha da derinleştirmeleridir. KDK'lar ülkelerde ortaya çıkan ufak çaplı krizler çıkınca hemen harekete geçip ülkeleri mercek altına alınmakta ve süreci ardı ardına sert kredi notu düşüşleriyle sonuçlandırmaktadır. Bu durum ülkelerdeki sermaye çıkışını hızlandırmakta ve krizlerin derinleşmesine yol açmaktadır. Alman Borsa Yatırımcıları Derneği üyelerinden Ulrich Hocker, 1990'lı yılların sonunda Asya'da gün yüzüne çıkan finansal kriz, KDK'ların kötü deneyimine örnek olarak verilmektedir. Hocker'e göre, söz konusu kriz, gerçekte KDK'ların bir sorunu olarak ortaya çıkmış olup, bu kuruluşların bir gün önce yüksek notlar verdiği bu ülkeler ertesi gün iflas ettiklerini açıklamışlardır. Kriz mağduru olan ülkeler için ise, KDK'lar tarafından büyük boyutlarda not indirimleri yapmıştır. Bahsi geçen not indirimleri, krizin etkisini minimuma indirmek ve ortadan kaldırmak için krediye gereksinim duyan, özellikle gelişmekte olan ülkeleri gittikçe çalkantılara sürüklemekte ve krizi içinden çıkılamayacak duruma getirerek hem krizden çıkma sürecini uzatmakta hem de krizin etkilerini yaygınlaştırmaktadır (Haspolat, 2015: 30-29). Ayrıca, 1990'lı yıllardan itibaren boyutları gün geçtikçe artan sermaye hareketleri ve genişleyen küreselleşme süreci, not indirimi ile birlikte içinden çıkılması daha zor hale gelen bu krizlerin boyutu bölgesel olmaktan çok küresel boyuta dönüşmesine yol açan krizlerin hiç birini öngörmemiş, krizler ortaya çıkınca ilgili ülkelerin notlarının düşürerek krizlerin derinleşmesine yol açmıştır. Nitekim KDK'ları, Meksika krizi, Güney Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1998-2002 Arjantin Krizi, 2008 Morgage krizi ve 2011 Avrupa borç krizlerinin hiçbirini öngörememiş ya da görmek istemiştir. KDK'ları kriz konusunda miyop kuruluşlar olarak tarihe geçmişlerdir.

BÖLÜM 3. SONUÇ

Bu çalışma Türkiye'nin yabancı sermayeden yararlanma çabalarının önündeki engeller ve çözüm yollarına odaklanmıştır. Türkiye içinde bulunduğu tasarruf açığı sorunun kısa dönem çözümünü küresel tasarrufları Türkiye'ye çekmekte görmektedir. Ancak küresel finans piyasalarına erişimde sorun yaşamaktadır. Sorunun kaynağı Uluslararası Kredi Derecelendirme kuruluşlarıdır (KDK). Uluslararası KDK, mali piyasalarda borç veren ve alan taraflar arasındaki asimetrik bilgi sorununu en aza indirmeyi amaçlamaktadırlar. KDK'lar ülkeleri kredi riski bakımında notlandırmaktadırlar. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarca tespit edilen ülkelere ait kredi notları, ülkelerin finansal yükümlülüklerini ifa edebilme yeteneklerinin ve isteklerinin, bir başka deyişle ülkelerin kredi riskinin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, kredi derecelendirme notları bir ülkenin uluslararası finans piyasalarına erişiminde ve bu erişimin koşullarının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadırlar. Ülkenin kredi derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyede olmasının borçlanma maliyetlerinde bir düşüşe sebep olmasının yanı sıra sadece yatırım yapılabilir statüsündeki ülkelere yatırım yapabilen kurumsal yatırımcıların yatırım şartlarını sağlaması nedeniyle potansiyel yatırımcı havuzunu da genişletmektedir.

