

## ÜLKE RİSKİNİN BELİRLENMESİNDE YÖNTEMLER<sup>†</sup>

**Timur Han GÜR**

*(Yrd.Doç.Dr., Hacettepe Üniversitesi, İktisat Bölümü 06532, ANKARA  
e-mail: timurgur@hacettepe.edu.tr)*

### **Özet:**

Bu çalışma, ülke riskini akademik/analitik yaklaşımlarla ölçen çalışmaların ve son yıllarda popülariteleri artan derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları ülke riski ölçüm yöntemlerinin bir değerlendirmesini yapmaktadır. Çalışmada, sözkonusu yöntemler ve derecelendirme kuruluşlarının ülkelere atfettiği ülke notları karşılaştırmalı olarak sunulmakta ve ülke notları, seçilmiş 34 ülke için 1990-1998 yıllarını kapsayan çift-sınırlı Tobit modelinden elde edilen ülke risk notları ile karşılaştırılmaktadır. Dış borç krizlerinin yaşandığı yıllar ve kriz yaşayan ülkelerin kriz öncesi notları ve dolayısıyla ile krizlerin önceden tahmin edilebilirliği bu kıyaslamaya temel oluşturmaktadır.

### **Abstract:**

#### **Methodologies of Sovereign Risk Assessment**

This study surveys the sovereign risk assessment methods used by academic/analytic studies and the rating institutions with increasing popularity in recent years. The study presents the country risk grades assigned by the rating agencies and compares them with the country risk grades obtained from a two-limit Tobit model. The country grades assigned before and during the major external debt crises are used to compare the accuracy of the estimations and the country grades of the rating agencies.

---

<sup>†</sup>Bu çalışmada kullanılan ülke risk tablolarının oluşturulmasında gösterdiği titiz çalışmalardan dolayı Öznur YAVAN'a çok teşekkür ederim.

**Anahtar Sözcükler:** Ülke riski, derecelendirme, dış borç krizleri.  
**Keywords:** Sovereign risk, rating, external debt crises.

## GİRİŞ

Ülke riskinin doğru olarak belirlenmesi, asimetrik bilginin yol açtığı “ahlaki tehlike” ve “tersine seçim” sorunlarının giderilmesi ve uluslararası mali piyasaların verimli çalışabilmesi açısından oldukça önemlidir. Hem borçlu hemde alacaklı için oldukça maliyetli dış borç servis güçlüğü ve bunu izleyen borç erteleme işlemleri, ülke risk modellerine duyulan ihtiyacın son yirmi yılda önemli ölçüde artmasına yol açmıştır. Özellikle 1982 yılında Meksika'nın moratoryum ilan etmesi ile başlayan Dünya Borç Krizi, “hükümler ülkeler iflas etmez” anlayışının tamamen terk edilmesine yol açmıştır. Kreditörlerin, dış borç krizini erken uyaracak yeni yöntemlerin geliştirilmesine ve modellerin iyileştirilmesi çabalarına destek vermesi de bu alandaki çalışmaların yoğunlaşmasına neden olmuştur. Uluslararası piyasalarda güvenilir ve uzun yıllardır derecelendirme yapan özel kuruluşların ülke risk belirlenmesi çalışmalarına verdikleri önemi artırmaları bu ihtiyacın yarattığı talepten kaynaklanmaktadır. Ülke riskine akademik yaklaşımlar ise 1970'li yılların sonundan bu güne kadar süregelen ve ekonomi yazınında kendi alt dalını oluşturmuştur.

Kuruluşların ve akademik ilginin artmasına rağmen, dış borç krizlerinin 1980'li yıllara özgü olaylar olarak kalmaması ve en umulmadık coğrafyalarda ve ülkelerde, 1990'lı yılların sonunda bile boyutlarını ve etkilerini artırmış bir biçimde ortaya çıkabilmesi, ülke dış borç riskinin önceden belirlenme sorununun zorluğunu ortaya koymaktadır. Bu zorluk ülke riskinin tanımından başlamakta ve ölçüm tekniğine kadar uzanmaktadır. Ülke riski ve dolayısı ile rating, bir ülkenin dış borç geri ödemelerini zamanında ve düzenli olarak yapamama olasılığını ölçmektedir. Ülke riski iki ayrı noktadan değerlendirilmektedir. Bunlardan birincisi politik risk, ikincisi ise ekonomik risktir. Politik risk kurumsal yapılardan, politik partilerden, hükümet kalitesinden, dış politika uygulamalarından, sosyal, kültürel, etnik, dini ve demografik yapı ve farklılardan kaynaklanan risktir ve ölçümü oldukça zordur. Öte yandan ekonomik riskin, ya da, diğer bir deyişle kaynak transfer riskinin ölçümü görece olarak daha kolay ve keyfi değerlendirmelere daha kapalıdır. Bu çerçevede ölçülen risk, ülkelerin döviz kazanma kapasiteleri ile ilgili olarak ortaya çıktığı düşünülen dış borç erteleme olasılığıdır. Dolayısı ile akademik çalışmalarda ölçülen risk daha çok dış borç ödeme kapasitesinin belirlenmesine yöneliktir. Buna karşılık kredi derecelendirme kuruluşlarının risk ölçümü politik ve ekonomik risklerin çeşitli derecelerdeki muhtemel kombinasyonları olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, hem akademik çalışmalarda, hem de derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları risk ölçme tekniklerinde ve kullanılan değişkenlerin seçiminde oldukça önemli farklılıklar vardır.

Bu çalışma ülke riskinin belirlenmesinde kullanılan akademik/ekonometrik modelleri ve derecelendirme kuruluşlarının yöntemlerini tanıtmayı amaçlamaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde akademik/analitik, ikinci bölümünde derecelendirme kuruluşlarının ülke riskini ölçme yöntemleri analiz edilmektedir. Üçüncü bölümde ülke riskine ekonometrik bir model ile yaklaşan Gür (2001) çalışmasından elde edilen ülke risk notları ile S&P, Moody's ve Fitch ülke risk notları karşılaştırılmaktadır. Bulgular sonuç bölümünde sunulmaktadır.

## 1. AKADEMİK YAKLAŞIMLAR

Enerji fiyatlarındaki değişimin ve petrol krizinden kaynaklanan güçlüğü yol açtığı Zaire ve Türkiye'deki öncü dış borç krizleri, 1970'li yılların sonlarında başlayan dış borç ödeme sorunlarına akademik ilginin artmasına neden olmuştur. Özellikle 1980'li yılların başında Meksika'da başlayan ve kısa zamanda diğer Latin Amerika ülkelerini de kapsayan dünya dış borç krizi, erken uyarı modellerinin önemini ve gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu bölümde özellikle özel kuruluşların kullandıkları basit *checklist* denilen sistemlere tepki olarak geliştirilen ve erken uyarı sistemleri olarak adlandırılan analitik ve istatistiksel yaklaşımlar değerlendirilecektir.

