

**T.C.  
Ankara Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Maliye (Kamu Ekonomisi) Anabilim Dalı**

**ÜLKELERİN FİNANSAL AÇIDAN KREDİ NOTLARINI  
ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE KURALLI MALİYE  
POLİTİKASININ ETKİSİ: 2000 SONRASI DÖNEM  
TÜRKİYE'DE UYGULANAN MALİYE  
POLİTİKALARININ KREDİ NOTLARI ÜZERİNDEKİ  
ETKİSİNİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

**Doktora Tezi**

**Eda BALIKÇIOĞLU**

**Ankara, 2013**

T.C.  
Ankara Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Maliye (Kamu Ekonomisi) Anabilim Dalı

**ÜLKELERİN FİNANSAL AÇIDAN KREDİ NOTLARINI  
ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE KURALLI MALİYE  
POLİTİKASININ ETKİSİ: 2000 SONRASI DÖNEM  
TÜRKİYE'DE UYGULANAN MALİYE  
POLİTİKALARININ KREDİ NOTLARI ÜZERİNDEKİ  
ETKİSİNİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

Doktora Tezi

HAZIRLAYAN  
Eda BALIKÇIOĞLU

TEZ DANIŞMANI  
Doç. Dr. H. Hakan YILMAZ

Ankara, 2013

TEZ ONAY SAYFASI

T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
MALİYE (KAMU EKONOMİSİ) ANABİLİM DALI

ÜLKELERİN FİNANSAL AÇIDAN KREDİ NOTLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE  
KURALLI MALİYE POLİTİKASININ ETKİSİ: 2000 SONRASI DÖNEM TÜRKİYE'DE  
UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARININ KREDİ NOTLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN  
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Doktora Tezi

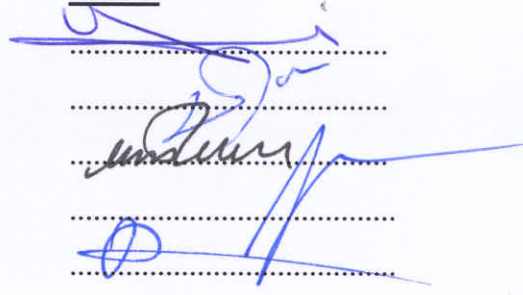
Tez Danışmanı : Doç.Dr. H. Hakan Yılmaz

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

Prof. Dr. Ahmet Burcin Tereli  
Doç. Dr. Necati Hakan Başbağcıoğlu  
Doç. Dr. Nilgün İrdem  
Doç. Dr. İdris Hakan Yılmaz  
İst. Doç. Dr. Ferda / Bakır



Tez Sınavı Tarihi 13.4.2013

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

Bu belge ile, tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(...../...../.....)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Eda Balıkcıoğlu

İmzası



## TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın hazırlanması aőamasında özveri ile değerli bilgi ve birikimlerini benimle paylaşan tez danıőmanım Doç.Dr. Hakkı Hakan Yılmaz'a, çalışmaya yaptıkları katkılardan dolayı değerli jüri üyeleri Prof.Dr. Ahmet Burçin Yereli, Prof.Dr. Necmiddin Bağdadioğlu, Doç. Dr. Nilgün Erdem ve Yrd. Doç. Dr. Serdal Bahçe'ye teőekkürlerimi sunarım.

Ayrıca tez süresince desteklerini esirgemeyen M.Uğur Peker'e, Dr. Baőak akar Dalgıç'a ve Dr. Pelin Varol İyidoğan'a teşekkür ederim.

Son olarak, her zaman yanımda olan başta sevgili annem olmak üzere geniş ailemin her bir ferdine, sevgili eőim Erdeniz'e, kızıma ve doğacak oğluma ayrıca teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	i
BEYAN.....	ii
TEŞEKKÜR .....	iii
İÇİNDEKİLER .....	iv
KISALTMALAR .....	vii
TABLOLAR DİZİNİ .....	viii
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	ix
GRAFİKLER DİZİNİ .....	xii
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

<b>KAMU MÜDAHALESİ, MALİYE POLİTİKASI, MALİ KURALLAR VE KREDİ NOTU .....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 KAMU EKONOMİSİ VE DEVLETİN EKONOMİYE MÜDAHALESİ .....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 MALİYE POLİTİKASI VE KAMU MÜDAHALESİ.....</b>	<b>7</b>
<b>1.3. KAMU MÜDAHALESİ VE POLİTİK İKTİSAT YAKLAŞIMI.....</b>	<b>15</b>
1.3.1. Politik İktisat Çerçevesinde Finansal Piyasalardaki Değişimin Değerlendirilmesi.....	17
1.3.2. Mali Kurallar.....	20
1.3.2.1. Mali Kuralların İşleyişi.....	24
1.3.2.2. Mali Kural Türleri .....	26
1.3.2.3. Mali Kural Uygulanmasının Nedenleri .....	31
1.3.2.4. Mali Kurallara Getirilen Eleştiriler.....	32

<b>1.4. KREDİ NOTU KAVRAMI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GELİŞİMİ.....</b>	<b>34</b>
---	-----------

## **İKİNCİ BÖLÜM**

<b>1980 SONRASI DÖNEMDE DÜNYA EKONOMİK SİYASETİNİN GÖRÜNÜMÜ DOĞRULTUSUNDA MALİYE POLİTİKASI VE KREDİ NOTLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER.....</b>	<b>41</b>
--	-----------

<b>2.1. 1980 SONRASI DÖNEMDE DÜNYA EKONOMİK SİYASETİNİN GÖRÜNÜMÜ .....</b>	<b>41</b>
--	-----------

<b>2.2. ÜLKELERİN KREDİ NOTLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER.....</b>	<b>51</b>
---	-----------

2.2.1. Ekonomik Faktörler .....	51
---------------------------------	----

2.2.2. Politik Faktörler .....	53
--------------------------------	----

2.2.3. Sosyal Faktörler .....	54
-------------------------------	----

<b>2.3. KREDİ NOTLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLERİ İNCELEYEN AMPİRİK ÇALIŞMALAR LİTERATÜRÜ .....</b>	<b>55</b>
---	-----------

<b>2.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ YAPILARI VE İŞLEYİŞLERİ.....</b>	<b>61</b>
--	-----------

<b>2.5. EKONOMİK KRİZLER VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ DAVRANIŞLARI.....</b>	<b>69</b>
---	-----------

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

<b>2000 SONRASI DÖNEM SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE VE TÜRKİYE'DE UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARININ KREDİ NOTLARINA ETKİSİ.....</b>	<b>76</b>
---	-----------

<b>3.1. 2000 SONRASI DÖNEM SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARI VE KREDİ NOTU GELİŞMELERİ.....</b>	<b>76</b>
--	-----------

<b>3.2. 2000 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ GELİŞMELER.....</b>	<b>102</b>
---	------------

<b>3.3. 2000 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE'DE UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARI VE KREDİ NOTUNA ETKİSİ.....</b>	<b>112</b>
---	------------

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

<b>2000 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE’DE UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARININ KREDİ NOTU ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN LOGİT MODELİYLE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ .....</b>	<b>120</b>
<b>4.1. VERİ VE YÖNTEM .....</b>	<b>122</b>
<b>4.2. LOGİT MODELİ.....</b>	<b>124</b>
4.2.1. Logit Model Varsayımları.....	126
<b>4.3. UYGULAMA SONUÇLARI.....</b>	<b>129</b>
4.3.1. Yıllık Performansa Göre Kredi Notlarının Tahmini .....	129
4.3.2. Aynı Yılın Uzak ve Yakın Tahmin Durumuna Göre Kredi Notları Tahmini .....	137
4.3.3. İki Yıllık Tahminlere Göre Kredi Notları Tahmini .....	144
4.3.4. Tüm Tahmin ve Gerçekleşmelerin Kredi Notlarına Etkisi .....	151
<b>SONUÇ.....</b>	<b>158</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>161</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>174</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>175</b>