Günümüzde çok sayıda Kredi Derecelendirme Kuruluşu (KDK) olmasına rağmen S&P, Fitch ve Moody's öne çıkmaktadır. Bu üç şirket küresel tasarrufların hangi ülkelere yöneleceği konusunda etkili olmaktadır. Bu çalışmada adı geçen üç kuruluşun Türkiye raporları incelenmiş ve Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin altında çıkmasının nedenleri tespit edilmiştir. Bu nedenlere arasında, Türkiye'nin yüksek cari açık problemine ve sıcak paraya olan bağımlılığına vurgu yapılmaktadır. KDK'lar da Türkiye'nin sağlam bankacılık ve kamu maliyesi yapısına rağmen hâlâ cari açık ve döviz kuru risklerine karşı kırılgan olduğunu, yüksek dış finansman ihtiyacı nedeniyle uluslararası piyasalara olan bağımlı olduğunun altı çizilmektedir.

Varılan sonuç, üç kuruluşun verdiği notlar ve yayımladığı raporlar ışığında değerlendirildiğinde Türkiye'nin sahip olduğu kredi notunun, daha yüksek olması gerektiği ancak olması gerekenden daha düşük düzeyde olduğu görülmektedir. 2001

yılında Türkiye'nin yaşadığı bankacılık krizi sonrasında uygulanan makroekonomik reformlar sonucunda hem ekonomik büyüme oranları yükselirken hem de kamu mali disiplinini muhafaza etmek bakımından önemli adımlar atılmıştır. Ekonomik istikrar yolunda ciddi ilerleme kaydetmesine karşın, kredi notlarında herhangi bir artış olmamıştır. KDK'lar Türkiye için yaptıkları değerlendirmelerde Türkiye'nin notunun "yatırım yapılabilir" düzeye çıkmamasına neden olarak, Türkiye'nin yüksek cari açık sorununa ve sıcak paraya olan ihtiyacının yüksek olmasına vurgu yapılmaktadır. KDK'lar da Türkiye'nin güçlü bankacılık ve kamu maliyesi yapısına karşın, hala döviz kuru ve cari açık risklerine karşı kırılgan bir yapısının olduğunu belirterek not artışında Türkiye özelinde kıt davranmaktadır. Ayrıca, düşük tasarruflar ve yüksek cari açığın oluşturduğu makroekonomik çalkantılar ve yüksek dış finansman gereksinimi sebebiyle uluslararası piyasalara olan bağımlılığı bulunmaktadır. Bu durum sonucunda, Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir düzeyin altında, görünümünün ise durağan olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin kredi derecelendirme notu Moody's ve Fitch tarafından Hazine Müsteşarlığı'nın talebi üzerine belirleniyor. Standard&Poor's ise talep olmaksızın ülke kredi notu hakkında değerlendirme yapıyor.

1990'lı ve 2000'li yıllarda, ekonomik-sosyal ve siyasal koşullara, yaşanan krizlere ve bu krizlerinden çıkmak için yapılan düzenlemelere bağlı olarak, Türkiye'nin kredi derecelendirme notu inişli-çıkışlı bir rota izlemiştir**.** Bu dönemde en yüksek derecelendirme notu aldığı zamanda bile yatırım yapılabilir ülke kriterini sağlayamamıştır**.** ABD'de 2008'de mali-finansal kriz karşısında dayanıklılık gösteren Türkiye'nin kredi notu artırılmıştır**.** 2009'da Türkiye'nin kredi derecelendirme notu spekülatif düzeyde, ancak yatırım yapılabilir düzeyin bir derece altındadır**.** Türkiye yatırım yapılabilir ülke derecesine ilk kez 2013 yılında ulaşır**.**

Kredi derecelendirme kuruluşları bu değişimi, kamu maliyesindeki iyileşme, borç yükündeki azalma, devlet tahvillerinin vadesinin uzaması, azalmaya başlayan cari açık, yabancı sermaye girişindeki artışlar ve ülkenin Güneydoğu'sundaki çatışmasızlık ortamının ekonomiyi olumlu etkileyeceği beklentisi vb. değişkenlerle ilişkilendirmişlerdir.

2014-2015 yatırım yapılabilir seviyenin hemen altında değerlendirilen Türkiye için 2016 yılı yeni bir ülke kredi notu düşüş sürecinin başlangıcını oluşturmuştur. 2017'de

tüm derecelendirme kuruluşları Türkiye'yi yatırım yapılamaz, spekülatif ülke olarak değerlemişlerdir.