İstatistiksel erken uyarı çalışmaları ortak bazı sorunlara sahiptir. Bunlardan ilki ülke riskinin tanım zorluğundan kaynaklanmaktadır. Sorun, hangi değişkenin ülke riskinin bir göstergesi olarak modele alınacağıdır. Yani modelde açıklanmaya veya tahmin edilmeye çalışılan değişkenin nasıl bir değişken olacağı sorusu önemlidir. 1970'li yıllardan bu güne kadar çeşitli değişkenler kullanılmış olmakla beraber ekonometrik yaklaşımlarda bağımlı değişken olarak en yaygın kullanılan değişken dış borç ertelemeleri olmuştur. Seçilen modele göre dış borç ertelemelerinin gerek miktarı, gerek oranı ve gerekse ertelemenin kendisi bir davranış biçimi olarak rakamsallaştırılarak ekonometrik modellere sokulmuşlardır. Herşeye rağmen ülke riski ile dış borç erteleme riskini tam olarak ikame etmek pek olası değildir. Birçok durumda gerekli olduğu halde, ülkeler dış borç ertelemesi yapmamaktadır. Bu durumda ekonometrik modeller sinyal vermekte ama erteleme yapılmadığından modelin "hatalı" sinyal verdiği sonucu ortaya çıkmaktadır. Dolayısı ile ülke riskini, borç erteleme riski ile eşanlamlı kullanmak sakıncalar taşımaktadır. Yine de daha anlamlı bir değişken bulunamadığı ve ülke riski, yabancı para cinsinden borçların zamanında ve tam olarak ödenememesi olarak tanımlandığı için, bu değişkenin yaygın kullanımı kaçınılmaz olmaktadır.

İstatistiksel modelleri, kullanılan yöntemler temelinde gruplara ayırmak olanaklıdır. Özellikle 1970'li yılların en yaygın istatistiksel yöntemi "discriminant (ayrıştırma) analiz" olmuştur. Frank ve Cline (1971), Grinols (1976), Sergen (1977), Smith (1977), Saini ve Bates (1978) bu yöntemle ülke riskini ölçmeyi amaçlamış çalışmalardan bazılarıdır. Ülkelerin karakterlerine göre gruplanmaları ve ülkeler arası farklılığı maksimize edecek değişkenlerin bulunmasını sağlayan bu analizlerden Frank ve Cline, ortalama borç vadesi ve borç ödemelerinin toplam borca oranlarını en anlamlı açıklayıcı değişkenler olarak bulurken, Grinols dış borç erteleme olasılığının açıklanmasında kullandığı yirmi değişken içerisinde borç ödemelerinin toplam borca oranını, borç servisinin ihracata oranını, toplam dış borcun GSMH'ya oranını ve kullanılan borcun borç servisine oranını anlamlı değişkenler olarak saptamıştır. Discriminant analizi çerçevesinde değişik bir yaklaşım iki farklı yaklaşımın modellendiği Sergen'in çalışmasıdır. Kullanılan borç servisi ve paracı yaklaşımlarda, borç servisinin ihracata oranı ve enflasyon oranı en anlamlı iki değişken olarak bulunmuştur.

Ampirik/analitik yaklaşımlar içerisinde Logit ve Probit modellerini kullanan çalışmalar en önemli yeri oluşturmaktadır. Logit ve Probit modellerinin yaygın kullanımında en önemli gerekçe bu modellerin binom dağılımlı bağımlı değişken kullanması nedeniyle pratik olmalarıdır. Dış borç servis güçlükleri eğer borç ertelemeleri ile açıklanıyorsa, bir borçlunun ödemelerini yapıp yapmaması gibi iki sonuçlu bir olayın modellenmesi için oluşturulan Logit ve Probit tahmin teknikleri en uygun tekniklerdir. Dolayısı ile bir ülkenin, miktarı ne olursa olsun, verilen bir yıl içerisinde borç servis erteleme yapması 1, yapmaması ise 0 değeri ile ifade edilirse, Logit ve Probit modelleri en küçük kareler tahmin yöntemleri ile kıyaslandığında etkin ve sapmasızdır. Model içerisinde elde edilen borç servis erteleme olasılıkları 1 ve 0 arasında uygun bir kesim değeri ile iki uçlu hale getirildiğinde, modelin tahmin gücü 1. ve 2. tip hataların gözlem değerine oranı ile açıklanmakta ve açıklayıcı değişkenler bu kıstasa göre modele alınmaktadır. Rosett. ve Nelson (1975), Feder ve Just (1977), Mayo ve Barret (1977), Feder, Just ve Ross (1981), Cline (1984), Kharas (1984), Ngassam (1991), Hernandez-Trillo (1995) Logit veya Probit analizi ile ülke riski tahmini yapan çalışmalardan bazılarıdır.

Feder ve Just, borç service oranı, ithalatın rezervlere oranı, kişi başına gelir, sermaye akışının borç servisine oranı, ihracat ve gelir artış hızlarını bir ülkenin borç ödeme kapasitesinin anlamlı ve önemli göstergeleri olarak ortaya çıkarmıştır. 1980'li yılların ortalarında Kharas, kuramsal bir model oluşturmuş ve bu modelde anlam ifade eden değişkenleri 43 kalkınmakta olan ülke için uyguladığı Logit analizi içerisinde analiz etmiştir. Çalışmada borç servisinin

gelire oranının, net sermaye girişinin gelire oranının, yatırım ve nüfusun gelire oranlarının anlamlılığı ölçülmüştür. Bu çalışmanın önemi teorik bir modele dayanmasıdır. Modelde tanımlanan “en az sermaye stoku” kavramı bir ülkenin borçlanma programını sürdürebilmesi için gereken minimum stok olarak tanımlanmaktadır. Ülkelerin bu stoka sahip olmadan dış borç programını yürütüp yürütemeyecekleri çalışmada test edilmektedir. Ülke riski düşük ülkeler bu minimum sermaye stokuna sahip ülkeler olarak modelde ayrıştırılmışlardır. Ngassam'ın sadece Afrika ülkelerini kapsayan analizinde öncelikle principal component (esas parça) analizi ile değişkenler ağırlıklandırılmış ve sonrası borç servis oranı, reserve ithalat oranı, borç servisinin sermaye girişine oranı, gelir artış oranı, enflasyon oranı, borçlanma gereği ve global fon arzı önemli göstergeler olarak modele açıklayıcı değişken olarak dahil edilmiştir.

Beltratti (1990), farklı bir yaklaşım ile dış borç ödeme kapasitesi ile cari işlemler fazlalığını eşanlı tutmuş ve Vektör Otoregresyon (VAR) metodu ile gelecek cari işlemler fazlalığının şimdiki değerini tahmin etmiştir. Bu modelde dış ticaret fazlalığı, yatırım GSMH oranı ve reel gelirin artış oranı cari işlemler fazlalığının tahmininde kullanılan değişkenlerdir.

