



COVID-19 SÜRECİNDE SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE VE TÜRKİYE'DE KREDİ RİSKİNİN BELİRLEYİCİLERİ

DETERMINANTS OF CREDIT RISK IN SELECTED COUNTRIES AND TURKEY DURING COVID-19

Eda YEŞİL¹, Yağmur YAVİLİOĞLU KAYA²



1. Doç. Dr., Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü, edabalikcioglu@kku.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-2525-6745>
2. Unvan, Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Ana Bilim Dalı, yaviliogluyagmur19@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-0196-7833>

Makale Türü Araştırma Makalesi
Article Type Research Article

Başvuru Tarihi 17.12.2022
Application Date 12.17.2022

Yayına Kabul Tarihi 27.02.2023
Admission Date 02.27.2023

DOI
<https://doi.org/10.30798/makuiibf.1255217>

Öz

Finansal liberalizasyon uygulamaları ve teknolojik gelişmelerin etkisiyle özellikle 1980'lerden itibaren ivme kazanan finansal küreselleşme sürecinde güven olgusu hem devletler, hem özel işletmeler açısından giderek daha önemli hale gelmeye başlamıştır. Bu süreçte finansal piyasaların hızla gelişmesi ve entegre olması ve finansal enstrümanların çeşitlenmesi, ülkelerin kredi risklerini artırmıştır. Bunun sonucunda kredi risk ölçümleri önemli hale gelmiştir. Bu doğrultuda çalışmanın amacı 2007-2021 yılları arasında kredi riskleri farklılaşan 10 ülkenin kredi notları ve kredi temerrüt primleri üzerinde makroekonomik ve mali göstergelerin etkisini sıralı probit yöntemiyle analiz etmektir.

Anahtar Kelimeler: *Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Kredi Temerrüt Swapları, Sıralı Probit Model.*

Abstract

The effect of financial liberalization implementation and technological development, especially after 1980's in financial globalization process, trust has begun to get more important both governments and private firms. In this process, rapid developed and integration in financial markets and variety of financial instruments, countries credit risks are increased. Due to this credit risk measurement is getting more important. In this study we aim to examine 10 countries which credit risks are different each other, the effects of macroeconomic and fiscal determinants on credit ratings and credit default swaps by using ordered probit model between 2007-2021.

Keywords: *Credit Rating Agencies, Credit Default Swaps, Ordered Probit Model.*

EXTENDED SUMMARY

Research Problem

The effect of financial liberalization implementation and technological development, especially after 1980’s in financial globalization process, trust has begun to get more important both governments and private firms. In this process, rapid developed and integration in financial markets and variety of financial instruments, countries credit risks are increased. Due to this credit risk measurement is getting more important. In this study we aim to examine 10 countries which credit risks are different each other and the effects of macroeconomic and fiscal determinants on credit ratings and credit default swaps by using ordered probit model between 2007-2021.

Research Questions

The aim of this study is to investigate the determinants of credit risks by using Credit Default Swaps (CDS) and Fitch credit ratings between macroeconomic and fiscal factors. For this reason, the relationship between the variables is analyzed by applying ordered probit model between the period of 2007 to 2021 for 9 selected countries and Turkey.

Literature Review

Recently, there is a large literature on the changes affecting credit rating agencies' ratings and credit default premiums as determinants of credit risks. In his study, Kılıcı (2017) examined the relationship between macroeconomic and financial variables that cause an increase in country credit risk, and country CDS premiums for the years 2010-2016, with time series and causality analysis. As a result, there isn't a significant relation. Ketten et al. (2013) examined Turkey's CDS premium and some macroeconomic variables. They used monthly data for the period October 2000 – May 2013 and as a result, they found that there is a causality relationship from US long-term interest rates to Turkey's CDS premium. Can and Paskaleva (2017) examined whether macroeconomic factors affect the CDS premiums of seven countries in the European region and did not find any effect. Danacı et al. (2017) examined the relationship between CDSs and growth rates in Turkey. Data for the period 2009-2015 were used and as a result, they found a causality relationship between CDS premiums and growth rates. Ayaydın et al. (2018) examined the factors affecting Turkey's CDS premium by making use of the data for the period of 2009 – 2016, and as a result, they stated that the increase in interest rates, inflation and external debt led to an increase in CDS premium. Amato (2005) performed a regression analysis using economic indicators such as inflation, interest rate, monetary policy for investable countries and as a result, they stated that these variables had a significant effect on CDS premiums. Wu and Zhang (2008) find economic risks which are included real output growth, financial market volatility and inflation, effective on CDS. Tang and Yan (2010) argued that macroeconomic factors have a significant factor on CDS and that economic growth is the best factor. Aizenman, Hutchison, and Jinjara (2013) analyzed the relationship between external debt, inflation, trade openness and CDS premiums for 60 countries between 2005 and 2010 using panel data analysis. They found that CDS premiums are defined by the

financial domain. Fiscal domain revealed that CDS is an important economic determinant in terms of government debt/tax base.

Methodology

In this study, Fitch credit ratings for 10 countries between 2007-2021 (France, Argentina, Brazil, China, Indonesia, Italy, Poland, Japan, South Africa and Turkey) are examined by ordered probit models. In these models' growth, unemployment, inflation, current account balance, government revenue, government expenditures, budget balance, primary balance and public debt to GDP ratio used to analyses the effect of fitch credit ratings and CDS premiums. Data is from IMF World Economic Outlook Database and Turkish Treasury and Finance Office. An ordered probit model is used which the dependent variables are fitch credit ratings and CDS premiums in order to set up a model investigating the sovereign credit ratings by international credit rating agencies for Covid 19 pandemic period. The most appropriate model for credit ratings is ordered probit model due to discrete, ordinal nature of the dependent factors in the estimation The ordered probit model is shown, (Gujarati, 2004).

Results and Conclusions

The activities of credit rating agencies are of central importance both for governments and companies that want to borrow from global financial markets, and for those who want to evaluate their financial investments on a global scale. However, it is seen that in times of crisis, they are criticized for not fully fulfilling their early warning duty, and even held responsible for these processes. The fact that some countries with high credit ratings were caught in a crisis and some companies with high credit ratings went bankrupt have strengthened these perceptions. Developed as one of the country risk measurement methods as a solution to this problem, CDSs can adapt to the system earlier, especially as a result of changes in macroeconomic policies. The reason for this is that although credit rating agencies also benefit from fiscal policy variables in their rating evaluations, risk premiums are determined with macroeconomic variables as more fluid variables of credit default swaps.