## KISALTMALAR

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ASEAN</b>	: Güneydoğu Asya Birliği
<b>DPT</b>	: Devlet Planlama Teşkilatı
<b>GSMH</b>	: Gayrisafi milli hasıla
<b>GSYİH</b>	: Gayrisafi yurtiçi hasıla
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

## TABLolar DİZİNİ

Tablo 1: Denk Bütçe Kuralının Farklı Ekonomik Amaçlara Etkisi.....	27
Tablo 2: Borçlanma Kuralının Farklı Ekonomik Amaçlara Etkisi .....	28
Tablo 3: Harcama Kuralının Farklı Ekonomik Amaçlara Etkisi .....	29
Tablo 4: Gelir Kuralının Farklı Ekonomik Amaçlara Etkisi.....	30
Tablo 5: Uluslararası Derecelendirme Kurumlarının Ülke Notu Karşılaştırılması .....	39
Tablo 6: 1980-89 Yıllarında Dünya Ekonomik Göstergeleri.....	42
Tablo 7: 1990-99 Yılları Arasında Dünya Ekonomik Göstergeleri.....	45
Tablo 8: Gelişmekte olan Ülkelerin 90'lı Yıllardaki Ödemeler Dengesi .....	46
Tablo 9: 1983-1998 Yıllarında Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketlerinin Türüne Göre Dağılımı (%).....	47
Tablo 10: 2000 Sonrası Dönem Dünya Ekonomik Göstergeleri .....	49
Tablo 11: 2001-2011 Yıllarında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Geçiş Ekonomilerinin Ödemeler Dengesi.....	50
Tablo 12: Politik Risk Faktörleri.....	53
Tablo 13: Kredi Notunu Belirleyen Faktörlerle İlgili Yapılan Ampirik Çalışmalar .....	55-60
Tablo 14: Standard and Poor's Risk Göstergeleri.....	64
Tablo 15: Moody's Ülke Risk Göstergeleri.....	67
Tablo 16: Fitch Ülke Risk Göstergeleri .....	69
Tablo 17: Meksika Krizi Dönemi Ekonomik Göstergeler ve Kredi Notu Gelişimi.....	72

Tablo 18: Brezilya Krizi Dönemi Ekonomik Göstergeler ve Kredi Notu Gelişimi.....	74
Tablo 19: Arjantin Krizi Dönemi Ekonomik Göstergeler ve Kredi Notu Gelişimi.....	75
Tablo 20: 2001-2011 Yılları Arasında ABD'nin Kredi Notları Gelişimi.....	78
Tablo 21: 2000-2011 Yılları Arasında Kanada'nın Kredi Notları Gelişimi .....	80
Tablo 22: 2000-2011 Yılları Arasında Japonya'nın Kredi Notları Gelişimi .....	82
Tablo 23: 2001-2011 Yılları Arasında İngiltere'nin Kredi Notları Gelişimi.....	85
Tablo 24: 2001-2011 Yılları Arasında Almanya'nın Kredi Notları Gelişimi.....	87
Tablo 25: 2001-2011 Yılları Arasında Fransa'nın Kredi Notları Gelişimi.....	89
Tablo 26: 2000-2011 Yılları Arasında İtalya'nın Kredi Notları Gelişimi .....	92
Tablo 27: 2000-2011 Yılları Arasında Yunanistan'ın Kredi Notları Gelişimi .....	94
Tablo 28: 2000-2011 Yılları Arasında İspanya'nın Kredi Notları Gelişimi .....	97
Tablo 29: 2000-2011 Yılları Arasında İrlanda'nın Kredi Notları Gelişimi .....	99
Tablo 30: 2000-2011 Yılları Arasında Portekiz'in Kredi Notları Gelişimi .....	101
Tablo 31: 1989- 1999 yıllarında Türkiye'deki Sermaye Hareketlerinin Gelişimi.....	104
Tablo 32: 2001 ve 2002 Yıllarında Türkiye'nin Ekonomik Performans Hedef ve Gerçekleşmeleri.....	106
Tablo 33: 2003-2007 Yılları Arasında Türkiye'nin Ekonomik Performans Hedef ve Gerçekleşmeleri.....	109
Tablo 34: 2008-2011 Yılları Arasında Türkiye'nin Ekonomik Performans Hedef ve Gerçekleşmeleri.....	111
Tablo 35: Türkiye'de 2000-2010 Yılları Arasındaki Sermaye Hareketlerinin Gelişimi.....	111
Tablo 36: 2001-2011 Yılları Arasında Türkiye'nin Kredi Notları Gelişimi.....	119
Tablo 37: Değişken Tanımları .....	121

Tablo 38: Bağımlı Değişkenlerin Ortalamaları.....	128
Tablo 39: Model Özeti .....	128
Tablo 40: Modele Ait Hesaplanan Sınıflama Sonuçları .....	129
Tablo 41: Ekonomik Göstergelerin Yıllık Performanslarına Göre Lojistik Regresyon Sonuçları .....	129-130
Tablo 42: Lojistik Regresyona Göre Anlamlı Çıkan Sonuçların Olasılıkları .....	131
Tablo 43: Model Özeti .....	136
Tablo 44: Modele Ait Hesaplanan Sınıflama Sonuçları .....	136
Tablo 45: Ekonomik Göstergelerin Aynı Yıl Tahminlerine Göre Lojistik Regresyon Sonuçları .....	137
Tablo 46: Lojistik Regresyona Göre Anlamlı Çıkan Sonuçların Olasılıkları .....	138
Tablo 47: Model Özeti .....	142
Tablo 48: Modele Ait Hesaplanan Sınıflama Sonuçları .....	143
Tablo 49: Ekonomik Göstergelerin İki Yıllık Tahminlerine Göre Lojistik Regresyon Sonuçları .....	143-144
Tablo 50: Lojistik Regresyona Göre Anlamlı Çıkan Sonuçların Olasılıkları .....	143
Tablo 51: Model Özeti .....	149
Tablo 52: Modele Ait Hesaplanan Sınıflama Sonuçları .....	150
Tablo 53: Ekonomik Göstergelerin Tüm Tahmin Ve Gerçekleşmelerine Göre Lojistik Regresyon Sonuçları .....	150-151
Tablo 54: Lojistik Regresyona Göre Anlamlı Çıkan Sonuçların Olasılıkları .....	152

## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Optimal Mali Kuralın Özellikleri.....	23
Şekil 2: S&P Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Şeması.....	63
Şekil 3: Moody's Organizasyon Şeması .....	66

## GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1: 1980-1989 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Toplam Dış Borç Stokları .....	43
Grafik 2: 2001-2011 Yılları Arasında ABD'nin Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	77
Grafik 3: 2001-2011 Yılları Arasında ABD'nin Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları .....	77
Grafik 4: 2000-2011 Yılları Arasında Kanada'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	79
Grafik 5: 2000-2011 Yılları Arasında Kanada'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	80
Grafik 6: 2000-2011 Yılları Arasında Japonya'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	81
Grafik 7: 2000-2011 Yılları Arasında Japonya'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	82
Grafik 8: 2000-2011 Yılları Arasında İngiltere'nin Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	84
Grafik 9: 2000-2011 Yılları Arasında İngiltere'nin Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	84
Grafik 10: 2000-2011 Yılları Arasında Almanya'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	86
Grafik 11: 2000-2011 Yılları Arasında Almanya'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	87
Grafik 12: 2000-2011 Yılları Arasında Fransa'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	88
Grafik 13: 2000-2011 Yılları Arasında Fransa'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	89