2018'de ise Moody's Türkiye'nin kredi notunu Ba2 den Ba3'e düşürmüş, görünümünü durağandan negatife çevirmiştir.

Standart&Poor's BB- den B+ ya düşürmüş, görümünü durağan olarak belirtmiştir. Fitch ise daha önce BB+ olarak değerlendirdiği derecelendirme notunu BB(-)'ye dönüştürmüştür. Bu kuruluşların yaptıkları derecelendirme ile Türkiye'yi spekülatif seviyenin orta basamaklarına yerleştirmektedir.

Türkiye'nin kredi derecelendirmesini yapan kuruluşların derecelendirme notunun düşürülmesine dayanak oluşturan nedenleri şu başlılar altında toplanmaktadır.

- Makro ekonomik koşullardaki belirsizlik,
- İşsizliğin artması,
- Tasarrufların yatırımların finansmanı için yetersiz olması,
- Merkez Bankası politikalarındaki yanlışlıklar,
- OHAL koşullarının ülke ekonomisini ve kurumların işleyişini olumsuz etkileyeceği düşüncesi,
- Siyasi belirsizlik,
- Merkez Bankası ve teknik kararlar alan kamu kuruluşlarının siyasi otoriteye bağımlılığı,
- Toplam borç yükünün artması ve kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki ağırlığı,
- Finansmanın dış kaynaklara bağımlılığı,
- TL'nin değer kaybetmesi,
- Ekonominin kırılganlığının giderek artmasıdır.

Yukarıda belirtilen ekonomik faktörler dönemsel olarak artışlar gösterse de çoğu yapısaldır. Ancak Türkiye açısından giderek olumsuzlaşan koşullar daha çok dış ve iç politikaya aittir.

Dış politikada Suriye, İran, Rusya, ABD ve AB Ülkeleri ile ilişkilerde gerginlik ve istikrarsızlıkların süreklileştiği.

İç politik ortamda katılımın, özgürlüklerin giderek azaldığı algısının, hukuk ve adalete olan güvenin sarsıldığı, basın özgürlüğünün ortadan kalktığı, temel hak ve

özgürlüklerde önemli kayıpların yaşandığı, siyasi yönetimin otoriterlik düzeyinin her gün giderek arttığı algısının dillendirilmesi Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesinde etkili olmaktadır.

Türkiye'nin kredi notu, olması gereken nottan düşük olmakla birlikte yukarıda sıralanan hususlar kredi notunun en önemli belirleyicileri olarak gözükmektedir. Bu bağlamda, bahsi geçen alanlarda kaydedilecek ilerlemelerin ülke kredi notuna pozitif yansıması beklenebilir. Kamu maliyesi alanında mevcut durumda başarılı bir performans göstermesi, Türkiye'nin kırılganlıklarını azaltırken, kredi notunun artırılması amacıyla yapması gereken hamlenin cari açığın azaltılması yönünde olduğu görülmektedir. Cari açık sorununun çözülmesi ve sürdürülebilir düzeylerde tutulması için ihracatı ve üretim kapasitesini artıracak teknoloji/ar-ge yatırımları yapması gerekmektedir. Teknolojik düzeyi artırması yönünden ar-ge yatırımlarının yükselmesi, bir yandan Türkiye'nin verimliliğini ve rekabet edebilirliğini artırarak ihracatını artırırken, diğer yandan ithalata olan bağımlılığını azaltmasına yol açacaktır. Böylelikle cari açık sorunu çözülürken aynı zamanda ekonomik büyüme performansı ve kişi başına düşen milli gelir artışı (refah düzeyinde artış) sağlanacaktır. Böyle bir sonucun ortaya çıkabilmesi için;

Sermaye birikimi artırılmalı ve sanayileşme süreci hızlandırılmalı;

Üretken yatırımlar, yurtiçi tasarruflar ve üretim faktörlerinin verimlilik düzeyleri artırılmalı;

Cari açık düzeyi geçici değil, kalıcı bir şekilde makul seviyelere çekilmeli;

Ekonominin yeniliklere ayak uydurabilen ve ithalata olan bağımlılığı azalmış bir yapıya dönüşümü sağlanmalıdır. Bu dönüşüm bir süreç olup, Türkiye'de bilim ve teknoloji alanında sağlanan gelişmelerin yakından takibi yapılarak yenilik üretme kapasitesi yükseltilmelidir.

