



The Journal of Academic Social Science Studies

JASSS

International Journal of Social Science

Doi number: <http://dx.doi.org/10.9761/JASSS2243>

Number: 24 , p. 351-370, Spring 2014

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE TÜRKİYE'NİN KREDİ NOTU ÜZERİNE BİR İNCELEME (1998-2013)*

*A STUDY ON INTERNATIONAL CREDIT RATING AGENCIES AND
TURKEY'S CREDIT RATE (1998-2013)*

Yrd. Doç. Dr. Bilal KARGI

*Aksaray Üniversitesi Şereflikoçhisar Uygulamalı Teknoloji ve İşletmecilik Yüksekokulu Bankacılık ve
Finans Bölümü*

Özet

Bu çalışma ABD menşeli ve ülkelere ilişkin kredi derecelendirme notu veren kuruluşların, Türkiye ekonomisi için verdikleri notların, Türkiye ekonomisi verileriyle uyumluluğu hakkındadır. Ekonomiler, büyüme sürecini finanse edebilmek için yurt içi tasarrufların yetersiz kalması durumunda, yabancı yatırımlara duydukları ihtiyacı, doğrudan yabancı sermaye veya finansal sermaye olarak ülkeye getirmeye çalışırlar. Özellikle finansal sermayenin menkul kıymet piyasalarında yatırım yapabilmesi, belli bir güven duygusuna ihtiyaç duyar. Bu nedenle de ülke ekonomilerinin borçlarını geri ödeyebilme kabiliyetlerine ilişkin, yatırımcıların bilgi ve fikir edinebileceği küresel düzeyde göstergelere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle ülke ekonomileri için kredi derecelendirme kavramı git gide önem kazanmaktadır. Bu çalışmada öncelikle, "Kredi Derecelendirme" kavramı ele alınmakla birlikte, bu derecelendirmeyi yapan uluslararası kuruluşların amaç ve nitelikleri ele alınmaktadır. Sonrasında, ABD'deki S&P, Fitch ve Moody's Kuruluşlarının, ülkelerin kredi derecelendirme kriterleri ele alınmakta ve Türkiye'ye ilişkin kredi notlarının, Türkiye ekonomisindeki seçilmiş temel göstergeler (GSYİH, Cari İşlemler Dengesi, Dış Borç Stoku ve Enflasyon) ile olan bağlantısı

*Bu makale Crosscheck sistemi tarafından taranmış ve bu sistem sonuçlarına göre orijinal bir makale olduğu tespit edilmiştir.

tartışılmaktadır. Bu bağlantı ve üzerinden yapılacak değerlendirme, veriler itibariyle Türkiye'yi en yakından S&P'nin izlediğini; ancak en olumsuz notların da yine bu kuruluş tarafından verildiği, Fitch'in daha optimal notlandırma yaptığı; ancak Moody's'in en iyimser kuruluş olsa da uzun dönemde birçok değişkenin etkilerini barındırmayan notlar açıkladığı gözlemlenmiştir. 2014 yılı için öngörülen bir not düşüşünün de ilk olarak S&P'den gelmesi tahmin edilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme, Türkiye Ekonomisi, Ekonomik Büyüme

Jel Kodları: G24, O52, O40

Abstract

This work is about the compatibility of the given credit rates to Turkey by the USA originated credit rating companies and the data of the Turkish economy. When their own resources are not enough to finance economical growth, countries are needed for foreign investments. These foreign investments are wanted by countries as direct foreign investments or financial investments. Both kinds want to have a trust on these types of economies to invest on them. For this reason, it is needed to have a indicator for safety of a country to invest. Most important indicator developed for this purpose is credit rate. First of all, the "Credit Rating" concept is examined and the purpose and quality of these international establishments are examined. Then, the credit rating criteria of the USA originated S&P Fitch and Moody's establishments are examined. The relation of these criteria and certain basic data (GDP, Current Account Balance, Foreign Borrowing and, Inflation) of Turkish economy is discussed. Depending on these data, it seems that S&P is the agency following Turkey the closest. In the order, the other are Fitch and Moody's. But while the most optimist ratings are Moody's, S&P ratings are the most fluctuated ones. In this case, it can be assumed that a possible decrease in rating in 2014 may come from S&P.

Key Words: Credit Rating Agencies, Turkey Economy, Economic Growth

Jel Classification: G24, O52, O40

1. Giriş

Ekonomilerin temel amacı, daha fazla mal ve hizmet üretiminin ve tüketiminin teminini uzun dönemde garanti altına alabilmektir. Geleneksel olarak "her arzın kendi talebini doğuracağı" veya "her talebin kendi arzını doğuracağı" önermeleri, üretim faktörleri hareketliliğinin oldukça yükseldiği günümüz dünyasında, "bölüşüm" sorunu, neredeyse tamamen tâli bir ekonomik hedef haline gelmesine de neden olmuş ve "üretim" ve "tüketim", büyüme teorilerinin ve dolayısıyla da makroekonominin ana amacı haline gelmiştir. Bir ekonominin uzun dönemli görünümü hakkında

edinilecek intiba/bilgi/kanaat, üretim faktörleri hareketliliğinin temel verisini oluşturmaktadır.

Üretim faktörlerinin ve her türlü ekonomik değerın yüksek hareketliliği, bir ekonominin toplam kapasitesinde farklılaşmalara neden olur. Kapalı bir ekonomide, kullanılan toplam para miktarı, üretim ve tüketim üzerinde, bir arz ve talep düzenlemesine imkân verebilmektedir. Dolayısıyla para arzı, genel dengenin en etkin belirleyicilerinden biri durumundadır. Ancak, bankacılık ve diğer finansal piyasalardaki gelişmeler, para arzının kontrol edilebilirliğini azaltmış ve borçlanma imkânları sayesinde, ekonomi, üretim hacminin dışında/üstünde tüketim yapabilme kapasitesine ulaşabilmektedir. Bu aynı zamanda varlık fiyatlandırılmalarında da oldukça etkili bir unsur olup, "balon" oluşumlarına da yol açabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, üretim ve tüketim büyümesi için dış kaynaklı finansman ve pazar genişlemektedir. Özellikle iç tasarrufları yetersiz olan ülkeler için yabancı finansmanın önemi giderek artmaktadır ve bu ülkeler, yabancı finansman temin edebilmek için uluslararası alanda kabul görebilecek kriterlere dayanarak, uzun dönemli kararlar almaya yönelmektedirler. İşte, özellikle yabancı sermayenin bir ekonomiye girişine ve uzun dönemli kararlar alınabilmesine ilişkin en belirleyici kriter, çoğunlukla ABD kökenli uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için verdikleri "Kredi Notu" ve buna bağlı olarak yayınladıkları raporlardır. Bir ülkenin kredi notu çoğunlukla, ekonomik ve politik risklerin/faktörlerin bir bileşeninden oluşmaktadır. Böylelikle uluslararası yatırımcılar, bir ekonomiye yatırım yapmak için, kredi notu olarak anılan bu derecelendirmeye büyük önem vermektedir.

Bu çalışmada, ülkelere kredi notu veren kuruluşların, kimi mantıksal ve istatistiksel değerlendirmelere dayanılarak Türkiye ekonomisi için açıkladıkları kredi notunun, Türkiye ekonomisi verileri ile ne ölçüde örtüştüğü gösterilmeye çalışılmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının, davranışları ve yöntemlerini ele almadan önce, bir ekonomi için yabancı sermayenin iki giriş kanalı olduğunu belirtmek gerekmektedir: doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve finansal piyasalar üzerinden girişler. Doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli sermaye girişleri statüsünde iken, finansal sermaye girişleri çok kısa vadeli olabilmektedir. Ancak yine de finansal sermayenin yalnızca borsa veya faiz üzerinden değil de borçlanma biçiminde ülkeye girişi de uzun döneme yayılabilmektedir. Ancak finansal varlıklara yapılacak yatırımlar biçiminde sağlanan finansman, borcun geri dönüşüne odaklanarak yapılmaktadır. İşte, kredi derecelendirme kuruluşlarının notları, dolaylı yoldan, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkilediği gibi, finansal varlık fiyatlarını ve ülkenin uzun dönemli güvenilirliğini belirlediğinden, finansal varlıklara yatırım kararını doğrudan etkileyebilmektedir.