Grafik 14: 2000-2011 Yılları Arasında İtalya'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	91
Grafik 15: 2000-2011 Yılları Arasında İtalya'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	91
Grafik 16: 2000-2011 Yılları Arasında Yunanistan'ın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	93
Grafik 17: 2000-2011 Yılları Arasında Yunanistan'ın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	94
Grafik 18: 2000-2011 Yılları Arasında İspanya'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	96
Grafik 19: 2000-2011 Yılları Arasında İspanya'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	96
Grafik 20: 2000-2011 Yılları Arasında İrlanda'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	98
Grafik 21: 2000-2011 Yılları Arasında İrlanda'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	98
Grafik 22: 2000-2011 Yılları Arasında Portekiz'in Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları.....	100
Grafik 23: 2000-2011 Yılları Arasında Portekiz'in Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları.....	101
Grafik 24: Türkiye'de 2001-2005 Yılları Arasında Faiz Dışı Fazla Tahmin ve Gerçekleşme Gelişimi .....	113
Grafik 25: Türkiye'de 2001-2005 Yılları Arasında Kamu Net Borç/GSYİH Tahmin ve Gerçekleşme Gelişimi .....	114
Grafik 26: Türkiye'de 2001-2005 Yılları Arasında Kamu Geliri, Kamu Gideri ve Bütçe Açığının GSYİH'ya Oranının Gelişimi .....	115
Grafik 27: Türkiye'de 2006-2011 Yılları Arasında Kamu Net Borç/GSYİH Tahmin ve Gerçekleşme Gelişimi .....	116

Grafik 28: Türkiye’de 2006-2011 Yılları Arasında Kamu Geliri, Kamu Gideri ve Bütçe Açığının GSYİH’ya Oranının Gelişimi .....	117
Grafik 29: Türkiye’de 2006-2011 Yılları Arasında Faiz Dışı Fazla Tahmin ve Gerçekleşme Gelişimi .....	118
Grafik 30: S&P İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler.....	132
Grafik 31: Fitch İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler .....	133
Grafik 32: Moody’s İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler.....	134
Grafik 33: S&P İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler.....	139
Grafik 34: Fitch İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler .....	140
Grafik 35: Moody’s İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler.....	141
Grafik 36: S&P İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler.....	146
Grafik 37: Fitch İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler .....	147
Grafik 38: Moody’s İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler.....	148
Grafik 39: S&P İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler.....	154
Grafik 40: Fitch İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler .....	155
Grafik 41: Moody’s İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeler.....	156





## GİRİŞ

Devletin ekonomiye müdahalesinin gerekli olup olmadığı yıllardan beri tartışılmaktadır. 1929 ekonomik buhranı sonrasında devlet müdahalesinin gerekliliği ve beraberinde maliye politikasını önemi tartışılmaz hale gelmiştir.

Devlet ekonomiye piyasa aksaklıklarını düzeltmek, gelir dağılımında adaleti sağlamak ve sosyal güvenliği sağlamak gibi amaçlarla müdahale eder. Bu müdahaleleri ise iktisat politikaları aracılığıyla uygular.

Özellikle 1980'li yıllardan sonra devletin ekonomik siyasetinin değişmesi sonucu neoliberal politikaların ağırlık kazanması sonucu finansal piyasaların genişlemesi ve ekonominin dışa açılması, dünya ticaret hacminde ve kredi hacmindeki genişleme, borçlanma oranlarındaki hızlı artışlar, yeni finansal enstrümanların ortaya çıkması, finansal piyasalardaki bu değişim sonucunda devletin rolünün ne olması gerektiği, devletin finansal piyasalara nasıl müdahale etmesi gerektiği, finansal gelişmelerin ülkeleri nasıl etkilediği, finansal piyasalardaki değişimlerin krizlere etkisinin nasıl olduğu gibi sorular tartışılır olmuştur. Bunun sonucunda ülkelerin kredi notlarının ve kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi artmaya başlamıştır. Kredi derecelendirme genel olarak, ülkelerin kredilerinin geri ödenmeme riskini gösteren bir ölçüttür. Ülkelerin kredi notlarına göre ülkelere yatırım yapılabilen ve kredi verilebilmektedir. Bu kredi notlarının belirleyen faktörler ise ekonomik, siyasi ve politik faktörler olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

Ancak 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin karşılaştıkları ekonomik krizler, 2008 sonrasında ise ABD ve Euro bölgesinin karşılaştığı ekonomik krizler sonucu kredi notu yüksek olduğu halde kriz yaşayan ülkeler ve beraberinde kredi derecelendirme kuruluşları eleştirilmeye başlanmıştır. Çalışmada da kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notlarının tutarlı ve objektif olup olmadığı araştırılmaktadır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde ilk olarak, kamu ekonomisi ve kamu müdahalesi kavramlarına yer verilmekte, kamu müdahalesiyle ilgili görüşler incelenmektedir. Daha sonra maliye politikası, mali kurallar ve politik iktisat yaklaşımları incelenmekte ve politik iktisat yaklaşımı çerçevesinde finansal

piyasalardaki değişimler değerlendirilmektedir. Son olarak ise kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel gelişimi ve kredi notu kavramına ilişki teorik bir zemin oluşturulmaktadır.

İkinci bölümde, 1980 sonrası devletin ekonomik siyasetinin değişmesi sonucunda dünya ekonomik siyasetinin görünümü hakkında bilgi verilmektedir. Daha sonra ülkelerin kredi notlarını belirleyen faktörler ve kredi derecelendirme kuruluşları incelenmektedir. İlerleyen kısımlarda ise kredi notlarını belirleyen faktörlerle ilgili yapılan ampirik çalışmalar incelenmektedir. Son olarak ise 1990'lı yıllarda yaşanan krizler sonucu kredi derecelendirme kuruluşlarının tuttukları tavırlarla ilgili durum sergilenmektedir.

Üçüncü bölümde ilk olarak, 2000 sonrası dönemde, ABD, Japonya, Kanada, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, Portekiz, Yunanistan, İrlanda, İspanya'nın uyguladıkları maliye politikaları, mali göstergeleri ve kredi notları gelişimi incelenmektedir. Bu ülkelerin seçilme nedeni ise kredi notları 2000'li yıllardan beri yatırım yapılabilir düzeyde olup son dönem kriz sonrasında not değişikliği gerçekleşen AB ülkeleri ve ABD, İngiltere gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının kökeni olan ülkeler olmasıdır. Daha sonra ise 2000 sonrası dönemde Türkiye'nin ekonomik ve mali göstergeleri ve kredi notları gelişimi incelenmektedir.

Dördüncü bölümde ise üçüncü bölümde incelenen 12 ülkenin, büyüme, enflasyon, işsizlik, cari açık, kamu gelirleri, kamu giderleri, birincil denge, bütçe dengesi ve kamu borç göstergelerinin GSYİH'ya oranlarının yıllar itibarıyla yüzde farkları alınarak kredi notlarına etkisi incelenmekte ve kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notlarının objektif ve tutarlı olup olmadığını gösterebilmek amacıyla logit analizi uygulanmaktadır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KAMU MÜDAHALESİ, MALİYE POLİTİKASI, MALİ KURALLAR, KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE KREDİ NOTU

Ekonomide kamu sektörünün nisbi büyüklüğü son yıllarda tüm dünyada hızlı bir şekilde artış göstermektedir. Bu yüzden maliye politikalarının önemi de gün geçtikçe artmaktadır. 2008 yılında yaşanan küresel kriz sonrasında ise gıda ve enerji ağırlıklı olmak üzere fiyatlar genel düzeyinde yaşanan artışlar genişletici maliye politikalarını tekrar gündeme getirmiştir (Yılmaz, 2009: 35-36).