1. GİRİŞ

Finansal liberalizasyon uygulamaları ve teknolojik gelişmelerin etkisiyle özellikle 1980’lerden itibaren ivme kazanan finansal küreselleşme sürecinde güven olgusu hem devletler hem özel işletmeler açısından giderek daha önemli hale gelmeye başlamıştır. Bu süreçte finansal piyasaların hızla gelişmesi ve entegre olması ve finansal enstrümanların çeşitlenmesi, ülkelerin kredi risklerini artırmıştır. Bunun sonucunda kredi risk ölçümleri önemli hale gelmiştir. Bu doğrultuda önce derecelendirme faaliyetlerinin önemini artırmış ve farklı derecelendirme türleri ve kuruluşları ortaya çıkmıştır. Daha sonra yaşanan kriz deneyimleri sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının gecikmeli olarak değişmesi üzerine 1994 sonrasında kredi temerrüt swapları kredi riski belirlemede önemli araç haline gelmiştir.

Bu çalışmanın amacı, kredi derecelendirme kuruluşlarının öngördüğü kredi notlarının ve kredi temerrüt swaplarının (CDS) ülkelerin faaliyetlerini ve küresel finansal sistemin etkin işleyişi bakımından taşıdıkları önemi ortaya koymak ve COVID-19 küresel salgını bağlamında kredi risklerinin belirleyicilerini araştırmaktır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Ülke kredi risklerine ölçümüne yönelik çalışmalar 2008 krizi itibariyle artmaya başlamıştır. Bu kriz sadece ABD’yi etkilemekle kalmamıştır ve tüm dünyada etkisini göstermesiyle birlikte CDS ve kredi notları, birçok devletin ve kuruluşun merkezine yerleşen bir unsur haline gelmiştir.

Son dönemlerde kredi risklerinin belirleyicileri olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının notları ve kredi temerrüt primlerini etkileyen değişmelerle ilgili geniş literatür bulunmaktadır.

Amato (2005), yatırım yapılabilir ülkeler için enflasyon, faiz oranı, para politikası gibi ekonomik göstergeler kullanılarak panel veri analizi gerçekleştirmiştir ve sonuç olarak, bu değişkenlerin “CDS primleri” üzerinde değişkenler arasında anlamlı ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Tang ve Yan (2010), makroekonomik göstergelerin “CDS” üzerinde temel bir etkiye sahip olduğunu ve ekonomik büyümenin ortalama kredibilite üzerinde en önemli faktör olduğunu göstermişlerdir.

Keten vd. (2013) ise, Türkiye’nin CDS primiyle bazı makroekonomik değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucu olarak, ABD uzun vadeli faiz oranlarından Türkiye’nin “CDS primi”ne doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymuşlardır.

Aizenman, Hutchison ve Jinjark (2013), panel veri analizini kullanarak 2005-2010 yılları arasında 60 ülke için dış borç oranı, enflasyon, ticari açıklık ve CDS primleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazarlar, CDS primlerinin mali alan tarafından tanımlandığını tespit etmişlerdir. Mali alan, devlet borcu/vergi matrahı ölçüsünde CDS’in önemli bir ekonomik belirleyicisi olduğunu ortaya koymuştur.

Kılıcı (2017) ilgili çalışmasında, Türkiye açısından, ülke kredi riskini belirleyen makroekonomik ve finansal faktörler ile ülke CDS primleri arasındaki karşılıklı ilişkiyi 2010-2016 yılları için zaman serisi ve nedensellik analiziyle incelemiştir. Analiz sonucunda, Türkiye’de 5 yıllık CDS primleri ile büyüme, enflasyon, işsizlik, cari açık gibi değişkenler arasında ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Can ve Paskaleva (2017), makroekonomik faktörlerin, AB’de bulunan yedi ülkenin CDS primlerini etkileyip etkilemediğini incelemişlerdir ve herhangi bir etki bulamamışlardır.

Danacı vd. (2017), Türkiye’de CDS’ler ile büyüme oranları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2009-2015 dönemine ait verileri kullanarak “CDS primleri” ile büyüme oranları arasında karşılıklı (çift yönlü) bir nedensellik ilişkisi bulmuşlardır.

Ayaydın vd. (2018), 2009 – 2016 dönemi verilerinden yararlanarak Türkiye’nin “CDS primi”ni etkileyen faktörlerin neler olduğunu incelemiş ve sonuç olarak, faiz oranlarının, enflasyonun ve dış borcun “CDS primleri”nde artışa yol açtığını ifade etmişlerdir.

3. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GELİŞİMİ VE FONKSİYONLARI

Uluslararası finansal piyasalardan borçlanmak isteyen devletler veya özel sektör firmalarının erişebilecekleri finansman miktarı ve bu finansmanın maliyetini belirleyen önemli faktörlerden birisi uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları değerlendirmelerdir. Ülke düzeyinde kredi değerliliğinin belirlenmesinde IMF, Dünya Bankası, OECD gibi kuruluşların raporları önemli yer tutmakla birlikte, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının verdikleri derecelendirme notlarının önemi giderek artmıştır. Kredi derecelendirme (rating) kuruluşları ihraç yapanların kredi değerleri hakkında piyasalara doğrudan, bağımsız ve tarafsız görüş sunmaktadırlar. Bu kuruluşlar verdikleri notlar aracılığı ile, borçlanmak isteyen kuruluşların borç maliyetlerini etkileyebilmektedirler (Günel, 2019:150).

Günümüzde çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu olmakla birlikte, sektörde hakim pozisyonda bulunan üç firma öne çıkmaktadır. Yeni düzenlemeler kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısını artırmaya rağmen (ABD tarafından kabul edilen sayı 10, AB tarafından kabul edilen sayı 37), Standard & Poor's, Moody's ve Fitch'in kredi derecelendirme piyasasındaki payı hala %94 civarındadır (Miricescu, 2015). Bunların yanı sıra uluslararası düzeyde faaliyet göstermekle birlikte, daha çok bölgesel düzeyde önemli aktör olarak kabul gören “*Japan Credit Rating Agency, Islamic International Rating Agency*” gibi derecelendirme kuruluşlarında da bahsedilebilir.

Dünyada ilk kredi değerlendirme şirketi 1841 yılında “*Louis Lewis Tappan*” öncülüğünde kurulmuştur. Daha sonra 1914 yılında ise John Moody tarafından, “*Moody's Investors Service*” kurulmuş, 1913 yılında “*Fitch Ratings*” kurulmuştur. 1932’de “*Duff and Phelps*”; 1941’de ise “*Standard and Poor's (S&P)*” kurulmuştur (Günel, 2019).

Daha sonra 1994 yılında kredi risklerini bilançodan koruma satıcılarıyla paylaşma amacıyla Amerika Birleşik Devletleri (ABD) bankası J.P. Morgan tarafından “CDS (Kredi Temerrüt Swapları)” ortaya çıkmıştır (Augustin vd., 2016).