Literatürde, yaygın kullanılan Probit ve Logit modellerine alternatif olarak Tobit modellerinin kullanımı 1990'lı yılların ortalarına rastlamıştır. Hajivassiliou (1994) üç farklı durum tahmini yapmış ve önemli ölçüde borç ertelemesi yapan ülkeleri borç krizi içerisindeki ülkeler olarak tanımlamıştır. Buradan hareketle ödenmemiş dış borç yükümlülüğü miktarı bağımlı değişken olarak Tobit modeline yerleştirilmiş ve 93 ülke için 1970 ve 1987 yılları arasındaki verilerle tahmin yapılmıştır. Anlamlı bulunan bağımsız değişkenler borcun ihracata oranı, rezervlerin ithalata oranı, ödenecek faiz ve anapara yükümlülükleri, kişi başına gelir, cari işlemlerin GSMH'ya oranı, ödenmemiş önceki faiz ve anapara miktarları, önceki borç ertelemeleridir. Bu değişkenler Hajivassiliou (1987)'deki değişkenlerle aynıdır. Çalışmanın önemli bir yeniliği ülke etkilerinin test edilmeye çalışılmasıdır. Eski borç ertelemeleri ülke farklılıklarının tahmin değerleri üzerinde yaratacağı etkinin giderilmesi amacıyla modele dahil edilmiştir.

Tobit modeli ile ülke dış borç ödeme kapasitesini belirleyen diğer çalışmalar Gür (1995, 1998, 2001) ve Lanoie ve Lemarbre (1996)'dır. Gür (1995) ilk defa dış borç ertelemelerinin toplam borca oranlarını (erteleme oranı), 0 ile 1 değeri aralığında devamlı bir değişken olarak tanımlayarak bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Bir ülkenin borç erteleme oranının, bir anlamda ertelenen borcun görece büyüklüğünün önemini vurgulanması, Probit

ve Logit modellerindeki aksaklığı önemli ölçüde gidermektedir. Çalışmada, borcun sadece küçük bir oranının, değişik amaçlarla ertelenmesi ile özellikle ağır borçlu bir ülkenin büyük miktarda borcunu ödeyememesi veya ertelenmesi durumu aynı kefeye konulmamakta ve ayrıştırılmaktadır. Çalışmada, 1972 ile 1991 yılları arasında 35 ülke için dokuz açıklayıcı değişken kullanılmıştır. Ülke riski tahmini yapılırken ülke özel koşullarının ve zamanın önemini görebilmek için Panel Veri analizi yapılmış ama ülke ve zaman spesifik faktörlerin öneminin büyük olmadığı görüldüğünden bu çalışmada ikinci bir model olarak Tobit kullanılmıştır. Bu çalışmayı diğerlerinden ayıran diğer bir özellik de tahmin edilen dış borç erteleme oranlarının ülke risk tablolarına dönüştürülmesi ve özel kuruluşlarca verilen ülke notları ile kıyaslanabilmesidir. Bu çalışma Gür (2001) ile revize edilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde bu model ve modelden elde edilen ülke risklilik notları, derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları yöntemler ve verdikleri ülke notları ile kıyaslanacaktır.

Gür (1995)'ten hemen sonra, dış borç erteleme oranlarını kullanarak ülke risk modeli geliştiren ve dolayısı ile tahminlerde Tobit analizi kullanan diğer bir çalışma Lanoie ve Lemarbre (1996) dir. Bu çalışmada üç ayrı açıklayıcı değişken seti ile borç erteleme oranlarının açıklanması kıyaslanmaktadır. Geleneksel makro, ödemeler dengesi ve yapısal değişkenlerden oluşan yaklaşımlar içerisinde ödemeler dengesi değişkenlerinin oluşturduğu model en anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç Gür modelini desteklemektedir.

## 2. DERECELENDİRME KURULUŞLARI

1982 yılında patlak veren Dünya Borç Krizi, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülke riskine verdikleri önemin artmasına yol açmıştır. Ülke riskinin banka ve özel kuruluşlarca belirlenmesi çalışmaları 1970'li yılların sonlarına uzatılabilir.

Uluslararası ticari bankacılık, ülke riskini ölçmek için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Bankaların geleneksel olarak kullandığı yöntemlerden biri *checklist* sistemi denilen, seçilmiş çeşitli kriterlere, ekonomik ve sosyal göstergelere göre ülkelerin güvenilirlik sıralamalarının oluşturulması yöntemidir. Kullanılan göstergelerden bazıları: ekonomik gelişmişliğin ölçüsü olarak kişi başına ulusal gelir ve/veya toplam ulusal gelir, reel ulusal gelirdeki artış oranı, dış ekonomik ilişkilerdeki performansın ölçüsü olarak ihracat artış oranı, ihraç mallarının fiyatlarındaki değişimler, fiyat istikrarının bir ölçüsü olarak enflasyon oranındaki artışlar, ülke üretim kapasitesindeki artışın bir göstergesi olarak yatırım-ulusal gelir oranı, uluslararası likidite ölçüsü olarak döviz rezervlerinin ithalata oranı, IMF kredi kullanımı ve borç servis oranı gibi

çok sayıda değişkenlerdir. Bu metot içerisinde her değişken için notlanan ülkeler, sonunda genel olarak bir ülke notuna sahip olmaktadırlar. Uluslararası kredi veren ve yeterli teknik ve eleman donanımına sahip olan bazı uluslararası ticari bankalar, ülkelerin risk durumlarını kendi içlerinde hesaplamakta ve dolayısı ile bu değerlendirmeler genellikle banka içerisinde kalmaktadır.

Ticari bankalar dışında ülke riskini belirlemeye çalışan çok sayıda kuruluş bulunmaktadır. Bu kuruluşlar arasında Bank of America World Information Services, Business Environment Risk Intelligence (BERI) S.A., Control Risks Information Services (CRIS), Economist Intelligence Unit (EIU), Euromoney, Institutional Investor, International Country Risk Guide (ICRG), Standard and Poor's Rating Group, Moody's Investor Services, Fitch IBCA D&P göze çarpanlardır.

Bu kuruluşların en eskilerinden biri Business Environment Risk Information (BERI) endeksidir. Bu endeks içerisinde sosyopolitik, finansal, ekonomik ve operasyonel risk, 48 ülke için 15 gösterge çerçevesinde değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmede borçlu ülkeler, iki farklı zaman periyodu için, hem cari dönem hem de 5-10 yıllık periodlar için notlandırılmaktadırlar.

International Country Risk Guide (ICRG) diğer bir ülke risk endeksidir. Bu endeks hesaplanırken, seçilmiş yedi gösterge bazında ülkeler sıfır ile 100 arasında puanlanmaktadır. Frost and Sullivan tarafından aylık hazırlanan World Political Risk Forecast ise benzer bir biçimde, yaklaşık 250 politik analizcinin görüşleri doğrultusunda 68 ülke için hazırlanan diğer bir endekstir.

Bu çerçevede değerlendirilebilecek diğer risk endeksleri ise "The Institutional Investor" ve "The Euromoney" risk tablolarıdır. The Institutional Investor, kredi notlamasını 75-100 uluslararası bankerin kredilerin geri ödenmemesi ihtimalini değerlendirdikleri görüşleri çerçevesinde yapmaktadır. Bu bankerlerin isimleri saklı tutulmakta ve görüşler The Institutional Investor'ın oluşturduğu bir formüle göre ağırlıklandırılmaktadır. Bu rating sistemi çerçevesinde özellikle gelişmekte olan ülkeler ile borç-alacak ilişkisi içerisinde olan bankaların görüşleri daha ağırlıklı olarak analize dahil edilmektedir.

