

ÜLKE KREDİ NOTU DEĞERLENDİRME KRİTERLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE: AB İLE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ

Yrd. Doç. Dr. Serap OVALI

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İletişim Fakültesi, (sovali@ktu.edu.tr)

ÖZET

Ülkelerin finansal yükümlülüğünü yerine getirme potansiyelinin bir göstergesi olarak kredi notunun önemi gün geçtikçe artmaktadır. Ülke kredi notu, ülkenin kredibilitesi hakkında derecelendirme kuruluşlarının bağımsız görüşleri olarak tanınlanmakta, ülkenin kredibilitesi ise o ülkenin politik, ekonomik ve sosyal yapısına göre belirlenmektedir. Özellikle küresel krizle birlikte, verdikleri notlarla uluslararası yatırımlara yön veren kredi kuruluşları tartışılmaya ve eleştirilmeye başlanmıştır. Aynı şekilde Türkiye için verilen kredi notları da sürekli tartışma konusu olmuştur. Çalışmanın amacı, Türkiye'nin kredi notu ile derecelendirme kriterlerindeki performansı arasındaki ilişkiyi AB ülkeleriyle karşılaştırmalı olarak ortaya koymaktır. Bu amaçla çalışmada Standard&Poor's'un açıkladığı kredi notları ve derecelendirme kriterlerine ilişkin başlıca göstergelerden yararlanılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme, Ülke Notu, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Politik Risk.

IN TERMS OF COUNTRY CREDIT RATING CRITERIA, TURKEY: THE COMPARATIVE ANALYSIS WITH EU

ABSTRACT

As an indicator of countries' potential to fulfill their financial obligations, credit rating becomes increasingly important. Sovereign rating is defined as the independent assessments of rating agencies about the credibility of a country, and country credibility is determined with regard to the country's political, economical and social structure. Especially within the global crisis, credit rating agencies which affect the direction of international investments through their credit ratings have been started to discuss and criticized. Likewise, credit ratings given for Turkey have been a continuous subject of debate. The goal of the study is to reveal the relationship between credit rating of Turkey and Turkey's performance with regard to rating criteria, comparatively with EU countries. In this context, announced credit ratings by Standard&Poor's and the main indicators related to rating criteria were used.

Keywords: Credit Rating, Sovereign Rating, Credit Rating Agencies, Political Risk.

1. Giriş

Son dönemlerde yaşanan krizlerin de etkisiyle Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK) finansal piyasaların önemli bir parçası haline gelmiştir. Bağımsız faaliyet gösteren bu kuruluşlar, kredi ve tahvil gibi menkul kıymetler satın almak isteyen şirketler ve hükümetler için kredi riskini belirlemektedirler. KDK'ların yatırımcılar için önemli bir bilgi ve fikir kaynağı olmak, menkul kıymetleri ihraç edenler için sermaye piyasalarına erişim kolaylığı sağlamak ve düzenleyicilik gibi fonksiyonları bulunmaktadır (Ryan, 2012:6). Ülke kredi notu, bir ülkenin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirme yeterliliğine sahip olup olmadığı hakkında KDK'ların açıklamış oldukları görüşleri ifade etmektedir. Böylece açıklanan kredi notları hem ilgili ülke için, hem de bu ülkeye yatırım yapmaya karar verecek uluslararası yatırımcılar için büyük önem arz etmektedir. Şöyle ki, yüksek bir kredi notu, ülkenin uluslararası piyasalarda borçlanmak için ödemek zorunda olacağı faizi düşürmekte, düşük bir kredi notu ise ya borçlanma araçlarının elden çıkarılmasını güçleştirmekte veya ödenecek faizi, dolayısıyla da borçlanmanın maliyetini yükseltmektedir.

Günümüzde bazıları bölgesel veya ulusal düzeyde bazıları da global düzeyde faaliyet 100'den fazla KDK olmakla birlikte dünya genelinde derecelendirme yapan ve üç büyükler olarak tabir edilen en büyük üç derecelendirme kuruluşu, Standard&Poor's (S&P), Moody's ve Fitch'dir. Kredi derecelendirmesinin yaklaşık %80'ini yapan Moody's ve S&P tarafından, yaptıkları derecelendirmenin krizleri öngörmek veya belirli bir yükümlülüğün yerine getirilmemesi ile ilgili risk seviyesinin belirtilerini tespit etmek ile yükümlü olmadıklarını, yaptıkları derecelendirmenin yatırımcıya yönelik olarak yatırım araçlarının satılması, satın alınması veya finansal bir yükümlülüğün elde tutulması ile ilgili tavsiye niteliğinde olmadığını yalnızca görüş niteliğinde olduğunu vurgulamaktadırlar (Kräussl, 2000:4). Dünya'da kredi derecelendirme sektöründe en büyük payı alan ve uluslararası yatırımların yönlendirilmesinde son derece önemli rol oynayan bu kuruluşlar, özellikle 2008 yılında patlak veren küresel kriz ile birlikte ciddi eleştirilerle karşı karşıya kalmışlardır. Bu eleştiriler a)kriz sürecinde türev ürün ve konut piyasasındaki gelişmelerin zamanında değerlendirilememiş olması b)kredi notu verme sürecinin şeffaf olmaması c)kredi derecelendirme sektöründe en büyük payı sayılan bu üç kuruluşun alıyor olması dolayısıyla da rekabetin eksikliği, d)kuruluşların denetlenememesi e)yanlış yönlendirmeleri durumunda sorumlu tutulamamaları konuları üzerinde yoğunlaşmıştır (Ryan, 2012:8-10).

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme kriterlerini sınıflandırarak yararlanıcıların bilgisine sunmaktadır. Ancak bu kriterlerin derecelendirme sürecinde ağırlıklarının ne olduğu ve ülkelerin değerlendirilme süreciyle ilgili şeffaflığın olmaması bu kuruluşların eleştirildiği önemli noktalardan biridir. Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde KDK'ların değerlendirmeleri ile ilgili eleştiriler olduğu gibi Türkiye'ye verilen kredi notları da geçmişten günümüze sürekli tartışma konusu olmuştur. Bu bağlamda, bu çalışmada Türkiye'nin ekonomik durumu ile verilen kredi notları arasındaki ilişkiler, AB ülkeleri ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Bu amaçla ortaya koyulan çalışma şu şekilde planlanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde kredi derecelendirme sistemi ve S&P'nin kullandığı değerlendirme kriterleri açıklanmıştır. Üçüncü bölümde Türkiye ve AB ülkelerine ilişkin Dünya Bankası (World Bank-DB), Uluslararası Para Fonu (International Monetary Found-IMF), Eurostat, Heritage ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) gibi çeşitli uluslararası ve ulusal kurumların raporlarından elde edilen

verilerden yararlanılarak politik, ekonomik, mali, parasal ve dışsal göstergeler bakımından ülkelerin performansları analiz edilmiştir. Sonuç bölümünde değerlendirme kriterleri açısından ülkelerin performansları ile bu ülkelere verilen kredi notları arasındaki ilişki konusunda bir değerlendirme yapılmış ve Türkiye'nin karşılaştırma grubundaki ülkeler dikkate alınarak avantajlı ve dezavantajlı olduğu göstergeler ortaya koyularak açıklanan kredi notlarında özellikle hangi değişkenlerin yönlendirici olduğu ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda Türkiye'nin Fitch ve Moody's tarafından 2014 yılı itibarıyla "yatırım yapılabilir" ülke kategorisinde olmasına rağmen S&P tarafından "yatırım yapılamaz" ülke konumunda kabul edilmesi dolayısıyla S&P'nin açıkladığı kredi notları kullanılmıştır. Böylece bu kuruluşun değerlendirmesinin hangi kriterlerden daha fazla etkilendiği ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

2. Kredi Derecelendirme Sistemi ve Değerlendirme Kriterleri

Kredi derecelendirme, genel olarak bir ülkenin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanan bağımsız bir görüşü ifade etmektedir. S&P'a göre kredi derecelendirmesi, şirketler, devletler veya belediyeler gibi menkul kıymet ihraç eden kesimlerin mali yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirme kapasitesi ile bu konudaki istekliliğine dair S&P'un görüşleridir (<http://www.standardandpoors.com>). Bu görüşlerin ortaya çıkabilmesi için KDK'lar tarafından çeşitli kriterlere göre değerlendirme yapılmakta ve elde edilen sonuçlar, yararlanıcılar tarafından daha basit anlaşılabilmesi için belli sembollere dönüştürülmektedir. Her derecelendirme kuruluşu değerlendirmede kendi yöntemlerini kullanmaktadır. Kredi derecelendirme, genelde talep doğrultusunda ve belirli bir ücret karşılığında şirketlerin veya ülkelerin ihraç ettiği finansal araçların para ve sermaye piyasalarındaki rolünü ve etkisini değerlendirmede kullanılır. Ayrıca bir şirketin veya ülkenin isteği dışında da yatırımcı yararı için kredi derecelendirmesi yapılabilmektedir. KDK'ların şirketlere, finansal araçlara ve ülkelere verdikleri notlar, yatırımcılar için paralarını yönlendirecekleri şirket veya ülkeye karar vermelerine yardımcı olmaktadır. Kredi derecelendirmesini bilgi kaynağı olarak kullanan başlıca gruplar; tahvil ve hisse senedi ihraç edenler ile bu araçları satın alan bireyler, kurumsal yatırımcılar ve yatırım danışmanlarıdır. Derecelendirme kuruluşları yatırımcıları, kredibilitiyi belirlemenin hem zahmetinden hem de maliyetinden kurtarmaktadır (Blaurock, 2007:7).

Küreselleşme sürecinde sermaye piyasasının şeffaflığının giderek azalması ve özellikle Avrupa'da yeni finansal araçların ortaya çıkması derecelendirmenin önemini arttırmış ve KDK'lar tarafından taahhüt edilen bağımsız bir aracı tarafından sağlanan güvenilir bilgi ihtiyacını doğurmuştur. Başta Amerikalı yatırımcılar olmak üzere pek çok yatırımcı derecelendirilmiş olan kıymetlere yatırım yapmayı diğerlerine tercih ettiğinden hükümetler uluslararası sermaye piyasalarına girişlerini kolaylaştırmak amacıyla derecelendirme talep etmektedirler (Cantor&Packer, 1996:38). Yatırımcılara ülkelerin kamu borçlarını geri ödeyebilme gücü hakkında bağımsız görüş tedarik eden KDK'lar, bu bağlamda önemli rol oynamaktadır. Aynı zamanda bu kuruluşlar, tahvil ihraççıları ve onların yatırımcıları arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılmasına da yardımcı olmaktadır. Kredi derecelendirmesi, yatırımcılara, diğer piyasa katılımcılarına ve halka ücretsiz açık olmasıyla da piyasaların verimliliğine katkıda bulunmaktadır (Dimitrijevic, 2012:2). Derecelendirmenin ekonomik hayata kazandırdığı faydalar şu şekilde özetlenebilir; (Yazıcı, 2009:4).

- 1) Ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırır.
- 2) Ekonominin dış kaynak teminini ve piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlar.
- 3) Ekonomideki genel risk düzeyini sınırlandırırken, mali işlemlerin etkinliğini artırır ve büyümenin daha etkin finansmanını sağlar.

Derecelendirmenin, bir ülke ekonomisinin ihtiyaç duyduğu yabancı kaynağa kolayca ulaşmasında, mali piyasalarının gelişmesinde ve ekonomideki genel risk düzeyini azaltarak sürdürülebilir şekilde büyümesine olanak sağlamasında önemli rolü bulunmaktadır. Günümüzde dünyada az gelişmiş birkaç ülke dışında kredi derecelendirmesi yapılmayan ülke yoktur.

S&P, Mood's ve Fitch'in yaptıkları değerlendirmelerde kullandıkları kriterler ve not açıklama sistemleri birbirlerine oldukça benzerdir. Derecelendirme kuruluşlarının not sistemine bakıldığında üç kuruluşun da kredi notuyla ülkeleri "Yatırım yapılabilir seviye", "Spekülatif seviye" ve "İflas seviyesi" olarak üç ana kategoriye ayırdığı görülmektedir. S&P ve Fitch'in not sistemi büyük ölçüde benzer olup Moody's daha farklı bir harf sistemi kullanmaktadır. Aşağıda her üç kuruluşun da not sistemi açıklanacak ancak ilerleyen analizlerde S&P'un açıkladığı kredi notları kullanılacaktır. 2014 yılı itibarıyla Türkiye'yi diğer kuruluşların aksine "Spekülatif seviye"de değerlendirerek eleştirilerin odağı haline gelmesi, Türkiye için en fazla kredi notu açıklayan kuruluş olması ve not değişikliğinde ülke ekonomisindeki gelişmelere karşın daha duyarlı görülmesi nedeniyle S&P'un kredi notları kullanılmıştır. Tablo 1'de kuruluşların ülke notu açıklama sistemi birlikte ele alınmıştır.