Öncelikle, kredi mekanizması ve büyüme arasındaki ilişkilere kısaca değinilip ardından, yabancı finansmanın, doğrudan yabancı yatırımlara göre farklılıkları ele

alınmaktadır. Nihayet, kredi derecelendirme kuruluşlarının, yabancı finansman mekanizması üzerindeki olası etkilerine değinilerek, Kredi notu açıklayan kuruluşların verdikleri notların Türkiye ekonomisi verileri ile ilişkisi üzerine temel istatistiki bir inceleme, grafik sunumları ile gösterilmeye çalışılmaktadır.

2. Kredi Mekanizması, Makroekonomi ve Büyüme

“Kredi”, bir ekonomide sağlanan tasarrufların, para/finans piyasaları aracılığı ile yatırımcılara ulaştırılarak, yeni yatırımları fonlamasındaki en önemli mekanizmadır. Böylelikle büyümenin süreklilik kazanması beklenir. Aynı zamanda “kredi” terimi, “güven” anlamını da içermektedir. Bir fon sahibinin, elindeki kaynağını, bir ekonomik mekanizma ile yatırımcıya ulaştırması, belli bir güven düzeyi tarafından yönlendirilir. Yatırımcılar için oluşturulacak güven ise, ekonomi hakkındaki mümkün olabilecek en yüksek düzeydeki bilgi ile mümkün olabilecektir. Özellikle uluslararası yatırım söz konusu olduğunda, yatırım yapılacak ekonomi hakkında bilgi daha da önem kazanmaktadır.

Ekonomilerin uluslararası alanda birbirleri ile faaliyetlerde bulunabilmeleri, taraflar arasında ve hatta küresel ölçekte yapılacak düzenlemelere ilişkin bir ihtiyacı da beraberinde getirmektedir. Bu düzenlemelerin en başında finansal alandaki düzenlemeler (Aras, 2007) gelmektedir. Böylelikle finans alanındaki hareketler düzenlenmekle kalmayıp, aynı zamanda da etkinliklerinin artırılması istenmektedir.

Değinildiği üzere, ülkelerin büyüme ve kalkınma programları, iç tasarrufların yetersiz olması durumunda dış finansmana ihtiyaç duyar hale gelmektedir. Özellikle, “Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin önündeki en önemli sorunlardan biri olan sermaye yetersizliğine ek olarak, dış finansman eksikliği de kalkınma programlarına sekte vurmakta ve bu sorunun uzun dönemli yapısal temeli bulunmaktadır.” (Çalışkan, 2002:53). Uluslararası kredi mekanizmalarının etkin çalışabilmesi için, ülke ekonomileri hakkında bilgi sağlayıcı kaynaklara ihtiyaç duyulmaktadır. Ülke ekonomilerinin kredibilitelerini ölçebilecek bir çok kriter aranmıştır. Bunlardan bazıları, Thornblade (1978), Nagy (1978), Dhonte (1975), Frank ve Cline (1971), Sargen (1977), Aliber (1977) gösterilebilir (Ayrıntılar için, Çalışkan 2002:55). Benzer birçok yöntem geliştirilmiş olsa da, günümüzde uluslararası düzeyde ülke ekonomileri için en yaygın göstergeler olarak ABD merkezli Moody’s, Standart&Poors (S&P) ve Fitch kuruluşlarının kredi notları esas alınmaktadır.

Bir ülkeye yapılacak finansal yatırımın geri dönüşü, o ülkenin kredi güvenilirliğine veya en azından kredi risklerine bağlıdır. Bir ekonomi hakkındaki “Kredi derecelendirme; bir gerçek veya tüzel kişinin tüm finansal, ekonomik ve mali yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz yerine getirme kabiliyeti ve kapasitesinin, finansal enformasyon sisteminden temin edilen nicel ve nitel veri ve bilgilere göre ölçülmesi ve tahmin edilmesi çalışmasıdır.” (Geçer, 2012:218). Bu tahminlerden yola çıkarak bir ekonomiye iki biçimde fon girebilecektir ve bunlardan ilki, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır.

Yabancı finansmana veya daha genel anlamda kaynağa ihtiyaç duyan ekonomiler için kredi derecelendirme notu yalnızca finansal piyasalar için belirleyici değildir. Finansal piyasaların öne çıkmasının nedeni, finans piyasalarının hareketliliğinin yüksek olmasından dolayı, bir ülkeye giriş ve çıkışının verilerden aşırı ve ani biçimde etkilenebiliyor olmasındandır. Daha uzun dönemli ve hareketliliği yüksek olmayan doğrudan yabancı sermaye yatırımları da kredi notundan etkilenir ancak, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen kredi notundan daha etkili ve çok sayıda değişken aynı anda yatırım kararlarını etkileyebilmektedir. Örneğin, Karagöz (2007), Türkiye'ye doğrudan yabancı sermaye girişlerinin, önceki yabancı yatırımlardan ve küresel piyasalardan ve dış ticaret hacminin etkilendiğini; Kar ve Tatlısöz (2008), işgücü maliyetleri, uluslararası net rezervler, GSMH, dışa açıklık oranı, reel döviz kuru ve elektrik enerjisi üretim ve yatırım teşviklerinin belirlediği sonuçlarına ulaşmışlardır. Diğer taraftan, derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına olan etkileri ise, Erkan ve Demircioğlu (2011) çalışmasında, ülke notlarının "ülkenin kredibilitesine ait objektif bilgi sunduğu ve uluslararası yatırımcıya yol gösterdiği de ifade edilmekteyse de Türkiye hakkındaki değerlendirmelerin bu tezi" zayıflattığı ve Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımların kredi notlarından hemen hiç etkilenmedi; Emir, Uysal ve Doğru (2013) tarafından "Granger nedensellik testi [sonuçları itibariyle] ülke sirkisi ile politik risklilik düzeyinde meydana gelen değişimlerin DYY'leri tek yönlü etkilediği bilgisine ulaşılmıştır. Ancak, DYY'nin ülkenin riskini etkilediğine dair bir bulguya" ulaşamadığı; Güneş (2007), sermaye piyasalarının sağlıklı işlerliğinin sağlayacağı güven ortamının potansiyel istikrarsızlık riskini azaltarak yabancı yatırımları çekeceği; Kula (2003), "Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının finansal sermaye hareketlerine oranla ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde daha "olumlu" etkiler yaptığını göstermektedir. Özellikle portföy yatırımlarının sermaye birikimi ve ekonomik büyümeye ilişkin ortaya çıkardığı negatif korelasyon" eğilimi olduğu yönünde; İnsel ve Sungur (2003), uzun dönemde "Sermaye hareketleri ile ekonomik göstergeler arasında kalıcı ilişkilerin olmadığı saptanmıştır. Bu saptama ile sermaye hareketleri ile ekonomik göstergeler arasındaki dinamik ilişkilerin incelenmesi ve kısa dönem dengesizliklerin içinde anlamlı olan ilişkilerin belirlenmesi" gerektiği yönünde sonuçlara ulaşmışlardır. Oldukça fazla sayıda çalışmanın olduğu bu konuda son olarak Özcan ve Arı'nın (2010) çalışmasına değinmek yeterli olacaktır. Bu çalışmada, ekonomideki büyüme oranının artması ile yabancı yatırımların da arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Kısacası, doğrudan yabancı sermaye yatırımları çoğunlukla ekonomik büyümeyi desteklediği sonucuna ulaşıldığı görülmektedir.

Bu çalışmada ise, bir başka yabancı sermaye türü olan fon/finansal yatırım biçimindeki girişleri ele alınmaktadır ve bu fon girişlerinin, ülkelerin kredi notlarından ne ölçüde etkilendiği ele alınmaktadır. Bir başka biçimde formüle etmek gerekirse, yabancı fon girişlerinin de ekonomilerin büyümelerinde olumlu etkiler yarattığı varsayımı altında, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların büyüme

verileri üzerindeki etkileri test edilmeye çalışılmaktadır. Daha da spesifik olarak, açıklanan kredi notunun büyüme verileri ile zamansal ilişkisi açıklanılmaya çalışılmaktadır.