Türkiye, ülke kredi notunun önemli belirleyicilerinden olan yönetim göstergelerinde de gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça geri konumdadır. Gerek kamuda gerek özel sektörde yönetim etkinliği, hukukun üstünlüğü, yolsuzluğun önlenmesi, ifade özgürlüğü ve şeffaflık konularında kaydedilecek ilerlemeler hem Türkiye'nin saygınlığını ve güvenilirliğini artıracak hem de ülke kredi notu artışına önemli katkı sağlayacaktır. Zira yasal çerçevenin iyileştirilmesi ve yargı sisteminin hızının, etkililiğinin ve tutarlılığının artırılması uluslararası doğrudan yatırımlar açısından öncelikli konular olarak dikkat çekilmektedir. Hukuki düzenlemelerin öngörülebilir, açık

ve şeffaf olmasının uluslararası doğrudan yatırımların sürdürülebilirliği ve istikrarı açısından önemli konulardır.

Bu kapsamda gün ışığında yönetim anlayışı çerçevesinde ve kurumsal kalite kapsamında, belirsizliklerin en aza indirilmesi amacıyla kurallılık temelinde şeffaflık, hesap verebilirlik ve hukukun üstünlüğü ilkelerinin işlerliği güçlendirilmelidir. Aynı kapsamda, kayıt dışılık ve yolsuzlukla mücadeleye önem verilmeli, vergi düzenlemelerinde öngörülebilirlik ve istikrar öngören bir yapı, fikri mülkiyet ve patent haklarının güvencede olacağı (korunacağı), piyasaların etkin işlemesi sağlanacak ve yatırım ortamı güçlendirilmelidir. Zira bu söylenen hususları hayata geçirilmesi ülke kredi notu artışında önemli bir yer tutacaktır. KDK'ların ülkelerde yaşanan sosyal ve hukuki gelişmeleri yakından takip ettiği ve bu konularda yaşanan olumlu ya da olumsuz gelişmelere çabuk tepki verdiği bilinmektedir. Bu kapsamda, ülkemizde hukuk, bürokrasi ve iş ortamı alanlarında yatırımcılar lehine yapılacak reformların ve bu reformların uluslararası alanda etkili bir şekilde anlatılmasının ülke kredi notu üzerinde önemli etki doğurması muhtemeldir.

KDK'lar ve uluslararası ekonomi çevreleri tarafından Türkiye'ye yöneltilen eleştirilerden bir diğeri ise düşük yurtiçi tasarruf oranlarıdır. Tasarruf oranını artırmaya dönük olarak; bireysel emeklilik sisteminde teşviklerin yeniden düzenlenmesi, tasarrufları özendirecek finansal ürün ve hizmet çeşitlendirmesi yapılması, tasarruf sahiplerinin doğru kararlar almasını sağlamak üzere finansal eğitimin yaygınlaştırılması gibi birçok tedbir alınabilir. Alınan tedbirlerin hataya geçirilmesi halinde ülke kredi notunun artırılmasında büyük katkı sağlaması muhtemeldir.

Ayrıca, Türkiye'nin temel yapısal sorunlarına çözüm olabilecek; Üretimde verimliliğin artırılması,

İthalata olan bağımlılığın azaltılması,

Teknoloji alanlarında ticarileştirmeye hız verilmesi,

Kamu alımları yoluyla teknoloji geliştirme ve yerli üretime önem verilmesi Yerli kaynaklara dayalı enerji üretimine öncelik verilmesi,

Enerji verimliliğinin geliştirilmesi, Sağlık turizminin geliştirilmesi

Türkiye'nin cari açık probleminin çözümüne katkı sağlayacaktır.

Bunların yanı sıra, iş ve yatırım ortamının geliştirilmesi, kayıt dışı ekonominin azaltılması KDK'ların ülkemize yapmış olduğu eleştirilerin kaynağındaki birçok sorunun

çözümünde kilit rol oynayacaktır.