Yükümlülüğünü zamanında yerine getirme olasılığı en yüksek olan ülkenin kredi notu S&P ve Fitch tarafından AAA olarak belirlenmiştir. Yine bu kuruluşlar tarafından BBB-derecesine kadar olan kredi notları yatırım yapılabilirliği göstermekte, daha düşük notlar ise yatırımcılar için riskli kabul edilmektedir. "BB", yatırımcılar tarafından düşünülen yüksek riskli nottur. "B" kredi notu, ülkenin finansal ve ekonomik koşullara karşı savunmasız olduğunu ancak finansal taahhütleri karşılama gücü olduğunu göstermektedir. "CCC" ise ülkenin finansal ve ekonomik taahhütlerini karşılamak için savunmasız olduğunu ve bunları yerine getirmesinin finansal ve ekonomik koşullara bağlı olduğunu ifade etmektedir. "CC", "C" ve "D" notları ise en düşük ve spekülatif yatırım seviyelerini belirtmektedir. Moody's ise, en yüksek kredi derecesini "Aaa", yüksek kredi seviyelerini ise "Aa1, Aa2, Aa3" notlarıyla ifade etmektedir. İyi kredi derecesi olan "A1, A2, A3", ülkenin finansal taahhütleri karşılamak için güçlü kapasitesi olduğunu ancak olumsuz ekonomik koşullardaki değişimlere karşı duyarlı olduğunu belirtmektedir. Yatırım yapılabilir bir görünüme sahip olan ülkelerin notları "Baa1, Baa2, Baa3" ile gösterilmektedir. "Ba1, Ba2, Ba3" kredi notları ise yatırımcılar tarafından algılanan en yüksek riskli nottur. Spekülatif değer taşıyan ve yatırım yapılamaz durumda olan finansal varlıklar için ise "B1, B2, B3", "Caa, Caa3, Ca" ve "D" sembolleri kullanılmaktadır.

Tablo 1: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Notu Sistemi

S&P	Fitch	Moody's	Açıklama	Seviye	Risk Ağırlıkları
AAA	AAA	Aaa	En yüksek kredi derecesi		
AA+	AA+	Aa1			
AA	AA	Aa2	Yüksek kredi derecesi		%0
AA-	AA-	Aa3			
A+	A+	A1		Yatırım yapılabilir seviye	
A	A	A2	İyi kredi derecesi		%20
A-	A-	A3			
BBB+	BBB+	Baa1			
BBB	BBB	Baa2	Ortanın altı seviye		%50
BBB-	BBB-	Baa3			
BB+	BB+	Ba1	Yatırım yapılamaz		
BB	BB	Ba2			
BB-	BB-	Ba3	Spekülatif	Spekülatif seviye	%100
B+	B+	B1	Önemli derecede spekülatif		
B	B	B2			
B-	B-	B3			
CCC+	CCC	Caa1			
CCC	CCC	Caa2	Şiddetli risk	Aşırı spekülatif seviye	%150
CCC-	CCC-	Caa3			
CC	C	Ca	Aşırı spekülatif		
C		C			
D	DDD DD D	D	Yükümlülüğünü yerine getiremez	İflas seviyesi	

Kaynak: Erişim Tarihi: 14.04.2014, Moody's (2014), <https://www.moodys.com/credit-ratings/Turkey-Government-of-credit-rating-768337>, S&P (2014), <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/us?rpqSearch=NO&pageNav=No&searchText=turkey&searchField=Entity>, Fitch (2014), <https://www.fitchratings.com/gws/en/sector/overview/sovereigns>.

Derecelendirme, yatırımcılara yol gösteren bir araç olarak ilgili ülkenin yatırım ortamındaki risk seviyesini ortaya koymakta ve yatırımların belirlenen risk grubunda değerlendirilmesini sağlamaktadır. Yukarıda açıklanan harf notlarının yanı sıra, kredi notları not izleme kapsamına alındıklarında, birkaç yıl içerisinde bir not değişikliği olması olup olmadığı ve var ise muhtemel değişikliğin yönü de yatırımcılara duyurulmaktadır. Bu

olasılıklar “pozitif”, “durağan”, “negatif”, “gelişen” şeklinde olabilmekte ve not görünümü olarak ifade edilerek açıklanan harf notlarının yanına parantez içinde yazılmaktadır.

KDK’lar tarafından derecelendirme yapılırken dikkate alınan faktör, ülke riskidir. Ülke riski, genel bir ifadeyle bir ülkenin dış borç yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığıdır. Bu olasılık ülkenin kendi iç uygulamalarından kaynaklanabileceği gibi uluslararası faktörlerden de kaynaklanabilmektedir. S&P, ülkeler için açıkladığı derecelendirme kriterlerinin, bir ülkenin devlet borçlarının vaktinde ve tamamıyla ödenmesi ile ilgili isteklilik ve kapasiteyi etkilediğine inanılan çeşitli unsurları kapsadığını belirtmektedir. Buna göre yapılan analiz, bir ülkenin geçmiş ekonomik ve siyasi döngülerdeki performansına ve aynı zamanda gelecekteki ekonomik döngüler boyunca artıp azalabilecek finansal ve parasal esnekliğine işaret eden faktörlere odaklanmaktadır (Dimitrijevic, 2012:13). S&P tarafından kullanılan ve kredi derecelendirmesinin temelini oluşturan faktörler Tablo 2’de gösterilmiştir.

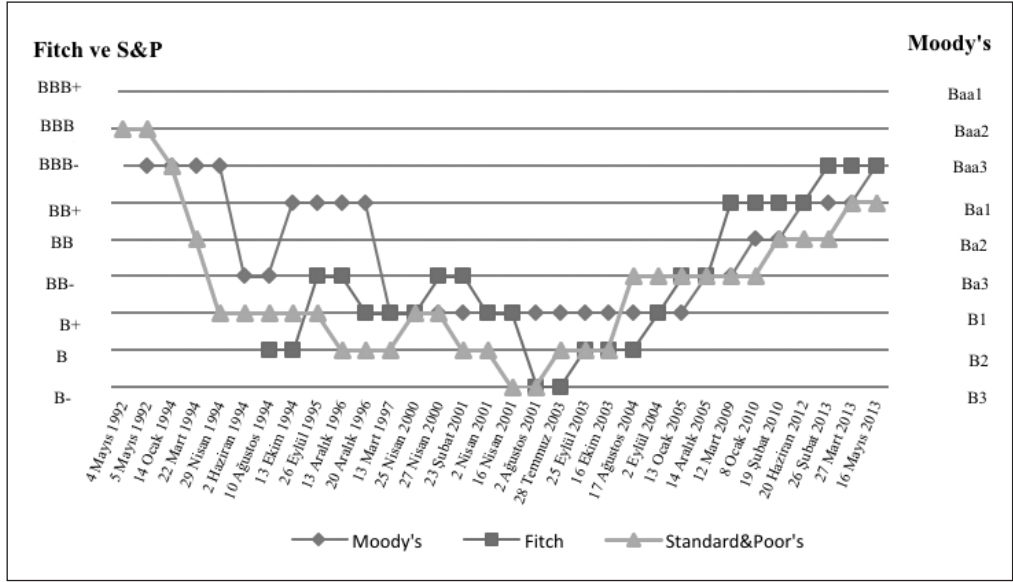
S&P, kredi notu belirleme sürecinde ülkenin derecelendirme notunu politik, ekonomik, harici, mali ve parasal skorlar olmak üzere beş ana faktör üzerinden incelemekte, daha sonra bu beş skor, kriterler doğrultusunda birleştirilerek ülke ekonomisinin dayanıklılığı, kamu kurumlarının güçlü yapısı ve etkili karar alma etkinliği gibi faktörleri kapsayan devlet borçlarına yönelik “politik ve ekonomik profili” ile mali denge ve borç yükünün sürdürülebilirliği gibi faktörlerden oluşan “esneklik ve performans profili” oluşturulmaktadır. Bu iki profil daha sonra bir “gösterge niteliğinde kredi derecelendirme seviyesi” belirlemek için kullanılmaktadır. Genel beklenti, ülkelerin yabancı para cinsinden kredi derecelendirmelerinin benzer ülkelerle kıyaslandığındaki çoğunlukla gösterge niteliğindeki derecelendirme seviyesinin bir basamak altında veya üstünde olacağı yönündedir (Karagöl&Mıhçıokur, 2012:17).

Tablo 2: Ülke Kredi Derecelendirmesi Çerçevesi (S&P)

Ülke Kredi Notunun Belirlenmesinde Kullanılan Faktörler				
Politik Skor	Ekonomik Skor	Harici Skor	Mali Skor	Parasal Skor
Kurumsal Etkinlik ve Politik Riskler	Ekonomik Yapı ve Büyüme Beklentileri	Harici Likidite ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu	Mali Performans ve Esneklik İle Devlet Borcu	Parasal Esneklik
Kurumsal ve Yönetim Etkinliği ve Ekonomik Profil			Esneklik ve Performans Profili	
Gösterge Niteliğinde Derecelendirme Seviyesi				
İstisnai Faktörler				
Yabancı para birimi cinsinden derecelendirme				
Sıfır ile iki basamaklık yükseltme				
Yerel para birimi cinsinden derecelendirme				

Kaynak: Dimitrijevic, A., Beers, D., Chambers, J & Kraemer, M. (2011), Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, *RatingsDirect on the Global Credit Portal*, June 30, 2011, 10.

Grafik 1: Türkiye'nin Kredi Notlarının Yıllar İtibariyle Seyri



Kaynak: Erişim Tarihi:14.04.2014, <https://www.moodys.com/credit-ratings/Turkey-Government-of-credit-rating-768337>, <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/us?rpqSearch=NO&pageNav=No&searchText=turkey&searchField=Entropy>, <https://www.fitchratings.com/gws/en/sector/overview/sovereigns>

Derecelendirme kuruluşları, kredi notlarını kısa ve uzun vadeli olarak hem yerli hem de yabancı para cinsinden belirlemektedir. Ancak uluslararası finansal piyasalarda ülkenin riskini belirten ve yabancı sermayeye ulaşımında etkili olan, uzun vadeli ve yabancı para cinsinden kredi notudur. Uzun vadeli derecelendirme, 1 yıl veya daha uzun vadeli yükümlülüklerin yerine getirilememe olasılığını ve muhtemel ödeyememe durumunda beklenen finansal zararı yansıtmaktadır (Ghosh, 2013:2).

3. Türkiye'nin Kredi Notu ve AB Ülkeleriyle Karşılaştırma

3.1. Türkiye'nin Kredi Notu Gelişimi

Türkiye'nin kredi notu geçmişi 1991 yılına dayanmaktadır. 1989 yılından sonra sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile Türkiye'ye aşırı bir yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Aynı zamanda uluslararası tahvil piyasasına da giriş yapılmış, başlangıçta ABD'nin savunma amaçlı kredilerine tanınan finansman olanağıyla başlayan dış piyasalarda tahvil satışı giderek yaygınlaşmıştır. Dünya para piyasalarından borçlanmaya başlaması, Türkiye'nin kredi derecelendirme sürecini de başlatmıştır (Karagöl&Mıhçıoğlu, 2012:15). 1992 yılından 2014 yılına kadar S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye'ye verdikleri kredi notları Grafik 1'de verilmiştir.

Türkiye için ilk not açıklaması 1992 yılında Moody's ve S&P tarafından yapılmış, Fitch ise ilk not açıklamasını 1994 yılında yapmıştır. Grafikten, kuruluşların verdiği notların seyrinde

bazı dönemlerde farklılıklar olmakla birlikte genellikle paralellik bulunduğu görülmektedir. Türkiye'nin S&P (BBB) ve Moody's'den (Baa3) yatırım yapılabilir ülke notu olarak başladığı kredi notu sürecinde yıllar itibariyle oldukça dalgalı bir seyir izlenmektedir. Kredi notlarının zaman içinde düştüğü, 2001 yılında yaşanan kriz döneminde en düşük seviyeye indikten sonra 2003 yılından itibaren tekrar yükselmeye başladığı açıkça görülmektedir.

Türkiye'nin kredi notu genel değerlendirmesi şu şekilde yapılabilir; Türkiye, Moody's tarafından 1992 yılında "yatırım yapılabilir ülke" kategorisini gösteren "Baa3" notu ile 23 yıl aradan sonra yeniden "yatırım yapılabilir" ülke kategorisine yükselmiştir. Fitch'in değerlendirmesine göre de 1994 yılında "B" notunun gösterdiği "önemli derecede spekülasyon" ülke kategorisiyle başlayan not süreci, yine iniş çıkışlar göstermiş ve 2014 yılı itibariyle "yatırım yapılabilir" ülke kategorisine yerleşmiştir. Ancak Türkiye, S&P'den 1992 yılında aldığı ve 1994 yılında kaybettiği "yatırım yapılabilir" notunu bir daha alamamış olup halen "yatırım yapılamaz" kategorisinin en üst seviyesini gösteren "BB+" not görünümündedir. Özetle, Türkiye Moody's ve Fitch'e göre Türkiye "yatırım yapılabilir" kategorisinde yer alırken, S&P'a göre "yatırım yapılamaz" kategorisindedir. Gelecekte muhtemel not değişikliğini gösteren not görünümü ise Moody's ve S&P tarafından "negatif" olarak belirlenmiştir. Bu durum gelecekte yapılacak değerlendirmede notun düşürüleceği olasılığının daha güçlü olduğunu göstermektedir. Fitch'e göre ise Türkiye'nin not görünümü yakın gelecekte aşağı veya yukarı not değişimi olasılığının bulunmadığını gösteren "durağan"dır.

3.2. Kredi Notunun AB Ülkeleri ile Karşılaştırması

S&P'nin Türkiye ve AB ülkelerine verdiği uzun dönemli ve yabancı para cinsinden kredi notları Tablo 3'de verilmiştir.