#### 1.1. KAMU EKONOMİSİ VE DEVLETİN EKONOMİYE MÜDAHALESİ

Devletin ekonomiye müdahale edip etmemesi tartışmaları 1776 klasik iktisat dönemiyle başlamıştır. Keynes (1967: 340-349) çalışmasına göre, klasiklerin savunduğu gibi ekonominin tam istihdam da olduğu devlet müdahalesine gerek olmadığı düşünceleri dünyanın ekonomik problemlerini çözmeye yeterli olmamıştır. Tam istihdama ulaşmak için merkezi sistemin gerekli organlarının işlerlik göstermesi gerekmektedir. Bu durumda özel sektörün alanı kısılmayacak, bireyciliğin de geleneksel avantajları değerlerini korumaya devam edeceklerdir. Devletin ekonomiye müdahale etmesi bugünkü ekonomik kurumları yıkılmaktan kurtarmak için bir çaredir. Ekonomide efektif talep yetersizliği olduğu zaman söz konusu olan kaynak israfı özel sektöre daha çok zarar verecektir.

Kamu ekonomisi kapsamında temel nokta refahın artırılması için “Devletin ekonomideki yerinin ne kadar olması” gerektiğidir. Bu tartışma çeşitli okulların teorik yaklaşımları çerçevesinde ele alınmaktadır. Temel amaç, ekonomide etkinliğin sağlanmasıdır. Bu durum ise refah iktisadının temel teoremi olan Pareto etkinliği kavramını ortaya çıkarmıştır (Stiglitz, 1999: 77). Pareto etkinliği başka birinin durumunu kötüleştirmeden birini iyileştirmenin mümkün olmadığı durumu ifade etmektedir. Yani ekonomideki kaynak dağılımı değişime ancak bir bireyin durumunu kötüleştirerek izin vermektedir. Böyle bir duruma devletin ekonomiye müdahale etmesine gerek yoktur. Ancak pareto etkinliğin sağlanamadığı durumlarda piyasa

başarısızlıkları ortaya çıkmaktadır. Bu durumda devletin ekonomiye müdahalesi gerekmektedir.<sup>1</sup>

Stiglitz (1999:85) çalışmasında ekonominin pareto etkin durumda olduğunda bile devlet müdahalesine ihtiyacı olduğu iki durumu savunmaktadır. Bunlardan ilki, gelirin yeniden dağılımı, ikincisi ise, bireylerin bazı durumlarda kendi çıkarlarını devlet kadar iyi düşünmemesidir. Buna kamu ekonomisi literatüründe paternalizm adı verilmektedir.

Kamu ekonomisi, devletin ekonomik hayata müdahalesi sonucu meydana gelen sorunlara yönelik çözüm getirmek amacıyla ortaya çıkmıştır. Musgrave (1959:1-2) çalışmasında, gelir dağılımında adaletin olmadığı, yoksulluk ve açlığın arttığı ve sosyal güvenlik hizmetlerinin kapsamının giderek genişlediği bir ortamda, piyasa ekonomisinin, sosyo-ekonomik sorunların çözümünde yetersiz kaldığını, bazı durumlarda üretimin teknik koşullarından dolayı piyasa ekonomisinin özel mal üretimi açısından da etkinliğini gerçekleştiremediğini ifade etmektedir. Bunun sonucu olarak, azalan maliyet koşulları, ölçeğe göre artan getiri ve dışsallığın yoğun olduğu alanlarda özel firmalar tekelleşerek, toplum refahını düşürerek az üretim-yüksek fiyat politikaları uyguladılar. Bu yüzden Musgrave çalışmasında, devletinsadece kamusal mal ve hizmet üretmek için değil, ayrıca piyasadaki rekabet koşullarını iyileştirmek için de ekonomiye müdahale ettiğini savunmaktadır. Devlet'in ekonomideki işlevinin ne olması gerektiğini savunan görüşlere kısaca değinmekte fayda vardır.

Liberal yaklaşıma göre, kamu sektörü de dahil olmak üzere, tüm ekonomik faaliyetler piyasada belirlenmektedir. Boratav ve diğ.(1993: 15) çalışmalarında, liberal yaklaşımın, piyasada üretim faktörlerinin marjinal getirilerinin eşitlenmesi ile hem kaynak dağılımında etkinliğin hem de gelir dağılımında adaletin sağlanmış olduğunu ve piyasanın bu düzenlemeyi etkin bir şekilde sağladığını ve kamu müdahalesine gerek kalmadığını savunduklarını belirtmektedirler. Musgrave (1959: 6) çalışmasında, kamu sektörünün üç görevi bulunduğunu ifade etmektedir. Bunlar,

---

<sup>1</sup>Stiglitz (1999: 77-85) çalışmasında devletin ekonomiye müdahale nedenlerini, aksak rekabet, kamusal mallar, dışsallıklar, eksik piyasalar, asimetrik bilgi, işsizlik, enflasyon ve dengesizlik olarak tanımlamaktadır.

kaynak dağılımında etkinliği sağlamak, gelir dağılımında adaleti sağlamak ve ekonomik istikrarı sağlamaktır Liberal yaklaşıma göre piyasanın optimal kaynak dağılımını sağlayamadığı durumlarda kamu sektörü devreye girer. Kaynak dağılımında etkinliği sağlarken kamu sektörü tüketimde rakip olmayan, faydalarının toplum bireyleri arasında bölünemediği, ölçek ve bölünmezlik nedeniyle pazarlanamadığı ve etkin fiyatlandırılmadığı için özel kesim tarafından üretilmeyen kamusal mal ve hizmetleri üretir. Bunlar adalet, savunma, güvenlik gibi mal ve hizmetlerdir. Bu mal ve hizmetler üretilirken bireysel kar yerine toplumsal fayda gözönünde bulundurulduğu için bu mal ve hizmetler özel kesim tarafından üretilemez.

Kamu sektörü kaynak dağılımında etkinliği sağlarken dışsallıkları da önleyebilmektedir. Dışsal yararların bulunduğu sektörlerin devlet tarafından sübvansiyonlarla desteklenmesi, dışsal zararların bulunduğu sektörlerin ise yasaklar, vergiler gibi yöntemlerle caydırılması dışsallıkları ortadan kaldırmaktadır.

Musgrave (1959: 3-27) çalışmasında, liberal yaklaşımın önceleri gelir dağılımında adaleti sağlamak için devletin müdahalesine gerek görmezken, ekonomilerde ortaya çıkan büyük çaplı gelir dağılımı bozukluklarından sonra müdahale etmeye başladığını savunmaktadır. Ancak bu müdahale kamu harcamaları ve vergileri düzenleyerek gelirin yeniden dağıtılması şeklinde yapılan bir müdahaledir. Liberal yaklaşımda devletin son müdahalesi ise ekonomik istikrarı sağlamak amacıyla ekonomiye müdahaledir. Yüksek enflasyon ve işsizliğin görüldüğü modern ekonomilerde fiyat istikrarı ve tam istihdama devletin müdahalesinin kaçınılmaz olduğu son dönemlerde liberal yaklaşım tarafından da benimsenmiştir

Radikal ya da Marksist yaklaşıma göre kamu kesiminin görevi, özel kesimin sermaye birikimine katkı sağlamak, maliyetleri içselleştirmek ve sistemi meşrulaştırmaktır. Bu yaklaşımda liberallerin aksine kamu sektörü yanlıdır. Radikal yaklaşıma göre kapitalist ekonomilerde amaç kar maksimizasyonudur. Özel sektör karını maksimize etmek isterken ücretleri düşürür ve monopolleşme başlar. Bunun sonunda hem ücretliler hem de tüketiciler sömürülür. Bir de borçlanma yoluyla küçük tasarruf sahipleri sömürülmektedir. Özel sektöre katkı sağlamaya çalışan

devletin harcama gereksinimi artar ve vergiler yetersiz kalır. Vergiler yetersiz kaldığında devlet borçlanmaya gider ve sonuç olarak bu ağır borçlanmalarla beraberinde mali krizleri getirir (Boratav ve diğerleri, 1993:20).