CDS'ler kredi türev aracıdır. CDS'lerin dayanakları bulunmaktadır. Bunlar devlet ya da özel sektör tahvilleri, bonolar ve kredi araçlarıdır. Tahvil veya bonodan alacaklı olan koruma alacaklısı ile alacağı prim karşılığında risk alarak koruma satan arasında CDS sözleşmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. CDS'lerde de tahvil veya bono gibi bir finansal araçtan yeni bir finansal araç ortaya çıkmaktadır. Yani CDS sözleşmesi yapılması durumu oluşmaktadır (Hemraj, 2015).

3.1. Küresel Finansal Sistem ve Kredi Derecelendirmesi

Finansal piyasalarda bilgi asimetrisinin kaynaklık ettiği ters seçim ve ahlaki riskler önemli sorun alanları olarak varlığını sürdürmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları faaliyetleriyle bu sorunların çözümüne ve işlem maliyetlerinin azaltılmasına katkı yapmaktadırlar.

Kredi derecelendirme kuruluşlarınca öngörülüp yapılan notlandırma, yatırımcıların yatırım yapıp yapmayacaklarını ölçüde etkilemekte ve birçok ülkedeki fonlar bu notlara göre değerlendirilmektedir (Karagöl ve İstiklal Mihçioğur, 2012).

3.2. Kredi Derecelendirmesinde Öne Çıkan Hususlar ve Kredi Notları

Kredi derecelendirme notları, ülkelerin kredi risklerinin ya da borç geri ödeme kapasitelerinin değerlendirildiği düzenli incelemelerdir. Ülkelerin kredi derecelendirme notu belirlenirken, büyüme oranı, işsizlik, cari işlemler dengesi, enflasyon, rezervler, kamu finansmanı ve dış finansman gibi makroekonomik göstergeler kadar politik ve jeopolitik riske neden olabilecek kriterler de dikkate alınmaktadır.

Derecelendirme kuruluşları bir ülkenin, bir kurumun veya bir şirketin borçlanma piyasalarında elde edeceği borcunu geri ödeme kapasitesi hakkında değerlendirmeler yapmaktadırlar. Bu değerlendirme, verilen kredi notları üzerinden gerçekleştirilmektedir. Kredi derecelendirmesi, tahvil ve diğer bazı finansal enstrümanları ihraç edenlerin kredibilitesi hakkında bilinmesi gereken çok çeşitli bilgileri ihtiva eder (Elkhoury, 2008). Kredi notlarının oluşturulması esnasında çok sayıda veri derinlemesine analize tabi tutulmaktadır. Derecelendirmeye tabi tutulan devlet veya firmaya verilen kredi notu borcun istenen miktarda, zamanında ve uygun koşullarda elde edilmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu notlar ve analizler ilgili ülkede yatırım yapacak olanlar veya ilgili şirketlere borç vermek isteyenler tarafından dikkate alınmaktadır. Kredi derecelendirme notunun borçlanma maliyetlerini etkilemesinin yanında yabancı fonların ülkede işlem görmesi de büyük ölçüde etkilemektedir (Karagöl ve İstiklal Mihçioğur, 2012:14). Kredi notunun yatırım yapılabilir düzeyin altında belirlenmesi, şirket veya ilgili ülkenin borçlanmasının gecikmesine ve maliyetinin yükselmesine neden olabilmektedir (Günel, 2019).

Geleneksel olarak, kredi derecelendirmesi derecelendirme komitesi tarafından gözden geçirilen ve sonuçlandırılan değerlendirmeleri ihtiva eden bir süreci içerir. Değerlendirme sürecinin daha sistematik olması ve şahsi verilere daha az güvenilmesi gerekliliğine bağlı olarak zaman içerisinde, kamuya açık verilere dayanan nicel istatistiksel modeller öne çıkmıştır. Kullanılan modellerin performansı şartlara göre önemli ölçüde değiştiği için bir modelin diğerlerinden daha iyi performans gösterdiğini söylemek güçtür (Elkhoury, 2008).

Derecelendirme kuruluşları farklı piyasalara ait; (i) ekonomik, (ii) sosyal, (iii) politik verileri toplamaktadır ve analizler yaparak bir kategoriye tabi tutmaktadırlar. Bu kuruluşların, yaptıkları derecelendirmede bazı kategoriler kullanılmaktadır. Bu kategoriler A ve D arasında notları barındırmaktadır. A yatırım yapılabilir ülke, D ise iflas etmiş ülkeyi göstermektedir. B notları düşük riskli, C notları ise yüksek riskli ülkeleri göstermektedir. Değerlendirme sonucunda ülkelere ve/veya şirketlere verilen kredi notları kamuoyuyla paylaşılmakta ve böylece piyasa aktörlerinin bilgilendirilmesi sürecine katkı yapılmaktadır.

4. FİNANSAL KRİZLER VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Özellikle 1990'lerden sonra yaşanan finansal krizlerle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız derecelendirme yapıp yapmadıkları konusu tartışılmaya başlanmış; özellikle 2008 küresel krizinden en fazla etkilenen ülkelerin kredi notu en yüksek olan ülkeler olması söz konusu kuruluşların güvenilirliğini ciddi ölçüde sarsmıştır. Derecelendirme kuruluşları, çeşitli nedenlerden dolayı çoğu kez eleştirilmiş; meydana gelen krizlerin ana sorumlusu olarak nitelendirilmişlerdir (Çevik Tekin, 2016:190). Bazı çalışmalarda kredi derecelendirme kuruluşlarının not verirken hızlı hareket etmedikleri, bazı durumlarda tarafsız davranmadıkları yönünde bulgular elde edilmiştir (Bkz. Balıkçıoğlu ve Yılmaz, 2013).

Tablo 2'de üç kredi derecelendirme kuruluşunun 2008 küresel finansal krizi öncesi ve sonrasında ve COVID-19 salgını sürecinde seçilmiş bazı ülkelere yönelik değerlendirmeleri yer almaktadır.

Tablo 1. Seçilmiş Bazı Ülkelerin Kredi Notlarındaki Gelişmeler

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fransa														
Moody's	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2
S&P	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Fitch	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
İtalya														
Moody's	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	A2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa3	Baa3	Baa3
S&P	A+	A+	A+	A+	A	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Fitch	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB
ABD														
Moody's	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
S&P	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Fitch	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Çin														
Moody's	A1	A1	A1	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	A1	A1	A1	A1
S&P	A	A+	A+	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+
Fitch	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+
Brezilya														
Moody's	Ba1	Ba1	Baa3	Baa3	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa3	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2
S&P	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB-	BBB-	BB	BB	BB-	BB-	BB-
Fitch	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BB+	BB	BB	BB-	BB-	BB-
Türkiye														
Moody's	Ba3	Ba3	Ba3	Ba2	Ba2	Ba1	Baa3	Baa3	Baa3	Ba1	Ba1	Ba3	B1	B2
S&P	BB-	BB-	BB-	BB	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB	BB	B+	B+	B+
Fitch	BB-	BB-	BB+	BB+	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BB	BB	BB-	BB-