KAYNAKÇA

Afonso, A.,Gomes, P., ve Rother, P. (2007). Whathidesbehindsovereigndebtratings? European Central BankWorkingPaper Series, No.711, Frankfurt.

Alexe, S. &Hammer, P. L. &Kogan, A.,&Lejeune, M. A. (2003). A non- recursiveregression model forcountry risk rating. RUTCOR-RutgersUniversityResearch Report RRR, 9, 1-40.

Archer, C. C.,Glen B. & Karl D. Jr. (2007). "Sovereignbondsandthedemocraticadvantage: Doesregimetypeaffectcredit rating agencyratings in thedevelopingworld?", International Organization, 61, 341–365.

Babuşcu, Ş. &Hazar A. (2008). SPK Kredi Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık, Akademi Kitabevi, Ankara 2008.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK). (2012). Kurum bilgileri kitapçığı, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/BDDK_Hakkinda/5802bddkkitapcik16_07son.pdf , erişim: 20.07.2012.

Borio, Claudio&Packer, Frank (2004), "Assessingnewperspectives on country risk", BIS QuarterlyReview, 2004, pp. 46-65.

Butler, Alexander W. &Fauver, Larry (2016). "Institutional Environment andSovereignCreditRatings", Financial Management, Vol: 35(3), 2006, 53-79.

Eğilmez, M. & Kumcu E. (2004). *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*, Remzi Kitabevi, İstanbul.

Eren, E.(2010). Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, Cilt:4, Sayı:2.

Girgin, G. E. (2018). "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not

Değerlendirmelerinde Kullandıkları Faktörlerin İncelenmesi: Türkiye Örneği", Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gülmez A. & Gündoğan H. (2014). Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye... .*Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi,* Yıl:2, Cilt:2, Sayı:4.

Haspolat,F. B. (2015). "Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi", Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Yayın No: 2923.

Infrangilis. (2012). Rating SovereignRatersCredit Rating Agencies - PoliticalScapegoatsorMisguidedMessengers?, Manchester, England 2012 http://sustainabilityinausterity.files.wordpress.com/2011/08/rating-sovereignraters.

Kanlı, İ.B. & Barlas Y. (2011). Eşiği Aşınca: Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir "Seviyeye Yükselmesinin Etkileri, TCMB Çalışma Tebliği No: 11/23.

Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB İle Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi,* 10(23), 53-80.

Öztürk, H. (2011). *"Ülke Kredi Notu Değerlendirmelerinde Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülke Ayrımı Üzerine Bir İnceleme*", Hazine Uzmanlığı Yeterlik Tezi, Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.

Öztürk, H. & Gür, T. H. (2011). "Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler", Sosyoekonomi Temmuz-Aralık, 2011-2/110204.

Parker, Ed,Rawkins, Pau, Full Rating Report, Fitch Ratings, 2012 pp.1-3.

S&P. (2014a). Capital IQ McGrawHill Financial Global Credit Portal, Rating Definitions, 21 Mart 2014, (çevrimiçi), http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us, 1 Nisan 2014.

Seval, B. (2014). Kredi Derecelendirme, Sermaye Piyasası Lisanslama

SETA RAPORU. (2012). Kredi derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar, (Karagöl, Erdal Tanas, Mıhçıokur Ülkü İstiklal). No: 7, (http://file.setav.org).

Standard&Poor's. (2011). *"SovereignGovernment Rating Met*

Standart&Poor's Corporation. (2004). "*History of Standart&Poor's" Standart&Poor's* http://www.standardandpoors.com/About Us/ History.Html., 2004 14. Canadian Bond Rating Service: "Who is CBRS" CBRS http://www.cbrs.com/cbrs.

Şahin, H. (2011). *Türkiye Ekonomisi*, Ezgi Yayınevi Yayınları, 11. Baskı, İstanbul.

Şener, V. (2017). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değişimlerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri: Seçilmiş G-20 Ülkeleri İçin Panel Veri Analizi, Doktora Tezi, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

TDK. (2014). İktisat Terimleri Sözlüğü (2014), TDK Yayınları.