Kredi derecelendirme, bir firma veya ülke için iki düzeyde yapılabilmektedir: bağımsız uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve içsel kredi değerlendirme. Bunlardan ilki, bu kuruluşlar tarafından, "Tüzel kişilerin para ve sermaye piyasalarında borçlanabilmesini veya finansal kuruluşlardan kredi alabilmeleri amacı ile yapılan değerlendirme sürecidir". İkincisi ise, "Finansal kuruluşların gerçek ve tüzel kişi müşterilerine kendi içsel değerlendirme kriterleri uyarınca verdikleri kredi notlarıdır. Finansal kuruluşlar içsel derecelendirmede kullanmak üzere müşterilerinden finansal tablolarını, finansal belgelerini, tüm niteliksel ve niceliksel referans kaynaklarını" (Geçer, 2012;218-219) talep ederek bir derecelendirme yaparlar.

3. Kredi Derecelendirme ve Uluslararası Kuruluşlar

Kredi derecelendirme kavramı, "Açılacak kredilerin, zamanında ve tam olarak geri ödenmesi ihtimali hususunda uluslararası sermaye piyasalarındaki ölçütlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla, borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde, yatırımcının bundan dolayı yüklendiği riskin belirlenmesi" (Karagöz, 1990'dan; Karagöl ve Mihçioğur, 2012;8) olarak tanımlanmaktadır. Kredi derecelendirmeye ilişkin yeni arayışlar söz konusu olsa da "Kredi Notu", bu alandaki geleneksel bir ölçüdür. Bu kuruluşların en genel tavırları ise borçlu muhataptan ziyade bizi borcun kendini esas almalarıdır. Çünkü, aynı muhatabın farklı borçları için farklı riskler söz konusudur (Bessis, 2002:14). İç notlandırma ölçüleri "yatırım derecesi" ve "kurumsal derece" notları ayırımı yapılmaktadır. Örneğin Moody's, birleştirilmiş notlandırma ölçütü, yatırım derece notları için 3 seviye ve diğer 3 seviye için de kurumsal dereceyi kullanmaktadır. Moody's, S&P ve Fitch notları için detaylı olarak 20 seviye içerilmektedir (Bessis, 2002: 444). Ancak bir ülke ekonomisi için kriter olarak alınan notlandırma ve derecelendirmeler Ek-2 olarak verilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları her şeyden önce, piyasalar hakkında bilgi üreten yapılandırmalardır ve "finansal piyasalar içinde düzenleme, denetim ve yatırım aktivitelerinin gerçekleştirilmesi" (Yazıcı, 2009;2) konularında bilgi üretimini amaçlayan kuruluşlardır.

1837-1841 arasındaki ABD ekonomisindeki çöküş ardından, şirketlerin taahhütlerini yerine getirememesine ilişkin bir "Kredi Notu" uygulaması L. Tappan tarafından başlatılmış ve devamında 1900 yılında John Moody (Sack ve Juris, 2007), şirket bilgilerini içeren bir el kitabı yayınlamak yatırımcı tercihlerine yön vermiştir. 1909 yılında ise Moody, şirketlerin borçlarına "A", "B" ve "C" gibi dereceler vermiştir. Böylelikle ilk derecelendirme faaliyeti başlamış oldu ve 1913 yılında Fitch, şirketlerin performansını değerlendiren bir şirket kurarak, ilk kredi derecelendirme kuruluşunu kurmuş oldu ve devamında 1941'de kurulan S&P, günümüzde en etkin üç kuruluş

olmuştur. Bunların dışında Duff&Phelps ve Dominion Bond bu alandaki diğer iki önemli kuruluştur (Daha fazlası için; Berber, Yılız).

Bu üç kuruluşun kredi derecelendirme tanımlamaları temel olarak şöyledir: “menkul kıymet ihraç eden firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetin itfa süresince anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme kabiliyetleri hakkında verilen bir yargı [Moody's]” (Stimpson, 1992;71'den, Eren, 2010;113); S&P, “derecelendirme, borçlunun belirli bir finansal yükümlülükten ya da finansal programdan kaynaklanan kredibilitesine ilişkin fikir” ve son olarak Fitch, “Derecelendirme en genel tanımı ile bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüştür.” (Yardımcıoğlu ve Bora 2013:113). Bu üç kuruluşun tanımlamaları birbirlerinden farklı olsa da üzerinde hemfikir olunan en önemli husus, “derecelendirme faaliyeti sonucunda verilen notun bir görüş, düşünce veya ifade” (Eren, 2010,113) olduğudur.

Özellikle 2008 finansal krizi ile birlikte bu kuruluşlara yönelik eleştiriler artmaya başlamıştır. Derecelendirme kuruluşlarına yönelik en ciddi eleştiriler, 2008 finans krizi sürecinde türev ürün piyasalarında ve konut piyasasında oluşan “balon”un, bu kuruluşlarca gözlemlenememesinin ardından gelmeye başlamıştır. Diğer bir eleştiri odağı ise (Gür ve Öztürk, 2011;74) kredi notu verme sürecinin şeffaf olmaması yönündedir ve buna bağlı olarak da, piyasa göstergelerinin geriden takip edilmesi nedeniyle “Piyasa algılamasını gereksiz ölçüde bozma potansiyelidir”. Bir başka eleştiri noktası ise, (Luce, 1999;7'den, Erkan ve Demircioğlu, 2010;126) özellikle üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun, “şirketleri ve ülkeleri olumlu ya da olumsuz etkileyebilmekte, ancak böylesine önemli bir güce sahip olan bu şirketlerin denetlenememekte ve çoğu zaman sorumlu” tutulamamaları yönündedir. 2008 Krizi sonrasında, bu kuruluşlara yöneltilen eleştiriler nedeniyle, kuruluşlar, elde ettikleri deneyimleri hesaplama yöntemlerine dahil etmeye başlamışlardır (Dimitrijevic, 2012;2).

Ancak yine de, özellikle ABD'deki konut kredisi piyasasında yaşanan balonun tahmin edilememiş ve notlandırmalarına yansıtamamış olmalarından dolayı, bu kuruluşlar önemli eleştirilere maruz kalmışlardır. Uluslararası yatırımcılar, özellikle 2008 sonrasında ülkelerin kredibilitesine ilişkin yeni bilgi kaynakları aramaya başlamışlardır. Bu arayışlardan en belirginini ise, kredi temerrüt takası (CDS) primi görülmektedir. Bu arayışlar, kredi derecelendirme kuruluşlarına alternatif notlandırmalar aransa da hala etkilerini ve etkinliklerini sürdürülebilmektedirler.

Her üç kuruluş için de borcun geri ödenmemesi durumu iki hususun gerçekleşmesidir. Bunlar: “İtfa tarihinde veyahut itfa tarihinden sonra öngörülen makul bir sürede, borcun anaparası ya da faizinin ödenmemesi, [ve] borcun gönülsüz ve zorlayıcı bir tavırla itfa tarihinin değiştirilmesi, başka bir borç enstrümanı ile değiştirilmesi ya da yeniden yapılandırılması” durumlarıdır. Buna ek olarak S&P'nin

devletlere ait kredi derecelendirmesinde kredi kalitesinin belirlenmesinde temel belirleyici unsurları “politik ve ekonomik riskler” oluşturmaktadır. Politik risk; “Söz konusu ülke hükümetinin ödeme konusundaki istekliliğidir. Bu olgu devletlerin borçlanmasını diğer borçlanmalardan ayıran en önemli niteliksel faktörlerden biridir”. Ekonomik risk ise, “Ekonomik yapı, demografik yapı, zenginlik ve ekonomik büyüme olanakları hususundaki riskler.” kastedilmektedir (Ertürk, 2013;2).

2013 yılı itibariyle, örneğin S&P, Türkiye’nin daha gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında genelde “daha fazla siyasi, ekonomik ve operasyonel risk” taşıdığı öne sürülmektedir. Bu durum, “ülkeye has” riskler olarak kümelenecek ve şu şekilde sıralanmıştır: “Türk Lirası’nın dalgalanmasına bağlı olan döviz kuru riski, bir şirketin yabancı para birimi cinsinden borçlarını ödemesini etkileyebilir. Yerel kanun ve düzenlemeler hakkında daha fazla belirsizlikler olabilir. Bankalarla güçlü ilişkiler kurulmasına daha fazla bel bağlanabilir [ve] sıkça da biraz daha zayıf likidite profilleri söz konusudur.” (S&P, 2013;5).