Sosyal demokrat yaklaşımına göre ise, devlet hem sosyal refahı sağlamak hem de özel sektörün sermaye getirisine katkıda bulunmak için harcama yapar.

Devlet ekonomiye müdahale ederken yanlış müdahaleler sonucu başarısızda olabilmektedir. Stiglitz (1999: 9-10) çalışmasında bu başarısızlıkları dört grupta toplamaktadır. Bunlar;

- Devletin sınırlı bilgiye sahip olması: Sahip olunan bu sınırlı bilgidan dolayı devlet faaliyetlerinin sonuçları belirsizdir.

- Devletin uyguladığı politikalar sonucunda özel sektörün vereceği tepkinin tam olarak bilinmemesi: Örneğin emlak üzerindeki vergiler artırıldığında bireylerin yatırımlarını başka alanlara kaydırması gibi.

- Bürokrasinin hantallığı ve sınırlı kontrol: Bürokrasideki işlemlerin uzun zamanda tamamlanması ve kamu çalışanlarının görevlerini adil ve etkin yapıp yapmadıkları üzerindeki sınırlı kontrol devleti başarısız hale getirebilmektedir.

- Siyasi süreçten kaynaklanan kısıtlamalar: Devletin aldığı kararlar seçilmiş temsilci grubu arasından alınmasına rağmen toplumun tamamına etki eder. Bunun sonucunda birbirleriyle çatışan tercihler sonucunda tutarsızlıklar olabilmektedir.

Felderer, Homburg (1987: 116) çalışmalarında, devletin ekonomiye müdahale ederken uygun araçlar ve politikalar uyguladıklarını bunların da genellikle ya para politikası, ya maliye politikası ya da gelirler politikası olduğunu belirtmektedirler<sup>2</sup>. Çalışmanın konusuyla ilgili olarak maliye politikası detaylı olarak incelenmektedir.

---

<sup>2</sup>Para politikası, para arzı ya da faiz oranlarına müdahale edilerek uygulanır. Para politikası merkez bankası aracılığıyla uygulanmaktadır. Merkez bankası ilkinde para arzını değiştirerek müdahale ederek para miktarını denetim altında tutmaya çalışırken, ikincisinde faiz oranına müdahale ederek faiz oranını ülke için istikrarlı bir düzeye uyarlamaya çalışmaktadır.

Gelirler politikası, devletin üretim faktörleri üzerinden elde edilen gelirler üzerinde uyguladığı politikalar. Devlet ücret ve fiyatları doğrudan belirlediği için doğrudan müdahaleler olarak da anılmaktadır.

Maliye politikası ise, devletin yaptığı harcamalar, topladığı vergiler kısacası bütçeyle ilgili devletin tüm faaliyetlerini kapsamaktadır

## 1.2.MALİYE POLİTİKASI VE KAMU MÜDAHALESİ

Nadaroğlu (1998: 11) alışmasında,maliye politikasını kamu harcamaları, kamu gelirleri, bütçe ve borçlanma gibi mali araçları kullanarak devletin ekonomik ve sosyal hayata müdahale etmesi olarak tanımlanmaktadır. Bir başka ifadeyle maliye politikası devletin tam istihdam, milli gelir ve fiyatlar genel düzeyini etkilemek için mali araçları kullanmasıdır. Görgün (1973: 12-13) alışmasında, maliye politikasını, belli iktisadi ve sosyal amaçlara ulaşmak için kamu hizmet, harcama ve gelir büyüklüklerinde gerekli düzenlemelerin yapılması olarak tanımlamaktadır. Toplumlar arasında farklılaşma görölse de maliye politikasının genel kabul görmüş ekonomik ve sosyal amaçları, yüksek büyüme ve kalkınma hızları, ekonomideki istikrarsızlıkların giderilmesi ve gelir dağılımında adaletin sağlanmasıdır. Bu doğrutuda maliye politikasının amacı iktisat politikasının genel hedeflerine uygun bir şekilde kamu ekonomisinin işleyişini sağlamaktır (Görgün, 1973: 12-13).

Yılmaz (2006: 10) alışmasında, iktisat politikası doğrutusunda ekonomide kamunun rolünün ne olması gerektiği konusundaki politika uygulamalarının maliye politikasını da doğrudan etkilediğini, maliye politikasının, iktisat politikasından farklı olarak halihazırda bulunan siyasi ve hukuki kurumların ve toplumdaki baskı gruplarının da farklı etkileriyle de karşı karşıya olduğunu belirtmektedir. Pınar (2006: 32) alışmasında, hükümetlerin uyguladıkları maliye politikalarıyla toplumun değişik birimlerine değişik etkilerde bulunabildiklerini belirtmektedir. Maliye politikasının ülkenin tasarruf düzeyiyle uzun dönemde büyümesini etkilediğini, hükümetlerin vergileri azaltıp harcamaları artırdığında tasarruflarını azalttığını, tasarrufların azalmasının ise beraberinde yatırımları azalttığını ifade etmektedir. Kamu yatırımlarının azalması ise ülkenin üretim düzeyini etkiler. Düşük tasarruflar ayrıca dış borçlarında artmasına neden olur. Dış borçların artması ise ülkenin kaynaklarının dışarıya aktarılmasıdır. Maliye politikasının toplam talep üzerinde de etkileri bulunmaktadır. Örneğin vergilerin artırılması toplam talebi azaltır. Bu yüzden hükümet konjonktür hareketlerine bağlı olarak genişletici ya da daraltıcı maliye politikaları uygulamaktadır.



Felderer, Homburg (1987: 117-118) çalışmalarında devletin bütçesini, hükümet harcamaları, G, vergi gelirleri, T ve bütçe açığı, D ile göstermektedir. Kamu harcaması, G, devletin satın aldığı mal ve hizmet miktarını ifade etmektedir. Çalışmada devletin yılda bir kez götürü vergi aldığı belirtilmektedir. Bu yüzden verginin sadece hane halkının harcanabilir gelirlerini azalttığı varsayılmaktadır. Belli bir dönemde kamu harcaması vergi gelirlerinden büyükse bütçe açığı oluşur.

$$D= G-T \quad (1)$$

Çalışmada bütçe açığının tahvil çıkarılarak yani borçlanmayla finanse edildiği varsayılmaktadır. Çünkü para basılarak finanse edilmesi dikkate alındığında sadece maliye politikası değil aynı zamanda para politikası da gerçekleşmektedir.

Denklem 1’de G ve T’nin birlikte bütçe açığını belirledikleri görülmektedir. Devlet diğer yatırımcılar gibi sermaye piyasasına girerek borçlanır. Çalışmanın izleyen kısmında devlet tahvillerinin özel tahvillerle aynı olduğu varsayıp tek bir faiz oranı alınmaktadır. Ancak modele devlet dahil edildiği için üç değişiklik yapılmaktadır. İlki, hane halkları vergi ödemek durumundadır. Hane halkının bütçe kısıtı denklem 2’de gösterilmektedir.

$$Y- T= C+S \quad (2)$$

Burada Y-T reel gelirin vergi sonrası durumunu ifade etmektedir.

