

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE YUNANİSTAN BORÇ KRİZİ

Yılmaz BAYAR¹

ÖZ

Kredi derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirmeleri ile şirket veya ülkelerin kredibilitelerine ilişkin asimetrik bilginin azaltılmasına katkı sağlayarak küresel finansal sistemde önemli kuruluşlar haline gelmişlerdir. Finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel finansal sistem içerisindeki etkisi de zaman içerisinde artmıştır. Bununla birlikte Asya Krizi, Küresel Finansal Kriz, Euro Bölgesi Borç Krizi gibi krizler ile Enron ve WorldCom gibi şirketlerin iflası kredi derecelendirmelerinin sorgulanmasına yol açmıştır. Bu çalışmada öncelikle kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel süreçte gelişimleri ve başlıca kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin kredi derecelendirmelerine yaklaşımları ele alınmış ve daha sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının Yunanistan Borç Krizi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının Yunanistan'ın ekonomisindeki olumsuz gelişmelere paralel olarak zamanında ve doğru olarak kredi derecelendirmesi yapmadıkları, borç krizi ortaya çıktıktan sonra yaptıkları art arda ölçsüz kredi not düşürümleri ile borç krizinin derinleşmesine katkı sağladıkları tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Ülke Kredi Derecelendirmesi, Yunanistan Borç Krizi

JEL Sınıflandırması: G24, H63

CREDIT RATING AGENCIES AND GREECE DEBT CRISIS

ABSTRACT

Credit rating agencies became important institutions in the global financial system by contributing to reduce asymmetric information about creditworthiness of companies and countries with their credit ratings. The effect of credit rating agencies has been increased in the global financial system together with globalization of financial markets. However crises such as Asian Crisis, Global Financial Crisis, Eurozone Debt Crisis and bankruptcies of companies such as Enron and Worldcom led credit ratings to be investigated. This study firstly dealt with historical development of credit rating agencies and credit rating approaches of major credit rating agencies and then examined the effects of credit rating agencies on Greece Debt Crisis. We find that credit rating agencies did not make credit rating accurately and on time in parallel with negative developments in Greek economy and they contributed to the deepening of sovereign debt crisis with their successive unmeasured downgrading outburst of debt crisis.

Keywords: Credit Rating Agencies, Credit Rating, Greece Debt Crisis

JEL Classification: G24, H63

¹ Doç.Dr., Uşak Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Yüksek Okulu, b_yilmaz77@yahoo.com

1.Giriş

Kredi derecelendirme işi ilk olarak 1900'lü yıllarda Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde ortaya çıkmış, finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte 1970'lerin ortalarından itibaren ABD ve dünyada düzenleme amaçlı, çok sayıda borçlanma ve yatırım kararında etkili olmaya başlamıştır (Levich vd., 2002:1). Kredi derecelendirme kuruluşları şirket ve ülkeleri analiz ederek ihraç ettikleri tahvillerin kredibilitelerini değerlendirirler ve derecelendirmelerini kullandıkları semboller ile gösterirler. Kredi derecelendirme sembolleri, bir borçlu veya bir menkul kıymetin kredibilitelerine ilişkin ileriye dönük fikir verir, kredi derecelendirme kuruluşunun kredi analizinin sonuçlarını özetlerler (Adelson, 2012). Kredi derecelendirmesinin genel olarak dört işlevi vardır. Bunlar (OECD, 2010:5-6):

- Bir kredi derecelendirmesinin temel ekonomik işlevi, borç aracını ihraç edenin kredi riskini nesnel olarak ölçmek, böylece borçlanan (tahvil ihraç eden) ve borç veren (yatırımcı) arasındaki bilgi açıklığı veya bilgi asimetrisinin azaltılmasına katkı sağlamaktır. Bu aynı zamanda tahvil ihraç edenlerin de piyasalar aracılığıyla fonlamaya erişimini kolaylaştırır.
- Piyasa işlev ve etkinliğini artırır. Bir başka deyişle kredi derecelendirmeleri bir yatırımcının kredibiliteye ilişkin daha iyi değerlendirme yaparak başka bir yatırımcıdan daha iyi performans gösterme olanağını azaltır.
- Kredi riski taşıyan bütün tahvil ihraçları için bir karşılaştırma aracı işlevi görür ve portföy oluşturulmasında tutarlı küresel bir derecelendirme işlevi görür.
- Kredi derecelendirmeleri, piyasa iştirakçileri için kredi riskinden bahsederken ortak bir standart veya dil işlevi görür.

Şirket veya ülkelere ait menkul kıymetlerin kredi derecelendirmeleri aynı zamanda bunların risk seviyesini de gösterdiği için şirket veya ülkelerin finansal piyasalarda karşı karşıya kalacakları faiz oranının önemli bir belirleyicisidir. Bununla birlikte ülke kredi derecelendirmeleri, o ülkenin şirket, banka veya sigorta şirketlerine verilen derecelendirmeler üzerinde kısıtlayıcı bir etkiye sahiptir. Ülkede yerli kuruluşların kredi derecelendirmesi genellikle buldukları ülkenin kredi derecelendirmesinden büyük olmaları (Afonso vd., 2007:7). Dolayısıyla ülke kredi derecelendirmesi o ülkedeki şirketlerin derecelendirmeleri için tavan işlevi görür. Daha düşük kredi derecesine sahip tahvil ihraç eden ülke ve şirketler daha yüksek kredi derecelendirmesine sahip ülke ve şirketlere göre daha fazla risk primi içerdikleri için daha yüksek faiz öderler. Ayrıca kredi derecelendirmeleri spekülasyon derecesinde bulunan tahvillere yatırımı kısıtlayan ulusal düzenlemelerden dolayı belli kurumsal yatırımcıların portföyleri için borç ve diğer menkul kıymetlerin uygunluğunu belirler (Elkhoury, 2008:1).

Günümüzde kredi derecelendirme kuruluşları küresel finansal sistem içerisinde şirket ve ülke kredi riski yönetiminde önemli bir unsur haline gelmiştir. Bununla birlikte Enron ve Worldcom gibi şirketlerin iflası, Asya Krizi, Küresel Finansal Kriz, Euro Bölgesi Borç Krizi gibi krizlerin kredi derecelendirme kuruluşları ta-

rafından öngörülememesi, kredi derecelendirme faaliyetlerinin doğruluğunun ve etkinliğinin sorgulanmasına yol açmıştır. Bu çalışmada öncelikle kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel süreçte gelişimleri ve başlıca kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin kredi derecelendirmelerine yaklaşımları ele alınacak, daha sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının Yunanistan Borç Krizi üzerindeki etkileri incelenecektir.