Örneğin, Türkiye hakkında en çok not açıklayan kurum olan S&P için ülke kredi derecelendirmesinin temelini oluşturan 5 temel faktör vardır. “Politik skorda yansıtılan kurumsal etkinlik ve politik riskler; ekonomik skorda yansıtılan ekonomik yapı ve büyüme beklentisi; Harici skorda yansıtılan harici likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu; Mali skorda yansıtılan mali performans ve esneklik ile devlet borç yükü; parasal skorda yansıtılan paralel esneklik”. (Dimitrijeviç, 2012;3). Üç kuruluş da, benzer faktörler üzerinden derecelendirme yaptığını ve açıkladıkları raporlarla ülkelere bakış açılarını açıklıyor olsalar da yöntemlerinin detaylarını ve bu unsurlar arasındaki öncelik ve etki düzeylerini kamuoyu ile paylaşmamaktadırlar ki bu konu da kuruluşlara yöneltilen bir diğer eleştiri noktasıdır. Ayrıca kuruluşlar, özellikle not yükseltme yönünde derecelendirme yaptıklarında ülke ekonomisinin geleceğine yönelik iyimser tahminler de ortaya koymaktadırlar. Moody’s’in Kasım 2013 raporunda bu minvalde Türkiye ekonomisine ilişkin 2013 için %3,0/4,0; 2014 için %3,5/4,5 ve 2015 için %3,5/4,5 oranında büyüme öngörmüştür. Moody’s, yaptığı bu açıklamalarla üç ana başlıkta fayda ortaya çıkacağını belirtmektedir: sermayeye daha geniş erişim, fonlama esnekliği ve piyasa istikrarı (Moody’s.com, 20.12.2013).

Her üç kuruluşun kredi derecelendirmesi iki temel bileşenden oluşmaktadır: Kredi notu ve görünüm. Bir ekonomi hakkında verilen not, ekonominin, yukarıda belirtilen esaslar çerçevesinde uzun dönemdeki güvenilirliğini ve durumunu belirtmek için kullanılırken, derece, aynı ekonomi için kısa vadeli makroekonomik hareketlere dayanarak yapılan bir değerlendirmedir. Dolayısıyla, bir ülkenin kredi notu örneğin BBB- iken, bu notu açıklayan kuruluş, periyodik olarak düzenlediği raporlarla ülke ekonomisi hakkındaki görüşlerini beyan ederek ve kısa dönem makroekonomik duruma ilişkin riskleri içeren “durağan”, “pozitif” veya “negatif” gibi görünüm ilan etmektedirler. Örneğin Türkiye’nin 2013 yılı sonu itibariyle kredi notu, Fitch ve Moody’s için eş düzeyde iken, 2013 soru itibariyle görünümüleri; Fitch durağan (24 Ekim), S&P durağan (22 Kasım) ve Moody’s durağan (2 Aralık)olarak açıklamışlardır

(bloomberght.com). Ayrıca bu kuruluşlar, herhangi bir not veya görünüm değiştirmeseler de, ülke ekonomileri hakkında raporlar yayınlamaya devam etmektedirler. Bu raporlar, teyit ettikleri not ve görünümü gerekçelendirmek ve ekonomik hakkında görüş belirtmek için açıklanmaktadır.

4. Türkiye Ekonomisinde Seçilmiş Göstergeler ve Kredi Notu

Bu bölümde, Türkiye hakkında notlandırma yapan Fitch, Moody's ve S&P'nin verdikleri notların GSYİH büyüme oranı, faiz oranları, cari işlemler hesabı, üfe endeksi ve dış borç stoku verileri ile bir karşılaştırması yer almaktadır. Bu karşılaştırma üç zamanlı bir yapıdadır. Buna göre, veri setlerinin grafik gösterimlerinde, Türkiye kredi notu; açıklanmadan önceki durum, açıklandıktan sonraki durum gösterilmektedir. Buna ek olarak ise, not değişiklikleri sonrasında ekonominin bu verilerinin nasıl etkilendiği gösterilmeye çalışılmıştır. Fitch, Moody's ve S&P kuruluşlarının Türkiye için verdikleri notlar Ek-1'de gösterilmektedir. Ayrıca her bir kuruluşun notlandırma sistemleri ve buna karşılık gelen değerlendirmeleri de Ek-2 olarak verilmektedir. Bu tablodan görüleceği üzere Moody's için Baa3, S&P için BBB- ve Fitch için BBB- notları kritik önem taşımaktadır. Bu kritik önem, bahsi geçen notlardan daha aşağıdaki notların "Yatırım Yapılamaz Spekülatif" düzeyini göstermesi ve bu notlardan yukarı notlar için ise "Alt Orta Sınıf" kategorisinin bahsediliyor olmasıdır.

İncelenen dönem itibarıyla, ilgili kuruluşların "yabancı para cinsinden uzun vadeli kredi notu", başlangıç yılı olan 1998 itibarıyla Türkiye'nin kredi notu Fitch'te B+ (Pozitif) iken, Moody's'de B1'dir. Ek-2'den de anlaşılacağı üzere, bu iki not, "Son Derece Spekülatif" kategorisindedir. 2013 sonu itibarıyla notlar ise Fitch BBB-, Moody's Baa3 ve S&P notu BB+'dır. Ancak bu notlardan Moody's ve Fitch notları "" Alt Orta Sınıf" kategorisinde yer alırken, S&P notu, "Yatırım Yapılamaz Spekülatif" kategorisinde yani daha düşüktür.

Kredi derecelendirme kuruluşları notlandırma yaparken "siyasal risk" ve "ekonomik risk"i birlikte değerlendirmekte ve buna göre bir not tayin etmektedirler. Bu çalışmada verilen notun yalnızca ekonomik değişkenlerle ilişkisi üzerinde durulmaktadır. Ekonomik riski ölçmek için birçok makroekonomik değişkenle birlikte küresel etkileri de göz önünde tutan kuruluşların verdikleri notlar, bu çalışmada yalnızca Türkiye ekonomisinin en temel makroekonomik değişkenleri üzerinden değerlendirilmiştir. Bu değişkenler büyüme, enflasyon, dış borç stoku ve cari açık olarak varsayılmıştır.

5. Veri ve Yöntem

Analizde iki aşamalı bir yöntem takip etmektedir. Bunlardan ilki, kredi notu ve değişkenlere ilişkin grafik gösterimlerden oluşmaktadır. Bu grafiklerin nasıl elde edildiği, "Notlar" kısmında ifade edilmektedir. İkincisi ise, kredi notunda yaşanan değişimlerin hemen ardından, 8 çeyreklik dönem itibarıyla, başta ele alınan değişkenler olmak üzere, ekonomideki diğer önemli makroekonomik bilgiler de

kullanılarak, kredi notunun olası etkileri veya etkisizlikleriyle; kredi notu açıklanmadan önce yine aynı değişkenlerdeki genel eğilimleri de içeren değerlendirmeler yapılmaktadır.

Değişkenlere ilişkin veri setleri aksi belirtilmedikçe TCMB-EVDS'den alınmış olan 1998:01-2013:03 dönemine ilişkin çeyreklik verilerden oluşmaktadır. GSYİH değişkeni (*gsyih*) cari değerler olarak alınmış ve ABD dolarına dönüştürülmüştür. Dış borç stoku (*dfs*), birikimli değerlerden oluşmaktadır. Cari İşlemler hesabı (*cih*) açıkları ise ilgili dönemdeki açık değeridir. Son olarak enflasyon değişkeni (*enf*), çeyreklik üretici fiyatları endeksi ham verileri arasındaki % değişme alınarak oluşturulmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları, ilgili kurumların web sitelerinden temin edilmiştir. Grafiklere ilişkin söz konusu olabilecek açıklamalar, grafik alanının alt kısmında verilmiştir. Kuruluşların Türkiye için verdikleri notlar ve görünüm, ilgili kuruluşların resmi web sitelerinden derlenmiştir.

Ayrıca, 1998:01-2013:04 dönemine ait her bir değişkene ilişkin 6. dereceden polinom fonksiyonlar oluşturulmuş ve verilerdeki dalgalanmalar, içerdikleri genel trendin de gözlemlenebilir hale getirilmiştir. Böylelikle bir kuruluşun notunun yönü ile polinom fonksiyonun yönü daha etkili gözlemlenebilir hale getirilmiştir.