İkinci olarak toplam talep hesaplanırken, tüketim ve yatırıma, devletin harcamaları da eklenmelidir. Bu durum denklem 3’de gösterilmektedir.

$$Y^d= C+I+G \quad (3)$$

Son olarak ise, hükümet bütçe açığını tahvil çıkararak finanse ettiği için bütçe açığı  $D= G-T$ , sermaye piyasasına göre dengede olmalıdır. Bu durum denklem 4’de gösterilmektedir.

$$S= I+ (G-T) \quad (4)$$

Maliye politikasının oluşturma sürecinde ve kamu maliyesinin işleyişinde ihtiyari politikalar ve kurala dayalı politikalar olmak üzere iki politika

uygulanmaktadır. İhtiyari politikalarda ekonomik konjonktüre göre maliye politikası belirlenmekte buna bağlı olarak bütçe dengesi ve kamu borcu, alınan kararlara bağlı olarak değişmektedir. Kurala bağlı politikalarda ise, belirli bütçe büyüklükleri ya da borç oranına sınırlar getirilmekte, böylece kamu maliyesinin uzun dönemli sürdürülebilirliği sağlanmaya çalışılmaktadır (Kopits ve Symansky, 1998: 1). 1929 bunalımından sonra Keynesyen düşünceyle ortaya çıkan ihtiyari politikaların esnek olmasına rağmen, 1990'lı yıllardan bu yana kurala bağlı kamu maliyesi yönetimi uygulayan ülke sayısı hızla artmıştır (Kennedy ve diğ., 2001: 2). Mali kurallar çalışmanın ilerleyen kısmında detaylı olarak incelenmektedir. Ancak çalışmada öncelikle maliye politikalarının etkinliğine ilişkin teorik yaklaşımlar ele alınacaktır.<sup>3</sup>

Klasik modele göre genel olarak gönülsüz işsizlik, aşırı yatırım, az tüketim ve genel anlamda krizlere yer yoktur. Çünkü görünmez el sayesinde hiçbir müdahaleye gerek kalmadan piyasa mekanizması yoluyla bu sorunlar çözümlenebilir. Krizleri kısa süreli dengesizlikler olarak görüp uzun dönemde yine ekonominin kendi kendine dengeye geleceğini ifade etmektedirler(Felderer, Homburg, 1987: 34).

Genel olarak ekonominin tam istihdamda dengede olduğu, her arzın kendi talebini yarattığı, ekonominin devletin müdahalesi olmadan kendiliğinden dengeye geleceğini savunan klasikler için maliye politikasının herhangi bir geçerliliği yoktur. Bunun iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi klasiklerin savunduğu liberal yaklaşımın kamu sektörünün büyümesine yönelik her türlü uygulamaya karşı olmasıdır. İkincisi ise, maliye politikasının istihdam ve hasıla düzeyi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığıdır.

Klasik maliyeciler olağanüstü durumlar dışında devlet bütçesinin denk olması gerektiğini savunmaktadırlar. Klasik maliyeciler harcama ve vergi düzenlemelerini

---

<sup>3</sup>Maliye politikalarının etkinliğine ilişkin teorik yaklaşımlar incelendiğinde sistematik iktisadi düşüncenin ilk olarak klasik iktisat okuluyla ortaya çıktığı görülmektedir. 1776 yılında Adam Smith'in Milletlerin Zenginliği adlı kitabıyla başlayan klasik dönem 1929 ekonomik bunalımına kadar etkisini göstermiştir. Yaklaşımlar tarihsel süreç içinde yaşanan sosyoekonomik olaylardan etkilenerek ortaya çıkmıştır. *Klasik yaklaşımda* 18. yüzyılda ortaya çıkmıştır. Bu dönemde iki büyük devrim olmuştur. İlki İngiltere'de yaşanan aydınlanma çağı olarak da anılan sanayi devrimi ikincisi ise Fransız devrimidir. Klasik iktisadi düşüncenin en önemli temsilcileri A.Smith, David Ricardo, Robert Malthus, John Stuart Mill ve Jean Baptiste Saydır. Bunlardan ilk dördü İngiliz, Jean Baptiste Say ise Fransızdır. Klasik iktisadın ortaya çıkmasında sanayi devrimi ve Fransız devriminin etkili olduğu buradan da anlaşılmaktadır. Klasik yaklaşım Fransız devriminin serbestlik, özgürlük, bireycilik kavramlarından etkilenmiştir (Ardıç ve Aydın, 2011: 60-61).

finansman şekline göre yorumlamaktadırlar. Borçlanma ile finanse edilen kamu harcamalarının faizleri yükselttiğini ve bunun sonucunda firmalar için borçlanmanın maliyeti arttığından dolayı özel yatırımları azalttığını ve tasarrufları artırdığını savunmaktadırlar. Bu durumda sermaye piyasasında kısmi dışlama oluşur. Dışlamanın kısmi olmasının nedeni tasarruflar attığından dolayı yatırımlardaki azalışın kamu borçlanmasının artışından daha düşük olmasıdır. Ancak mal piyasasında dışlama tamdır. Çünkü tasarruf artışı aynı oranda tüketimde artışa neden olmaktadır. Dışlamanın yatırım ve tüketim arasında nasıl dağılacağı tasarrufların faiz esnekliğine bağlıdır. Tasarrufların faiz esnekliği ne kadar fazlaysa tüketimler o kadar çok azalır, yatırımlarda o kadar çok artar. Genellikle tam tersi durum söz konusu olduğu için yani tasarruflar faize karşı duyarsız olduğu için yatırım talebi azalmaktadır (Felderer, Homburg, 1987: 120). Klasiklere göre bunun sonucunda verimli özel yatırımların yerini verimsiz kamu harcamaları almaktadır. O yüzden maliye politikası etkili değildir.

Felderer, Homburg (1987: 120-121) çalışmalarında, vergi artışının ile kamu harcamaları finanse edildiğinde hane halkının bütçe kısıtını ön plana çıkardığını, bu durumda vergilerle tüketim harcamaları arasında bir değişim yapıldığını savunmaktadırlar. Özetle vergiyle finansman durumunda hem tüketim hem de yatırım talebi düşecektir. Klasikler vergiyi borçlanmayla finansman tercih etmektedirler. Bunun nedeni olarak ise tüketim üzerinde daha etkili ancak yatırımlar üzerinde daha az etkili olduğunu belirtmektedirler Para basma sonucu kamu harcamaları finanse edildiğinde ise klasikler paranın miktar teorisi ile işgücü piyasalarını birlikte incelemektedirler. Para basma sonucu oluşan talepteki artışın sadece fiyatlar genel seviyesini etkilediğini, istihdam ve üretim düzeyine herhangi bir etkisi olmadığını savunmaktadırlar. Bu yüzden klasik maliyeciler genel olarak maliye politikalarının etkin olmadığını ifade etmektedirler (Froyen, 1996: 71-72).