2.Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Süreçte Gelişimleri

Kredi derecelendirme kuruluşlarının günümüzde verdikleri hizmetler, 19. yüzyılda uzmanlaşmış ticari ve finans basını, kredi raporlama kuruluşları ve yatırım bankerleri tarafından sağlanmıştır. Uzmanlaşmış ticari basın, şirket ve endüstrilerin iş şartlarını rapor etmiştir. Bunlardan ilki American Railroad Journal 1832’de kurulmuş, 1849’da Henry Varnum Poor derginin editörü olduktan sonra ABD demiryollarına ilişkin değerlendirmeleri içeren “Poor’s Manual of the Railroads of the United States”i yayınlamıştır. 1916’da Poor şirketi tahvil derecelendirme işine girmiş, 1941’de Standard Statistics ile birleşerek Standard & Poor’s (S&P) adını almıştır. (S&P, 2013a). Kredi raporlama kuruluşları, tüccarların finansal yükümlülüklerini ödeme kabiliyetlerini değerlendirmişlerdir. İlk ticari kredi kuruluşu 1841’de New York’ta kurulmuş, Robert Dun daha sonra bu kuruluşu satın alarak 1859’da şirketlerin kredibilitelerini gösteren rehberi yayınlamıştır. John Bradstreet 1849’da benzer bir kuruluş kurarak 1857’de kredibilite rehberi yayınlamıştır. İki işletme 1933’de Dun & Bradstreet (D&B) adı altında birleşmiş ve D&B, 1962’de Moody’s’i satın alarak kredi derecelendirme ve raporlamayı aynı çatı altında toplamıştır. Ancak 2000 yılında yeniden ayrı birimlere dönüştürülmüşlerdir (Langohr, 2008:375-376).

İlk kredi derecelendirme kuruluşu 1909’da John Moody tarafından kurulmuş ve şirket demiryolları şirketlerini ve tedavüldeki menkul kıymetlerini analiz eden ve göreceli yatırım kalitesine ilişkin kısa sonuçlar içeren bir kitap yayınlamıştır (Moody’s, 2013a). Daha sonra 1913 yılında John Knowles Fitch tarafından Fitch kurulmuş, şirket ilk olarak finansal istatistikler yayınlamış, finansal menkul kıymetlerin bağımsız analizine yönelik artan talebi karşılamak için 1924’te AAA-D derecelendirme ölçeğini kullanmaya başlamıştır (Fitch, 2013). Kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişimleri dört temel aşamada gerçekleşmiştir. Birinci aşamada (1909-1943) 1920’li refah yılları özel ve kamu kesimi tarafından çok sayıda tahvil ihracına yol açmış, 1930’lı yıllarda kredi derecelendirmeleri ilk kez düzenleyici maksatlı olarak ABD’de kullanılmaya başlanmış, tahvil piyasalarının genişlemesi 2.Dünya Savaşının sonuna kadar devam etmiştir. İkinci aşamada (1944-1969) finansal ve ekonomik istikrardan dolayı bu dönem boyunca tahvil derecelendirmeleri ilgi görmemiş, kredi derecelendirme kuruluşları araştırma raporlarının satışından elde ettikleri gelirlerle birkaç analist istihdam edebilmişlerdir. Üçüncü aşamada (1970-2001) küresel finansal sistem piyasa temelli yapıya dönüşmüş, sabit döviz kuru sistemlerinden esnek döviz kuru sistemlerine, nicel kredi kontrollerinden fiyat temelli para arz yönetimine, fiyat kontrolünden piyasa fiyatlamasına geçilmiştir. Finansal kuruluşların denetimleri işletmelerden, işlevlerine yönelik rekabete kaymış, işletmelerin

fonlaması kuruluşlardan piyasalara geçmiştir. Bu gelişmeler kredi derecelendirme endüstrisinde hızlı bir genişlemeye yol açmış, 1970’te 1000 olan küresel olarak derecelendirilen şirket tahvil ihraç sayısı, 2006’da yaklaşık 6000’e çıkmıştır. Dördüncü aşamada (2002-günümüz) çok sayıda şirketin iflası, yapılandırılmış finansman piyasasının olağanüstü büyümesi, internetin hızla yayılması, sermaye piyasası araçlarının karmaşıklığının artması ve her yere yayılması kredi derecelendirme kuruluşlarında önemli değişikliklere yol açmıştır. Tahvil ihraç eden şirketlerin/kuruluşların, menkul kıymetlerin ve yatırımcıların çeşitliliği arttıkça, kredi derecelendirmelerin sermaye piyasaları aracılığıyla tasarruf-yatırım sürecinde önemi artmış, kredi derecelendirmeleri tüm dünyada hızla yayılmıştır (Langohr, 2008:376-378).

Dünyada 150’nin üzerinde ulusal, bölgesel ve küresel olarak faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Buna karşın Moody’s, S&P ve Fitch’in, kredi derecelendirme piyasasındaki payları yaklaşık %94’tür (OECD, 2010:12). S&P’nin piyasa payı %40, Moody’s’in %39 ve Fitch’in %15 civarındadır. (Iva ve Vukašin, 2010:3) Dolayısıyla kredi derecelendirme piyasası oligopol bir piyasa yapısındadır. Bu şirketlerden Moody’s derecelendirme faaliyetlerinde uzmanlaşmış bağımsız bir şirkettir. S&P’nin kredi derecelendirme faaliyetleri, McGraw-Hill’in sahibi olduğu finansal bilgi hizmeti veren S&P şirketinin bir parçasıdır. Fitch ise 1997’de İngiliz şirket IBCA ile birleşmiş, daha sonra Fransız şirket FIMALAC tarafından satın alınmıştır (White, 2001:6). Günümüzde Moody’s’in 29 ülkede, S&P’nin 23 ülkede, Fitch’in 50 ülkede ofisleri bulunmaktadır¹.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından iki iş modeli kullanılmaktadır. Bunlardan birincisi 1970’e kadar yaygın abone temelli (yatırımcı ödemeli) iş modeli, diğeri ise 1970’den sonra üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından kullanılan tahvil ihraç edenin ödeme yaptığı iş modelidir. 1970’den önce kredi derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirmelerini menkul kıymet ihraç edenlere ücretsiz olarak verirken, yatırımcılara ücret karşılığı satmışlardır. Ancak abone temelli model kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmesi yapılan ihraççılardan bağımsız olmalarını sağlamalarına karşın, bu kuruluşların faaliyetlerini destekleyecek yeterlilikte gelir elde edememeleri nedeniyle sürdürülememiş, 1970’lerin başlarında ABD’deki durgunluk süresince kredi derecelendirme endüstrisinin dinamikleri değişmiş, menkul kıymet ihraç edenler makul kredi riskine sahip olduklarını piyasaya göstermek amacıyla kredi derecelendirmesi için ödeme yapmaya başlamışlardır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ana sorumluluğu yatırım toplumu olmasına rağmen, bu modelde ücretler kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yaptıkları menkul kıymetleri ihraç eden şirketler tarafından ödenmektedir (OECD, 2010:6-7). Kredi derecelendirme kuruluşlarının hizmetlerinden yararlanan kullanıcıların doğrudan ödeme yapmaması ve ödemenin borç araçları değerlendirilen ve derecelendirilen şirket ve ülkeler tarafından ödenmesi ve kredi derecelendirme piyasasının oligopol yapısı söz konusu endüstride ahlaki tehlikeye yol açmaktadır.