Türkiye, Hırvatistan ve Romanya, Portekiz, Macaristan, Yunanistan ve Güney Kıbrıs'ın da yer aldığı "yatırım yapılamaz" ülke kategorisindedir. Türkiye BB+ notu ile Romanya ve 2013 yılından itibaren AB üyesi olan Hırvatistan ile aynı düzeydedir. Önemli derecede spekülasyon kredi derecesini gösteren en düşük not (B-), Yunanistan ve Güney Kıbrıs'a verilmiştir. Danimarka, Finlandiya, Almanya, Lüksemburg, İsveç ve İngiltere ise kuruluştan en yüksek kredi notu olan "AAA" notuna sahiptir.

Tablo 3: AB Ülkelerinin ve Türkiye'nin Kredi Not Durumu (2014)

Not	Ülkeler	Açıklama
AAA	Danimarka, Finlandiya, Almanya, Lüksemburg, İsveç, İngiltere	En Yüksek Kredi Derecesi
AA+	Avusturya, Hollanda	
AA	Belçika, Fransa	Yüksek Kredi Derecesi
AA-	Çek Cumhuriyeti, Estonya	
A	Slovakya	
A-	Polonya, Slovenya	İyi Kredi Derecesi

Tablo 3 devam

BBB+	İrlanda, Letonya, Malta	
BBB	Bulgaristan, İtalya, Litvanya	Ortanın Altı Seviye
BBB-	İspanya	
BB+	Türkiye , Hırvatistan, Romanya	
BB	Macaristan, Portekiz	Yatırım Yapılamaz
B-	Yunanistan, Güney Kıbrıs	Önemli Derecede Spekülatif

Kaynak: Kaynak: S&P (2014). Erişim Tarihi: 14.04.2014. <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/us?rpqSearch=NO&pageNav=No&searchText=turkey&searchField=Entity>

4. Türkiye İle AB Ülkelerinin Performansları Bakımından Karşılaştırma

Bu bölümde başlıca değerlendirme kriterleri açısından Türkiye ve AB ülkelerinin mevcut performansları ortaya koyulmuştur. Bu kapsamda S&P'nin değerlendirme kriterlerine yönelik politik, ekonomik, finansal, dışsal ve parasal göstergeler ayrı ayrı incelenmiştir. Analizlerde ülkeler kredi notlarına göre yüksekten düşüğe doğru sıralanmış ve kredi notları, ülke isimlerinin yanında ve parantez içinde gösterilmiştir.

4.1. Politik Göstergeler Açısından Karşılaştırma

Ülke notu belirlenmesinde kullanılan en önemli kriterlerden biri politik skordur. Politik skor, belirli bir politik sistemle ilişkisi olmaksızın bir ülkenin kurum ve politikalarının o ülkenin kredi olanaklarını, sürdürülebilir kamu finansmanı oluşturma, dengeli ekonomik büyümeyi teşvik etme ve ekonomik ve politik şoklara cevap verme açısından nasıl etkilediğini ifade etmektedir. Ayrıca politik skor, verilerin ve kurumların güvenilirliği, şeffaflığı, denetime açık olması ve potansiyel risklere karşı duruşu da kapsamaktadır (Dimitrijevic, 2012:4).

Politik skorda değerlendirilen kurumsal yapı ve kurumların etkinliği ile ülkenin ekonomik performansı arasında oldukça güçlü bir ilişki vardır. Kurumsal etkinliğin ekonomi üzerindeki başlıca etkileri şöyle sıralanabilir; (Yapraklı, 2008:303).

- Eksik bilgi nedeniyle ortaya çıkan piyasa aksaklıklarını ortadan kaldırarak ekonomik birimlerin etkin karar almalarını sağlaması,
- Ekonomik işlemlerin daha güvenli ve ucuz yapılmasını kolaylaştırarak etkinlik ve kaliteyi artırması,
- İstikrarlı ekonomik büyümeye yardımcı olması, yoğun rekabet ve ticari riskle karşı karşıya olan ekonomik birimlerin işlem ve bilgi maliyetlerini azaltarak girişimcileri risk alma ve yatırım konusunda teşvik etmesi,
- Kayıt dışı ekonomide yer alan ve küçük ölçekte çalışan özel firmaların kayıt altına alınması yoluyla şeffaflık sağlayarak, yolsuzluk ve rüşvetçiliği azaltması.

Böylece kurumsal yapı, ekonomi üzerinde etkin bir denetim mekanizması oluşturarak ve ekonomik birimlerin yeteneklerini tamamlayarak ekonomik büyüme için gerekli olan verimli kaynakların yaratılmasına katkıda bulunmaktadır. Bu etkisiyle de kurumsal yapı ve etkinlik, ülke kredi notunu belirleyen faktörlerden politik faktörlerden biri olarak kabul edilmektedir.

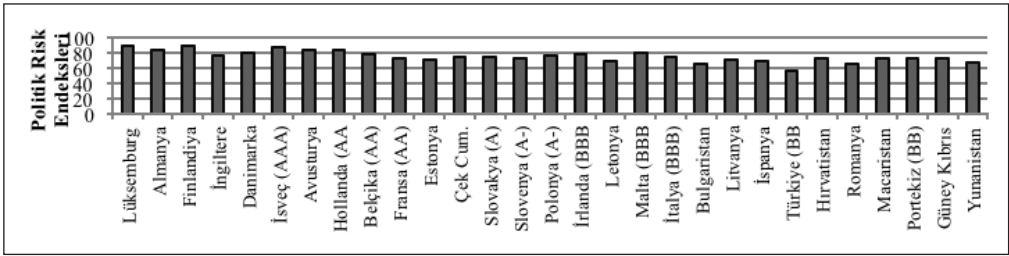
Politik risk değerlendirmesi, ülkelerin dış borçlarını ödeme imkan ve isteklerini etkileyen politik ve sosyal faktörlerle ilgilidir. Bunu tespit edebilmek için o ülkenin politik sisteminin, sosyal bünyesinin ve dış ilişkilerinin detaylı olarak incelenmesi gerekir. Politik istikrarsızlık, ekonomik yaşamı etkileyerek ülkenin borç yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesini engelleyebilir. Dahası politik istikrarsızlık sonucu ülkedeki iktidar el değiştirebilir ve iktidarı devralan hükümetler borcu benimsemek, borç şartlarını yeniden pazarlıkla belirlemek, borç ertelemek gibi yollar seçebilirler. Politik istikrarın başlıca göstergeleri, hükümetin şekli, çalışma prensipleri, devletin kurumları arasındaki ilişkiler ve uyum ile sosyal durum gibi etmenlerdir (Erkan&Demircioğlu, 2010:12).

Politik risk unsurları, ülkelerin borçlarını geri ödemede gösterdiği kararlılığın derecesini ölçmek üzere ülkenin yönetim biçimi, seçim sistemi ve zamanları, iktidar partisinin programı ve iktidarda kalma süresi, dış ilişkiler, uluslararası bütünleşme, ülkenin stratejik önemi ve merkez bankasının bağımsızlık derecesi gibi faktörlerdir (TCMB, 2010:2). Politik riskin ölçülmesi ve değerlendirilmesi oldukça güç olup sistematik bir yaklaşım gerektirmektedir. Ülkenin kendi dinamiklerinin ve uluslararası politik çevrenin sürekli değişiyor olması dolayısıyla politik risk analizlerinin de sürekliliği esastır. Son dönemlerde ortaya çıkan yüksek profilli politik olaylar, finansal piyasaları önemli ölçüde etkilemiş ve yatırımcıların politik risk konusundaki duyarlılığını artırmıştır. Son yıllarda Avrupa’da ortaya çıkan ekonomik-politik krizler, Kuzey Afrika ve Orta Doğu’daki devrimler ve isyanlar, Güney Çin Denizi ve Basra Körfezi’ndeki gerginlikler yoğun ilgi toplamıştır. Ancak, aynı anda ortaya çıkan yasal değişiklikler, yeni tarife engelleri, para kontrolleri gibi daha yaygın politik riskler de uluslararası yatırımları olumsuz etkilemiştir. Politik risk iktisadi varlıkların değerini doğrudan veya dolaylı olarak etkilemektedir (Glancy, 2012:1). Dünya’da sosyalizmin çöküşü ile birlikte serbest piyasa ekonomisine geçiş ve finansal reformların gerçekleşmesinden doğan politik olaylar Doğu Avrupa, Latin Amerika, Asya ve Afrika finans piyasalarına önemli miktarda yabancı sermaye akımına neden olmuştur. Bu olaylar uluslararası yatırımcıları dünya ticaretinin küreselleşmesinin ve sermaye piyasalarının serbestleşmesinin, uluslararası finans sektörünün istikrarını tehdit eden ve finansal krizlerin hızla yayılmasına neden olan risk unsurları olduğu konusunda alarma geçirmiştir. 11 Eylül 2011 olayları ile birlikte söz konusu riskler uluslararası ilişkiler alanında da ciddi anlamda artmış ve ekonomik, finansal ve politik alanlarda karar vericiler açısından analiz ve tahmin yapmak çok daha güç hale gelmiştir (Hoti, McAleer, 2002:1).

Ülke riskinin tespitinde en yaygın kullanılan politik risk endekslerinden biri, International Country Risk Guide (ICRG) tarafından belirlenen “Politik Risk Endeksi”dir. ICRG, 1980 yılından günümüze 140 ülkenin, siyasi, mali ve ekonomik faktörlerde risk endekslerini belirlemek üzere aylık olarak veri toplamaktadır. ICRG’nin sunduğu risk endeksleri uluslararası yatırımlar için kullanılan önemli bir faktördür. ICRG ülkelerin yatırım potansiyelini, tedarikçilerin kredi ödemede gecikme durumunu, siyasi liderlik, enflasyon ve uluslararası likidite oranlarını belirlemek için çeşitli ekonomik risk faktörleri belirlemekte ve bu faktörleri değerlendirerek ülkeler için risk derecesi belirlemektedir. Risk faktörlerini belirlemek için kullanılan toplam 22 faktörden 12’si politik faktördür. Bu politik faktörler, politik risk bileşenleri olarak adlandırılmaktadır (ICRG,

2014). Politik risk bileşenleriyle, ülkelerin performansları ölçülmekte, kullanılan her faktör kendi sınırları içinde bir değer almakta ve bu değerlerin ağırlıklı ortalamaları alınarak ülkelerin politik riski belirlenmektedir. Politik risk prim aralığı, 100 ile 0 arasında olup, risk priminin küçülmesi politik riskin arttığı anlamına gelmektedir. ICRG'nin Türkiye ve AB ülkeleri için açıkladığı risk puanları Grafik 2'de verilmiştir.

Grafik 2: Politik Risk Göstergeleri



Kaynak: CSP (2014), *INSRC Data Page*. Erişim Tarihi: 02.03.2014, <http://www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm>.

Karşılaştırma grubu ülkeler içinde Türkiye politik riski en yüksek olan ülkedir. Türkiye'nin politik risk endeksi 56,67 olarak hesaplanmış olup böylece bütün AB ülkelerinin ve AB ortalamasının (75,74) oldukça gerisindedir. Ayrıca bu skorla Türkiye, AB ülkeleri arasında en yüksek riske sahip olan Romanya (64,83)'nin da yaklaşık 9 puan gerisindedir. Politik risk seviyesi en düşük olan ülke ise Lüksemburg'dur (89,83). Lüksemburg'u Finlandiya (88,93) ve İsveç (87,33) takip etmektedir. Kredi notunun en önemli belirleyicilerinden olan politik risk bakımından Türkiye'nin dezavantajlı durumu açıkça görülmektedir.

4.1.1 Politik Riskin Bileşenleri

Politik riskin ölçülmesinde bir dizi risk faktörünün değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bu risk faktörleri politik riskin bileşenleri olarak ifade edilmekte ve her bir bileşenin, politik riskin hesaplanmasındaki ağırlığı 4 ile 12 puan arasında değişmektedir. Ülkelere ait politik risk, bu risk faktörlerinin değerleri toplamından elde edilmektedir. Politik riskin bileşenleri ve bu bileşenlerin ağırlıkları Tablo 4'de gösterilmiştir.

Politik risk alt bileşenlerinin ifade ettiği göstergeler şu şekilde özetlenebilir; Hükümet istikrarı; hükümetin beyan ettiği programları yürütme ve görevde kalma yeteneğini değerlendirir. *Sosyo-ekonomik koşullar*; toplumdaki hükümet eylemlerinin neden olduğu kısıtlamalar ve teşvik ettiği memnuniyetsizliklerden kaynaklanan sosyo-ekonomik baskılar ile ilgili bir değerlendirmedir.

Tablo 4: Politik Riskin Alt Grup Bileşenleri ve Ağırlıkları

Politik Risk Bileşeni	Risk Kategorisi İçindeki Ağırlığı (Maksimum Değeri)
1 Hükümet İstikrarı	12
2 Sosyo-ekonomik Koşullar	12
3 Yatırım Profili	12

Tablo 4 devam

4	İçsel Çatışmalar	12
5	Dışsal Çatışmalar	12
6	Yolsuzluk	6
7	Askeri Kanadın Siyasetteki Rolü	6
8	Dinsel Gerilimler	6
9	Kanun ve Düzen	6
10	Etnik Gerilimler	6
11	Demokratik Hesap Verebilirlik	6
12	Bürokrasi Kalitesi	4
Toplam		100

Kaynak: ICRG (2014), *International Country Risk Guide*. Erişim Tarihi: 01.03.2014, <http://www.prsgroup.com>.