Küresel kriz 2007 yılında ABD mortgage piyasasında ortaya çıkmış ve kısa sürede finansal sistemin diğer kısımlarına, reel sektöre ve 2008 yılı itibariyle de başta “Avrupa Birliği” ülkeleri olmak üzere birçok ülkeye yayılmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının ABD’ye verdikleri kredi notlarına bakıldığında gerek krizin başlangıç yılında gerekse sonrasında kredi notlarında herhangi bir değişiklik yapılmadığı görülmektedir. 2010 yılında finansal krizi borç krizi şeklinde yaşayan AB ülkeleri içerisinde örneğin İtalya’da 2011’de hemen not düşüşü gerçekleşmiş; Fransa’da 2012 yılında kredi notu düşürülmüştür. Tablodan hareketle gelişmekte olan ülkeler açısından söz konusu kuruluşların not değişiklikleri konusunda daha hızlı hareket ettikleri söylenebilir. Krizden en az etkilenen ülkelerden biri olan Türkiye’de 2009 yılından itibaren belli bir süre kredi notlarında bir atış söz konusu olmuştur. Brezilya için de 2011’den sonra benzer bir durum söz konusudur. Krizden sonra Çin’in kredi notlarında da bir artış gerçekleşmiştir. Tablodan üç derecelendirme kuruluşunun aynı ülkeye verdikleri notlar arasında zaman zaman önemli farklılaşmalar olması dikkat çekmektedir.

Çeşitli düzenlemelere rağmen, derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerine ve vermiş oldukları notlara bakıldığında yasal sorumluluklarını tam anlamıyla yapmadıkları ve faaliyetlerinin de etkisiz olduğu ve denetlenemediği görülmektedir (Günel, 2019). Bu kuruluşları şeffaf bir şekilde denetleyen ve gerektiğinde cezai yaptırımlara başvuran uluslararası bir kurum/kuruluş henüz mevcut değildir.

5. TÜRKİYE’NİN KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARIYLA İLİŞKİLERİ

Türkiye’nin “kredi derecelendirme kuruluşları” ile etkileşimi 1990’lı yıllarda başlamıştır. Üç büyük derecelendirme kuruluşunun ülkemize verdiği notlar dolayısıyla borçlanma maliyetlerimiz yükselmiş ve kamu açıklarının artmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012). 2002-2008 yılları arasında ekonomik ve siyasal istikrarın sağlanması neticesinde Türkiye’nin kredi notu yükselme eğiliminde olmuştur.

Tablo 3’de Türkiye ekonomisinin 2010-2020 dönemine ait temel makroekonomik göstergeleri yer almaktadır. Tablodan 2019 yılında ortaya çıkan Covid-19 salgının bütün ülkelerde makroekonomik göstergeleri önemli ölçüde bozduğu görülmektedir. Tablo incelendiğinde, Türkiye ekonomisinde küresel ölçekli sorunların yaşandığı 2008 sonrası ve 2019 sonrası dönemlerde makroekonomik göstergelerde bir miktar bozulma ortaya çıkmakla birlikte, genel olarak ekonomik görünümün küresel ortalamanın üzerinde bir seyir izlediği görülebilir. Yakın zamanda enflasyon, işsizlik, döviz kurları gibi göstergelerde iç ve dış gelişmelerin etkisiyle olumsuz bir seyir gözükmeyle birlikte, diğer alanlarda ortaya çıkan yüksek performans nedeniyle bu olumsuzlukların göreceli etkisi zayıf kalmıştır.

Tablo 2. Türkiye’de Temel Makroekonomik Verilerdeki Gelişmeler (2010-2020)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GSYH (Yıllık Reel Yüzde Değişim)	8,4	11,2	4,8	8,5	4,9	6,1	3,3	7,5	3,0	0,9	1,8
PMI (ISO Satın Alma Yöneticileri Endeksi) ¹	56,4	52,0	53,1	53,5	51,4	52,2	47,7	54,9	44,2	49,5	50,8
İstihdam (Bin Kişi)	21.858	23.266	23.937	24.601	25.933	26.621	27.205	28.189	28.738	28.080	26.812
İşsizlik Oranı (%)	11,1	9,1	8,4	9,0	9,9	10,3	10,9	10,9	11,0	13,7	13,2
Cari İşlemler Dengesi / GSYH	-5,7	-8,9	-5,5	-5,8	-4,1	-3,2	-3,1	-4,8	-2,7	0,9	-5,2
İhracat (FOB, Milyon \$)	113.883	134.906	152.462	161.481	166.506	150.981	149.246	164.495	177.169	180.833	169.646
Genel Devlet Bütçe Dengesi/GSYH (%) (IMF verisi)	-3,4	-0,7	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3	-2,3	-2,2	-3,7	-5,6	
AB Tanımlı Borç Stoku/GSYH (%)	39,7	36,2	32,4	31,2	28,5	27,4	28,0	28,0	30,2	32,6	39,5
Merkez Bankası Toplam Rezervleri (Dönem Sonu, Milyar \$)	86,0	88,3	119,2	131,0	127,3	110,5	106,1	107,7	93,0	105,7	93,3
TÜFE (2003=100, Dönem Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	6,4	10,5	6,2	7,4	8,2	8,8	8,5	11,9	20,3	11,8	14,6
Dönem Sonu Dolar Kuru (TL)	1,55	1,91	1,78	2,13	2,32	2,91	3,53	3,81	5,26	5,94	7,34
BİST-100 Endeksi (Dönem Ortalaması)	593,74	607,82	636,49	780,60	751,91	805,83	772,10	989,66	1020,11	993,57	1136,97
10 Yıllık Devlet Tahvil Faizi (Dönem Ortalaması, %)	9,77	9,52	8,65	7,96	9,23	9,12	9,96	10,83	15,28	15,24	12,43
Türkiye 5 Yıllık CDS Primi (Dönem Ortalaması, bp)	166,9	203,7	209,5	170,0	197,6	233,3	262,5	204,5	301,0	372,4	458,4

Covid-19 salgının neden olduğu ekonomik baskının hafifletilmesi amacıyla uygulanan genişletici para ve maliye politikaları bütün ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de bütçe dengelerini bozucu etki yapmıştır. Gelişmekte olan ekonomiler alt grubunda benzerleriyle kıyaslandığında salgın sürecinde Türkiye’nin bütçe açığının diğer ülkelere kıyasla daha sınırlı kaldığı gözlenmektedir. 2020 yılında dünya ekonomisi salgının etkisiyle yüzde 3,3 oranında daralmıştır. Olumsuz ekonomik koşullara rağmen Çin ve Türkiye ekonomileri 2020 yılında pozitif büyüme göstermiştir. ABD, Almanya, Japonya gibi gelişmiş ülke ekonomileri ise 2020 yılında önemli ölçüde küçülmüştür. Salgının şiddetini artırmasıyla öncü göstergelerden imalat PMI endeksleri dünya genelinde 2020 yılı içerisinde oldukça düşük seviyelere gerilemiştir. Ancak alınan ekonomik tedbirlerin de etkisiyle 2020 yılı sonunda bazı ülkelerde imalat PMI endekslerinin 2019 yılı sonu değerlerinin bile üzerinde gerçekleştiği gözlenmiştir. Salgının olumsuz etkileri dünya genelinde işgücü piyasaları üzerinde de gözlenmiştir.