¹ Söz konusu bilgi ilgili kuruluşların resmi web sayfalarından elde edilmiştir.

Finansal piyasaların gelişimine bağlı olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirdikleri finansal araçlar da artmıştır. Günümüzde kredi derecelendirme kuruluşları ülke ve şirketlerin tahvil ihraçları ile yapılandırılmış finansman yükümlülüklerine ilişkin değerlendirme ve derecelendirme yapmaktadırlar. Şirket kredi analizi, iş riski analizi ve finansal risk analizinden oluşmaktadır. İş riski analizi, ülke riski, endüstri riski ve şirkete özgü riski içerirken, finansal risk analizi, bilanço analizi, karlılık analizi, nakit yaratma analizi ve likidite analizinden oluşmaktadır. Şirketlerin tahvil ihraçları yanında kredi derecelendirme kuruluşları, farklı tranş veya sınıflara ayrılan, varlığa dayalı menkul kıymet olan yapılandırılmış finansman araçlarının her bir sınıfı için geleneksel tahviller ile aynı derecelendirme ölçeği üzerinden derecelendirme yaparlar. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşları bankalar ve sigorta şirketleri için bu tür kuruluşların faaliyet harcamalarından sonra sürdürülebilirliklerini sağlayacak yeterlilikte marj yaratma kabiliyetlerini ve öz sermayenin rassal bozulmalar karşısında ekonomik yeterliliğini gösteren finansal güç derecelerini hesaplarlar (Langohr, 2008:257-296).

3.Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Kredi Derecelendirmelerine İlişkin Yaklaşımları

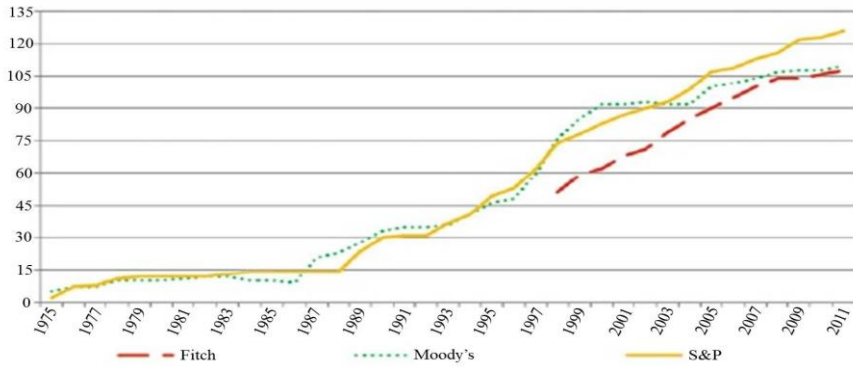
Ülke kredi derecelendirmeleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin gelecekte borçlarını zamanında ve tam olarak ödeme kabiliyeti ve istekliliğine ilişkin düşüncelerini yansıtır (S&P, 2013b). Bundan dolayı ülkelerin kredi derecelendirmeleri yatırımcıların dünyada ihraç edilmiş olan tahvil stokunun %40'ından fazlasını oluşturan devlet tahvillerine yatırım kararlarında önemli bir parametreyi oluşturmaktadır (S&P, 2012:2).

Moody's Mart 1918'de 10 ülkenin devlet tahvilini (Arjantin, Kanada, Küba, Dominik Cumhuriyeti, Fransa, Japonya, Norveç, Panama, İsviçre ve İngiltere) derecelendirerek dünyada tahvil ihraç eden ülkelerin kredibilitesini ölçen ilk şirket olmuştur. Daha sonra Poor's, Standard Statistics ve Fitch sırasıyla 1922 ve 1924 yıllarında devlet tahvillerini derecelendirmeye başlamışlardır. Bu dört kredi derecelendirme kuruluşu tarafından 1929'a kadar 120'den fazla devlet tahvili derecelendirilmiştir. 1929'dan sonra yabancı devlet tahvil piyasasının daralması, 1931'de bazı ülkelerin tahvil ödemelerini yapamaması ve 1934 Johnson yasasının ABD'li bankerlerin iflas etmiş ülkelere borç vermesini yasaklaması, 1930'larda devlet tahvili derecelendirmede önemli miktarda azalmaya yol açmıştır. 1935 ve 1938 yılları arasında yapılan devlet tahvili ihraçlarının %73'ünü Arjantin, Kanada ve Norveç'in devlet tahvilleri oluşturmuştur. 2. Dünya Savaşı devlet tahvili derecelendirmesine öldürücü darbeyi vurmuş, kredi derecelendirme kuruluşları sadece Kuzey Amerika ve Latin Amerika devlet tahvillerini derecelendirmeye karar vermişlerdir. 1940 ile 1970 yılları arasında devlet tahvili derecelendirilmesi çok düşük seviye kalmıştır. Bu durum, 2.Dünya Savaşı sonrası dönemde 20'den fazla ülkenin borcunu yeni ödemeye başlaması, oluşturulan yeni uluslararası finansal mimari ile Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nın gelişmekte olan piyasalara sermaye sağlayarak finansal piyasaların yerini alması, ABD'nin Avrupa'daki Müttefik ülkeler yönelik Marshall Planı ve

bu dönemde çok az ülkenin iflas etmesinin yatırımcıların ülkelerin iflas riskinin azalmış olduğunu varsaymalarına yol açmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenlerden dolayı S&P 1968-1974 yılları arasında devlet tahvili derecelendirme faaliyetini askıya almış, sadece Kanada ve ABD devlet tahvillerini derecelendirmiştir. 1975'te Moody's sadece beş ülkeye (Avustralya, Kanada, ABD, Yeni Zelanda ve Panama), S&P ise yedi ülkeye (Avustralya, Avusturya, Kanada, ABD, Fransa, Japonya ve Norveç) ait tahvilleri derecelendirmiş, Fitch ise devlet tahvili derecelendirme faaliyetini bırakmıştır (Gaillard, 2012:4-8).