Yatırım profili; yatırım riskini etkileyen diğer politik, ekonomik ve finansal risk kapsamına girmeyen faktörlere ilişkin bir değerlendirmedir. İçsel çatışmalar; bir ülkedeki siyasi şiddetin ve bu durumun hükümet üzerinde yarattığı fiili veya potansiyel etkisini değerlendirmektedir. *Dışsal çatışmalar*; diplomatik baskı, ticaret kısıtlamaları, bölgesel anlaşmalar ile savaş, sınır ötesi çatışmalar gibi tüm dış çatışmaların ölçülmesine yöneliktir. *Yolsuzluk*; politik sistem içindeki yolsuzluğun değerlendirilmesidir. *Askeriyenin siyasetteki rolü*; askeriyenin sivil yönetimi devralması veya devralma riskinin bulunması yüksek riski temsil eder. *Dinsel gerilimler*; toplumun ve/veya hükümetin tek bir dini gurubun hakimiyetinde olmasından kaynaklanabilir. *Kanun ve düzen*; Kanun unsuru, yasal sistemin gücü ve tarafsızlığı ile, düzen unsuru ise yasal sistemin halk üzerindeki etkisi ile ilgilidir. *Etnik gerilimler*; ırk, milliyet ve dil farklılıkları olan ülkelerde bu farklılıklardan doğacak gerilimlerin derecesini değerlendirir. *Demokratik hesap verebilirlik*; hükümetin kendi halkına olan duyarlılığını ölçer. *Bürokrasi kalitesi ise*; bürokrasinin kurumsal gücü ve kalitesi, hükümetlerin değiştiğinde revizyonları en aza indirme kapasitesini ifade etmektedir.

Politik riskin alt bileşenleri bakımından ülke karşılaştırması Tablo 5’de verilmiştir. Maksimum risk değerleri ilgili bileşenin adının yanında parantez içinde verilmiştir. Ülke sıralaması kredi notlarına göre yapılmış, ülke risk puanlarının yanında ise ülkelerin kaçınıcı sırada oldukları parantez içinde verilmiştir. Yüksek risk puanı daha düşük bir riski göstermektedir. Hükümet İstikrarı bileşeninde Türkiye 4. sırada yer alarak kendisinden yüksek kredi notuna sahip olan ülkelerin birçoğundan ve AB ortalamasından iyi performans göstermiştir. Ancak diğer tüm bileşenlerde Türkiye, AB ortalamasının çok altında ve yüksek riskli bir ülke konumundadır. Sosyo-ekonomik Koşullar, Yatırım Profili ve Yolsuzluk bileşenleri dışında Türkiye’nin risk puanları AB ülkelerinin hemen hepsinden düşük olup riskliliği en yüksek ülkedir. Türkiye’nin en yüksek riske sahip olduğu alt bileşenler, İçsel ve Dışsal Çatışmalar, Askeri Kanadın Siyasetteki Rolü, Etnik Gerilimler ve Demokratik Hesap Verebilirliktir. Özetle, Türkiye toplam 12 politik risk bileşeninden 6’sında sonuncu 2 bileşende ise sondan ikinci sırada yer almıştır.

Tablo 5: Politik Riskin Alt Bileşenleri (2012)

Ülkeler (Kredi Notları)	Hükümet İstifkarrı (12)	Sosyo ekonomik Koşullar (12)	Yatırım Profili (12)	İşsel Çatışmalar (12)	Dışsal Çatışmalar (12)	Yolsuzluk (6)	Askeri Kanadın Siyasetteki Rolü(6)	Dinsel Gerilimler (6)	Kanun ve Düzen(6)	Etnik Gerilimler (6)	Demokratik Hesap Verebilirlik (6)	Birokrasi Kalitesi (4)
Lüksemburg(AAA)	8,5(1)	10(2)	10,83(3)	12(1)	10,5(17)	5(6)	6(10)	6(4)	6(5)	5(7)	6(10)	4(8)
Almanya(AAA)	8,25(2)	8,58(6)	10,92(2)	10(15)	10,5(14)	5(5)	6(6)	5(16)	5(12)	4(16)	6(7)	4(6)
Finlandiya(AAA)	7,46(5)	8,92(5)	10,42(4)	11(6)	11,5(5)	5,67(1)	6(5)	6(3)	6(3)	6(1)	6(5)	4(5)
İngiltere(AAA)	7,08(10)	8(8)	8,5(16)	8,5(26)	9,5(25)	4,33(10)	6(16)	6(6)	5(17)	4(20)	6(18)	4(11)
Danimarka(AAA)	6,88(14)	8,5(7)	9,25(8)	9(22)	8,5(28)	5,5(2)	6(4)	6(2)	6(2)	4(15)	6(4)	4(4)
Avusturya(AA+)	7(12)	9(4)	12(1)	10,5(14)	11(11)	5,33(3)	5,5(19)	6(5)	6(7)	5(9)	6(16)	4(10)
Hollanda(AA+)	6,33(17)	10(1)	8,67(15)	11(5)	11,5(3)	4,5(8)	6(1)	5(12)	6(1)	4(13)	6(1)	4(1)
Belçika(AA)	6,33(23)	9,71(3)	9,63(5)	10,5(13)	12(2)	5(7)	6(12)	4(27)	6(6)	4,5(12)	6(12)	4(9)
Fransa(AA)	7,08(9)	7,5(11)	7,92(18)	10,92(7)	11,5(4)	5(4)	6(2)	4,5(23)	5(8)	3(24)	6(2)	4(2)
Estonya(AA-)	6,75(16)	7,75(9)	7,79(21)	9,92(19)	10(22)	4,5(9)	5,5(17)	4(26)	5(11)	2,5(27)	6(6)	3(14)
Çek Cum.(AA-)	7,29(8)	6(23)	9,5(6)	10,63(10)	10(21)	3,33(16)	5(23)	5(15)	4(22)	2,5(26)	5,5(23)	2,5(23)
Slovakya(A)	6,54(19)	7(15)	8,96(13)	10(17)	10,5(13)	2,5(20)	6(3)	6(1)	5(10)	4(14)	5,5(22)	3(13)
Slovenya(A-)	8,17(3)	6(24)	9(12)	11,5(3)	11(9)	2,5(22)	6(15)	4(28)	4(26)	3,5(22)	6(15)	3(20)
Polonya(A-)	6,83(15)	6,29(21)	7,5(26)	11,33(4)	11(10)	3,33(17)	5,5(18)	5,5(11)	4,5(21)	3,5(23)	5(28)	3(21)
Letonya(BBB+)	7,04(11)	6,75(16)	9,42(7)	9,5(21)	10,5(18)	2,83(13)	6(8)	5(18)	4,5(20)	6(2)	6(13)	3(18)
İrlanda(BBB+)	6,46(21)	7,5(13)	7,5(24)	9(23)	11,5(6)	3,83(13)	6(8)	5(18)	6(4)	5,5(4)	6(9)	4(7)
Malta(BBB+)	6,25(25)	6,13(22)	8,83(14)	10(18)	10,5(16)	2,33(25)	5(25)	5(19)	5(13)	2,5(28)	5(27)	2,5(25)
İtalya(BBB)	5,67(28)	7,5(14)	9,21(10)	11,5(2)	12(1)	3,5(15)	6(11)	5(20)	5(14)	5(8)	6(11)	3(17)
Bulgaristan(BBB)	7,42(6)	7,63(10)	7,5(25)	9,5(20)	11(7)	2,5(21)	6(9)	5,5(8)	4(24)	4,5(11)	5,5(25)	2,5(24)
Litvanya(BBB-)	6,38(22)	5(27)	8,08(17)	10(16)	9(26)	2(28)	5(20)	5(13)	2,5(29)	4,5(10)	5,5(20)	2(27)
İspanya(BBB-)	6,17(26)	6,33(19)	9(11)	10,71(9)	10,1(19)	2,33(26)	5(26)	5,5(9)	4(25)	4(18)	5,5(26)	2,5(26)
Türkiye(BB+)	7(13)	5,5(25)	6,71(27)	7,5(28)	10(23)	4(12)	5(28)	4,5(24)	5(16)	4(19)	6(17)	3(22)
Hırvatistan(BB+)	7,5(4)	6,58(17)	7,58(22)	7,5(29)	7,5(29)	2,5(23)	2(29)	4(29)	3,5(28)	2(29)	4(29)	2(28)
Romanya(BB+)	7,33(7)	4,63(29)	9,21(9)	10,79(8)	10,5(12)	2,33(24)	5(21)	5(14)	4,5(18)	5(5)	5,5(21)	3(12)
Macedonia(BB)	5,63(29)	5(28)	7,88(20)	8,92(25)	11(8)	2,17(27)	5(27)	5(22)	3,75(27)	3,5(21)	6(14)	1(29)
Portekiz(BB)	6,63(18)	6,5(18)	7,5(23)	10,5(12)	10(20)	3(18)	6(7)	5,5(7)	4(23)	4(17)	5,5(24)	3(16)
Güney Kıbrıs(B-)	6,29(24)	6,29(20)	6,5(29)	9(24)	9,5(24)	3,67(14)	6(14)	5,5(10)	5(15)	6(3)	5,58(19)	3(19)
Yunanistan(B-)	6,5(20)	7,5(12)	7,92(19)	10,5(11)	9(27)	4(11)	5(22)	4(25)	5(9)	2,5(25)	6(3)	4(3)
AB Ortalaması	6,84	7,17	8,67	10,10	10,50	3,64	5,62	5,12	4,87	4,20	5,79	3,21

Kaynak: ICRG (2014), *International Country Risk Guide*, Erişim Tarihi:01.03.2014, ttp://www.prsgroup.com

4.2. Ekonomik Göstergeler Açısından Karşılaştırma

Ülkenin ekonomik skorunda; gelir seviyesi, büyüme perspektifi ve ekonomik çeşitlilik gibi faktörler değerlendirilmektedir. Bu bağlamda ülke notunun belirlenmesinde esas alınan başlıca ekonomik değişkenler de, ülkelerin ekonomik zenginlik ve ekonomik faaliyetlerin çeşitliliği, gelir dağılımında adalet, finans sektörünün yapısı ve gelişmişlik düzeyi, fon dağıtımındaki etkinlik ve kredi olanakları, kamu sektörünün verimliliği, korumacılık ve diğer piyasa dışı etkiler, işgücü piyasasının işleyişi ve esnekliği olarak sayılabilir. Ayrıca ekonomik büyüme olanaklarının ortaya koyulması açısından yatırım ve tasarrufların büyüklüğü ve ekonomik büyüme modeli ve oranı dikkate alınmaktadır. Bu kısımda ülkeler, seçilen bazı ekonomik göstergeler bakımından karşılaştırılmıştır. İlk olarak ekonomik zenginlik bakımından analiz yapılmış, bu amaçla ülkelerin Nominal Gayri Safı Yurt İçi Hasıla (GSYİH) değerleri ile Kişi Başına ve Satınalma Gücü Paritesine göre GSYİH değerleri Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6: Ülkelerin GSYİH, Kişi Başına ve Satınalma Gücü Paritesine Göre GSYİH

Ülkeler	Nominal GSYİH (Bin \$)	Kişi Başına GSYİH (\$)	Satınalma Gücü Paritesine Göre GSYİH (\$)
Lüksemburg(AAA)	59.838	110.424	78.669
Avusturya(AA+)	415.366	48.957	42.596
Hollanda(AA+)	800.007	47.633	41.710
İsveç(AAA)	557.938	57.909	41.188
Almanya(AAA)	3,635.959	44.999	40.006
İrlanda(BBB+)	217.884	45.621	39.547
Danimarka(AAA)	330.958	59.191	37.900
Belçika(AA)	506.560	45.384	37.880
İngiltere(AAA)	2,535.761	39.567	37.306
Fransa(AA)	2,737.361	42.999	35.783
Finlandiya(AAA)	256.922	47.129	35.616
İtalya(BBB)	2,071.955	34.715	30.289
İspanya(BBB-)	1,358.687	29.150	29.851
Slovenya(A-)	46.851	22.756	27.899
Malta(BBB+)	9.545	22.872	27.840
Çek Cum.(AA-)	198.312	18.858	27.200
Güney Kıbrıs(B-)	21.827	24.761	25.265
Slovakya(A)	95.805	17.706	24.605
Yunanistan(B-)	241.796	21.857	24.011
Estonya(AA-)	24.484	19.032	23.144
Portekiz(BB)	219.972	20.727	23.068

Tablo 6 devam

Litvanya(BBB)	47.560	16.003	22.747
Polonya(A-)	516.128	13.394	21.214
Macaristan(BB)	132.426	13.405	20.065
Letonya(BBB+)	30.953	15.205	19.119
Hırvatistan(BB+)	58.058	13.562	18.190
Türkiye(BB+)	827.209	10.815	15.352
Bulgaristan(BBB)	53.046	7.328	14.499
Romanya(BB+)	189.659	8.910	13.395

Kaynak: Dünya Bankası (2014), *World Development Indicators*, Erişim Tarihi: 10.02.2014, <http://data.worldbank.org/>

Türkiye ile aynı kredi notuna sahip Hırvatistan ve Romanya benzer gelir düzeylerine sahiptir. Diğer yandan daha yüksek kredi notuna sahip olan Bulgaristan daha düşük gelir düzeyindedir. Yine BBB+ yatırım yapılabilir ülke kredi notuna sahip olan Letonya ve BBB notu olan Bulgaristan'ın gelir seviyesi B- notu ile önemli derecede spekülatif olarak sınıflandırılan Yunanistan'dan daha düşüktür. Tek başına ekonomik zenginlik kredi notlarını yansıtmakta yetersiz olmakla birlikte genel olarak yüksek kredi seviyesindeki ülkelerin yüksek gelir düzeyinde oldukları ve ülkelerin kredi notları ile gelir seviyeleri birlikte değerlendirildiğinde önemli ölçüde paralellik görüldüğü söylenebilir.