Ülkelerin işgücü piyasalarını iyileştirmeye yönelik aldıkları tedbirlere rağmen, 2019 yılı Aralık ayı verileriyle karşılaştırma yapıldığında 2020 yılı Aralık ayında birçok ülke ve bölgede işsizlik oranlarının daha yüksek seviyelerde olduğu gözlenmektedir. Türkiye yüzde 3,3’lük yıllık istihdam kaybı ile Çin ve Rusya’dan sonra en az kayıp yaşayan ekonomi olmuştur. Küresel mal ihracatı 2020 yılında önceki yıla göre önemli ölçüde gerilemiştir. Salgının yayılmasını engellemek için alınan tedbirler ve kapanma kararları küresel ticaret üzerinde de daraltıcı etkide bulunmuştur.

Türkiye mal ihracatı açısından Çin ve Güney Afrika’dan sonra en az daralan gelişmekte olan ekonomi olmuştur. Ülkelerin yapısal özelliklerine göre değişik etkiler görülmekle birlikte, genel olarak bakıldığında düşen ithalat talebi ve emtia fiyatlarının cari işlemler dengesi üzerinde aşağı yönlü etkiye bulunduğu gözlemlenmiştir. Türkiye’nin cari işlemler açığı 2020 yılında milli gelirin yüzde 5,2’si seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ülkelerin ABD Doları karşısındaki değerlerine bakıldığında Türk Lirası’nın söz konusu dönemde en fazla değer kaybı yaşayan para birimi olduğu görülmektedir. Faiz oranları incelendiğinde kurlardakine benzer bir durum göze çarpmaktadır. Türkiye enflasyon konusunda diğer ülkelerden negatif ayrılmaktadır. Artan tüketim ve üretim için gerekli olan hammadde ihtiyacının karşılanmasına yönelik yükselen emtia fiyatları enflasyonda görülen artışın birincil nedenleri arasında yer almaktadır.

Salgının meydana getirdiği olumsuz etkileri bertaraf etmek adına otoriteler hem para hem de maliye politikası araçlarını mümkün olduğunca kullanma eğilimi göstermiştir. Faiz araçlarını etkin kullanan birçok gelişmekte olan ülkede politika faizinin henüz pandemi öncesi seviyelerine getirilmediği görülmektedir. Türkiye ise 2021 yılında yaşanan toparlanma sonrası para politikasında daralmaya giden ilk ülkelerden birisi olmuştur.

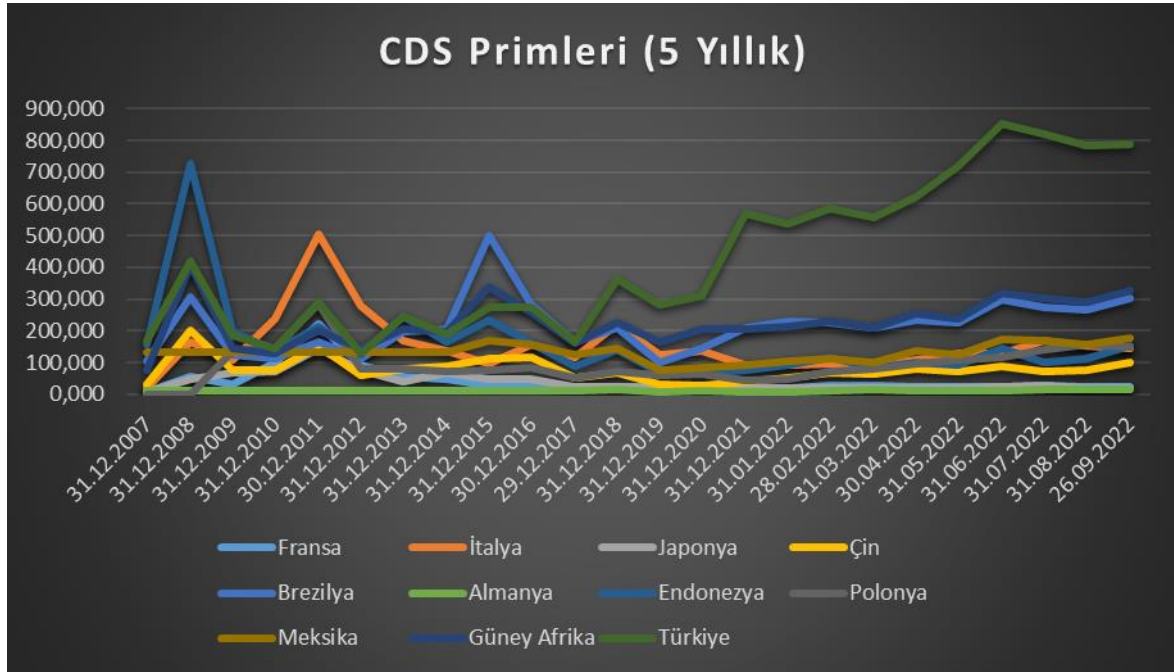
Daha önce de belirtildiği gibi, 2007 yılında ABD’de konut kredileri piyasasında (mortgage) başlayan ve kısa sürede diğer alanlara da yayılan ve 2008 yılında küresel bir nitelik kazanan finansal kriz, kredi derecelendirme kuruluşlarının (özellikle piyasaya hakim olan üç kuruluş) yaptıkları analizlerin ve değerlendirmelerin tutarsızlıklar barındırdığı ve objektif olmadığı yönündeki küresel algıyı kuvvetlendirmiştir. 2007’de *Amerika Birleşik Devletleri*’nde yüksek riskli mortgage piyasasındaki sorunlarla başlayan ve küresel boyutlara ulaşan ekonomik krize “*kredi derecelendirme kuruluşlarının*” etkisinin olduğu konusunda yoğunlaşmıştır. Bu kuruluşlar, yapılandırılmış kredi ürünleriyle alakalı kredi riskini basite aldılar sonuçta notlarını kötüleşen piyasa koşullarına göre ayarlamakta yeterince hızlı davranamadılar (Utzig, 2010).

Bu tutarsızlıkların önemli bir göstergesi de günümüzde ülke risklerinin bir göstergesi olarak kullanılmaya başlanan CDS’lerdir (*Credit Default Swap*). Finansal kredi riskini üstlenmek için verilen ücret olarak CDS primleri yüksek olan ülkeler ve bu ülkelerdeki firmaların borçlanma maliyetleri daha yüksek olmaktadır. Yani risk priminin yüksek olması ülkenin kredibilitesinin düşük olduğu anlamına gelmektedir.