1970'lerin ortasından sonra devlet tahvili derecelendirmesinde kısmi bir canlanma görülmüş, ancak 1982'de bazı ülkelerin borçlarını ödeyememesi riskten kaçınmayı artırarak piyasaya erişimi kısıtlamış ve kredi derecelendirme kuruluşlarının yeni devlet tahvili derecelendirmesi yapmasını engellemiştir. Moody's'in ABD dolarından farklı para birimlerinde devlet tahvili ihraç eden Almanya, Hong Kong, Hollanda ve İsviçre gibi ülkelerin menkul kıymetlerini derecelendirmeye başlamasından sonra 1986'da devlet tahvili derecelendirme piyasası yeniden canlanmaya başlamıştır. Ayrıca Meksika'nın borcunun devlet tahvili ihraç edilerek yeniden yapılandırılmasını amaçlayan Brady planı da gelişmekte olan ülkelerin devlet tahvilleri için derecelendirme talebinde bulunmalarını teşvik ederek 1990'lı yıllardaki devlet tahvili piyasasının büyümesi üzerinde etkili olmuştur. 2000'li yılların başında ABD Dışişleri Bakanlığı 15 Afrika ülkesinin tahvilleri derecelendirilmesine ilişkin Fitch ile, Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı da S&P ile benzer bir anlaşma yapması sonucu çoğu Afrika ülkesi ilk kredi derecelendirmelerini almışlardır. Aynı zamanda 1980-1990'lardaki sermaye kontrollerinin kaldırılması, Doğu Avrupa ve Rusya'ya kapitalizmin gelmesi ve piyasaya yönelik makroekonomik politikalar uygulanması devlet tahvili piyasası büyüklüğünü dolayısıyla da devlet tahvili derecelendirmelerinin artmasına katkı sağlamıştır (Gaillard, 2012:8-10).

Grafik 1: Fitch, Moody's ve S&P Tarafından Devlet Tahvili Derecelendirilen Ülke Sayısı



Not: Kredi derecesi yapılan ülke sayısı 1 Ocak tarihi 2011 itibariyle sayıları göstermektedir.

Fitch'in eğrisi 1998 yılında başlamaktadır.

Kaynak: Gaillard, 2012:10.

Moody's devlet tahvili derecelendirme sürecini üç aşamada gerçekleştirmektedir. Birinci aşamada ülkenin ekonomik gücü ve ülkenin kurumsal güçlülüğüne dayalı olarak ülkenin ekonomik şokları giderme kapasitesinin belirlenmesini içeren ülkenin ekonomik dayanıklılığı, ikinci aşamada ağırlıklı borç üzerine odaklı devletin finansal sağlamlığı, üçüncü aşamada ise ilk iki aşama birleştirilerek ülkenin kredi derecelendirmesi belirlenir (Moody's, 2008:2). S&P, kurumsal etkinlik ve politik riskleri yansıtan politik skor, ekonomik yapı ve büyüme beklentilerini yansıtan ekonomik skor, dış likidite ve uluslararası yatırım pozisyonunu yansıtan dış skor, borç yükü, mali performans ve esnekliği yansıtan mali skor ile parasal esnekliği yansıtan parasal skordan faydalanarak ülkelerin kredi derecelendirmesini belirler (S&P, 2012:3). Fitch ise makroekonomik performans ve beklentileri, ekonomiyi şoklara karşı kırılgan yapan yapısal özellikleri, kamu finansmanını, kamu borçlarının yapısı ve sürdürülebilirliği dahil kamu maliyesini, özel ve kamu sektörlerinin dış borç seviyesi ve yapısını, uluslararası ticaret dengesi, cari hesabın fonlanması ve sermaye akışının sürdürülebilirliği dahil dış finansman faktörlerini dikkate alarak ülkelerin kredi derecelendirmesini belirler (Fitch, 2012a:1). Fitch, Moody's ve S&P'nin ülkelerin kredi derecelendirmelerinde kullandıkları semboller Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1: Fitch, Moody's ve S&P'nin Ülke Kredi Derecelendirmelerinde Kullandıkları Semboller

Fitch	Moody's	S&P	Yatırım/Spekülatif
AAA	Aaa	AAA	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	Spekülatif Seviye
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC	Caa1	CCC	
CC	Caa2	CC	
C	Caa3	C	
RD/D	Ca	SD/D	

Kredi notu görünümü:
Pozitif: Kredi notunun artırılabilceği anlamına gelir.
Negatif: Kredi notunun düşürülebileceği anlamına gelir.
Durağan: Kredi notunun değişmesinin olası olmadığı anlamına gelir.

Kaynak: Fitch, 2012a (06.05.2013), Moody's, 2013b (07.06.2013) ve S&P, 2013b (06.05.2013)

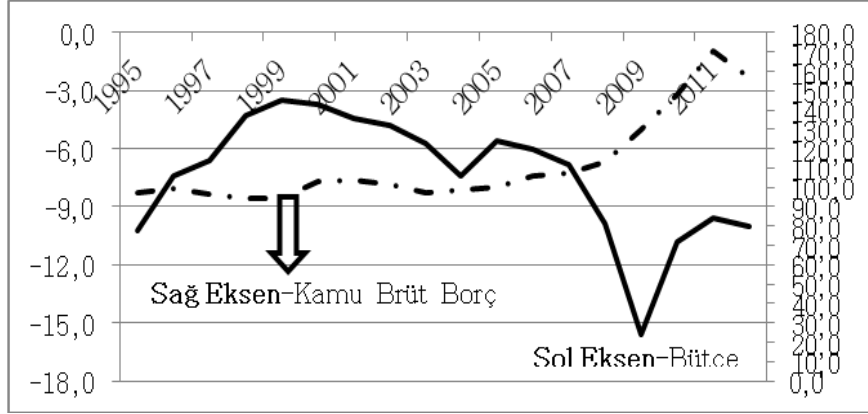
4.Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yunanistan Borç Krizi Üzerindeki Etkileri

Tarihsel süreçte özellikle dünya merkezlerinde ortaya çıkan finansal krizleri, ülkelerin borç yükümlülüklerini karşılayamaması sonucu ortaya çıkan borç krizleri izlemiştir (Hilsenrath, 2010). Finansal krizler şiddetli ekonomik gerileme, düşük kamu geliri, kamu bütçe açıklarının artması ve kamu borç stokunun yüksek seviyelere çıkmasına neden olarak ülkelerin borçlarını ödeyememelerine yol açarlar (Reinhart, 2009:8). Finansal krizden çıkış başladığında, kamu borç krizleri ikinci bir kriz dalgası olarak ortaya çıkar. Benzer şekilde ABD konut piyasasında oluşan balonun sönmeye başlamasıyla birlikte ABD’de 2007 yazında düşük gelir grubu (eşik altı) ipotekli konut kredilerine bağlı menkul kıymet ve türevlerinin krizi ortaya çıkmıştır. Bu kriz kısa süre içerisinde yayılarak Eylül 2008’den itibaren küresel finansal krize dönüşmüştür. Küresel finansal kriz sonrasında dünya ekonomilerinde iyileşmelerin görülmeye başladığı sırada, Yunanistan’ın % 6.7 olarak açıkladığı 2009 yılı bütçe açığını yukarı yönde %12.7 olarak düzeltmesi ikinci bir kriz dalgasına yol açmıştır. Borç krizi ilk olarak Yunanistan’da ortaya çıkmış, kriz kısa süre içerisinde Portekiz, İspanya, İtalya ve Güney Kıbrıs Rum Yönetimi’ne yayılmıştır (De Santis, 2012:2).