*Keynesyen* ekonomi 1929 büyük buhranı ile ortaya çıkmıştır. Bunalım öncesi dönemde kamu maliyesine herhangi bir müdahale reddedilmiştir. Ancak 1930 lardan sonra sanayileşmiş ülkelerde görülen yüksek oranda işsizlik ve talep yetersizliği sonucunda devletin ekonomiye müdahalesi kaçınılmaz olmuştur. Bu doğrultuda *keynesyen* politikalar krizden kurtulma yollarını ortaya koyan politikalar olarak da

nitelendirilmektedir. Keynes (1967: 374-378) çalışmasında, 1929 buhranının temel nedeninin ekonomideki efektif talep yetersizliği olduğunu, klasiklerin aksine ekonomide eksik rekabet piyasalarının varolduğu, faktör akışkanlığının tam olmadığı ve ücret ve fiyatların katı olduğunu, herkesin tam bilgiye sahip olmadığını, faizlerin yatırımlarla birlikte sermayenin marjinal verimliliğine bağlı olarak da değişebileceğini savunmaktadır. İşsizlikte olsa ücretlerin aşağı yönde esnek olmadığını hatta ücretlerin fazla düşürülmesinin de krize neden olabileceğini dolayısıyla ekonominin eksik istihdam da dengede olabileceğini ifade etmektedir.

Keynesyen yaklaşıma göre ekonomideki dalgalanmaların en önemli nedeni yatırım harcamalarıdır. Bu yatırımlar sonucunda istihdam düzeyinde de istikrarsızlıklar görülmektedir. Bu durum ekonominin dengeye gelmesini zorlaştırmaktadır. Bu yüzden devlet müdahalesi şarttır. Toplam efektif talebi etkileyecek iktisat politikaları ekonominin dengeye gelme süresini kısaltacaktır. Bu doğrultuda maliye politikaları toplam efektif talebi en hızlı şekilde etkileyen politikalarlardır (Snowdon ve Vane, 2005: 102)

Keynes (1967: 245-248) çalışmasında, tam istihdama yönelmek için kamu harcamalarını artırarak bütçe açığı verilmesi gerektiğini savunmaktadır. Kamu harcamalarını finanse etmek amacıyla vergilemenin yanında borçlanmaya da gidilmelidir. Borçlanma keynesyen yaklaşımda olağan bir kamu geliridir. Çünkü kamu harcamaları milli gelir üzerinde çarpan etkisiyle genişletici etki yaratır. Bu yüzden maliye politikası en etkin politikadır.

Sonuç olarak Keynes, başta işsizlik olmak üzere ekonomideki konjonktürel hareketlere göre ekonomik politikaların uygulanması gerektiğini savunmaktadır. Önce sorunlar izlenip belirlenmeli ve sonra uygun politikalar uygulanmalıdır. Keynes iktisat politikaları konusunda hem para hem de maliye politikalarının etkili olabileceğini düşünmektedir. Ancak makro ekonomik dengesizliklerin çözümünde kamu harcamalarını artırmak gibi bir maliye politikasının çok daha kolay bir çözüm olacağını savunmaktadır( Başoğlu ve diğ., 2004: 17).

Keynesyen yaklaşımın hakim olduğu 1950'li yıllarda ortaya çıkan ve temellerini büyük ölçüde Milton Friedman'ın görüşlerinden alan *monetarist yaklaşım*

ekonomik reçetelerinde para politikasının maliye politikasına göre daha etkili olduğunu belirtmektedir. 1970’li yıllarda ortaya çıkan stagflasyon kavramı ile önce Avrupa’da, 1980’li yıllarda ise Türkiye’de büyük ilgi görmüştür. Monetarist iktisatçılar devletin ekonomiye müdahalesine karşı çıktıkları için kendilerini liberal iktisatçıların devamı olarak görmektedirler

Monetarist yaklaşımın temel varsayımlarından ilki, ekonomi normal koşullarda istikrarlı iken uygulanan yanlış para ve maliye politikaları sonucunda istikrarsızlıklar olmaktadır. Friedman (1948: 248-249) çalışmasında cari harcamalarla transfer harcamalarının halkın isteğine göre belirlenmesinin istikrarı sağlamada etkili olacağını savunmaktadır. Bunun nedenini ise halkın isteklerinin olağanüstü dönemler dışında yavaş değişmesi olarak göstermektedir.

İkinci varsayımları, kamu harcamalarının borçlanmayla karşılanması durumunda klasik iktisatçılar gibi faizlerin yükseleceğini ve yükselen faizler sonucunda özel yatırımların azalacağı ve kamu kesiminin özel kesimi dışlayacağı görüşündedirler. Bu yüzden maliye politikalarının etkin olmadığını savunmaktadırlar. Ayrıca vergilerle karşılanamayan kamu harcamalarının para arzındaki artışla karşılanması gerektiğini ifade etmektedir. Ancak istikrarın bozulmaması için bu artışın ekonominin reel büyüme hızına eşit olması gerekmektedir.

Bir başka varsayımları, toplam talebin belirleyicilerinden olan tüketimin Keynes’in ifade ettiği gibi reel yani kullanabilir gelire bağlı değil, sürekli (beklenen) gelire göre belirlendiğidir. Monetaristler bu varsayımlarıyla vergilerin toplam talep üzerindeki etkilerinin az olduğu dolayısıyla maliye politikasının istikrarı sağlamada pek etkili olmayacağını ifade etmektedirler.

Doğal işsizlik oranı kavramı ilk olarak Friedman tarafından ortaya çıkarılmıştır. Friedman’a göre doğal işsizlik oranı enflasyon artışının engellendiği bir orandır. Enflasyonla işsizlik arasında sadece kısa dönemde bir ilişki vardır. Uzun dönemde böyle bir ilişki yoktur. Kısa dönemde de böyle bir ilişkinin söz konusu olmasının nedeni işçilerin enflasyonla ilgili beklentilerinin yanlış olmasıdır. Monetaristlere göre doğal işsizlik oranı aşağı çekilmek istenirse talep yanlı

politikalar yerine arz yanlı politikalar uygulanmalıdır. Örneğin gelir vergisi oranlarını azaltıp, işsizlik ve sosyal güvenlik ödemelerinde de kesintiler yapılmalıdır. Bu durum çalışmayı cazip hale getirecektir. Monetaristlerin bir diğer politika önerisi de etkin rekabeti sağlamak amacıyla regülasyon uygulamasıdır. Örneğin işçi sendikalarının gücünü kırarak, parasal ücret seviyesini aşağıya çekerek istihdam seviyesini artırıcı düzenlemeler gerçekleştirilmelidir (Ardıç ve Aydın, 2011: 140).

*Yeni klasik yaklaşım* dajenel olarak klasiklerin görüşleri savunulmakla beraber bu görüşe katkıları da bulunmaktadır. Bu katkılardan ilki rasyonel beklentiler teorisi olarak adlandırılan kişilerin rasyonel beklentiler ışığında bugünkü iktisadi kararlarını şekillendirmeleridir. Yeni Klasik yaklaşımda harcama ve borç sınırıyla ilgili olarak Barro (1974) çalışmasında kamu harcamalarının vergiler yerine borçlanmayla finanse edilmesi durumunda kişilerin bugünkü tüketimlerini kısıp tasarrufa yöneldiklerini ve borçlanmanın öne alınmış bir vergi olduğunu ifade etmektedir. Bu durumun talep bileşeninde herhangi bir değişiklik yaratmayacağını ve bu yüzden maliye politikalarının etkin olmadığı görüşünü savunmaktadır.

Yeni klasik yaklaşımın bir diğer varsayımı ise piyasa temizliğidir. Bu varsayımına göre arz ve talep her zaman kendiliğinden dengeye gelmektedir. Bu yüzden devletin müdahaleleri uzun dönemde etkili değildir. Yeni klasiklere göre devlet uygulayacağı politikaları önceden belirlemeli ve konjonktüre göre sık sık değiştirmemelidir. Ancak bu durumda kişiler uygulanacak politikaları bildikleri için alacakları kararlar daha etkili olur.