Türkiye ekonomisine ilişkin verdikleri notlar itibariyle, en sık not açıklayan kuruluşlar Fitch ve Moody's'dir. S&P, analize dahil edilecek sıklıkta not açıklaması yapmamıştır. İlgili periyod boyunca (görünüm ve teyit içeren raporlar dahil) Fitch 36, S&P 28 ve Moody's 10 kez not açıklamıştır. Her bir grafikte, tüm periyodu 2 yıllık dilimlere ayıran dikey çizgiler yer almaktadır. Bu sınır çizgileri ilgili yılın 4. Çeyreği itibariyle çizilmiştir ve aynı çeyrek itibariyle, kuruluşların verdikleri notların, dilimin başlangıcına göre "yönü" itibariyle oklar kullanılmıştır. Diğer bir ifade ile 2 yıllık bir dilimin başındaki not ve sonundaki not karşılaştırılarak, ilgili dilimde ekonominin yönüne ilişkin nota göre, yukarı veya aşağı oklarla bu durum gösterilmektedir. Araştırmanın tüm zaman dilimi için, ilgili kuruluşların açıkladıkları notlandırmalar, Ek-1 olarak verilmektedir.

1998 yılından başlayarak, ikişer yıllık periyodlar itibariyle, yukarıda belirtilen ilkeyle, üç kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye için verdiği notların yönü Tablo-1'de gösterilmektedir:

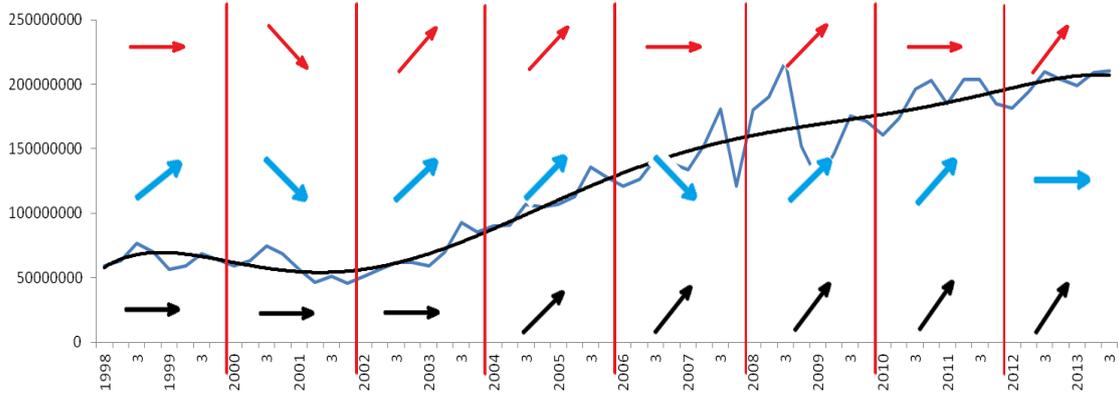
Tablo 1: İkişer Yıllık Periyodların Başı ve Sonu İtibariyle Not Değişimlerinin Yönü

	1998- 2000	2000- 2002	2002- 2004	2004- 2006	2006- 2008	2008- 2010	2010- 2012	2012- 2014
Fitch	→	↘	↗	↗	→	↗	→	↗
S&P	↗	↘	↗	↗	↘	↗	→	→
Moody's	→	→	→	↗	↗	↗	↗	↗

Tablo-1'deki her bir dilimin başındaki ve sonundaki not karşılaştırılarak ok yönü belirlenmiştir. Örneğin 2012 yılı başındaki Fitch notu BB+ (Durağan) iken 2013 sonu itibariyle BBB- (Durağan) düzeyine yükselmiştir veya 2012 yılı başı itibariyle S&P notu BB+ (Durağan) iken, 2013 sonu itibariyle yine BB+ (Durağan) seviyesinde teyit edilmiştir.

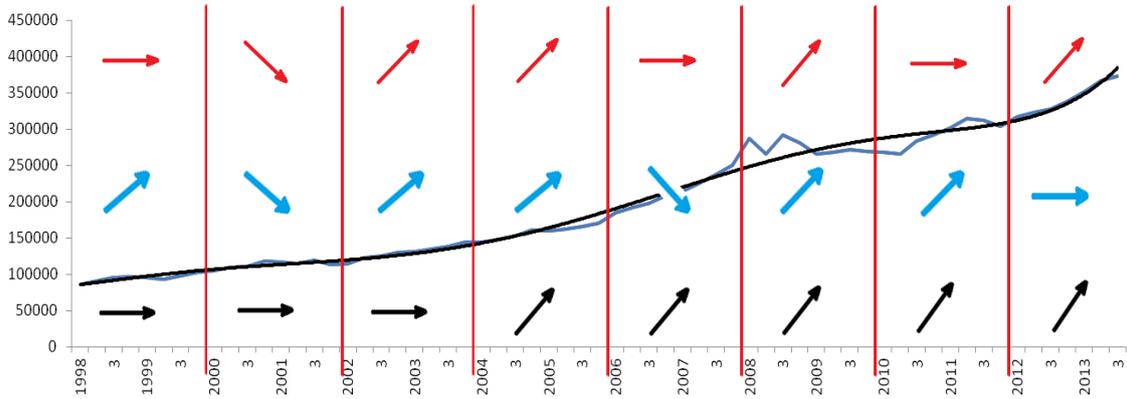
Bu aşamada, Tablo-1'de belirlenen notların yönüne ilişkin oklar, GSYİH, Dış Borç Stoku, Cari İşlemler Hesabı ve Enflasyon değişkenlerinin grafikleri üzerine yerleştirilerek elde edilmiş 8 farklı grafik oluşturularak, her bir değişkenin seyri ile kredi notunun yönü hakkında bilgi edinebilme imkânı yaratılmıştır.

Grafik 1: GSYİH (Çeyreklik Düzeyler, ABD Doları)

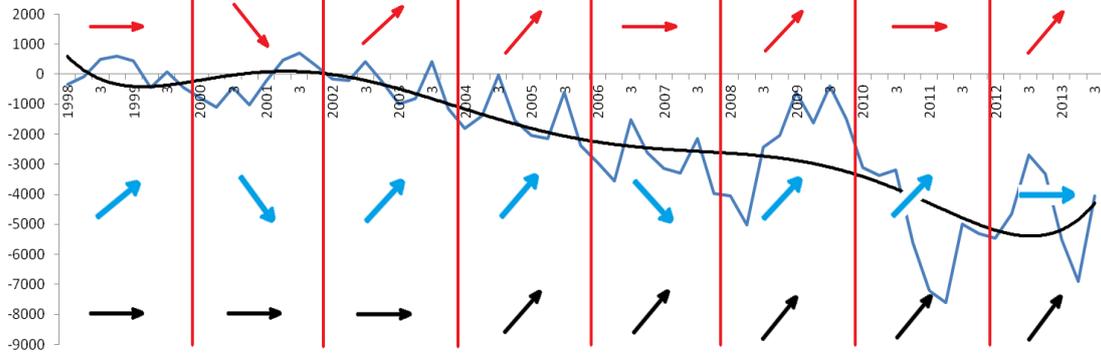


Veri Seti Kaynağı: TCMB, EVDS., S&P, Moody's ve Fitch Resmi Web Sayfaları.