4.1.Yunanistan Borç Krizi

Yunanistan 1 Ocak 1981’de Avrupa Birliği (AB)’ne, 1 Ocak 2001 tarihinde de Euro bölgesine girerek 1 Ocak 2002 tarihinden itibaren euro banknot ve madeni paraları tedavüle koyan ilk grup ülkeler içerisinde yer almıştır (European Commission, 2009). AB’ye üye ülkelerin Euro bölgesine katılımları için Maastricht yaklaşma kriterlerini sağlamaları, bu kapsamda söz konusu kriterler içerisinde yer alan kamu finansmanı kriterlerine göre bütçe açığının gayri safi yurtiçi hasılaya oranının %3’ü, kamu borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranının %60’ı geçmemesi gerekmektedir (European Commission, 2007:8). Buna karşın Yunanistan bütçe açığı ve kamu borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranlarını sırasıyla 1998 için %3.1 ve %105.4, 1999 için %1.6 ve %104.4 olarak rapor etmiştir (European Central Bank, 2000:3). Daha sonra Avrupa Birliği İstatistik Ofisi tarafından yapılan hesaplamalarda Yunanistan’ın bütçe açığı rakamları üzerinde manipülasyon yaptığı ve hiçbir zaman kamu finansmanına ilişkin kriterleri yakalayamadığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca Yunanistan Euro bölgesine girdikten sonra bütçe açığı ve kamu borç stokunda sürekli bir artış olmuş, borç krizinin ortaya çıktığı 2009’da bütçe açığının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %15,6, kamu borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %129.7’ye çıkmış, kriz sonrasında 2012 yılı itibariyle bütçe açığının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %10, kamu borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %156.9 seviyelerindedir (Grafik 2).

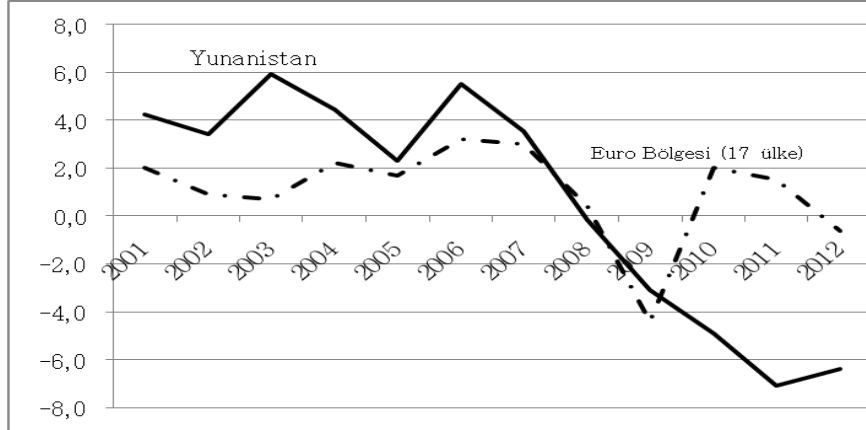
**Grafik 2: Yunanistan'ın Bütçe Açığı ve Brüt Kamu Borcu Stoku
(Gayri Safi Yurtiçi Hasılların Yüzdesi Olarak)**



Kaynak: Eurostat, 2013a (Erişim Tarihi: 02.06.2013)

Yunanistan ekonomisi küresel finansal kriz ortaya çıkmadan önceki dönemde 2001-2007 yılları arasında %4.2 büyürken, Euro bölgesi (17 ülke) %2 büyümüştür (Grafik 3). Yüksek ekonomik büyüme oranları, özel tüketim harcamaları ve kamu yatırımları ile sağlanmıştır. Aynı zamanda büyük ve etkin olmayan kamu yönetimi, maliyetli emeklilik ve sağlık sistemleri, vergi kaçırma ve genel olarak mali disiplini sürdürme isteksizliği Yunanistan'ın artan bütçe açığı ve kamu borç stokunun arkasındaki nedenleri oluşturmaktadır (Nelson vd., 2011:2).

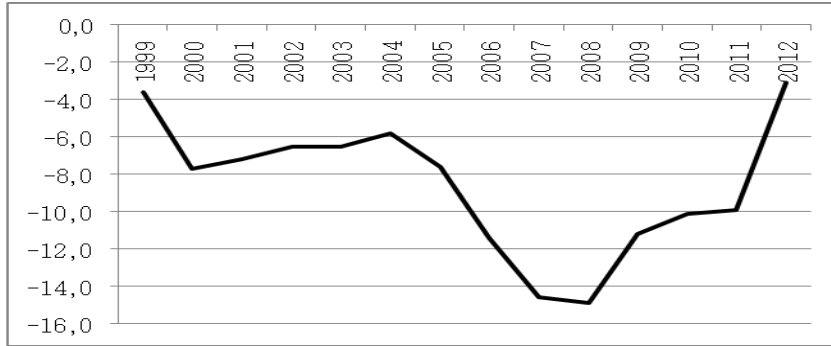
**Grafik 3: Yunanistan ve Euro Bölgesi (17 ülke)
Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranları (%)**



Kaynak: Eurostat, 2013b (Erişim Tarihi: 02.06.2013)

Yunanistan ekonomisinin kalkınma düzeyi ve rekabet seviyesinin Almanya ve Hollanda gibi ülkelerin çok gerisinde olması nedeniyle, Euro bölgesine katıldıktan sonra cari açığı sürekli artmış, 1999 yılında cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %3.6 iken, 2008’de bu oran %14.9’a yükselmiştir. Bununla birlikte son dönemde cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı azalarak 2012’de %3.1 civarına inmiştir. Cari açıktaki artışa karşın Euro bölgesi içerisinde Avrupa Merkez Bankası tarafından yönetilen ortak para politikası nedeniyle para biriminde değer kaybı olmamıştır (Grafik 4).

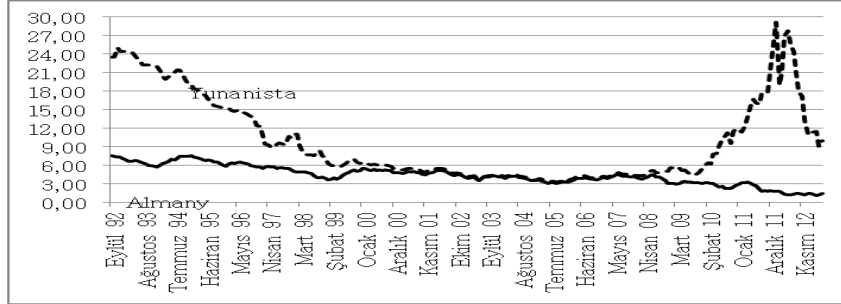
Grafik 4: Yunanistan’ın Cari Açığı (Gayri Safi Yurtiçi Hasılamm %’si olarak)



Kaynak: Eurostat, 2013c (Erişim Tarihi: 02.06.2013)

Yunanistan’ın Euro bölgesine katılma sürecinde 10 yıllık devlet tahvillerinin faiz oranı Kasım 1992-Ocak 2001 arası dönemde %25’ten %5.35’e gerilemiştir. Almanya, makroekonomik göstergeler ve ekonomisinin rekabetçi gücü açısından Yunanistan’ın çok üzerinde olmasına rağmen, iki ülke 2000-2008 arası dönemde hemen hemen aynı faiz oranından borçlanmışlardır. Yunanistan düşük faiz oranlarından sağladığı fonlarla kamu bütçe açığı, cari açık ve yatırım-tasarruf açığını finanse etmiştir. Borç alınan fonların ekonominin rekabet seviyesini artıracak ve alınan borçları gelecekte ödenmesini sağlayacak üretken yatırımlar yerine cari tüketim, bütçe ve cari açıkların finansmanında kullanılması bütçe açığı ve kamu borç stokunun sürdürülemez boyutlara ulaşmasına neden olmuştur (Grafik 5).