Ülke notunun belirlenmesinde dikkate alınan göstergelerden bir diğeri de gelir dağılımında adaletin yani gelirin fertler ya da hanehalkları arasında adil dağılımının olup olmadığıdır. Bu kısımda gelir dağılımı analizinde yaygın kullanım alanı olan ölçütlerden Gini indeksi kullanılmıştır. Gini indeksi, toplumdaki bütün bireylerin gelir, tüketim harcaması veya benzeri bir değişkenin dağılımından eşit pay aldığı durumla karşılaştırıldığında gerçek dağılımın düzeyini gösteren bir eşitsizlik ölçütüdür. Minimum "0" ile maksimum "1" arasında değişen endekste; "0" mutlak eşitliği, "1" ise gerçekleşmesi mümkün en büyük eşitsizliği gösterir. Bu oran büyüdükçe yani 1'e yaklaştıkça dağılımdaki eşitsizlik artıyor, 0'a yaklaştıkça azalıyor demektir (TOBB, 2010). Ülkelerin Gini indeksleri Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7: Gelir Dağılımında Adalet (Gini İndeksi)

Ülkeler	Gini İndeksi	Yıl	Ülkeler	Gini İndeksi	Yıl
Lüksemburg (AAA)	0,28	2012	İrlanda (BBB+)	0,30	2011
Almanya (AAA)	0,28	2012	Letonya (BBB+)	0,35	2012
Finlandiya (AAA)	0,26	2012	Malta (BBB+)	0,27	2012
İngiltere (AAA)	0,33	2011	İtalya (BBB)	0,32	2012
Danimarka (AAA)	0,28	2012	Bulgaristan (BBB)	0,34	2012
İsveç (AAA)	0,25	2012	Litvanya (BBB)	0,32	2012

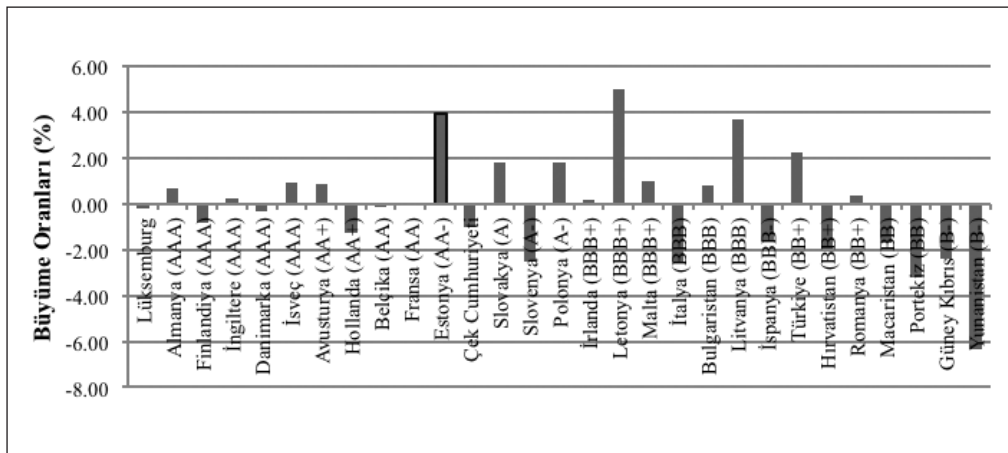
Tablo 7 devam

Avusturya (AA+)	0,26	2011	İspanya (BBB-)	0,35	2012
Hollanda (AA+)	0,25	2012	Türkiye (BB+)	0,40	2010
Belçika (AA)	0,27	2012	Hırvatistan (BB+)	0,31	2012
Fransa (AA)	0,31	2012	Romanya (BB+)	0,33	2012
Estonya (AA-)	0,33	2012	Macaristan (BB)	0,27	2012
Çek Cum. (AA-)	0,25	2012	Portekiz (BB)	0,35	2012
Slovakya (A)	0,25	2012	Güney Kıbrıs (B-)	0,31	2012
Slovenya (A-)	0,24	2012	Yunanistan (B-)	0,34	2012
Polonya (A-)	0,31	2012	AB Ort.	0,30	-

Kaynak: CIA (2014), *The World Factbook*. Erişim Tarihi: 02.03.2014. <https://www.cia.gov>, Dünya Bankası. (2014). *World Development Indicators*, Erişim Tarihi: 10.02.2014, <http://data.worldbank.org/country/turkey>, EUROSTAT (2014). *Headline Indicators*. Erişim Tarihi: 01.04.2014, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/europe_2020_indicators/headline_indicators

Kredi derecelendirme kriterleri arasındaki önemli ekonomik göstergelerden biri olan ekonomik büyüme oranları Grafik 3'te verilmiştir. Grafikte Türkiye'nin ekonomik büyüme performansının %2,7 ile Letonya, Estonya ve Litvanya'nın ardından 4. sırada yer alarak, oldukça başarılı olduğu görülmektedir. Letonya %5,22 ile en yüksek ekonomik büyümeyi gerçekleştirmiş, Yunanistan ekonomisi ise aynı dönemde %6,8 oranında küçülmüştür. AB ortalaması %0,17 olup, Danimarka, Lüksemburg, Finlandiya gibi kredi notu yüksek olan ülkelerin ekonomilerinin 2012 yılında önemli ölçüde küçüldüğü görülmektedir.

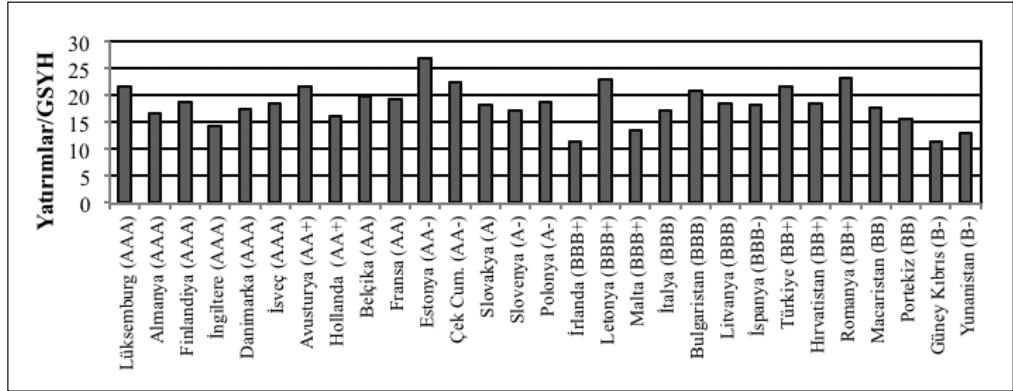
Grafik 3: AB ve Türkiye Reel Büyüme Oranları (2012)



Kaynak: Dünya Bankası (2014), *World Economic and Financial Surveys. World Economic Outlook Database*, Erişim Tarihi: 22.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>

Kredi derecelendirmesinde yatırımlar ve tasarruflar da önemli bir belirleyici olarak ele alınmaktadır. Şöyle ki ekonomik büyümenin kaynağı yatırımlardır. Yatırımların temel kaynağı ise tasarruflardır. Grafik 4'te ülkeler toplam yatırımların GSYİH içerisindeki payı açısından değerlendirilmiştir. Yatırımların GSYİH'daki payı sıralamasında Türkiye %21,574'lük pay ile 5.sıradadır. Bu oran %11,165 olan AB ortalamasının yaklaşık iki katıdır ve en yüksek kredi derecesine sahip olan ülkelerde dahil olmak üzere birçok AB ülkesinden daha iyi durumdadır.

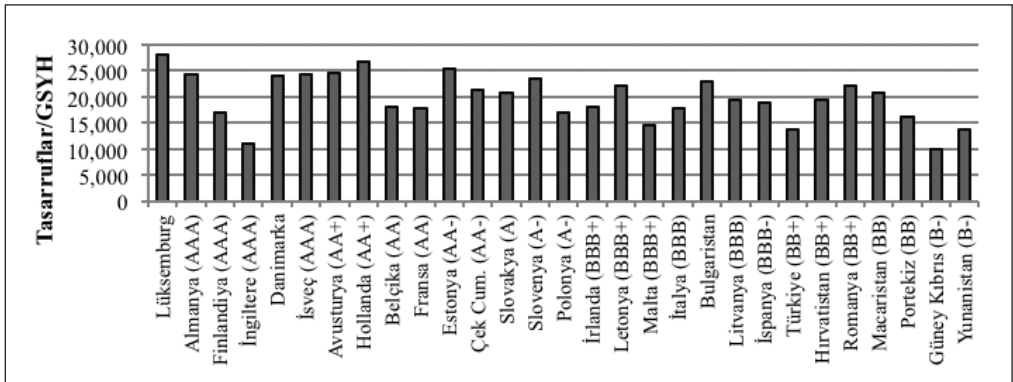
Grafik 4: Toplam Yatırımların GSYİH'daki Payı (2013)



Kaynak: IMF (2014), *World Economic Outlook Database April 2014*. Erişim Tarihi:13.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.

Toplam yurtiçi tasarrufların GSYİH içindeki payı Grafik 5'te gösterilmiştir. Grafikte, Türkiye'nin %13 ile 26.sıraya düştüğü görülmektedir. Toplam tasarrufların GSYİH içindeki payı açısından en yüksek performansı gösteren ülkeler, yüksek kredi notu olan Lüksemburg ve Hollanda'dır. En düşük paya sahip olan ülkeler ise Güney Kıbrıs, İngiltere ve Yunanistan'dır.

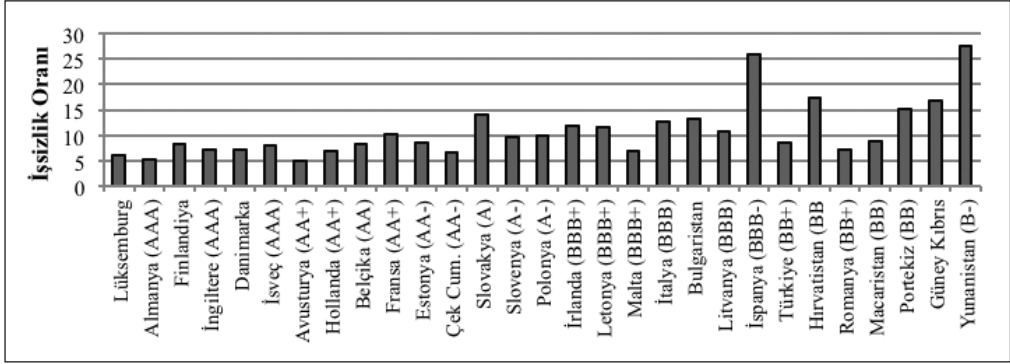
Grafik 5: Toplam Tasarrufların GSYİH'daki Payı (2013)



Kaynak: IMF (2014), *World Economic Outlook Database. April 2014*. Erişim Tarihi:13.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.

Kredi notu değerlendirme kriterlerinden biri de işgücü piyasasının işleyişidir. Bu bölümde işgücü piyasasının analizinde kullanılan en temel gösterge olarak işsizlik oranı ele alınmıştır. Grafik 6'da görüldüğü üzere Türkiye karşılaştırma grubundaki ülkeler arasında %8,5 işsizlik oranı ile 13. sırada yer almış ve %10,7 olan AB ortalamasının altında kalarak iyi bir performans sergilemiştir. AB ülkeleri içerisinde en düşük işsizlik oranı %5 ile Avusturya'da ve %5,2 ile Almanya'da gerçekleşmiştir. Kredi notu en düşük olan Yunanistan, Güney Kıbrıs ile Türkiye ile aynı kredi notuna sahip Hırvatistan'ın işsizlik oranları da sırasıyla %27,5, %16,9, %17,9 ile oldukça yüksek seviyededir.

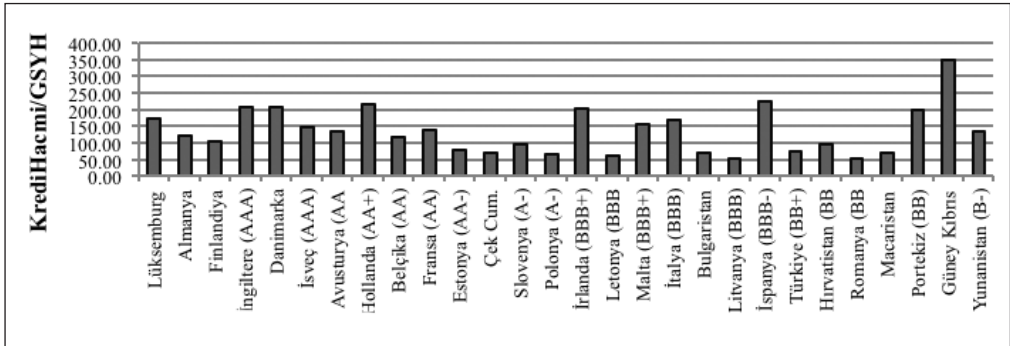
Grafik 6: İşsizlik Oranları (2013 Yılı)



Kaynak: EUROSTAT (2014), *Headline Indicators*. Erişim Tarihi: 01.04.2014, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/europe_2020_indicators/headline_indicators

Ülke ekonomik performansının göstergelerinden bir diğeri de finansal derinliktir. Finansal hizmetlere erişim kolaylığı olarak tanımlanan finansal derinlik, özel kesime kullanılan toplam kredilerin, mevduatların veya kısa vadeli mali yükümlülüklerin milli gelire oranı gibi ölçütlere dayanılarak hesaplanmaktadır (TCMB, 2013:10). Grafik 7, yurtiçi kredi hacminin GSYİH'ya oranı bakımından ülke sıralamasını göstermektedir.