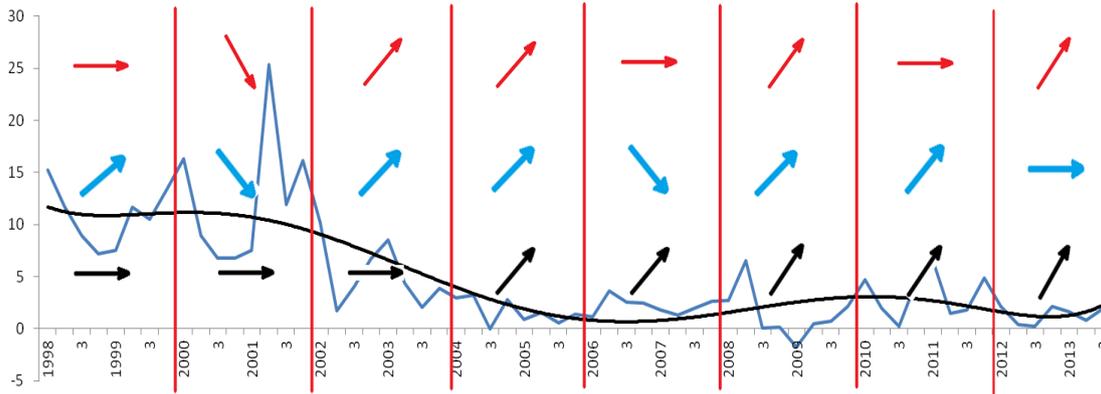
Grafik 2: Dış Borç Stoku (Çeyreklik Düzeyler, ABD Doları)



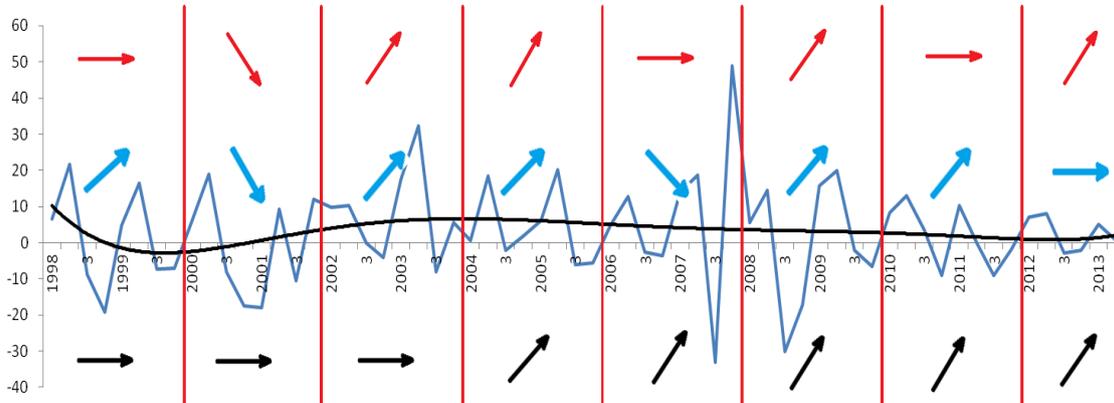
Veri Seti Kaynağı: TCMB, EVDS., S&P, Moody's ve Fitch Resmi Web Sayfaları.

Grafik 3: Cari İşlemler Açığı (Çeyreklik Düzeyler, \$).

Veri Seti Kaynağı: TCMB, EVDS., S&P, Moody's ve Fitch Resmi Web Sayfaları.

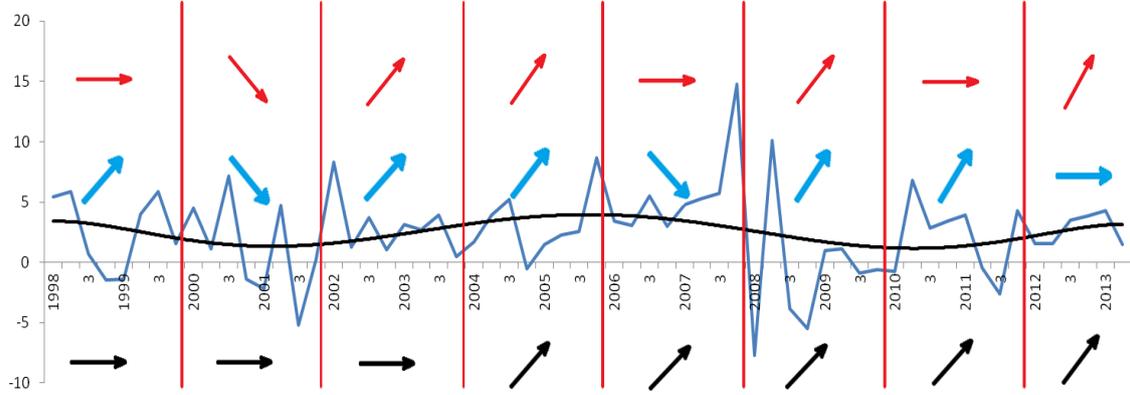
Grafik 4: Enflasyon Oranı (Çeyreklik).

Veri Seti Kaynağı: TCMB, EVDS., S&P, Moody's ve Fitch Resmi Web Sayfaları.

Grafik 5: GSYİH Büyüme Oranı (Aynı Yılın Bir Önceki Çeyreğine Göre % Değişme, \$).

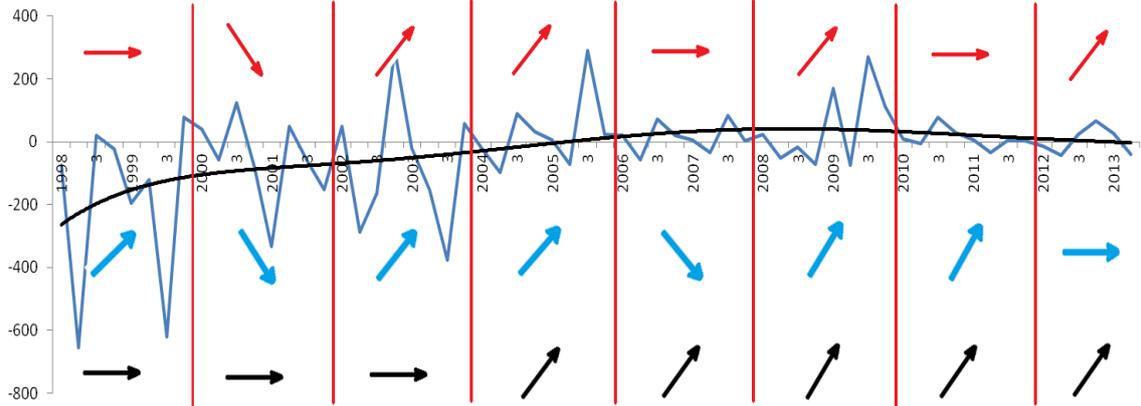
Veri Seti Kaynağı: TCMB, EVDS., S&P, Moody's ve Fitch Resmi Web Sayfaları

Grafik 6: Dış Borç Stoku Oranı (Aynı Yılın Bir Önceki Çeyreğine Göre % Değişme, \$).



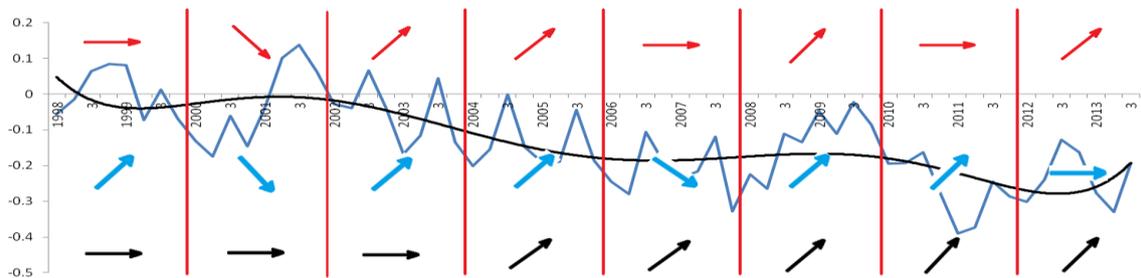
Veri Seti Kaynağı: TCMB, EVDS., S&P, Moody's ve Fitch Resmi Web Sayfaları.

Grafik 7: Cari İşlemler Oranı (Aynı Yılın Bir Önceki Çeyreğine Göre % Değişme, \$).



Veri Seti Kaynağı: TCMB, EVDS., S&P, Moody's ve Fitch Resmi Web Sayfaları.

Grafik 8: Cari İşlemler Açığı'nın GSYİH'ya Oranı (\$).



Veri Seti Kaynağı: TCMB, EVDS., S&P, Moody's ve Fitch Resmi Web Sayfaları.

6. Sonuç, Gözlem ve Genel Değerlendirme

1998-2014 (2013 sonu) dönemi için 2 kritik nokta söz konusudur: 2001 ve 2008. Bu yıllarda ekonomi önemli iki kırılma yaşamıştır. Bu iki yıl, her değişkende kendini belirgin olarak hissettirmektedir. Ayrıca 2012 yılı da önceki dönemlere göre eğilimlerin etkilendiği bir yıldır ve 2012-2014 döneminin eğilimleri 2014 ve sonrası için çıkarımlar yapabilmek için kritik bir dönem konumunu almıştır.