Grafik 5: Yunanistan ve Almanya’nın 10 Yıllık Devlet Tahvili Faiz Oranları (%)



Kaynak: Eurostat, 2013d (Erişim Tarihi: 02.06.2013)

Yunanistan'ın bütçe ve cari açıklarının finansmanı için uluslararası finansal piyasalara bağımlılığı, yatırımcıların ülkeye güvenlerindeki herhangi bir değişim karşısında ülkeyi korumasız bırakmıştır (Nelson vd., 2011:2). Nitekim finansal piyasalarda likiditenin daraldığı küresel finansal kriz ortamında Yunanistan'ın bütçe açığını yukarı yönlü daha önce açıkladığının çok üzerinde düzeltmesi, yatırımcıları terdihin ederek Yunanistan'ın devlet tahvil faiz oranında artışa yol açmıştır. Bununla birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının not düşürmeleri ile birlikte daha da artan faiz oranları Yunanistan'ın bütçe açığı ve kamu borcunu sürdürülemez boyuta getirerek borç krizinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Yunanistan'ın, AB ve Euro bölgesine katılmasından sonra yukarıda belirttiğimiz gibi ekonomisinde bir gelişme görülmemiş, buna karşın bütçe ve cari açıkları ile kamu borç stoku sürekli artarak ekonominin kırılganlığını artırmış, Yunanistan ile Almanya, Hollanda, Fransa gibi Euro bölgesinin gelişmiş ülkeleri arasında öngörüldüğü şekilde bir ekonomik olarak bir yakınlaşma görülmemiştir. Bununla birlikte Euro bölgesi farklı kalkınma ve rekabet düzeyine sahip ülkelerden bir başka deyişle heterojen bir yapıdadır. Bu heterojen yapı Avrupa Merkez Bankası tarafından uygulanan ortak para politikasının Euro bölgesindeki ülkelerde farklı sonuçlara ulaşmasına neden olmuştur. Ayrıca Yunanistan 2001-2009 arası dönemde hiçbir zaman Maastricht kriterlerinin kamu finansmanına ilişkin hususlarını sağlayamamasına rağmen, ülkede borç krizi patlak verene kadar AB içerisinde herhangi bir yaptırımla karşı karşıya kalmamıştır. Bundan dolayı Yunanistan'da kamu borcunun sürdürülemez boyutlara ulaşma sürecinde AB'nin kurumsal yapısındaki eksiklikler ve ekonomi politikalarının koordinasyonundaki problemler de krizin ortaya çıkmasına katkı sağlamıştır (Nelson vd., 2011:3).

4.2.Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yunanistan Borç Krizi Üzerindeki Etkileri

Yunanistan'ın Euro bölgesine katılımından sonra ekonomisinde bir dönüşüm yaşanmamış, aksine makroekonomik göstergelerde bozulmalar görülmüş, ekonominin kırılganlığı artmıştır. Buna karşın kredi derecelendirme kuruluşları S&P tarafından Kasım 1998-Ekim 2003 arası dönemde ülkenin kredi derecelendirmesi 4 çentik

artırılarak BBB'den A+'ya,, Moody's tarafından Aralık 1996-Kasım 2002 arasında ülkenin kredi derecelendirmesi 3 çentik artırılarak Baa1'den A1'e; Fitch tarafından Haziran 1997- Ekim 2003 arasında ülkenin kredi derecelendirmesi 4 çentik artırılarak BBB'den A+'ya yükseltilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu not artırımları Yunanistan'ın borçlanma maliyetinin düşmesindeki etkenlerden birisi olmuştur (Tablo 2).

ABD'de ortaya çıkan düşük gelir grubu (eşik altı) ipotekli konut kredilerine bağlı menkul kıymet ve türevlerinin krizinin küresel finansal krize dönüşmesi ve finansal piyasalarda likiditenin daralması yüksek kamu borç stoku, bütçe ve cari açığa sahip Yunanistan ekonomisindeki sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ayrıca Yunanistan'ın 2009 yılı bütçe açığını iki kattan fazla yukarı yönde düzeltmesi finansal piyasalarda Yunanistan'ın borcunu ödemeyeceğine ilişkin endişeleri artırmış ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kısa süre içerisinde art arda kredi not düşürümleri gelmiştir. Yunanistan'ın kredi derecelendirmesi S&P tarafından Ocak 2009-Şubat 2012 arası dönemde 15 çentik, Moody's tarafından Aralık 2009-Mart 2012 arası dönemde 16 çentik, Fitch tarafından Ekim 2009-Mart 2012 arası dönemde 14 çentik düşürülmüştür. Bu dönem içerisinde Yunanistan'ın Ekim 2009'da %4.57 olan uzun dönem borçlanma faiz oranı yükselme trendine girmiş Haziran 2012'de %27.82'ye kadar artmıştır (Grafik 5). Kredi derecelendirme kuruluşları Yunanistan ekonomisinde özellikle kamu finansmanı ve cari hesaptaki bozulmalar başta olmak üzere olumsuz gelişmeleri doğru analiz etmemeleri sonucu zamanında, doğru kredi derecelendirmesi yapmayıp gecikmeli olarak kredi derecelendirmesi yapmışlar, ayrıca kısmen geçmişte yapılmayan derecelendirmeleri telafi etmek için de art arda ölçsüz kredi not düşürümlerine gitmişlerdir. Kredi not düşürümleri Yunanistan'ın borçlanma maliyetinde artışlara yol açmış, bu da Yunanistan'a ilişkin risk algılamalarını olumsuz etkilemiş, artan risk de yeniden not düşürümüne yol açmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları böylece bir sarmal oluşturarak borç krizinin daha da derinleşmesine katkı sağlamıştır (Tablo 2).