Grafik 7: Yurtiçi Kredi Hacminin GSYİH'ya Oranı (2012)

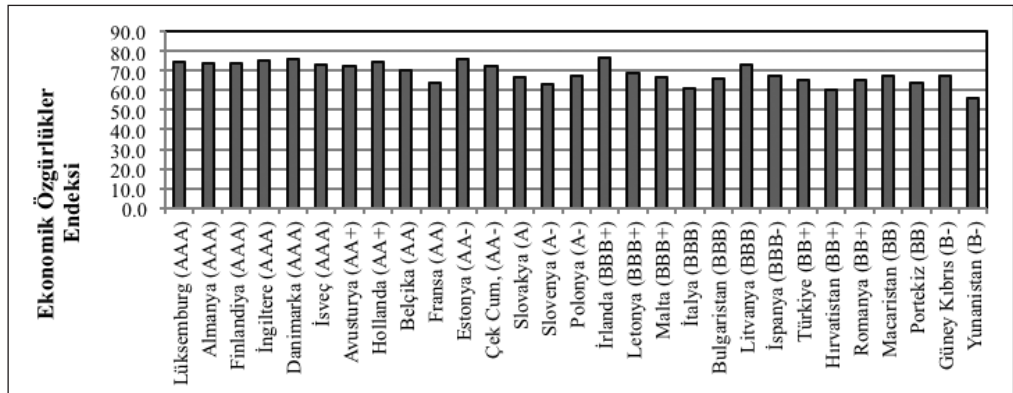


Kaynak: Dünya Bankası (2014), *World Development Indicators*, <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>.

2012 yılında Türkiye'nin yurtiçi kredi hacmi GSYİH'nin %71,89'si olarak gerçekleşmiş ve bu oran ile %99,02 olan AB ortalamasının çok altında kalmış ve 29 ülke arasında 21. sıraya yerleşmiştir. Burada dikkati çeken husus en düşük kredi notuna sahip Güney Kıbrıs'ın %347,34 ile 1.sırada yer almasıdır. Yine yüksek kredi performansına sahip olan Lüksemburg, Danimarka, İngiltere, İtalya gibi ülkelerin de kullanılan yurtiçi kredi hacminin GSYİH içerisindeki payı oldukça yüksektir. En son sıralarda ise Litvanya, Romanya ve Letonya bulunmaktadır.

Piyasa ekonomisinin gelişmişlik derecesi, kredi notunun ekonomik belirleyicilerinden biri olarak S&P tarafından dikkate alınmaktadır. Etkin bir piyasa ekonomisinin varlığının en önemli göstergelerinden biri ise ekonomik özgürlük seviyesidir. Ekonomik özgürlük, ekonomik serbestleşmenin en temel bileşenidir ve bireylerin çalışma, üretim, tüketim, mülkiyet, ticaret ve yatırım kararlarını serbestçe almalarını ifade etmektedir (Heritage Foundation, 2014). Ekonomik özgürlük düzeyini ölçen çeşitli endeksler bulunmaktadır. Ülkelerin ekonomik özgürlükleri üzerine yorum ve karşılaştırmalar yapmak için ekonomik özgürlük endeksleri geliştirilerek giderek yaygın biçimde kullanılmaya başlanmıştır. Günümüzde birbirlerinden kısmen farklı kriterler kullansalar da, hemen hemen aynı ya da çok yakın sonuçlara ulaşan ve akademik analizlerde sıklıkla kullanılan iki farklı ekonomik özgürlük endeksi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ABD kökenli Heritage Foundation'ın hazırladığı, "Ekonomik Özgürlük Endeksi" (Index of Economic Freedom-IEF), diğeri de Kanada kökenli Fraser Institute adlı uluslararası sivil toplum kuruluşunun yayınladığı, "Dünya Ekonomik Özgürlüğü" (Economic Freedom of the World-EFW) endeksidir (Acar, 2010:10-11). Çalışmada Heritage Foundation'ın IEF endeksinden yararlanarak AB ülkeleri ile Türkiye'nin ekonomik özgürlük düzeyleri karşılaştırılmıştır. IEF endeksi ülkelerin ekonomik özgürlük düzeylerini hukukun üstünlüğü, devletin büyüklüğü, yasamanın etkinliği ve piyasanın serbestliğinden oluşan 4 ana kategoride gruplandırılan 10 adet nitel ve nicel göstereyi temel alarak ölçmektedir. Bu göstergelerin her birine 0'dan 100'e kadar puanlar verilmekte ve 0 en düşük 100 ise en yüksek ekonomik özgürlük seviyesini göstermektedir. Ülkelerin ekonomik özgürlük puanı ise bütün göstergelerin ortalaması alınarak hesaplanmaktadır (Heritage, 2014). AB ülkelerinin ve Türkiye'nin ekonomik özgürlük düzeylerinin görünümü Grafik 8'de gösterilmiştir.

Grafik 8: Ekonomik Özgürlük Düzeyleri (2014)



Kaynak: Heritage Foundation (2014), 2014 Index of Economic Freedom. Erişim Tarihi: 03.03.2014. <http://www.heritage.org/index/ranking>.

2014 yılı başı itibariyle Türkiye'nin ekonomik özgürlük endeksi 2013 yılına göre 2 puanlık artış göstermiş ve 64,9 olarak hesaplanmıştır. Bu puan ile Türkiye, Dünya'da 185 ülke arasında 64. sırada yer almaktadır. AB ülkeleriyle karşılaştırma yapıldığında ise Türkiye'nin çok iyi bir performans gösterdiğini söylemek güçtür. Türkiye 68,8 olan AB ortalamasının altında kalarak 23. sırada yer almıştır. Fransa (63,5), Portekiz (63,5), Slovenya (62,7), İtalya (60,9), Hırvatistan (60,4) ve Yunanistan (55,7)'in ekonomik özgürlük düzeyleri ise Türkiye'nin gerisindedir. AB ülkeleri içerisinde en yüksek ekonomik özgürlük düzeyine sahip olan ülkeler, Türkiye'den daha yüksek kredi notuna sahip İrlanda (76,2), Danimarka (76,1) ve Estonya (75,9)'dır. S&P'nin en düşük kredi notu verdiği Yunanistan, Hırvatistan ve Portekiz ekonomik özgürlük düzeyi en düşük ülkeler arasındadır.

4.3. Mali Göstergeler Açısından Karşılaştırma

Mali skorun değerlendirilmesinde kullanılan başlıca göstergeler, genel bütçe gelir ve harcamaları ile bütçe dengesi, parasal ve dış faktörlerin uyumu, emeklilik sisteminin yükü, harcamalardaki esneklik ve baskılar, kamu borç miktarı, faiz ödemelerine gelirden ayrılan pay, kur kompozisyonu ve vade yapısı ile ülkenin sermaye piyasasının derinliği gibi faktörlerdir. Bütçe açıklarının finansman yöntemleri ve enflasyonist etkileri ile birlikte mali eğilimler, ülke kredibilitesinin önemli göstergeleridir. Bu kategorideki göstergeler yalnızca genel hükümet bütçesindeki açık ve fazlaları değil aynı zamanda gelir ve harcamaların esnekliği ve harcama programlarının etkililiğini de göstermektedir. Bu kategoride güçlü puanları olan ülkeler vergi matrahlarını ve oranlarını ciddi yasal, politik ve idari zorluklarla karşılaşmadan oldukça kolay ayarlayabilmektedirler. Etkili harcama programları ile toplumun talep ettiği kamu hizmetlerini, uygun finansman, ücret kaynakları ve vergi sınırlarını kapsayan sürdürülebilir ekonomik büyümenin zemini için ihtiyaç duyulan altyapı ve eğitim düzeyinin gerçekleştirilmesiyle sağlayabilirler. Bu ülkelerde yürütülen ihale süreci ve ihale prosedürleri şeffaftır. Ayrıca bütçe açıkları ile borçları arasında denge sağlanabilmektedir (Beers, Cavanaugh&Ogawa, 2002:6).

Tablo 8'de ülkelerin gelir, harcama ve bütçe dengesi performansları verilmiştir. Türkiye'nin bütçe açığının GSYİH içindeki payı %-3 ile AB ortalamasının üzerindedir. Yüksek kredi notuna sahip İngiltere ve İrlanda'nın bütçe açıklarının payı ise Türkiye'den çok daha yüksektir. Yine kamu gelirlerinin GSYİH içindeki payı açısından da yüksek performans göstermemekle birlikte grafikten ülkelerin kamu gelirleri performansı ile kredi notu arasında direk bir paralellik göze çarpmamaktadır. Ancak yüksek kredi notuna sahip ülkelerin bütçe açıklarının ve bu açıkların GSYİH'ye oranının düşük düzeyde olduğu görülmektedir.

Tablo 8: Gelir, Harcama ve Bütçe Dengesi (2012)

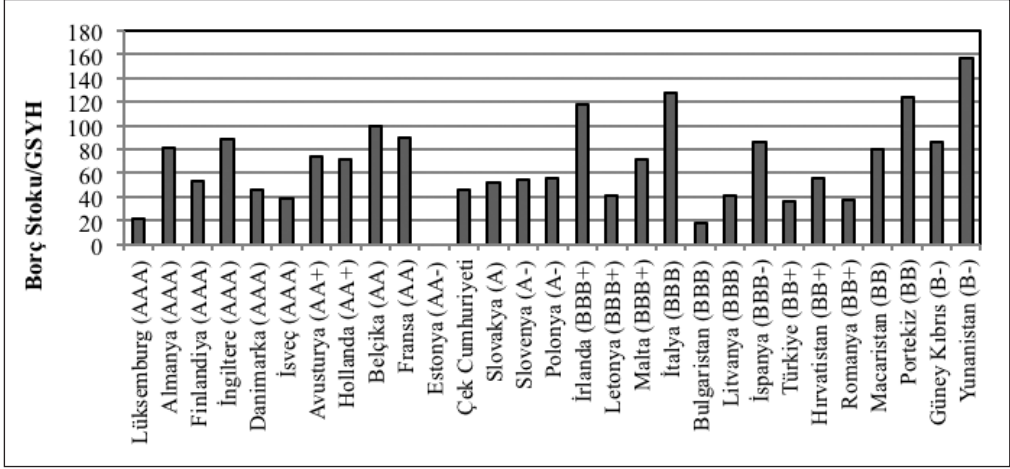
Ülkeler	Gelirler/GSYİH	Harcamalar/GSYİH	Bütçe Dengesi/GSYİH
Lüksemburg (AAA)	43,00	44,00	-0,13
Almanya (AAA)	44,77	44,00	0,00
Finlandiya (AAA)	54,00	56,64	-1,45
İngiltere (AAA)	36,00	44,00	-5,00
Danimarka (AAA)	55,26	59,00	-0,87

Tablo 8 devam

İsveç (AAA)	51,41	52,12	0,00
Avusturya (AA+)	49,00	51,00	-1,00
Hollanda (AA+)	46,00	50,00	-2,00
Belçika (AA)	50,00	55,00	-3,35
Fransa (AA)	51,81	56,00	-3,49
Estonya (AA-)	39,00	39,00	-
Çek Cum. (AA-)	40,00	44,00	-1,85
Slovakya (A)	33,00	37,00	-3,00
Slovenya (A-)	42,00	45,00	-2,07
Polonya (A-)	38,38	42,00	-3,00
İrlanda (BBB+)	34,00	42,72	-6,00
Letonya (BBB+)	37,00	36,00	0,83
Malta (BBB+)	39,00	43,00	-4,00
İtalya (BBB)	47,00	50,00	-1,58
Bulgaristan (BBB)	33,00	34,00	0,19
Litvanya (BBB)	32,26	35,00	-2,00
İspanya (BBB-)	37,00	47,76	-5,00
Türkiye (BB+)	34,46	36,00	-3,00
Hırvatistan (BB+)	38,00	42,00	-2,59
Romanya (BB+)	32,00	35,44	-1,85
Macaristan (BB)	46,00	48,00	-1,53
Portekiz (BB)	40,00	47,39	-4,00
Güney Kıbrıs (B-)	39,00	45,00	-4,00
Yunanistan (B-)	44,00	50,00	-2,00
AB Ortalaması	43,08	46,82	-2,28

Kaynak: IMF (2014), *World Economic and Financial Surveys.World Economic Outlook*. Erişim Tarihi:13.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.