The Euromoney risk tabloları ise sadece LIBOR (London Interbank Borrowing Rate) üzeri alınan ve 115 ülkedeki kamu kesimi ve kamu garantili özel kredileri kapsayan bir analizin sonucunda ortaya çıkarılmaktadır. Bu analiz içerisinde risklilik endeksi, kredilerin LIBOR üstü farklılık çarpımları

toplamların büyüklüğünün (spread) the Euromoney Index ile bölümünün sözü geçen kredilerin vade ile çarpımlarının toplamlarına bölümünden elde edilmektedir.

Derecelendirme kuruluşları arasında en eski ve önemli kuruluşlardan biri Standard & Poor's (S&P)'dir. S&P nin ülke risk değerlendirme modeli, diğer kuruluşlar gibi hem politik hemde ekonomik kriterlere dayanan bir derecelendirme modelidir. Bu kuruluşun dikkate aldığı temel ekonomik ve politik göstergeler politik kurumların istikrarı ve siyasete katılım derecesi, gelir ve ekonomik yapı, mali politika ve bütçe esnekliği, parasal politika ve enflasyon, kamu ve özel sektör borç yükü ve borç servis geçmişi başlıkları altında özetlenmektedir. S&P ye göre bu faktörler yerel para cinsinden hükümet borçlarının zamanında ödenmesini etkileyen en önemli faktörlerdir. Mali ve parasal politikalar sonuçta ülkelerin ödemeler dengesi bilançolarını etkileyeceğinden bu faktörlerin aynı zamanda yabancı para cinsinden borçlarının ödenebilme kapasitelerini de gösterdiği düşünülmektedir.

S&P, derecelendirme kuruluşları içerisinde belkide en önemli yere sahiptir. Bu nedenle bu faktörlerin alt başlıklarına değinmekte yarar vardır. Tablo 1, ülke riskinin belirlenmesinde S&P nin kullandığı değişkenleri alt başlıklar halinde sunmaktadır. Bu değişkenler belirli ağırlıklar ile ağırlıklandırılıp incelenen ülke için notlandırılmakta ve sonuçta toplam puana göre ülke risk notu elde edilmektedir. Doğal olarak ağırlıklandırmada kullanılan kriterler için ortaya konmuş bilimsel bir çalışma yoktur. Bu nedenle inceleyeceğimiz diğer derecelendirme kuruluşları Moody's ve Fitch gibi S&P'nin de ülke riskini ölçerken büyük ölçüde "algılama" gücüne dayandığını söyleyebiliriz. Tablo 2, S&P'nin seçilmiş bazı ülkelere verdiği son 10 yıllık uzun vadeli yabancı para cinsinden borçlar için notları vermektedir. Bu notların doğruluğu sonraki bölümde kısmen tartışılacaktır.

Derecelendirme kuruluşları içerisinde önemli bir yere sahip olan diğer bir kuruluş da Moody's dir. Bu kuruluş, siyasi dinamikleri ve sosyal oluşumları, mali ve ekonomik durumu ayrı ayrı değerlendirmekte, bunların birleşiminden oluşan ülke risk notlarını açıklanmaktadır. Moody's' in rating yöntemi politik risk için kalitatif, mali ve ekonomik göstergeler için kantitatif sıralama yöntemidir. Tablo 3, Moody's'in politik ve ekonomik risk göstergelerini sunmaktadır. Tablodan da anlaşılacağı üzere S&P ve Moody's arasında seçilmiş göstergeler bakımından radikal farklar göze çarpmamaktadır. Bu nedenle Cantor ve Packer (1995)'in çalışmasında sözedilen hükümler rating anlaşmazlıkları, genellikle küçük çaplıdır. Ayrıca not bareminde görülebilecek farklılıklar, seçilmiş ülkeleri risklilik açısından sıraladığımızda hemen hemen



tamamen ortadan kalkmaktadır. Yani not standartı farklı olsa bile ülkeler en riskliden en risksize göre sıralandığında bir ülkenin diğer ülkeler arasındaki sırası S&P ve Moody's in sıralamalarında pek değişmemektedir.

**Tablo 1. Standard and Poor's Risk Göstergeleri**

<b>Politik Risk</b>
Hükümetin yapısı ve politik kurumların uyumu Popüler katılımın derecesi Liderlikte devamlılık sıralaması Ekonomik politika amaçlarında işbirliği derecesi Global ticaret ve mali sisteme entegrasyon İç ve dış güvenlik riski
<b>Gelir ve Ekonomik Yapı</b>
Yaşam standartı, gelir ve servet dağılımı Piyasa ve piyasa dışı ekonomi Kaynak donanımı ve çeşitlilik derecesi
<b>Ekonomik Büyüme</b>
Tasarruf ve yatırımların büyüklüğü ve kompozisyonu Ekonomik büyümenin oranı ve gelişimi
<b>Mali Esneklik</b>
Genel bütçe dengeleri Vergi yükü ve vergi artırabilme esnekliği Harcama baskısı
<b>Kamu Borç Yükü</b>
Genel hükümet mali varlıkları Kamu borcu ve faiz yükü Kamu borcunun para kompozisyonu ve yapısı Emeklilik borçlamaları Bankalara, şirketlere ve diğerlerine ilgililere borçlar
<b>Fiyat İstikrarı</b>
Fiyat enflasyonunda gidişat Para ve kredilerin büyüme oranları Döviz kuru politikası Merkez bankası bağımsızlığı
<b>Ödemeler Dengesi Esnekliği</b>
Mali ve parasal politikaların dış denge hesaplarına etkisi Cari işlemler hesabının yapısı Sermaye akışının kompozisyonu
<b>Dış Borç ve Likidite</b>
Kamu dış borcunun büyüklüğü ve kompozisyonu Bankaların, diğer kamu ve özel kuruluşların kamu garantili ilgili borçlarının büyüklüğü Vade yapısı ve borç servis yükü Rezervlerin ve diğer kamu dış varlıkların seviyesi ve kompozisyonu Borç servis geçmişi