Buna göre Grafik-1 incelendiğinde, GSYİH, 2001 kriziyle belirgin azalıştan sonra, 2008'e değin düzenli bir artış seyrine girdiği gözlenmektedir. Ancak 2008-2012 arasında, önceki dönemlere nazaran daha düşük hızlarda artışını devam ettirse de, 2012-2014 dönemi itibariyle artış hızı düşme eğilimini devam ettirmiş ve durgunluk eğilimi güçlenmiştir. 2000-2014 arası seyirdeki GSYİH dalgalanmaları, Fitch ve S&P notlarına iki dönem dışında aynen yansımıştır. Yalnızca 2006-2008 dönemindeki azalış eğilimine Fitch temkinli yaklaşırken, S&P not düşürerek tepki vermiştir. Bunun dışında 2012-2014 dönemi için ise, GSYİH daralmasına S&P temkinli yaklaşırken, FİTCH notunu yukarı yönlü vermeye devam etmiştir. Moody's 2002'de başlayan yükseliş trendine temkinli iken, sonrasındaki artış eğilimi süresince notunu da yukarı yönlü devam ettirmiş, dalgalanmalara karşı kayıtsız bir not sürekliliği sergilemiştir. Bu durumda en hassas notun sırasıyla S&P, Fitch ve Moody's olduğu söylenilebilir.

Grafik-2'de, Dış Borç Stoku gösterilmektedir ve özellikle 2004'ten itibaren, önceki dönemlere göre artış trendini yükselttiği gözlemlenmektedir. Her ne kadar 2008-2012 dönemi görece olarak 2004-2008'e göre azalarak artan bir seyir gösterse de, 2012 sonrası dönemde, her iki döneme (2004-2008 ve 2008-2012) göre çok daha belirgin bir artış trendine girmiştir. Kredi notları itibariyle, bu durum S&P notunda kendini göstermektedir. 2012 sonrasındaki trendi aşan artış ise S&P notunda kendini göstermiştir. Dış borç stokundaki kesintisiz (kısmen 2008-2012 döneminde dalgalansa da) artışa rağmen Moody's notu kesintisiz artışlarla devam ettiği için, borç stokundaki artışa karşı kayıtsız olduğu söylenilebilir. Fitch notunda da, Moody's kadar olmasa da bir bağlantısızlık olduğu söylenilebilir.

Grafik-3'teki Cari İşlemler Açığı hesabı verileri incelendiğinde, açığın 2002'den itibaren istikrarlı bir artış gösterdiği ve bu durumun (2008-2010 döneminde kısmen bir iyileşme gözlemlense de) 2012 değin sürdüğü gözlemlenmektedir. Artış eğiliminin azaldığı 2008-2010 dönemi her üç kuruluşun notu ile de uyum içindedir. Ancak 2012-2014 dönemindeki belirgin azalma eğiliminin olumluluğu S&P'de gözlemlenemezken, Fitch ve Moody's notlarında kendini göstermektedir. Cari işlemler açığının dalgalanması; Moody's hiç uyum göstermezken, 2012-2014 dönemindeki azalmaya Fitch ile birlikte uyum göstermiştir. S&P ise 2012-2014 dönemini temkinli notlandırmıştır. Sonuçta, en uyumlu not Fitch ve ardından S&P notudur.

Grafik-4'ün gösterdiği Enflasyon değişkeninde ise, 2002-2008 arasında gözlemlenen belirgin düşüşün beklenen olumluluğu S&P'nin 2006-2008 arasındaki olumsuz notu dışında, neredeyse üç kuruluşun tüm notları ile uyumluluk gösterdiği söylenebilmektedir. 2008-2010 arasındaki enflasyon artışına rağmen kuruluşların

yönleri bu olumsuzluğu yansıtmamakta, olumlu notlar olarak kendini göstermektedir. Ancak 2012-2014 döneminde ve özellikle 2013'te başlayan enflasyon eğilimindeki artış yalnızca S&P notunda kendini göstermektedir. Genel olarak enflasyonun düşüş eğilimine girdiği (2001 şokuna rağmen) 2000 yılından itibaren, enflasyon düşüşleri ile not bağlantısı en fazla Moody's notunda kendini gösterirken, sırasıyla Fitch ve S&P uyumluluk göstermektedir.

Grafik-5 GSYİH artış oranlarını göstermektedir. 2002 öncesi dönemde, GSYİH artış oranlarındaki kriz etkisi Moody's dışındaki diğer iki kuruluşun notlarında görülmektedir. 2002 sonrasında GSYİH'nın, bir önceki çeyreğe göre artış oranlarındaki istikrar düzenli bir azalış trendi içindedir. 2002 sonrasında en az dalgalanma gösteren bu değişken, yalnızca Moody's notundaki istikrar ile örtüşmektedir. 2002 sonrasında, bu istikrarlı değişkene rağmen en çok dalgalanan not S&P notu ile, Fitch notu görece daha istikrarlıdır.

Grafik-6'da gösterilen oransal değişimler itibariyle dış borç stoku incelendiğinde, dış borç stokunun oransal artışının olumsuz etkisi yalnızca S&P notunda ve 2006-2008 ile 2012-2014 dönemlerinde kendini göstermektedir. Oransal artışın en az olduğu 2010-2012 dönemindeki verinin olumluluğu Moody's ve S&P notunda kendini gösterip yukarı yönlü botlarla kendini gösterirken, Fitch notunun bu etkisi içermediği söylenilebilir.

Grafik-7'ye göre, Cari İşlemler açığının oransal değişimindeki 2008'e değin süren artışlara rağmen Moody's notunun kayıtsız kaldığı söylenilebilir. Fitch Notu ise küçük dalgalanmalarla dahi uyumluluk göstermektedir. Örneğin oransal açığın 2012'deki düzenliliği Fitch notuna artış yönünde yansımıştır. Bu itibarla S&P notundan daha tutarlı olduğu söylenilebilir.

Son olarak Grafik-8 incelendiğinde, Cari işlemler açığının GSYİH'ya oranı değişkenindeki en belirgin iyileşmenin görüldüğü 2012-2014 dönemi Fitch ve Moody's notuna yukarı yönlü yansımışken, S&P notunda aynı olumlu etkiyi gösterdiği söylenilebilmektedir. Diğer taraftan, 2002'den itibaren, dalgalanarak da olsa sürekli büyüyen cari işlemler açığının GSYİH'ya oranına, Fitch notunun Moody's notuna oranla daha iyi bir gösterge olduğu söylenilebilir. S&P notu ise, oransal artışlardaki dalgalanmalarla birçok kez ters yönlü notlandırma yaptığı görülmektedir. Diğer taraftan ilgili orandaki bir diğer belirgin iyileşme dönemi olan 2008-2010 döneminde S&P notu zıt yönde iken, 2010-2012 dönemindeki bozulma da S&P notundan gözlemlenmemektedir. İlgili orandaki dalgalanmaları en iyi yansıtan notun Fitch notu olduğu söylenebilir.

Tablo 2: Türkiye'nin 2008-2014 Dönemi Not Hareketleri

	gsyih	dbs	cih	enf	büyüme	dbs%	cih%	cih/gsyih
Fitch	√√	√√	√√√	√√	√√	√	√√√	√√√
S&P	√√√	√√√	√√	√	√	√√√	√√	√
Moody's	√	√	√	√√√	√√√	√√	√	√√

Notlandırmaların değişkenlerle olan ilişkileri itibariyle Tablo-2 oluşturulmuştur. Bu tabloda her bir Kuruluşun, her bir değişkene ilişkin notlandırmalarının ilişkiselliği derecelendirilmiş ve en iyi ilişki “√√√” ile gösterilirken en zayıf ilişki derecesi “√” ile gösterilmiştir. Buna göre Fitch (18) uyumluluk gösterirken, S&P (16) ve Moody's (14) uyumluluk göstermektedir. Ancak genel olarak açıkladığı not sayısı ve dalgalanmalara daha fazla tepki veren ve genelde düşük notlar vermekte S&P'nin daha tepkili olduğu söylenilebilir. Moody's ise değişkenlerdeki dalgalanmalara en az tepkiyi verdiği ve en az not açıklıyor olması, Türkiye ekonomisine ilişkin takibine ilişkin daha genelleyici ve dalgalanmalara rağmen olumlu olduğu söylenilebilir.