Mali skorun değerlendirilmesinde kullanılan göstergelerden bir diğeri kamu borç stokudur. AB tanımlı borç stoku; Avrupa Hesaplar Sistemi (ESA 95) metodolojisi ile hesaplanan, merkezi yönetim, yerel yönetimler ve sosyal güvenlik kuruluşlarından oluşan ve “genel yönetim” sınıflandırması kapsamında yer alan kurum ve kuruluşları tarafından, yurt içi ve yurt dışı piyasalardan sağladıkları borçlara ilişkin yükümlülüklerin toplamını ifade etmektedir (<http://www.hazine.gov.tr>). Grafik 9’da görüldüğü gibi Türkiye kamu borç stokunun GSYİH’ya oranı %36,2’dir ve karşılaştırma grubu ülkeler içinde 4.sırada olup borç stoku en az olan ülkelerden biridir.

Grafik 9: AB Tanımlı Kamu Borç Stokunun GSYİH'ya Oranı (2013)

Kaynak: EUROSTAT (2014), *Headline Indicators*. Erişim Tarihi: 01.04.2014, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/europe_2020_indicators/headline_indicators

AB'nin kamu borç stoku/GSYİH ortalaması %68,7 olup AB ülkelerinin çoğunda borç stoku yıllar itibariyle sürekli artış göstermiştir. Türkiye'de ise bu oran 2009'da %46'iken, daha sonra önemli ölçüde düşüş sağlamıştır. 2013 yılında, Türkiye'nin AB tanımlı borç oranı, Maastricht kriteri olan %60'ın oldukça altında gerçekleşmiş ve 25 AB ülkesinden daha iyi bir performans göstermiştir. Türkiye'den daha düşük borç stokuna sahip ülkeler, daha yüksek kredi notuna sahip olan Estonya, Lüksemburg ve Bulgaristan'dır. Yüksek kredi notu olan ülkelerin genel olarak borç stoklarının oranının düşük olduğu grafikte açıkça görülmektedir.

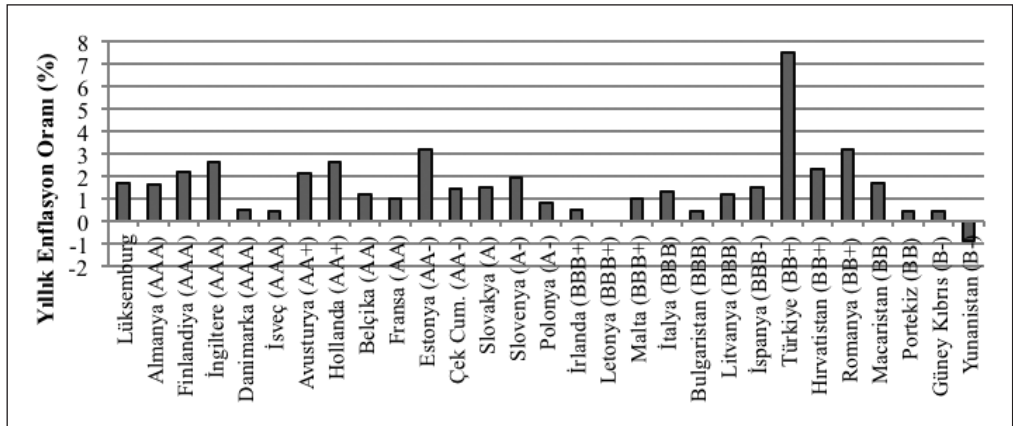
Toplam borç ve faiz yükünün analizinde, ülke ekonomisinin vergileme ve parasal genişleme gücü yanı sıra sermaye piyasalarının da yapısı dikkate alınmaktadır. Derin ve güçlü sermaye piyasaları, hükümetlerin daha yüksek oranda ve düşük faizle borçlanabilmesine olanak sağlamaktadır. Bu nedenle borç yükünün düşük olması tek başına bir şey ifade etmemekte, ülke ekonomisinin düşük borç yükü olmakla birlikte sermaye piyasalarının sığ olması ve yüksek faiz maliyetleri ülkenin düşük kredi notu almasına neden olmaktadır. Hatta düşük borç yükü ülkenin finansal zorluklar yaşadığının göstergesi olabilmektedir (Ertürk, 2012:8). Faiz dışı fazla, kamu gelirlerinin faizler dışındaki kamu harcamalarını karşıladıktan sonra kalan kısmını ifade etmektedir. Kamu gelirlerinden faiz harcamaları dışındaki tüm kamu harcamalarının çıkarılması sonucu kalan miktar olarak ifade edilen faiz dışı fazla ölçütünün kullanılması, para ve maliye politikaları arasında ortaya çıkabilecek yanıtıcı etkileri gidermek bakımından önem taşımaktadır. Faiz dışı fazla, kamu borçlarının sürdürülebilirliğinin sağlanması açısından etkili hatta gerekli olan temel faktörlerdendir. Borç stokunun yüksek olduğu ülkelerde borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler ekonomik dengeler üzerinde belirleyici hale gelmiştir. Borç faizlerinin artmasıyla hızla yükselen borç stoklarının, ancak faiz dışı fazla verilerek azaltılabileceği öne sürülmüş ve kamunun faiz dışı fazlası, günümüzde çok önemli ekonomik bir gösterge olarak ön plana çıkmıştır. Bu yüzden yüksek borç stokuna sahip ülkelerde maliye politikasının yüksek faiz dışı fazla verilmesine dayandırılması önem taşımaktadır (Gürdal, 2008:418-419).

4.4. Parasal Göstergeler Açısından Değerlendirme

Parasal skoru değerlendirirken S&P, ülkelerin geçmiş dönemlerdeki fiyat dalgalanmaları, kamu sektörü borç yükünün döviz ve vade yapısı, gelecekteki muhtemel borçlanma düzeyi, parasal genişleme ve kredi genişlemesi gibi faktörleri göz önüne almaktadır. Ayrıca, merkez bankasının bağımsızlığı gibi kurumsal faktörleri ve bunun yanısıra, para politikası hedefleriyle döviz kuru rejiminin uyumu ve para politikası araçlarının etkinliği gibi faktörleri de değerlendirmektedir (Beers, Cavanaugh&Ogawa, 2002:9).

Parasal istikrar, ülke derecelendirme metodolojisi profilinde, ülkelerin kredi notları için önemli bir öncü göstergedir. Bütçe açıklarının para basımı ile kapatılması politikası enflasyona yol açmaktadır ki bu da hükümetin halk desteğinin zayıflamasına yol açmaktadır. Bu nedenle politika yapıcılar açıklarla mücadelede daraltıcı politikalarla yanıt vermektedirler. Aksi halde fiyatlar hızla yükselmekte ve politik kurum ve hükümete güven sarsılmakta ve ekonomi ciddi problemlerle karşı karşıya kalmaktadır (Beers, Cavanaugh&Ogawa, 2002:911). Bu bölümde parasal skoru en önemli göstergesi olması dolayısıyla yıllık enflasyon oranları açısından ülkelerin karşılaştırması yapılmıştır. Grafik 10'da görüldüğü üzere Türkiye %7,5 enflasyon oranı ile ele alınan bütün ülkelerden daha başarılı bir performans göstermiştir. Bu oran %1,5 olan AB ortalamasının çok üzerindedir. Ancak enflasyon oranının kredi notu açısından yüksek belirleyiciliği olan bir gösterge olduğunu söylemek mümkün değildir. Zira en düşük kredi notuna sahip Güney Kıbrıs ve Portekiz'in enflasyon düzeyi çok düşüktür. Yunanistan'ın ise yaşadığı krizin de derin etkisiyle fiyatlar genel seviyesinde düşüş gerçekleşmiştir.

Grafik 10: Yıllık Enflasyon Oranı (2013 Yılı)



Kaynak: EUROSTAT (2014), *Headline Indicators*. Erişim Tarihi: 01.04.2014, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/europe_2020_indicators/headline_indicators

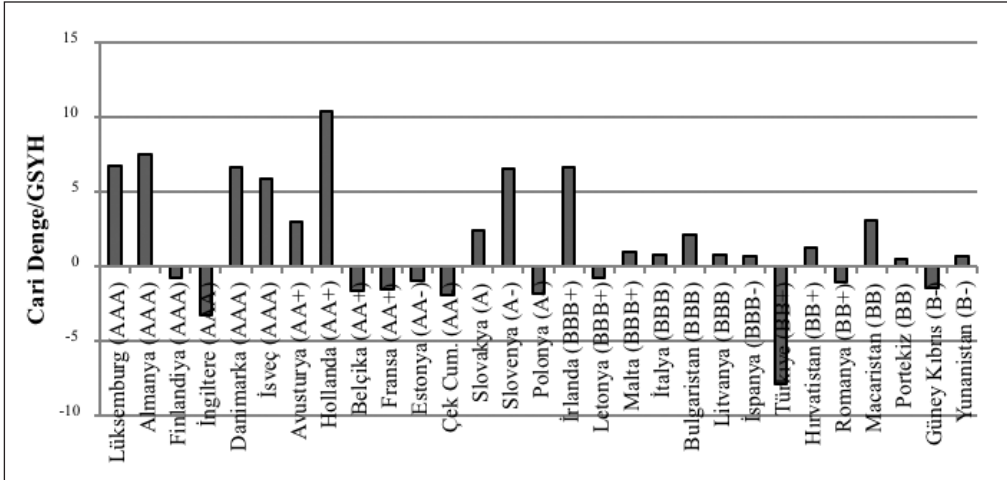
4.5 Dışsal Göstergeler Açısından Değerlendirme

Bir ülkenin harici skorunu belirleyen temel faktörler, ülkenin para biriminin uluslararası işlemlerdeki statüsü, ülkenin dış likiditesi ve dış borç yükümlülüğüdür. Bu kapsamda, ödemeler dengesinin ve cari dengenin durumu, sermaye hareketliliğinin durumu ve rezervlerin

yeterliliği, dış borçların miktarı ve vadesi ile faiz oranlarına karşı duyarlılığı, imtiyazlı borçlanma kaynaklarına erişim ve borç servisi yükü göstergeleri ülke notunun tespitinde değerlendirilmektedir.

Ödemeler dengesi analizi, alınan ekonomik tedbirlerin, ödemeler dengesi, cari denge ve finansman dengesi gibi dış faktörler ve bu faktörlerin yapısı üzerine yoğunlaşmaktadır. Bu analiz ile ülkenin yabancı para yaratabilme kapasitesi anlaşılmaya çalışılmaktadır. Bu da ekonominin yabancı para ihtiyacı ve rezervlerin sağladığı koruma göz önüne alınarak değerlendirilmektedir. Kamu ve özel sektörün yurt dışına ödemek zorunda oldukları yükümlülük ne kadar yüksek ise, karşı karşıya kalınan kur ve faiz riskleri ile yabancı yatırımcı hassasiyeti ve diğer off shore faktörleri riski de o derece artmaktadır. Bir parasal birliğe üye olmak kur riskini azaltabilir ancak diğer hususlara ilişkin riskler devam etmektedir. Cari açığın büyüklüğü ve sürekliliği de bir risk faktörü olarak ele alınmaktadır. Cari açığın büyüklüğü, tasarruflardan çok yatırım yapıldığının göstergesidir. Şayet yapılan yatırımlar, ülkenin rekabet edebilirliğini arttıracak ve gelecekte daha fazla yabancı kaynağın gelmesini sağlayacak ise, dış finansman risklerini azaltacağından çok önemli bir derecelendirme kriteri olmayabilir. Ancak tersi durumda gelecekte dış finansman riski daha da artacaktır. Bu da kredi derecelendirmesi yönünden büyük önem arz etmektedir (Ertürk, 2012:9-10).

Grafik 11: Cari Dengenin GSYİH'ya Oranı (2013 Yılı)

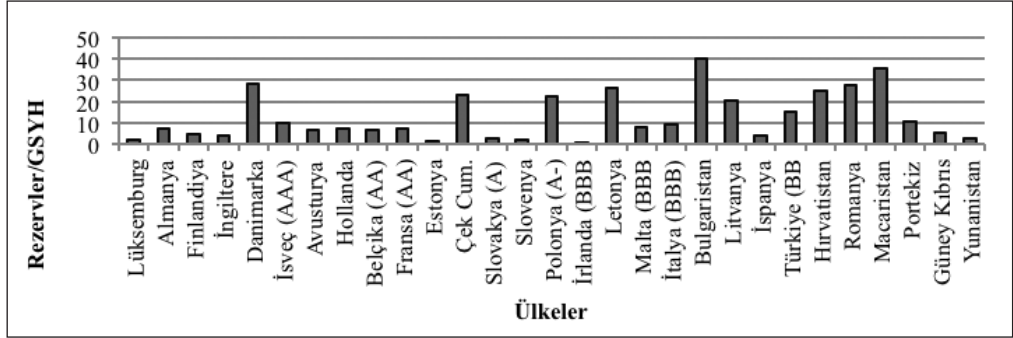


Kaynak: Dünya Bankası (2014), *World Economic and Financial Surveys. World Economic Outlook Database*, Erişim Tarihi: 22.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.

Ülkelerin likidite koşullarının analizinde, uluslararası rezervlerin ithalat dahil dış borçları karşılama kapasitesi incelenmektedir. Bunun için rezervler/ithalat, borç servisi/ ihracat oranları ile rezervlerdeki azalmalar, borç servislerinin zamanında yapılıp yapılmadığı ve kullanılan IMF ve Dünya Bankası kredilerinin miktarları dikkate alınmaktadır (Çalışkan, 2002). Rezervlerin yeterliliği ve sermaye hareketliliği bakımından değerlendirme Grafik 12 ve Grafik 13'de gösterilmiştir. Rezerv verilerine, parasal altın ve IMF çekme hakları da dahildir. Rezervlerin GSYİH içindeki büyüklüğüne göre yapılan sıralamada Türkiye %15,1'lik oran ile

10.sırada yer almaktadır. Bu oran ile Türkiye, dünyadaki pek çok ülkeyi geride bırakarak 19 AB ülkesinden daha iyi bir performans göstermektedir.