**Kaynak:** Standard and Poor's internet sitesi.

Tablo 2. Standard and Poor's Ülke Risk Notları

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
CEZAYİR										
FAS								BB	BB	BB
FİLDİŞİ										
KENYA										
MISIR							BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
NIJERYA										
SUDAN										
TUNUS							BBB-	BBB-	BBB-	BBB
ARJANTİN			BB-	BB-	BB-	BB-	BB	BB	BB	BB/BB-
BOLİVYA								BB-	BB-	B+
BREZİLYA				B	B-	B+	BB-	BB-	B+	B+
DOMİNİK CUM.							B+	B+	B-	B+
EKVADOR										B-
JAMAİKA									B	B
KOLOMBİYA			BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-/BB+	BB+/BB
KOSTARİKA							BB	BB	BB	BB
MEKSİKA		BB+	BB+	BB+	BB	BB	BB	BB	BB	BB+
NIKARAGUA										
PANAMA							BB+	BB+	BB+	BB+
PARAGUAY					BB-	BB-	BB-	BB-	B+	B
PERU							BB	BB	BB	BB/BB-
ŞİLİ		BBB	BBB+	BBB+	A-	A-	A-	A-	A-	A-
URUGUAY				BB+	BB+	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
VENEZUELLA	BB	BB	BB	BB-/B+	B+	B	B+	B+	B	B
ÇİN		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
ENDONEZYA		BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB-/BB+	BB/CCC+	CCC+	B-
G. KORE	A+	A+	A+	A+	AA-	AA-	AA-/B+	B+/BB+	BB+/BBB-	BBB
HİNDİSTAN	BBB-/BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+/BB	BB	BB
MALEZYA	A	A	A	A+	A+	A+	A+/A	A-/BBB-	BBB-/BBB	BBB
PAKİSTAN				B+	B+	B-	B+	B+/CC	B-	B-
PİLİPİNLER			BB-	BB-	BB-	BB-	BB+	BB+	BB+	BB+
SİRİLANKA										
TAYLAND	A-	A-	A-	A	A	A	A/BBB	BBB-	BBB-	BBB-
TURKİYE		BBB	BBB	BB/B+	B+	B+/B	B	B	B	B

Kaynak: Standard and Poor's internet sitesi.

**Tablo 3. Moody's Ülke Risk Göstergeleri**

<b>Politik Dinamikler ve Sosyal Yapı</b>
Liderlikte köklü değişim potansiyeli
Yasal çerçeve
Etkili politik yapı
Gelir dağılımı
Dinsel, etnik, dil farklılıkları
Tek amaçlı politik hareketler
Sosyal refah politikaları
Organize protesto/silahlı mücadele
Refahın dağılımı üzerine politik rahatsızlıklar
Hükümet bürokratlarının yeterliliği ve deneyimi
Ekonomik yönetime politik tepkiler
Yabancı ortaklarla politik bağlantılar
Baskıda tutulan eski davranışlar
Rejimin yasallığı
<b>Mali</b>
Likidite
Borç yükü
Ödemeler dengesi
Eyalet ve yerel yönetimler
<b>Ekonomik</b>
Politika ortamı
Altyapı
Üretim yapısı
Para otoritesinin bağımsızlığı
İşgücü piyasalarının hareketliliği
Faiz oranları
Döviz
Ekonomik yönetimin kalitesi
İhracat/ithalat sektörlerine bağımlılık
Uluslararası sermaye akışı
Tasarruf programı uygulayabilme yeteneği
<b>Özet</b>
<b>Risk Endeksi</b>

**Kaynak:** Erb & Harvey & Viskanta (1996).

Tablo 4. Moody's Ülke Risk Notları

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
CEZAYİR										
FAS								Ba1	Ba1	Ba1
FİLDİŞİ										
KENYA										
MISIR						Ba2	Ba1	Ba1	Ba1	Ba1
NIJERYA										
SUDAN										
TUNUS					Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3
ARJANTİN	B3	B1	B1	B1	B1	B1	Ba3	Ba3	Ba3/B1	B1
BOLİVYA								B1	B1	B1
BREZİLYA	B2	B2	B2	B1	B1	B1	B1	B2	B2	B1
DOMINİK CUM.							B1	B1	B1	B1
EKVADOR								B1	B3	Caa2
JAMAİKA								Ba3	Ba3	Ba3
KOLOMBİYA			Ba1	Ba1	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Ba2	Ba2
KOSTARİKA							Ba1	Ba1	Ba1	Ba1
MEKSİKA	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2/Ba1	Baa3
NIKARAGUA								B2	B2	B2
PANAMA							Baa1	Baa1	Baa1	Baa1
PARAGUAY								B2	B2	B2
PERU						B2	B2	Ba3	Ba3	Ba3
ŞİLİ				Baa2	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1
URUGUAY			Ba1	Ba1	Ba1	Ba1	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3
VENEZUELLA	Ba1	Ba1	Ba1	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2	B1/B2	B2	B2
ÇİN	Baa1	Baa1	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3
ENDONEZYA				Baa3	Baa3	Baa3	Ba1	B2/B3	B3	B3
G. KORE	A1	A1	A1	Ba3	Ba3	Ba3	Baa2/Ba1	Ba1	Baa3/Baa2	Baa2
HİNDİSTAN	Ba2	Ba2	Ba2	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Ba2	Ba2	Ba2
MALEZYA	A3	A3	A2	A2	A1	A1	A2	Baa2/Baa3	Baa3	Baa2
PAKİSTAN					B1	B2	B2	B3/Caa1	Caa1	Caa1
PİLİPİNLER			Ba3	Ba3	Ba2	Ba2	Ba1	Ba1	Ba1	Ba1
SİRİLANKA										
TAYLAND	A2	A2	A2	A2	A2	A2	Baa3/Ba1	Ba1	Ba1	Ba1
TURKİYE		Baa3	Baa3	Ba1/Baa3	Ba3	Ba3	B1	B1	B1	B1

Kaynak: Moody's internet sitesi.

Üçüncü önemli derecelendirme kuruluşu Fitch IBCA (Duff&Phelps) dir. Fitch ülke risk analizini 13 ana başlık altında topladığı 100'ü aşkın değişken ile yapmaktadır. Borçlu ülkelere yüzdesel skorlar veren bir risk modeli içerisinde bu değişkenler notlanmaktadır. Fitch derecelendirme yönteminde değişkenler, borç erteleme veya erteleme yakını sınırlara ayrılmakta ve bu kritik sınıra yaklaşımlar bazında ülke skorları oluşturulmaktadır. Fitch'e göre modelin sınırlamalarının bilinmesinde yarar vardır. Ülke riski, firma veya banka riski ile kıyaslandığında ölçümü oldukça zordur. Bu nedenle Fitch'e göre en ileri ekonometrik teknikler bile bazen anlamsız sonuçlar verebilmektedir. Önemli olan deneyimli ülke analistlerinin, politikaların kalıcılığı ve politika yapımcılarının kalitelerinin ve ülkelerin uzun vadeli ihracat potansiyellerinin belirlenebilmesidir. Bu nedenle Fitch ülke riskinin belirlenmesini ekonometrik bir meseleden çok aslında politik ekonomi sanatı olarak yorumlamaktadır.

(Fitch 2000). Bu kuruluşun dikkate aldığı değişkenleri grupladığı 13 temel kategori Tablo 5'te ve seçilmiş ülkelere verdiği notlar Tablo 6'da sunulmaktadır.