Piyasalardaki öngörülen olumsuzluklar doğrultusunda yükselen CDS primlerinin ülkelerin riskini artırmasının yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşları bu olumsuzluklar karşısında söz konusu ülkelerin kredi notlarını düşürmekte geç kalabilmektedirler. (Karagöl ve İstiklal Mihçioğur, 2012).

Grafik 1’de 2007 yılında günümüze kadar olan sürede yılsonu itibariyle ülkelerin 5 yıllık CDS’leri yer almaktadır.

Grafik 1. 5 Yıllık CDS Primleri



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

CDS primlerinin düşük olması ile ilgili ülkede yabancıların çok düşük bedelden sigorta yapmaları anlamına gelmektedir. Seçilmiş ülke grubunda 5 yıllık kredi temerrüt takas primi (CDS) en fazla artış kaydeden ülke Türkiye olarak göze çarpmaktadır.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'ye yönelik yaptıkları değerlendirmelere bakıldığında, mevcut durumda *Moody's* tarafından B2, *S&P* tarafından B+ ve *Fitch* tarafından ise BB- olarak notlandırılmaktadır. Her kredi derecelendirme kuruluşunun not seviyesi ve değerlendirmeleri farklılık arz etmekle birlikte, Türkiye ekonomisinin döviz cinsinden kredi notu tüm kuruluşlar tarafından yatırım yapılabilir olarak belirledikleri seviyenin altındadır.

2020 yılı başından günümüze kadar olan dönemde Covid-19 salgını nedeniyle ekonomik şartların zorlaşması bazı ülkeleri kredi notunun düşmesine neden olmuştur (Bkz. Tablo 5). Bu süreçte Türkiye'nin kredi notu "*Moody's*" tarafından 11 Eylül 2020 tarihinde B1'den B2'ye düşürülmüş, görünüm negatif olarak belirlenmiştir. Artan ödemeler dengesi riski, bozulan kamu maliyesi ve daralan mali alan ile bu sorunlara cevap verecek kurumsal kapasite eksikliği kredi notu indiriminin temel gerekçeleri olarak açıklanmıştır.

Covid-19 sürecinde birçok ülkenin makroekonomik göstergeleri önemli ölçüde bozalsa da not indirimi olmamıştır. Örneğin, Brezilya en çok sorun yaşayan ülkelerin başında gelmesine rağmen notu sabit kalmıştır. Brezilya'nın bütçe açığının milli gelire oranı 2020 yılında %13,4 seviyesine, kamu borç stokunun milli gelire oranı ise %100 düzeyine yükselmiş, CDS risk priminde önemli bir artış yaşanmıştır. Ayrıca, ülke Kovid-19 vaka sayılarının dünyada en yüksek olduğu 3. ülke durumundadır. Türkiye'nin makroekonomik göstergelerindeki gelişmeler dikkate alındığında (Tablo 2) için not

düşüşlerinin gerekçelerinin yeterince açıklayıcı olmadığı iç ve dış gelişmelerin yeterince dikkate alınmadığı söylenebilir.

Çalışmanın izleyen bölümünde 2007 yılı sonrasında makroekonomik ve mali değişkenlerin kredi notları ve CDS’ler üzerinde etkileri analiz edilmektedir. Buradan hareketle Covid 19 sürecinde not verirken dikkat edilmesi gereken hususlar üzerinde durulacaktır.

6. VERİ VE YÖNTEM

Çalışmada seçilmiş 10 ülkenin kredi risk dağılımları farklılaşan 10 ülkenin (*Fransa, Japonya, İtalya, Çin, Brezilya, Endonezya, Arjantin, Polonya, Güney Afrika ve Türkiye*) 2007-2021 dönemi “CDS ve Fitch” tarafından verilen, “kredi notu verileri, ekonomik büyüme oranı, enflasyon, işsizlik, cari açık, kamu gelirleri, kamu giderleri, bütçe açığı ve borçların GSYİH’ya oranı” sıralı probit modeliyle analiz edilmektedir. CDS verileri diğer göstergeler ise “IMF World Economic Outlook” veri setinden elde edilmiştir.

Sıralı probit modeli bağımlı değişkeni nitel olan ikiden fazla değişkeni olan ve bu değişkenler arasında doğal bir sıralama olan değişkenleri analiz eden ekonometrik yöntemlerden birisidir. Çalışmada CDS primleri risksiz ülke, düşük riskli ülke ve yüksek riskli ülke olarak 3 kategoride analiz edilmektedir. Probit modeline ait normal kümülatif dağılım fonksiyonu denklem 1’de gösterilmektedir (Gujarati, 2004).

$$Pit = F(\beta_0 + \beta_1 X_i) = \frac{1}{2\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{\beta_0 + \beta_1 X_i} \exp\left(-\frac{z^2}{2}\right) dz \quad (1)$$

Pit olasılık değeri standart normal dağılımdan elde edilen değerdir. Kümülatif normal dağılım fonksiyonunun tersi alınarak gözlemlenemeyen fayda endeksi elde edilmektedir.

$$F^{-1}(Pit) = I_i = \beta_0 + \beta_1 X_i \quad (2)$$

Probit modele göre gözlenemeyen fayda endeksinde (I_i) her i . birey için bir eşik değeri olduğu varsayılmaktadır. Gözlenemeyen fayda bu varsayılan eşik değerini aşarsa olayın gerçekleşeceği ve fayda endeksinin $-\infty$ ile $+\infty$, olasılık değerinin ise 0 ile 1 arasında değerler alacağı ifade edilmektedir. Sıralı probit modelde ise birden fazla

“Pit” ,değişkeni aşağıdaki ifadeleri göstermektedir.

$$Pit < \tau_1 \text{ ise } 1 = \text{risksiz} \quad (3)$$

$$\tau_1 \leq Pit < \tau_2 \text{ ise } 2 = \text{düşük risk} \quad (4)$$

$$\tau_2 \leq Pit < \tau_3 \text{ ise } 3 = \text{yüksek risk} \quad (5)$$

Probit modelde olasılık fonksiyonunun Xi'ye göre kısmi türevinin alınmasıyla ise marjinal etkiler bulunur.

$$(\text{Marjinal etkiler} = \delta \text{ Pi} / \delta \text{ Xk})$$

Probit modelin en küçük kareler yöntemiyle tahmininde etkisiz sonuçlara ulaşıldığı için model tahmininde en çok olabilirlik modeli kullanılmaktadır (Güriş ve Çağlayan, 2013).