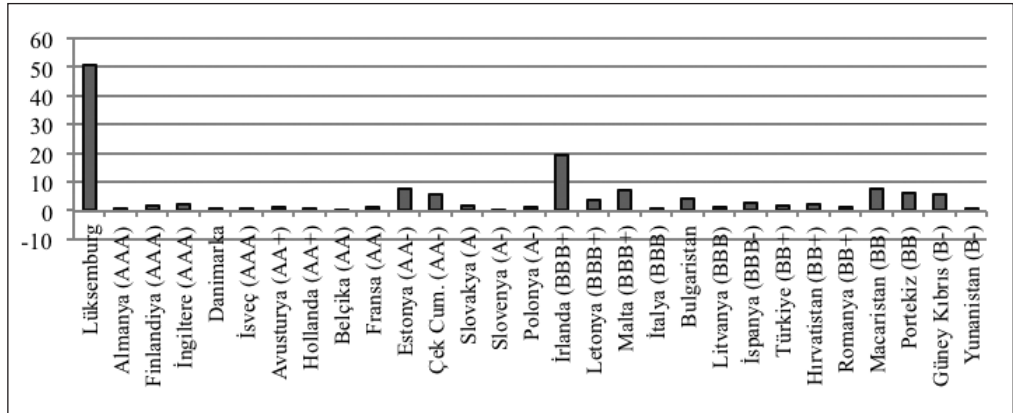
Grafik 12: Rezervlerin GSYİH'ya Oranı (2012)



Kaynak: Dünya Bankası (2014), *World Economic and Financial Surveys.World Economic Outlook Database*, Erişim Tarihi: 22.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.

Ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımların GSYİH içerisindeki payı açısından ise 2012 yılında Türkiye daha alt sıralara düşmüş %1,59 ile 16. sırada yer almıştır. Lüksemburg %50,5 ile doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'da en fazla payı aldığı ülkedir. Bu ülkeyi %19,4 ile İrlanda takip etmektedir. Kredi notlarıyla birlikte değerlendirildiğinde ise doğrudan yabancı sermaye girişiyle kredi notu arasında herhangi bir paralellik görüldüğü söylenememektedir.

Grafik 13: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının GSYİH'daki Payı (2012)



Kaynak: Dünya Bankası (2014), *World Economic and Financial Surveys.World Economic Outlook Database*, Erişim Tarihi: 22.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.

5. Sonuç

Başlıca kredi derecelendirme kriterleri açısından Türkiye'nin AB ülkeleri ile karşılaştırmalı olarak analiz edildiği çalışmada elde edilen sonuçlar şu şekilde özetlenebilir;

Politik göstergeler açısından yapılan değerlendirmede, Türkiye'nin, AB ülkelerinin tamamından daha yüksek politik riske sahip olduğu görülmektedir. Bunda özellikle baş gösteren etnik gerilimler, komşu ülkelerdeki savaşlar ve iç karışıklarla ilgili olarak demokratik hesap verebilirliğin sağlanması konusundaki başarısızlığın etkili olduğu söylenebilir. Ekonomik göstergeler açısından yapılan değerlendirmede, Türkiye gelir seviyesi bakımından birçok AB ülkesinden düşük performans göstermiştir. Gelir dağılımında adalet açısından yapılan değerlendirmede de aynı tablo görülmektedir. Türkiye karşılaştırma grubundaki ülkelerin sonuncusu olarak gelir dağılımı en bozuk ülke olmuştur. Ekonomik büyüme perspektifi açısından ise Türkiye'nin oldukça iyi bir performans gösterdiği ve pek çok AB ülkesini geride bırakarak üst sıralara yerleştiği görülmektedir. Yatırımlar açısından Türkiye en yüksek kredi notu alan ülkelerin çoğundan başarılı performans göstermiş, tasarrufların payı açısından ise aynı başarıyı gösterememiştir. İşsizlik oranı açısından, en yüksek kredi notu alan ülkelerle benzer performansa sahip olan Türkiye, AB ortalamasından daha düşük işsizlik oranına sahip olmakla birlikte çok başarılı bir performansı olduğunu söylemek güçtür. Yurtiçi kredilerin GSYİH'daki payı ise AB ortalamasının altında kalmıştır. Piyasa ekonomisinin gelişmişliğinin göstergesi olarak ekonomik özgürlükler düzeyi bakımından da iyi bir performans gösterdiği söylenememektedir.

Mali göstergeler açısından yapılan değerlendirmede, ülkelerin gelir, harcama ve bütçe açığı ile kamu borçları incelenmiştir. Türkiye'de bütçe gelir ve harcamalarının GSYİH'ya oranı AB ortalamasından düşüktür. Bütçe açığının GSYİH'daki payı ise AB ortalamasından yüksektir. Bu açıdan Türkiye olumsuz bir performans göstermiştir. AB tanımlı borç stokunun GSYİH'ya oranı açısından ise Türkiye'nin performansı iyidir. Parasal göstergeler açısından yapılan değerlendirmede, fiyat istikrarı bakımından Türkiye AB ülkelerinin tamamından yüksek enflasyon oranı ile en dezavantajlı ülke olmuştur. Dışsal göstergeler açısından ele alınan cari denge analizinde ise Türkiye'nin cari açığının GSYİH'ya oranı bütün AB ülkelerine göre yüksektir. Rezervlerin ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının GSYİH'ya oranı bakımından Türkiye'nin performansı nispeten benzer kredi notu alan ülkelere benzediği söylenebilir.

Özetle, Türkiye S&P açısından hala yatırım yapılabilir ülke kategorisinde görülmemektedir. Türkiye, politik istikrar, gelir düzeyi, gelir dağılımında adalet, tasarrufların oranı, işsizlik oranı, finansal istikrar ve derinlik, ekonomik özgürlükler, bütçe açığı, enflasyon oranı ve cari açık seviyesi açısından AB ülkelerine kıyasla dezavantajlı olduğu buna karşın ekonomik büyüme ve kamu borç stoku bakımından ise birçoğundan daha başarılı olduğu söylenebilir. Şöyle ki, özellikle büyüme ve mali açıdan gösterdiği iyi performans ile yüksek kredi notuna sahip pek çok ülkeyi geride bırakmasına rağmen Türkiye'nin kredi notu, 2014 yılı itibarıyla Güney Kıbrıs, Yunanistan, Portekiz ve Macaristan dışındaki ülkelerin gerisindedir. Bu tespitlerle birlikte S&P'nin Türkiye'nin kredi notunu belirlemede politik istikrar, cari açık ve işsizlik oranının yüksekliğinin olumsuz yansımalarının büyük ölçüde etkili olduğu söylenebilir. Zira kredi kuruluşları tarafından da Türkiye'nin kredi notlarında politik ve ekonomik belirsizliklerin daha etkili olduğu belirtilmektedir.

Kaynakça

- Acar, M. (2010). Serbest ticaret, ekonomik özgürlükler ve refah. *Bilgi*, 53, 1-28.
- Beers, D. T., Cavanaugh, M. & Ogawa, T. (2002). Sovereign credit ratings: A primer reprinted ratings direct from www.standardandpoors.com.

- Blaurock, U. (2007). Control and responsibility of credit rating agencies. *Electronic Journal of Comparative Law*, 11(3). <http://www.ejcl.org/113/article113-16.pdf>.
- Cantor, R., Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings, *FRBNY Economic Policy Review*, October, 37-54.
- CIA. (2014). *The World factbook*. Erişim Tarihi: 02.03.2014, <https://www.cia.gov>
- CSP. (2014). *INSRC Data Page*. Erişim Tarihi: 02.03.2014. <http://www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm>.
- Çalışkan, Ö.V. (2002). Kredi derecelendirme kuruluşları ve risk değerlendirme kriterleri, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 53-66.
- Dimitrijevic, A., Beers, D., Chambers, J & Kraemer, M., (2011). Sovereign government rating methodology and assumptions. *Ratings Direct on the Global Credit Portal*, June 30, 2011.
- Dimitrijevic, A. (2012). Ülkelerin kredi notunu nasıl belirliyoruz?. *Standart&Poor's Raiting Services, McGraw-Hill*. http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2012-03-01_UlkerlerinKrediNotunuBasilBelirliyoruz.pdf
- Dünya Bankası (2014). World economic and financial surveys. *World Economic Outlook Database*, Erişim Tarihi: 22.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.
- Erkan, M., & Demircioğlu, M.Y. (2010). Ülke derecelendirmesinin ekonomik kamu düzeni üzerindeki etkisi. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1(1), 107-132.
- Ertürk, H. (2012). Kredi Derecelendirme kuruluşu Standard & Poors'un metodolojisinin değerlendirilmesi ve Türkiye'nin kredi notunun diğer ülkelerle karşılaştırılması. Erişim Tarihi: 11.02.2014, http://www.yatirimfinans.net/resources/kredi_derecelendirme.pdf.
- EUROSTAT. (2014). *Headline indicators*. Erişim Tarihi: 01.04.2014, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/europe_2020_indicators/headline_indicators.
- Fitch. (2014). Erişim Tarihi: 14.04.2014, <https://www.fitchratings.com/gws/en/sector/overview/sovereigns>.
- Ghosh, S. (2013). A study of differences in Standard & Poor's and Moody's corporate credit ratings. Erişim Tarihi: 13.01.2014. http://www-wcs.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/con_041250.pdf.
- Glancy, D.A. (2012). Political risk-an important issue for sovereign wealth funds. *The Sovereign Wealth Fund Initiative*, Erişim Tarihi: 12.03.2014, <http://fletcher.tufts.edu/SWFI-OLD/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/FINAL%20Glancy%20Political%20Risk2.pdf>.
- Gürdal, T. (2008). Türkiye'de faiz dışı fazla ve borçların sürdürülebilirliği (1975-2007 Dönemi). *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 10 (2), 417-442.
- Heritage Foundation. (2014). *2014 index of economic freedom*. Erişim Tarihi: 03.03.2014, <http://www.heritage.org/index/ranking>.
- Hoti, S., McAleer, M. (2002). Country risk ratings: An international comparison. *International Country Risk Guide*, University of Western, Australia, November. Erişim Tarihi: 04.02.2014, from https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA456_2006/Hoti_Country_risk_ratings.pdf.

- ICRG. (2014). *International country risk guide*. Erişim Tarihi: 01.03.2014, <http://www.prsgroup.com/PDFS/PRSIndex.pdf>.
- IMF. (2014). World economic outlook. *World Economic and Financial Surveys*, Erişim Tarihi:11.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/weoselco.aspx?g=2001&sg=All+countries>.
- IMF. (2014). *World economic and financial surveys.World economic outlook, database april 2014*. ErişimTarihi:13.04.2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.
- Karagöl, E.T. (2010). *Geçmişten günümüze Türkiye’de dış borçlar*, Seta Analiz Yayınları, Erişim Tarihi: 02.03.2013, <http://file.setav.org/Files/Pdf/gecmisten-gunumuze-turkiyede-dis-borclar.pdf>.
- Karagöl, E.T., & Mihçioğur, Ü.İ. (2012). Kredi derecelendirme kuruluşları alternatif arayışlar. *SETA Rapor*, 7. Erişim Tarihi: 02.01.2014, http://file.setav.org/Files/Pdf/20121126124257_seta-kredi-derecelendirme-kuruluslari-_alternatif_arayislar.pdf.
- Kräussl, R. (2000). Sovereign ratings and their impact on recent financial crises. Unpublished Working Paper, 2000/04. Center for Financial Studies, Frankfurt, Mainz.
- Moody’s. (2014). Erişim tarihi: 14.04.2014, <https://www.moody.com/credit-ratings/Turkey-Government-of-credit-rating-768337>.
- TCMB. (2010). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bülten*, Sayı:18, Haziran 2010, Erişim Tarihi, 01.03.2014,http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Bulten_Turkce18.pdf,
- TCMB. (2013). *Parasal aktarım mekanizması*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayını. Erişim Tarihi: 13.02.2014. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/ParasalAktarim.pdf>.
- TOBB. (2011). *Ekonomik rapor 2010, TOBB Yayın No: 2011/135*.
- Ryan, J. (2012). The negative impact of credit rating agencies and proposals for better regulation, *Working Paper FG 1*, 2012/ 01, SWP Berlin.
- S&P. (2008). Criteria: Sovereign credit ratings: A primer. Erişim Tarihi: 03.04.2012, www.standardandpoors.com/ratingsdirect.
- S&P. (2011). Kredi derecelendirmelerinin tanıma rehberi. http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/kredi_derecelendirmelerini_tanima_rehberi.pdf.
- S&P. (2014). Erişim tarihi: 14.04.2014, <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/us?rpqSearch=NO&pageNav=No&searchText=turkey&searchField=Entity>
- Yapraklı, S. (2008). Kurumsal yapının ekonomik büyümeye etkisi: Üst orta gelir düzeyindeki ülkeler üzerine bir uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 8(1), 301-317.
- Yazıcı, M. (2009). Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi ve denetimi, *Maliye ve Finans Yazıları*, 82, Ocak.
- www.hazine.gov.tr, *AB tanımlı genel yönetim borç stoku istatistikleri arşivi*, Erişim Tarihi: 01.04.2014.