**Tablo 5. FITCH Ülke Risk Göstergeleri**

Demografik, eğitim ve yapısal faktörler
İşgücü piyasası analizi
Üretim ve ticaret yapısı
Özel sektörün dinamizmi
Arz ve talep dengesi
Ödemeler dengesi
Orta vadeli büyüme sınırlamalarının analizi
Makroekonomik politika
Ticaret ve yabancı yatırım politikası
Bankacılık ve finans
Dış yükümlülükler
Devlet ve politikalar
Uluslararası pozisyon

**Kaynak:** FITCH internet Sitesi.

Tablolardan da anlaşılacağı gibi özel derecelendirme teknikleri genel kabul görmüş belirli bir sisteme ve objektifliğe sahip değildirler. Özetlersek, derecelendirme şirketlerinde ülkelerin genel ekonomik gidişatı bazı genel başlıklar altında, kuruluş bünyesinde çalışan bölge ve ülke ekonomistleri ve politika analistlerince incelenerek ülke riski belirlenmektedir. Bu incelemelerde öncelikle ekonominin genel durumu değerlendirilmekte ekonomik analiz ve öngörüler yapılmaktadır. Bu öngörüler, dünya ekonomisindeki gelişmelerin ışığı altında ülkenin potansiyeli ve şoklara duyarlılığı ve dayanıklılığı çerçevesinde değerlendirilmektedir.

Tablo 6. FITCH Ülke Risk Notları

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
CEZAYİR								
FAS								
FİLDİŞİ								
KENYA								
MİSİR					BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
NİJERYA								
SUDAN								
TUNUS			BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
ARJANTİN					BB	BB	BB	BB
BOLİVYA								
BREZİLYA		B+	B+	B+	B+	B+	B	B+/BB-
DOMİNİK CUM.								
EKVADOR								
JAMAİKA								
KOLOMBİYA	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BB+
KOSTARİKA						BB	BB	BB
MEKSİKA			BB	BB	BB	BB	BB	BB+
NIKARAGUA								
PANAMA						BB+	BB+	BB+
PARAGUAY								
PERU							BB	BB
ŞİLİ		BBB-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
URUGUAY			BB+	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
VENEZUELLA					BB-	BB-	BB-	BB-
ÇİN					A-	A-	A-	A-
ENDONEZYA					BBB-/BB+	BB-/B-	B-	B-
G. KORE				AA-	A+/B-	BB+	BBB/BBB-	BBB+
HİNDİSTAN								BB+
MALEZYA						BBB-/BB	BBB/BBB-	BBB
PAKİSTAN								
PİLİPİNLER							BB+	BB+
SİRİLANKA								
TAYLAND						BB+	BBB-	BBB-
TURKİYE		B	BB-	B+	B+	B+	B+	BB-

**Kaynak:** Fitch IBCA D&P internet sitesi.

Değerlendirmelerde ödemeler dengesi bilançosu özel bir önem taşımaktadır. Bu değerlendirme çerçevesinde ülkenin ihracat ve ithalat hacimleri değerlendirilerek ticaret dengesindeki gelişmeler zaman içerisinde incelenmektedir. Ödemeler dengesine ek olarak dış borçlardaki gelişmeler ve borçlanma politika ve yapıları ayrıca ele alınıp değerlendirilmektedir. Son aşamada söz konusu ülkeler benzer yapıdaki ülkeler ile belirtilen göstergeler çerçevesinde karşılaştırmaya tabi tutulmakta ve sonuç olarak ülke riski belirlenip, ülkeler risklilik bazında derecelendirilmekte ve notlandırılmaktadır.

### 3. KARŞILAŞTIRILMALI RİSK TABLOLARI: S&P, MOODY'S, FITCH, GÜR

Bu bölümde S&P, Moody's, Fitch ülke risk notları ile Gür (2001) modelinden elde edilen ülke notları, dış borç krizlerinin tahmin edilebilirliği açısından karşılaştırılacaktır.

Gür (2001), önceki çalışmaların üzerine kurulan bir ülke risk modelidir. Bu modelde çift sınırlı Tobit modeli ile borç erteleme oranları tahmin edilmekte ve bu tahmin değerleri dört yıl geriye giderek ülke skoruna dönüştürülmektedir. Modelde anlamlı bulunan açıklayıcı değişkenler dış borç faiz ödemelerinin mal ve hizmet ihracatına oranı (INT XGS), imtiyazlı kredilerin toplam borca oranı (C EDT), rezervlerin toplam borca oranı (RES EDT), toplam borç stokunun GSMH'ya oranı (EDT GNP), özel uzun vadeli borçların toplam borca oranı (PRV EDT) ve önceki borç erteleme oranı (TR EDT)'dir. Tablo 7, modelin istatistikî özelliklerini sunmaktadır. Çalışmada kullanılan tüm değişkenler bir yıl gecikmeli değerlerden oluşmakta, dolayısı ile modelin gelecek dış borç erteleme oranını tahmin etmesi amaçlanmaktadır. Tablodan görüldüğü üzere tüm değişkenler istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Tablo 7. Çift Limit Tobit Risk Modeli Parametre Tahminleri

Değişken	Katsayı	Std.Hata	b/St.Hata	P( Z >z)	X ortalaması
INTXGS	0.0065	0.0014	4.728	.0000	11.15
CEDT	-0.0014	0.0056	-2.577	.0100	21.35
RESED	-0.0015	0.0006	-2.324	.0201	19.17
EDTGNP	0.0001	0.00007	1.619	.1054	87.18
PRVED	-0.2478	0.1238	-2.001	.0453	0.078
TREDT	0.2497	0.0897	2.783	.0054	0.038
Constant	-0.0751	0.0296	-2.532	.0113	
Sigma	0.15	0.0087	17.171	.0000	
Gözlem sayısı	408				
Log-likelihood	-27.60				

Tablo 8. GÜR Ülke Risk Notları

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
CEZAYIR	CC	CC	CC	CC	CC	CC	CC	CCC
FAS	CC	CCC	CCC	B	B	B	B	B
FİLDİŞİ	CCC	CCC	CC	CC	CCC	B	B	B
KENYA	B	B	B	B	B	B	B	B
MISIR	B	CCC	B	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
NIJERYA	C	CC	CC	CCC	CCC	B	B	B
SUDAN	B	B	B	B	B	B	B	B
TUNUS	B	B	B	B	B	B	B	B
ARİANTİN	C	CC	CC	CC	CC	CC	CCC	CCC
BOLİVYA	B	B	B	B	B	B	B	B
BREZİLYA	CC	CCC	B	B	B	B	B	B
DOMİNİK CUM.	B	B	B	B	B	B	B	B
EKVADOR	CC	CC	CC	CCC	B	CCC	CCC	B
JAMAİKA	CCC	B	B	B	B	B	B	B
KOLOMBİYA	CC	CCC	B	B	B	B	B	B
KOSTARIKA	B	B	B	B	B	B	B	B
MEKSİKA	C	CC	CCC	B	B	B	B	B
NIKARAGUA	CCC	F	F	F	F	C	CC	CC
PANAMA	B	B	B	B	B	B	CCC	CCC
PARAGUAY	B	B	B	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
PERU	B	B	B	CCC	B	B	CCC	B
ŞİLİ	CCC	B	B	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
URUGUAY	CCC	CCC	CCC	B	B	B	B	B
VENEZUELLA	C	CCC	CCC	B	B	B	B	B
ÇİN	B	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB
ENDONEZYA	B	B	B	B	B	B	B	B
G. KORE	B	B	B	BB	BBB	BB	BB	BB
HİNDİSTAN	B	B	B	B	B	B	B	B
MALEZYA	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
PAKİSTAN	B	B	B	B	B	B	B	B
PİLİPİNLER	CCC	B	B	B	B	B	B	B
SİRİLANKA	B	B	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
TAYLAND	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
TURKİYE	B	B	B	B	B	B	B	B