Tablo 3. Değişken Tanımları

Değişkenler	Tanımları
Bağımsız değişken	
CDS	1=Risksiz ülke, 2=Düşük riskli ülke, 3=Yüksek riskli ülke
Independent Variables	
Büyüme	GSYİH Büyüme hızı
İşsizlik	İşsizlik oranı
Enf	Enflasyon/GSYİH
Carac	Cari açık/GSYİH
Kamugel	Kamu Geliri/GSYİH
Kamuharc	Kamu Harcamaları/GSYİH
Bütçedeng	Bütçe açığı/GSYİH
Borç	Kamu borcu/GSYİH
covid	Covid dönemi (2020-2021)

Tabloda 2 modelin değişken tanımları yer almaktadır. Çalışmanın; 1. Modelde CDS primlerinin makroekonomik ve mali değişkenler üzerindeki etkisi incelenirken, 2. Modelde Fitch kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kredi notlarının etkisi incelenmektedir. Makroekonomik değişkenler olarak; “(i) büyüme oranı, (ii) işsizlik oranı, (iii) enflasyon oranı ve (iv) cari işlemler açığı” yer alırken, mali değişkenler olarak; “(i) kamu gelirlerinin GSYİH'ya oranı, (ii) kamu harcamalarının GSYİH'ya oranı, (iii) bütçe açıklarının GSYİH'ya oranı ve (iv) toplam kamu borcunun GSYİH'ya oranı” yer almaktadır.

Tablo 4. Sıralı Probit Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: CDS				
Değişkenler	Katsayı	Dy/dx(predict=1)	Dy/dx(predict=2)	Dy/dx(predict=3)
Büyüme	-0.1103 *** (-2.62)	0.0294795	-0.0174338	-0.0120457
İşsizlik	0.0413** (2.22)	-0.0110368	0.006527	0.0045098
Enf	0.1597*** (5.65)	-0.0426831	0.0252423	0.0174408
Carac	-0.0004 (-0.27)	0.0001176	-0.0000695	-0.000048
Kamugel	0.0893 (1.01)	-0.023874	0.0141188	0.0097552
Kamuharc	-0.1089 (-1.21)	0.0291151	-0.0172183	-0.0118967
Bütçedeng	-0.0465	0.0124372	-0.0073552	-0.005082

	(-0.59)			
Borç	0.0016 (-0.47)	0.0004352	-0.0002574	-0.0001778
Covid	-1.1433*** (-2.66)	0.3054066	-0.1806139	-0.1247927
Kesit 1	-0.08077	-		
Kesit 2	1.44973	-		
loglikelihood	-97.48159	-		
LR chi2(11)	98.17	-		
N	148	-		

Model 1’de makroekonomik ve mali değişkenlerin kredi temerrüt swapları üzerindeki etkisi analiz edilmektedir. Analiz doğrultusunda büyüme, işsizlik, enflasyon ve Covid sürecinin CDS’ler üzerinde anlamlı etkisi bulunmaktadır. Büyüme riskli ülkelerde CDS’leri etkileme olasılığı yüzde 3’ler oranında ve pozitif yönde iken, düşük riskli ve yüksek riskli ülkelerde yüzde 1’ler olasılığında negatif yönde etkilidir. İşsizlik ise riski olmayan ülkelerde CDS’ler üzerinde yüzde 1 oranında azalma eğilimindeyken düşük ve yüksek riskli ülkelerde sırasıyla binde 6 ve 4 oranında artırma olasılığındadır. İşsizlik gibi enflasyon oranı da benzer özellikleri göstermektedir.

Riskli olmayan ülkelerde CDS primlerindeki artış enflasyon oranını artma olasılığını azaltırken, düşük ve yüksek riskli ülkelerde enflasyon oranının artma olasılığını artırmaktadır. Son olarak Covid dönemi incelendiğinde riski olmayan ülkelerde Covid artışı CDS primlerini arttırırken, düşük riskli ve yüksek riskli ülkelerde CDS primleri üzerinde negatif yönlü bir etki ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifadeyle Covid artışı, CDS primlerinin azalmasına neden olmaktadır.

Tablo 5. Sıralı Probit Tahmin Sonuçları(fitchratings)

Bağımlı Değişken: Fitch Ratings				
Değişkenler	Katsayı	Dy/dx(predict=1)	Dy/dx(predict=2)	Dy/dx(predict=3)
Büyüme	-0.1664*** (-3.35)	0.031574	-0.0301261	-0.0014479
İşsizlik	0.0394 (1.44)	-0.0074764	0.0071335	0.0003428
Enf	0.1365*** (4.34)	-0.0258964	0.0247089	0.0011875
Carac	-0.0091** (-2.19)	0.0017373	-0.0016577	-0.0000797
Kamugel	0.0365 (0.46)	-0.006939	0.0066208	0.0003182
Kamuharc	-0.1169 (-1.39)	0.0221911	-0.0211735	-0.0010176
Bütçedeng	0.1796** (2.29)	-0.034078	0.0325153	0.0015627
Borç	0.0027 (0.71)	-0.0005281	0.0005038	0.0000242

Covid	1.0425** (2.00)	-0.1977516	0.1886834	0.0090682
Kesit 1	-3.276405	-		
Kesit 2	1.924429	-		
loglikelihood	-51.834174	-		
LR chi2(11)	132.29	-		
N	148	-		

Model 2’de ise “Fitch” tarafından verilen kredi notları üzerinde makroekonomik ve mali göstergelerin etkisi incelenmektedir. Büyüme oranındaki artış yatırım yapılabilir ülkelerde kredi notunun artma olasılığını artırırken, düşük ve riskli ülkelerde azaltmaktadır. CDS primlerinde işsizlik etkiliyken kredi notlarında işsizlik belirleyici bir değişken olarak ortaya çıkmamıştır. Enflasyon oranı yatırım yapılabilir ülkelerde kredi notunu azaltma olasılığına sahipken, düşük ve yüksek riskli ülkelerde enflasyondaki oransal olarak bir birimlik artış kredi notunu artırma olasılığını artırmaktadır. Kredi notları üzerinde CDS’lerden farklı olarak cari işlemler açığının etkisi olduğu gözlenmiştir. Cari açığın artması yatırım yapılabilir ülkelerde kredi notunu artırma olasılığına sahipken, düşük ve yüksek riskli ülkelerde kredi notunu azaltma olasılığına sahiptir.

Kredi temerrüt swaplarının mali politikalar üzerinde bir etkisi görülmezken kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notunun ülkelerin bütçe açığıyla ilişkisi görülmüştür. Bütçe açığındaki bir birimlik artışın yatırım yapılabilir ülkelerde kredi notunu azaltma olasılığı ortaya çıkmışken, düşük ve yüksek riskli ülkelerde artırma olasılığı görülmektedir. Son olarak Covid dönemi incelendiğinde yatırım yapılabilir ülkelerde kredi notunu azaltma olasılığı varken düşük riskli ve yüksek riskli ülkelerde artırma olasılığı söz konusudur.