Kısacası, sırasıyla Moody's ve Fitch notlarının genel olarak daha olumlu ve istikrarlı olması yanında S&P notlarının, ekonomideki değişkenlerle daha yakından ilişkili olduğu ve değişkenlerdeki hareketlerle daha fazla ilişki içinde olduğu söylenilebilmektedir. Son olarak, 2014 yılı içerisinde kredi derecelendirme kuruluşlarından iyimser bir tahminle negatif bir görünüm açıklamaları beklenirken, optimum bir tahminle not indirimine gitmeleri beklenmektedir. Bu indirim ve/veya negatif görünümün ilk çeyrekte gerçekleşmesi ise, bütün bir 2014 yılında etkili olabileceği 2015'e de etkilerini taşıyabilecektir. Sırasıyla en iyimser kuruluş Moody's, Fitch ve S&P'dir. Sonuç olarak, muhtemel not düşüşü ilk olarak S&P'den ve devamında Fitch ve ardından da Moody's'den gelmesi beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- ARAS, G. (2007). “Basel II bankacılık Düzenlemelerinin Ekonomiye ve Reel Sektöre Yansımaları”, Deloitte, CEO/CFO Seri,
- BERBER, B. A., (2013). “Derecelendirme Kuruluşları”, www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_23.pdf (20.12.2013).
- BESSIS, J. (2002). **Risk Management in Banking**, Second Edition, John Wiley&Sons Ltd., West Sussex.
- DIMITRIJEVIC, A., (2012). “Ülkelerin Kredi Notunu Nasıl Belirliyoruz?”, **Standart&Poor's Raiting Services**, McGraw-Hill.

- EMİR, M. UYSAL, M. ve DOĞRU, B. (2013). "Ülkelerin Risklilik Durumu ile Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği", Atatürk Üniversitesi, **İİBF Dergisi**, 27(2), 79-92.
- EREN, E. (2010). "Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği", BDDK, **Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, 4(2), 111-144.
- ERKAN, M. ve DEMİRCİOĞLU, M. Y., (2010). "Ülke derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi", İnönü Üniversitesi, **Hukuk Fakültesi Dergisi**, 1(1), 107-132.
- ERKAN, M. ve DEMİRCİOĞLU, M. Y., (2011). "Türkiye'ye Verilen Derecelendirme Notlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisinin Yıllar İtibariyle İncelenmesi", İnönü Üniversitesi, **Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2(1), 209-239.
- ERTÜRK, H. (2013). "S&P ve Türkiye'nin Kredi Derecelendirmesi", www.yatirimfinans.net/resources/kredi_derecelendirme.pdf (21.12.2013).
- ÇALIŞKAN, Ö. V. (2002). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri", Gazi Üniversitesi, **İİBF Dergisi**, 1, 53-66.
- GEÇER, T., (2012). "Kredi Sistemi ve Kredi Garanti Programları", İstanbul Ticaret Üniversitesi **Sosyal Bilimler Dergisi**, 11(21), 215-228.
- GÜNEŞ, S., (2007). "Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği", **Sosyoekonomi**, 2007(1), 11-32.
- GÜR, T. H. ve ÖZTÜRK, H. (2011). "Ülke Riski, derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler", **Sosyoekonomi**, 2011(2), 69-92.
- İNSEL, A. ve SUNGUR, N. (2003). "Sermaye Akımlarının Temel makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV", Türkiye Ekonomi Kurumu, **Tartışma Metni**, Nu.8.
- KAR, M. ve TATLIÖZ, F. (2008). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi", KMU, **İİBF Dergisi**, 10(14), 436-458.
- KARAGÖL, E. T. ve MIHÇIOKUR, Ü. İ. (2012). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar", **SETA Rapor**, Ankara.
- KARAGÖZ, M. A. (1990). "Kredi Değerlerinin Tespiti", HDT Müsteşarlığı Dergisi, 90(1).
- KARAGÖZ, K. (2007). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler", **Journal of Yaşar University**, 2(8), 927-948.
- KULA, F., (2003). "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", CÜ., **İİBF Dergisi**, 4(2), 141-154.

- LUCE, E., (1999). *Financial Times*, June 7, Drabek-Payne, p.7.
- ÖZCAN, B. ve ARI, A. (2010). “Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği”, İ.Ü., **Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, 12, 65-88.
- SACK, J. S. and JURİS S. M. (2007), “Rating Agencies: Civil Liability Past and Future”, **New York Law Journal**, 238;88.
- STIMPSON, D. (1992). “Global Credit Analysis”, **Moody’s Investor Service**, London.
- S&P, (2013). “Yani Yatırımcılar Türkiye’ye Girerken, Şirketler Sınırların Dışına Doğru Genişliyor”, S&P, **Ratings Services**.
- YARDIMCIOĞLU, M. ve BORA, K. (2013). “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri”, **KSÜ, İİBF Dergisi**, 3(1), 111-118.
- YAZICI, M., (2009). “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, **Maliye ve Finans Yazıları Dergisi**, 82, sayfasız.
- <http://www.fitchrating.com>
- <http://www.moody.com>
- <http://www.standartandpoors.com>

EK-1: Türkiye'nin 2008-2014 Dönemi Not Hareketleri (Yalnızca Artış-Azalışlar)

Fitch	S&P	Moody's
B+ (Aralık 1996)	B (1998)	B1 (Mart 1997)
BB- (Nisan 2000)	B+ (Nisan 2000)	Ba3 (Aralık 2005)
B+ (Nisan 2001)	B (Şubat 2001)	Ba2 (Ocak 2010)
B (Ağustos 2001)	B- (Nisan 2001)	Ba1 (Haziran 2012)
B- (Mart 2003)	B (Temmuz 2003)	Baa3 (Mayıs 2013)
B+ (Şubat 2004)	B+ (Ekim 2003)	
BB- (Ocak 2005)	BB- (Ağustos 2004)	
BB+ (Aralık 2009)	BB (Şubat 2010)	
BBB- (Şubat 2013)	BB+ (Mayıs 2012)	

EK-2: Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Baremleri

Fitch	Moody's	S&P	
AAA	Aaa	AAA	En Yüksek Dereceli
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	Yüksek Dereceli
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	Üst Orta Sınıf
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	Alt Orta Sınıf
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	
BB	Ba2	BB	Yatırım Yapılamaz Spekülatif
BB-	BA3	BB-	
B+	B1	B+	
B	B2	B	Son Derece Spekülatif
B-	B3	B-	
	Caa1	CCC+	Önemli Riskler
	Caa2	CCC	Aşırı Spekülatif Riskler
CCC	Caa3	CCC-	
	Ca	CC	Kurtarılması Gereken, İflas Eğişi
		C	
DDD			
DD	C	D	İflas
D			

EK-3: 6. Derece Polinomlar

Değişken Tanımı	Grafik Nu.	Polinom
GSYİH	1	$y = -0.2163x^6 + 44.936x^5 - 3531.7x^4 + 127590x^3 - 2E+06x^2 + 1E+07x + 5E+07$
Dış Borç Stoku	2	$y = 0.0002x^6 - 0.0292x^5 + 1.5726x^4 - 32.206x^3 + 206.81x^2 + 2379.9x + 83357$
Cari İşlemler Açığı	3	$y = 2E-05x^6 - 0.0034x^5 + 0.2423x^4 - 8.1049x^3 + 124.46x^2 - 781.37x + 1257.8$
Enflasyon Oranı	4	$y = 4E-08x^6 - 7E-06x^5 + 0.0005x^4 - 0.0152x^3 + 0.1919x^2 - 0.9619x + 12.497$
GSYİH Oranı	5	$y = 5E-08x^6 - 1E-05x^5 + 0.0009x^4 - 0.0385x^3 + 0.7763x^2 - 6.5357x + 16.03$
Dış Borç Stoku Oran	6	$y = -2E-08x^6 + 4E-06x^5 - 0.0003x^4 + 0.0078x^3 - 0.0917x^2 + 0.1928x + 3.2928$
Cari İşl. Açığı Oran	7	$y = -2E-07x^6 + 5E-05x^5 - 0.0045x^4 + 0.1929x^3 - 4.1655x^2 + 47.142x - 305.91$
Cari İşl. Açığı/GSYİH	8	$y = 1E-09x^6 - 3E-07x^5 + 2E-05x^4 - 0.0007x^3 + 0.01x^2 - 0.0642x + 0.1019$