Tablo 2: Yunanistan'ın Uzun Dönem Yabancı Para Cinsinden Kredi Derecelendirmesi

Tarih	S&P (çentik)	Moody's (çentik)	Fitch (çentik)
Aralık 1996	-	Baa1	-
4 Haziran 1997	-	-	BBB
30 Kasım 1998	BBB pozitif	-	-
Temmuz 1999	-	A2 durağan(2↑)	-
25 Ekim 1999	-	-	BBB+ (1↑)
24 Kasım 1999	A- pozitif (2↑)	-	-
27 Temmuz 2000	-	-	A- (1↑)
21 Eylül 2000	-	-	A- durağan
13 Mart 2001	A pozitif (1↑)	-	-
20 Haziran 2001	-	-	A durağan (1↑)
23 Ekim 2002	-	-	A pozitif
4 Kasım 2002	-	A1(1↑)	-
6 Ekim 2003	A+ durağan (1↑)	-	-
20 Ekim 2003	-	-	A+ durağan (1↑)
13 Eylül 2004	A+ negatif	-	-

Tarih	S&P (çentik)	Moody's (çentik)	Fitch (çentik)
16 Aralık 2004	-	-	A durağan (1↓)
1 Kasım 2005	A durağan (1↓)	-	-
11 Ocak 2007	-	A1 pozitif	-
5 Mart 2007	-	-	A pozitif
20 Ekim 2008	-	-	A durağan
14 Ocak 2009	A- durağan (1↓)	-	-
25 Şubat 2009	-	A1 durağan	-
12 Mayıs 2009	-	-	A negatif
22 Ekim 2009	-	-	A- negatif (1↓)
8 Aralık 2009	-	-	BBB+ negatif (1↓)
22 Aralık 2009	-	A2 negatif (1↓)	-
16 Mart 2010	BBB+ negatif (1↓)	-	-
9 Nisan 2010	-	-	BBB- negatif (2↓)
22 Nisan 2010	-	A3 (1↓)	-
27 Nisan 2010	BB+ negatif (3↓)	-	-
14 Haziran 2010	-	Ba1 durağan (4↓)	-
14 Ocak 2011	-	-	BB+ negatif (1↓)
7 Mart 2011	-	B1 negatif (3↓)	-
29 Mart 2011	BB- (2↓)	-	-
9 Mayıs 2011	B (2↓)	-	-
20 Mayıs 2011	-	-	B+ (3↓)
1 Haziran 2011	-	Caal negatif (3↓)	-
13 Haziran 2011	CCC negatif (3↓)	-	CCC (3↓)
25 Temmuz 2011	-	Ca (3↓)	-
27 Temmuz 2011	CC negatif (2↓)	-	-
22 Şubat 2012	-	-	C (2↓)
27 Şubat 2012	SD (1↓)	-	-
2 Mart 2012	-	C (1↓)	-
9 Mart 2012	-	-	RD (1↓)
13 Mart 2012	-	-	B- durağan (4↑)
2 Mayıs 2012	CCC durağan (3↑)	-	-
17 Mayıs 2012	-	-	CCC (1↓)
7 Ağustos 2012	CCC negatif	-	-
5 Aralık 2012	SD	-	-
18 Aralık 2012	B- durağan	-	-
14 Mayıs 2013	-	-	B- durağan (1↑)

Kaynak: S&P,2013c (Erişim Tarihi: 07.05.2013); Moody's, 2013b (Erişim Tarihi: 07.06.2013) ve Fitch, 2012b (Erişim Tarihi: 07.06.2013)

Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşları Asya krizi ve küresel finansal krizde olduğu gibi Yunanistan borç krizini öngörmede başarısız olmuşlardır. Bununla birlikte kredi derecelendirmesi tek yönlü bir süreç değildir, kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme için ilgili şirket ve ülkelerden aldıkları bilgileri de kullanmaktadır. Dolayısıyla şirket veya ülkelerden elde edilen bilgilerin doğruluğu da kredi derecelendirmesi için oldukça önemlidir. Yunanistan'ın uzun süre boyunca kamu finansmanına ilişkin istatistikleri manipüle etmesi de krizin ve de kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirmesindeki başarısızlığın önemli nedenlerinden birisini oluşturmaktadır.

5.Sonuç

Yunanistan Maastricht kriterleri olarak da adlandırılan Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliğine giriş kriterleri içerisinde yer alan kamu finansmanı kriterlerini karşılayamaması rağmen, söz konusu istatistikler üzerinde manipülasyon yaparak 1 Ocak 2001 tarihi itibarıyla Euro bölgesine katılmıştır. Yunanistan, Euro bölgesine girdikten sonra Euro bölgesinde bulunan Almanya, Fransa, Hollanda gibi gelişmiş ülke ekonomileri ile ekonomisi arasında öngörüldüğü gibi bir yakınsama yaşanmamış, buna karşın Yunanistan Euro bölgesinde ekonomik yakınsama olacağı beklentisi ve kredi derecelendirme kuruluşlarının not artırımları ile düşük faiz oranlarından borçlanma fırsatı yakalamıştır. Yunanistan sağlanan fonlarla borç geri ödemelerini karşılayacak ve ekonominin kalkınma ve rekabet düzeyini artıracak yatırımlar yapmak yerine cari tüketimi finanse etmiş, böylece ülkenin bütçe ve cari açıkları ile kamu borç stoku sürdürülemez boyutlara ulaşmıştır. Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği kurumsal yapısındaki eksiklikler ve Euro bölgesinde ekonomi politikalarının koordinasyonunda yaşanan sorunlar Yunanistan'da borç birikimi sürecine katkı sağlamıştır. ABD'de ortaya çıkan düşük gelir grubu (eşik altı) ipotekli konut kredilerine bağlı menkul kıymet ve türevlerinin krizinin Eylül 2008'den itibaren küresel finansal krize dönüşmesi ve küresel finansal piyasalarda likidite daralmasıyla birlikte Yunanistan ekonomisindeki bu kırılma noktaları ülkede borç krizinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Yunanistan ekonomisinde 2001-2008 yılları arasında olumlu bir gelişme yaşanmamasına, kamu finansmanı ile cari açığı bozulmalara görülmesine rağmen, kredi derecelendirme kuruluşları Yunanistan'ın kredi derecelendirmesini artırmışlardır. Kredi derecelendirmesindeki not artırımları Yunanistan'a ilişkin riskin küresel finansal piyasalarda olduğundan daha düşük düzeyde algılanmasına katkı sağlayarak ülkenin daha düşük faiz oranından borçlanmasına katkı sağlamıştır. Bununla birlikte Yunanistan'da borç krizi ortaya çıkana kadar kredi derecelendirme kuruluşları tarafından bu yönde herhangi bir değerlendirme yapılmamış, söz konusu kuruluşlar kendilerine atfedilen erken uyarı mekanizması işlevini yerine getirememişlerdir. Yunanistan'da borç krizi ortaya çıktıktan sonra, kredi derecelendirme kuruluşları bir nevi geçmişte yapılmamış not düşürümlerini telafi edecek şekilde ülkenin kredi derecelendirmesinde gecikmeli ve art arda büyük çapta not düşürümlerine giderek krizin derinleşmesine katkı sağlamışlardır.