Daha önce de belirtildiği gibi, kredi derecelendirme sürecinde temel olarak makroekonomik gelişmelere bakılmakla birlikte, not değişikliklerinin zaman zaman objektiflikten uzaklaştığına yönelik yakın geçmişte önemli örnekler ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, kredi derecelendirme kuruluşları bu konuda sık sık eleştiri almaktadır. Bu amaçla çalışmada kredi riskinin bir başka ölçüm yöntemi olan kredi temerrüt primleri yer almaktadır. İkisinin birlikte analize dahil edildiği modelde büyüme, işsizlik, enflasyon ve Covid süreci CDS primlerinde etkili iken, büyüme, enflasyon, bütçe açığı ve Covid süreci kredi notları üzerinde etkilidir. CDS’ler makroekonomik değişkenleri belirlemede daha etkiliyken, kredi derecelendirme kuruluşları mali değişkenlere de bağlı olarak not değerlendirmesi yapmaktadır.

7. SONUÇ

Kredi derecelendirme kuruluşları, küresel finansal piyasalardan borç temin etmek isteyen devletler ve şirketler ile finansal yatırımlarını küresel ölçekte değerlendirmek isteyen yatırımcılar için hayati öneme sahip bir araçtır. Ancak, özellikle kriz dönemlerinde erken uyarı görevlerini tam olarak yerine getirememeleri nedeniyle eleştirilmektedirler. Bazı durumlarda, yüksek kredi notuna sahip olan

ülkeler veya şirketler bile krize yakalanabilmekte ve hatta iflasa sürüklenmektedir. Bu tür olaylar, kredi derecelendirme kuruluşlarının performansını sorgulayan eleştirilere neden olmaktadır.

Bu soruna çözüm olarak, ülke riski ölçümü için CDS'ler gibi diğer yöntemler geliştirilmiştir. CDS'ler, makroekonomik politikadaki değişimler sonucunda daha hızlı bir şekilde sisteme uyum sağlayabilen araçlar olarak dikkat çekmektedirler. Kredi derecelendirme kuruluşları, not değerlendirmelerinde maliye politikası değişkenlerinden de yararlanmakta ancak kredi temerrüt swapları, makroekonomik değişkenlerle risk primlerinin belirlenmesinde daha akışkan bir değişken olarak öne çıkmaktadır.

Sonuç olarak, kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri finansal piyasalarda önemli bir rol oynamaktadır ancak bu kuruluşların performansı kriz dönemlerinde sorgulanmaktadır. CDS'ler gibi diğer yöntemler, kredi derecelendirme kuruluşlarının sınırlamalarını aşmak ve daha erken uyarı sağlamak için kullanılabilecek araçlar olarak görülmektedir.

KAYNAKÇA

- Aizenman, J., Hutchison, M., ve Jinjarak, Y. (2013). What is the risk of European sovereign debt defaults? fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk. *Journal of International Money and Finance*, 34, 37–59. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.11.011>
- Aydın, H. (2018). *Kredi derecelendirme kuruluşları*. İstanbul; Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği.
- Ayaydın, H., Çam, A.V., Barut, A. ve Pala, F. (2018). Kredi temerrüt swaplarının belirleyicileri: Türkiye için ekonometrik bir analiz. *TURAN-SAM Dergisi*, 10(40), 539-546.
- Amato, J.D. (2005) Risk aversion and risk premia in the CDS market, *BIS Quarterly Review*, December, 2005, 55-67
- Arslan, İ. (2006). *Analysis of Credit Default Swaps in Turkey* (tez). 2022, erişim: https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/TezGoster?key=-L8ilcwn9ZRRc_YMKxXW1pYwIDKSzLsek20I02kbxtXDVdYLkYfHwjMe4tPMPtjG.
- Bhansali, V., Gingrich, R., ve Longstaff, F. A. (2008). Systemic credit risk: What is the market telling us? *Financial Analysts Journal*, 64(4), 16–24. <http://www.jstor.org/stable/40390139>
- Balıkçioğlu, E., Yılmaz, H. (2013). Ülkelerin Finansal açıdan kredi notlarını etkileyen faktörler ve kredi derecelendirme kuruluşlarının bu faktörler çerçevesinde değerlendirilmesi, *Maliye Dergisi*, 0(165), 163-188.
- Bostancı, M. C., (2012). *Küresel krizin dinamikleri ve kredi derecelendirme kuruluşlarının kredibilitesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Can, H. ve Paskaleva, M. (2017). Macroeconomic determinants of CDS: The case of Europe. *New Knowledge Journal of Science*, 6(3), 63-76.
- Çevik Tekin, İ. (2016). Kredi derecelendirme kuruluşlarının öngöremedikleri krizler ve iflaslar, *Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 19(41 Özel Sayı)

- Danacı, M.C., Şit, M. ve Şit, A. (2017), Kredi temerrüt swaplarının (CDS'lerin) büyüme oranıyla ilişkilendirilmesi: Türkiye örneği. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 67-78.
- Elkhoury, Marwan, (2008), *Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries*, UNCTAD Discussion Papers, No. 186.
- Gujarati, D.N. (2004) *Basic Econometrics*. 4th Edition, McGraw-Hill Companies
- Gülmez, Ahmet ve Gündoğan, Hilal, (2014). Uluslararası politik iktisat çerçevesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye uygulaması, *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(4).
- Günel, Mehmet, (2019), Kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü ve krizlerdeki etkileri, *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 9(1), 147-155.
- Ismailescu, I., & Kazemi, H. (2010). The reaction of emerging market credit default swap spreads to sovereign credit rating changes. *Journal of Banking & Finance*, 34(12), 2861–2873. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.05.014>
- Kılıcı, E. N. (2017). CDS primleri ile ülke kredi riski arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi; Türkiye örneği, *Maliye ve Finans Yazıları*, (108), 71-85. <https://doi.org/10.33203/mfy.357664>
- Kılıcı, E.N. (2017). CDS Primleri ile bir ülkenin ekonomik ve finansal değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisinin değerlendirilmesi: Türkiye örneği, *Global Journal of Economics and Business Studies*, 6(12), 145- 154, 2
- Karagöl, Erdal Tanas ve İstiklal Mihçioğur, Ülkü, (2012), *Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar*, SETA Rapor, No: 7.
- Keten, M., Başarır, Ç. ve Kılıç, Y. (2013). *Kredi Temerrüt Takası ile Makroekonomik ve Finansal Değişkenler Arasındaki İlişkinin İncelenmesi*. 17. Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı, 377-386.
- Miricescu, Emilian-Constantin, (2015). The role of rating agencies in international financial market, *Theoretical and Applied Economics*, XXII 1(602), 209-214.
- Tang, D.Y. ve Yan, H. (2009). Market Conditions, Default Risk and Credit Spreads. *Journal of Banking & Finance*, 34 (2010)
- Utzig, Siegfried, (2010), The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective, Asian Development Bank Institute, ADBI Working Paper Series, No. 188.
- Yıldız, Abdunnur, (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Etik Problemler, *The Journal of Academic Social Science Studies*, Number, 53, 519-532.