Sözü edilen karşılaştırmayı yapmak için 1991 ve 1998 yılları arasında büyüklüğü yüzde 5 ve üzeri dış borç ertelemeleri Tablo 9'da sunulmaktadır. Bu tabloda üç önemli derecelendirme kuruluşunun borç erteleme öncesi ve erteleme yapıldığı yıldaki ülke kredi notları ve Gür (2001) modelinden elde edilen ülke notları kıyaslamaktadır. Seçilmiş 34 ülke içerisinde oranı yüzde 5'i aşan dış borç erteleme yapan ülke sayısı onyedidir. Yani, onaltı Amerika, sekiz Afrika, dokuz Asya ve bir Avrupa ülkesinden oluşan 34 seçilmiş ülkenin yarısı önemli sayılabilecek borç ertelemeleri yapmışlardır. Afrika kıtasından dış borç ödeme gücüne düşen ülkelerden Cezayir, Fildişi, Kenya ve Fas, Gür (2001) notlama sistemi içerisinde en yüksek (B) notu almışlar ve en az bir yıl önceden aşırı spekülasyonlu ülke risk kategorisi içerisinde alınarak doğru



notlandırılmışlardır. Bu ülkelerin erteleme yaptığı yıllara ilişkin S&P, Moody's ve Fitch ülke notları bulunmamaktadır. Bu nedenle Afrika ülkeleri için karşılaştırma yapmak olanaksızdır.

**Tablo 9. Temel Dış Borç Ertelemeleri ve Ülke Notları**

	Yıl 1	Gerç. Ert. Oran	Tah. Edil. Ert. Oran	GUR 1-1	GUR 1-2	S&P 1-1 / 1	Moody's 1-1 / 1	Fitch 1-1 / 1
CEZAYİR	1994	0.16	0.06	CC	CC			
CEZAYİR	1995	0.17	0.07	CC	CC			
CEZAYİR	1996	0.11	0.08	CC	CC			
FILDIŞI	1997	0.13	0.04	B	B			
KENYA	1994	0.07	0.03	B	B			
FAS	1992	0.08	0.04	CCC	CC			
ARJANTİN	1993	0.39	0.11	CC	CC	BB-	B1/B1	
BOLİVYA	1996	0.08	0.03	B	B			
BRAZİL	1992	0.11	0.04	CCC	CC		B2/B2	
DOMİNİK CUM.	1994	0.11	0.03	B	B			
EKVATOR	1995	0.39	0.05	B	CCC			
NİKARAGUA	1996	0.08	0.07	C	F			
PANAMA	1996	0.53	0.05	B	B			
PERU	1996	0.19	0.03	B	B		/B2	
PERU	1998	0.15	0.07	B	CCC	BB/BB	B2/BA3	
URUGUAY	1991	0.18	0.05	CCC	NA			
ÇİN	1997	0.07	0.01	BBB	BB	BBB/BBB+	A3/A3	/A-
ENDONEZYA	1998	0.03	0.02	B	B	BBB-/BB	Ba1/B2	BBB-/BB-
KOREA, S	1998	0.15	0.01	BB	BB	AA-/A-	Baa2/Ba1	A+/BB+
PHILIPPINES	1992	0.14	0.04	B	CCC			

Aynı tablodan görüleceği gibi seçilmiş otuzdört ülke içerisinde yer alan onaltı Amerika ülkesinden Arjantin, Bolivya, Brezilya, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Nikaragua, Panama ve Peru, 1991-1998 yılları arasında büyük boyutlu dış borç ertelemeleri yapmışlardır. Gür (2001) risk modeli, önemli oranda erteleme yapan bu dokuz ülkeye en yüksek (B) notu vermiştir. Afrika ülkeleri için belirlenen risklilik öngörülerinde olduğu gibi, bu model oldukça doğru olarak notlandırma yapmıştır. Özellikle büyük oranlı 1993 Arjantin krizi CC notu ile, yüzde 11 oranlı 1992 Brezilya krizi CCC notu ile bir yıl önceden doğru olarak belirlenmiştir. Arjantin'e, krizin olduğu yılda bile S&P tarafından verilen not BB- ve Moody's tarafından verilen not ise B1 dir. Önemli miktarda dış borca sahip Arjantin'in toplam borcunun yüzde 39'unu ertelediği bu kriz sırasında her iki kuruluşun notları aşırı iyimser olarak görülebilir. Yine ağır borç yükü altındaki Brezilya'ya Moody's tarafından 1992 yılında verilen not B2 dir. Fitch'in ise bu ülkeleri değerlendirmemiştir.

Tablo 9'un içerisinde yer alan diğer dört ülke Çin, Endonezya, Güney Kore ve Filipinler'dir. Bu ülkelerden Filipinler, 1992 yılında yüzde 14 oranlı bir erteleme yapmış ve bu erteleme öncesi Gür (2001) modelinde B notu ile değerlendirilmiştir. Bu ülke derecelendirme kuruluşlarınca 1992 yılı için

notlanmamıştır. Diğer üç ülke ise 1997 yılına kadar *sorunsuz* olarak değerlendirilen ve gelişmekte olan ülkeler arasında derecelendirme kuruluşlarınca en yüksek ülke notları alan ülkelerdir. 1997 yılında Tayland'da başlayan para krizi daha sonra bölge ülkelerini de kapsayarak bir finansal krize dönüşmüştür. Bu kriz sırasında bölge ülkelerinden sadece Güney Kore ve Endonezya borç ertelemeşi yapmışlardır. Kore'nin 1998 yılında yüzde 15 büyüklükte borç ertelemeşi yapmak zorunda kalması oldukça önemli bir gelişmedir. Kore'ye krizden önce verilen notlar Gür (2001) modelinde BB, S&P'de AA-, Moody's de Baa2 ve Fitch'de A+ dır. Yani, Asya krizi de, diğer krizler gibi derecelendirme kuruluşlarınca öngörülemezdir. Kriz ülkelerine verilen notların karşılaştırılmasının yanısıra bu notların diğer ülkelere kıyasla ne anlam ifade ettiği daha önemli ve anlamlıdır. Asya krizi öncesi bölgedeki tüm ülkeler, diğer ülkelere kıyasla daha yüksek ülke notları ile değerlendirilmiştir. Örneğin Güney Kore'nin notu Gür (2001) modelinde 1996 yılında BBB'den BB'ye düşürülmüştür ama derecelendirme kuruluşları Kore'yi 1998 yılının başlarına kadar en yüksek notlarla değerlendirmişlerdir. Bu anlamda derecelendirme kuruluşları krizleri öngörmekte olduğu gibi ülkeleri risklilik açısından sıralamada da oldukça başarısızdır. Dolayısı ile dış borçlanmada ülke riskinin ticari bankalar ve derecelendirme şirketlerince tahmin edilmesi işlemlerinde ortaya çıkan "rating güvenilirliği" sorunu irdelenmesi gereken önemli bir sorundur.