Kredi derecelendirme işi ilk olarak ABD'de ortaya çıkmasına rağmen, finansal küreselleşme ile birlikte ABD kökenli kredi derecelendirme kuruluşları 1970'li yılların ortalarından itibaren küresel sistemde önemli kuruluşlar haline gelmişlerdir. Zaman içerisinde kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirdikleri menkul kıymetlerin değeri trilyon doları geçmiştir. Bununla birlikte Enron, Worldcom gibi şirketlerin iflası, Asya Krizi, Küresel Finansal Kriz ve son olarak Yunanistan Borç krizinin tetiklediği Euro Bölgesi borç krizi, kredi derecelendirme endüstrisinin yaklaşık %95'ine sahip S&P, Moody's ve Fitch'in kriz içerisindeki ülke ve şirketlere yönelik derecelendirmelerinin gerçekçi olmadığını ortaya çıkarmıştır.

Bu kapsamda Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (IOSCO-International Organization of Securities Commissions), Finansal İstikrar Kurulu (FSB- Financial Stability Board) ve Basel Bankacılık Denetim Komitesi gibi uluslararası kuruluşlar ile ABD ve AB kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik yeni düzenlemeler yapmışlardır. Ayrıca söz konusu uluslararası kuruluşlar ve ülkeler bünyesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının denetimlerine yönelik çalışmalar devam etmektedir. Bununla birlikte finansal piyasalardaki yeniliklerle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının da faaliyet alanı genişlemektedir. Bu nedenle uluslararası kurum haline gelen kredi derecelendirme kuruluşlarının denetiminden sorumlu olmak üzere ayrı veya Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası bir kuruluşun bünyesinde bir birim oluşturulmasının küresel finansal sistemin işleyişi açısından faydalı olacağı değerlendirilmektedir.

Kaynaklar

ADELSON, Mark H. (2012), “The Role Of Credit Ratings in the Financial System”, İnternet Adresi: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245333790527>, Erişim Tarihi: 06.05.2013.

AFONSO, António, GOMES, Pedro ve ROTHER, Philipp (2007), “What “Hides” Behind Sovereign Debt Ratings?”, European Central Bank Working Paper Series, No.711, İnternet Adresi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=954705, Erişim Tarihi: 15.05.2013.

DE SANTIS, Roberto A. (2012), “The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe Haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal”, European Central Bank Working Papers No.1419, İnternet Adresi: <https://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>, Erişim Tarihi: 02.06.2013.

ELKHOURY, Marwan (2008), “Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries”, United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers No.186, İnternet Adresi: http://unctad.org/en/Docs/osgdp20081_en.pdf, Erişim Tarihi: 10.05.2013.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2000), “Convergence Report 2000”, İnternet Adresi: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr2000en.pdf>, Erişim Tarihi: 02.06.2013.

EUROPEAN COMMISSION (2007), “One Currency for one Europe: The Road to the Euro”, İnternet Adresi: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_en.pdf, Erişim Tarihi: 01.06.2013.

EUROPEAN COMMISSION (2009), “Greece and the Euro”, İnternet Adresi: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/countries/greece_en.htm, Erişim Tarihi: 02.06.2013.

EUROSTAT (2013a), “Kamu Finansmanı İstatistikleri”, İnternet Adresi: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data/main_tables, Erişim Tarihi: 02.06.2013.

EUROSTAT (2013b), “Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranları”, İnternet Adresi: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>, Erişim Tarihi: 02.06.2013.

EUROSTAT (2013c), “Cari Açık Dengesi”, İnternet Adresi: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00043>, Erişim Tarihi: 02.06.2013.

EUROSTAT (2013d), “Uzun Dönem Devlet Tahvili Faiz Oranları”, İnternet Adresi: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teimf050>, Erişim Tarihi: 02.06.2013.

FITCH (2013), “Our Organization”, İnternet Adresi: <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp>, Erişim Tarihi: 06.05.2013.

FITCH (2012a), “Sovereign Rating Criteria”, İnternet Adresi: http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=685737, Erişim Tarihi: 06.05.2013.

FITCH (2012b), “Fitch Complete Sovereign Rating History”, İnternet Adresi: http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/sovereign_ratings_history.xls, Erişim Tarihi: 07.06.2013.

GAILLARD, Norbert (2012), *A Century of Sovereign Ratings*, New York: Springer Science+Business Media.

HILSENATH, Jon (2010), “Q&A: Carmen Reinhart on Greece, U.S. Debt and Other ‘Scary Scenarios’”, İnternet Adresi: <http://blogs.wsj.com/economics/2010/02/05/qa-carmen-reinhart-on-greece-us-debt-and-other-scary-scenarios/>, Erişim Tarihi: 01.06.2013.

IVA, Vuksanović ve VUKAŠIN, Kuč (2010), “The Role and Significance of Rating Agencies during the Crisis Period”, International Conference of the Faculty of Economics Sarajevo, Saraybosna.

LANGOHR, Herwig M. ve LANGOHR Patricia T. (2008), *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant*, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

LEVICH, Richard M., MAJNONI, Giovanni ve REINHART, Carmen M. (2002), “Introduction: Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System: Summary and Policy Implications” İçinde, *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, Boston, ss:1-16.

MOODY'S (2008), "Sovereign Bond Ratings", İnternet Adresi: http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_109490, Erişim Tarihi:06.05.2013.

MOODY'S (2013a), "Moody's History: A Century of Market Leadership", İnternet Adresi: <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>, Erişim Tarihi:06.05.2013.

MOODY'S (2013b), "Sovereign and Supranational Ratings and Ceilings", İnternet Adresi: <http://v2.moodys.com/moodys/cust/content/loadcontent.aspx?source=staticcontent/businesslines/sovereign-subsovereign/ratingslistgbr.htm¶m=all>, Erişim Tarihi:07.06.2013.

NELSON, Rebecca M., BELKIN, Paul ve MIX, Derek E. (2011), "Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications", İnternet Adresi: <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41167.pdf>, Erişim Tarihi:06.06.2013.

OECD (2010), "Competition and Credit Rating Agencies", İnternet Adresi: <http://www.oecd.org/regreform/sectors/46825342.pdf>, Erişim Tarihi: 07.05.2013.

REINHART, Carmen M. (2009), "The Economic and Fiscal Consequences of Financial Crises: North and South", İnternet Adresi: https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/4596/deor_11_3_8.pdf?sequence=1, Erişim Tarihi: 01.06.2013.

S&P (2013a), "A History of Standard & Poor's", İnternet Adresi: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>, Erişim Tarihi: 06.05.2013.

S&P (2013b), "Sovereigns", İnternet Adresi: <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovresearch/en/us>, Erişim Tarihi: 06.05.2013.

S&P (2013c), "Sovereign Rating And Country T&C Assessment Histories", İnternet Adresi: http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_US/TC_Assessment_Histories_1_4_13.pdf, Erişim Tarihi: 07.05.2013.

S&P (2012), "How We Rate Sovereigns", İnternet Adresi: http://www.standardandpoors.com/spf/ratings/How_We_Rate_Sovereigns_3_13_12.pdf, Erişim Tarihi: 16.05.2013.

WHITE, Lawrence J.(2001), "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis", Conference on "The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy, 1-2 Mart 2001, Washington.