## SONUÇ

Bu çalışma ülke riskini belirlemeyi hedefleyen akademik çalışmaları ve derecelendirme kuruluşlarının ülke risk tahmin yöntemlerini tanıtmaktadır. İlk bulgu, akademik çalışmalarda açıklayıcı değişken olarak kullanılan değişkenlerin hem iktisadi hemde istatistiksel açılarından teste tabi tutularak analize dahil edilmeleri nedeniyle objektif olmalarıdır. Üstelik bazı akademik çalışmalarda risklilik ölçen göstergeler teorik temelde belirlenmektedir. Anlamlı bulunan risk göstergelerinin ağırlıkları ise ekonometrik yöntemler ile ortaya çıkarılarak risk ölçümünde keyfiyet ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır. Bu modellerde görülen en önemli eksiklik ise politik riskin analiz edilmemesidir. Bu modeller aynı zamanda yıllık veriler ile çalışıldığından hantal bir yapıdadır. Bu sorunların giderilebilmesi için ülke notlarının özel şartlar ve ekonomik gelişmeler incelenerek gözden geçirilmesi gerekmektedir. İki aşamalı böyle bir rating, akademik çalışmalarda göz ardı edilen politik içerikli risklerin analize dahil edilmemesi nedeniyle oluşan sorunları giderecek ve risk analizini daha esnek ve güvenilir hale getirecektir.

Çalışmadan çıkan ikinci önemli bulgu derecelendirme kuruluşlarının ülke riskinin ölçümünde şirket ve banka derecelendirmelerine göre oldukça acemi ve başarısız olmalarıdır. Önemli borç servis güçlükleri sonrası bile bazı ülkeler yüksek notlarda tutulmakta buna karşın hiç borç ertelemesi yapmamış ülkeler sıralamada en yüksek risklilik seviyelerinde notlandırılmaktadır. Ülke notlarının güvenilirliği ve olası borç krizlerini bu derece kötü yansıtılmasının nedeni, derecelendirme kuruluşlarının politik risk çerçevesinde kullandıkları göstergelerin toplam ülke puanlarında çok etkili olmasıdır. Bu nedenle ekonomik göstergeler kötüleşmeye başlasa bile politik göstergelere yansımadığı sürece bu durum ülke notlarında ifade bulmamaktadır. Türkiye'nin derecelendirme kuruluşlarıncı düşük, buna karşın Asya ülkelerinin kriz sonrası bile yüksek notlanmasının nedeni budur.

Çalışmadan çıkarılabilecek diğer bir sonuç çok sayıda değişkenin derecelendirmede kullanılmasının bir anlam ifade etmediğidir. Derecelendirme kuruluşları hemen hemen her alanda onlarca değişken bazında notlama yapmakta, ama seçilen değişkenler ekonometrik testlerden geçmediği için ülke notlamasında önemli katkılar sağlamamaktadır.

## KAYNAKÇA

- Beltratti, A. (1990), "Empirical Estimates of the Debt Capacity to Repay a Foreign Debt: A Vector Autoregressive Methodology", O'Neil, H. (ed.), *Third World Debt: How Sustainable are Current Strategies and Solutions?*, Frank Cass, London.
- Cantor, R. ve F. Packer (1995), "Sovereign Credit Ratings", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.1, Nmb. 3.
- Cline, W.R. (1984), *International Debt: Systematic Risk and Policy Responses*, Institute of International Economics, Washington, DC.
- Edwards, S. (1984), "LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation 1976-80", *American Economic Review*, Vol.74, No4, September.
- Erb C.B, R. H. Harvey ve T.E. Viskanta (1996), "Political Risk, Economic Risk and Financial Risk", *Financial Analyst Journal*, November/December.
- Euromoney, Country Risk League Tables.
- Feder, G. ve R.E. Just (1977), "A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis", *Journal of Development Economics*, 4.

- Feder, G., Just, R. ve Ross, K. (1981), "Projecting Debt Service Capacity of Developing Countries", *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, vol. 16, no 5.
- Fitch IBCA, (2000), "Sovereign Ratings: Rating Methodology", [www.fitchibca.com](http://www.fitchibca.com)
- Frank, C.R. Jr. ve W. R. Cline (1971), "Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis, *Journal of International Economics*, Vol.1, pp327-44.
- Grinols, E. (1976), *International Debt Rescheduling and Discrimination Using Financial Variables*, US Treasury Department mimeo, Washington, DC.
- Gür, T. H. (2001), "A Country Risk Assessment Model and The Asian Crisis", *Central Bank Review*, Vol 1, No. 1, forthcoming.
- (1998), *External Debt and Empirical Models for Country Risk Assessment*, Capital Markets Board of Turkey (SPK), Pub.Number 117, Ankara, (1995) Ph.D. Dissertation, State University of New York at Albany, Department of Economics.
- Hajivassiliou, V. A. (1987), "The External Debt Repayment Problems of LDC's: An Econometric Model Based on Panel Data", *Journal of Econometrics*, pp. 205-230.
- (1994), "External Debt Crises of Developing Countries", *Journal of Applied Econometrics*, pp. 109-131.
- Hernandez-Trillo, F. (1995), "A Model-Based Estimation of the Probability of Default in Sovereign Credit Markets", *Journal of Development Economics*, Vol. 64, pp.163-179.
- Institutional Investor, Country Credit.
- Kharas, H. (1984), "The Long-run Creditworthiness of Developing Countries: Theory and Practice", *Quarterly Journal of Economics*, August.
- Lanoie ve Lemarbre (1996), "Three Approaches to Predict the timing and quantity of LDC Debt Rescheduling", *Applied Economics*, 28, 241-246
- Mayo, A.L. ve A.G. Barret (1977), "An Early-Warning Model for Assessing developing Country Risk in Developing Countries", in S.H. Goodman (ed.).
- Moody's Investor Services, [www.moodys.com](http://www.moodys.com)

- Ngassam, C. (1991), "Factors Affecting the External Debt-Servicing Capacity of African Nations: An Empirical Investigation, *The Review of Black Political Economy*, Fall.
- Rosett, R. N. ve F. D. Nelson (1975), "Estimation of the Two-Limit Probit Regression Model", *Econometrica*, Vol 43, No 1, January, 141-146.
- Saini, K. ve P. Bates (1978), "Statistical Techniques for Determining Debt-Service Capacity for Developing Countries", *Federal Reserve Bank of New York Research Paper*, no 7818.
- Sergen, N. (1977), "Economic Indicators and Country Risk Appraisal", *Economic Review of the Federal Reserve Bank of San Francisco*, Fall.
- Smith, G.W. (1977), *The External Debt prospects of the Non-oil Exporting Developing Countries: an Econometric Analysis*, Overseas Development Council NIEO Series, no 10, Washington, DC.
- Standard & Poor's (2000), "Sovereign Credit Ratings: A Premier", [www.dri.mcgraw-hill.com](http://www.dri.mcgraw-hill.com)