Yeni klasiklerin politika önerilerini Lucas (1980: 200) çalışmasında özetlemektedir. Bunlardan ilki, özel sektörün dışsal istikrarsızlık yaratan ihtiyari politikalardan korunabilmesi amacıyla merkez bankasının bir parasal büyüme kuralına uyması gerektiği, ikincisi, parasal kurallarla birlikte mali kurallarında olması ve bütçenin ortalama olarak denk olması ve sonuncusu ise, görevlilerin kişisel fiyatlamaların sonuçlarına tepki göstermeyip fiyatların piyasada belirlenmesidir.

*Yeni Keynesyen yaklaşım* makro ekonomik problemlerin talep yanlı olduğu, ekonominin eksik istihdamda bulunduğu ve devlet müdahalesinin gerekliliği konusundaki düşünceleriyle Keynesyen yaklaşımın devamı niteliğindedir.

Keynesyen yaklaşıma ek olarak maliye politikaları yanında gelirler ve para politikasının da etkili olduğunu savunmaktadırlar. Ancak Taylor (2008: 28) çalışmasında maliye politikalarının öncelikle tercih edilmesi gereken durumlarını açıklamaktadır. Bunlardan ilki enflasyonu düşürmek amacıyla uygulanan bir para politikası sonucunda faizlerin sıfırın altına düşmesi ve bunun sonucunda deflasyonist eğilimlerin söz konusu olması sonucu maliye politikasının tercih edilmesidir. İkincisi, çıktı açığının belli bir düzeyin altındayken para politikasının nötr olması sonucu maliye politikasının daha güvenilir olması ve sonuncusu ise açık bir ekonomide Mundell Fleming modeline göre sabit döviz kuru ve sermaye hareketlerinin serbest olması durumunda para politikasının etkinsiz, maliye politikasının ise etkin olmasıdır.

Yeni Keynesyen yaklaşıma göre klasik ve yeni klasik iktisadın iddia ettiği gibi piyasalar temiz değildir. Ayrıca rasyonel beklentiler önemlidir ancak beklentilerdeki belirsizlikler istikrarsızlık yaratabilir (Snowdon ve Vane, 2005: 361). Toplam talebi kırmak, işsizliği artırır, büyümeyi azaltır. Talep politikaları gelirler politikasıyla desteklenirse daha etkin sonuca ulaşılır. Ayrıca ücret ve karlar arasındaki gelir dağılımı yatırım kararlarını belirlemede çok etkilidir.

Yeni keynesyenler piyasanın tam istihdama ulaşmada yetersiz olduğunu o yüzden devlet müdahalesinin gerekliliğini savunmaktadırlar. Bu yüzden devlete birtakım görevler yüklemektedirler. Bunlar, kurumsal reformlar yapmak, bilgi edinmeyi hızlandırmak, koordinasyonu sağlamak amacıyla ekonomik planlar uygulamak, olağanüstü durumlar söz konusu olduğunda ise, doğrudan ekonomik politikalar uygulamaktır (Ataç, 2002: 111)

Çalışmanın izleyen kısmında son yıllarda sıkça görülen mali kural uygulamalarını inceleyebilmek amacıyla politik iktisat yaklaşımı ve kamu müdahalesi incelenmektedir. Politik iktisat yaklaşımı, politik ve ekonomik hayatın temel kural ve kurumlarını içerecek bir ekonomik anayasa oluşturmak amacıyla 1930 ve 1940'lı yıllarda Freiburg Okulu öncülüğünde ortaya çıkmıştır. Daha sonra 1960'lı yıllarda James Buchanan ve Gordon Tullock'un öncülüğünde gelişen Virginia Politik İktisat Okuluyla "Kamu Tercihi ve Anayasal İktisat" olarak ortaya çıkmıştır. 1970'li yıllarda ekonomilerin reel büyüme oranlarının yavaşlaması, finansal

istikrarsızlıkların artması, yüksek enflasyon oranları ve izlenen politikaların gösterdiği başarısızlıklar sonucu kamu tercihi ya da yeni politik iktisat teorisi ön plana çıkmıştır.

### 1.3.KAMU MÜDAHALESİ VE POLİTİK İKTİSAT YAKLAŞIMI

Devletin rolü günümüzde, iktisadi kalkınmayı sağlamaktan daha çok piyasa ekonomisi içinde ekonomik ve sosyal kalkınmanın sağlanmasında temel ortak, kurumsal düzeni ve işleyişi sağlayan aktörlerden biri konumundadır. Küreselleşme ve piyasaların entegrasyonu sonucu hızla değişen dünya sonucunda devletin ekonomideki rol ve sorumluluklarının nasıl tanımlanacağı sorunu ortaya çıkmıştır (Yılmaz, 2006: 17-18). Devletin ekonomide nasıl rol alması gerektiği ise politik iktisat yaklaşımıyla değerlendirilmektedir.

Politik iktisat yaklaşımı diğer iktisadi görüşlerin dışına çıkıp ekonomilerin temel unsurunun bürokratik süreç olduğunu ve kararların politik oyunlarla alındığını savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, günümüz ekonomilerinin uzmanlaşmış karar birimleri olduğu düşüncesinden hareketle, ekonomik performanslarının önemli faktörlerinden birinin politik faktörler olduğu savunulmaktadır. Bu görüşe göre bireyler *aktif rasyonaliteye* sahiplerdir (Nagatani, 1989: 42). Yani bireyler kendi çıkarlarını maksimize etmek amacıyla diğer bireyleri bir araç olarak kullanmaktadırlar.

Politik iktisat yaklaşımının bir diğer varsayımı, *asil-vekil problemidir*. Devletin rolünün ne olması gerektiği konusunda politik iktisat yaklaşımı açısından bakıldığında devlet öncelikle toplumun kollektif açmazlarını çözmek üzere toplum tarafından yetkilendirilen bir kurum olarak görülmektedir. Bu yetki devrinde vatandaşlar asil, siyasetçiler ise vekil konumundadır. Vatandaşlar siyasetçilere ülkeyi belli kurallara bağlı kalmak şartıyla vatandaşlar adına yönetmek üzere yetki vermektedirler. Burada siyasetçilerin görevi yani siyasi sorumlulukları toplumdaki farklı tercihleri birleştirerek optimal düzeyde bir kamu politikası uygulamaktır. Siyasetçiler tarafından üretilen politikanın uygulanması ise bürokrasinin görevidir. Bu durumda siyasetçilerin asil, bürokratların ise vekil olduğu başka bir yetki devri söz konusudur. Burada bürokratlardan beklenen ise üretilen politikaları en etkin şekilde uygulamaktır. Buna da yönetsel sorumluluk adı verilmektedir. Siyasal ve



yönetmel sorumluluğun ne kadar sağlanabildiği ise kurumların niteliklerine bağlıdır. Bu kurumların ise en önemlisi anayasadır. Anayasa hem devlet ile vatandaş arasındaki hem de devletin iç yapısındaki uyulması gereken kuralların temellerini oluşturur (Atiyas ve diğ., 1997: 5-6). Drazen (2000; 23) çalışmasında, fiili politikaların teknik açıdan ve bilgi yönünden kısıtlara sahip olduğundan dolayı optimal politikalarından farklı olduğunu, toplumlarda çıkar çatışmalarının olduğu bu yüzden optimal politikalara uygulanan reçetelerin geçersiz olduğunu belirtmektedir. Özetle bu varsayıma göre, asilleri temsil eden vekiller yetkilerini kendi çıkarlarını maksimize etmek amacıyla kötüye kullanma yönündedirler.

Bir diğler varsayım ise, *çıkartların heterojen olduğu* varsayımdır. Bu varsayıma göre vekiller belirli güdüleri olan ve onlara göre hareket eden bireylerdir. Politik iktisat teorisinin en önemli amacı bu güdüleri gözönünde bulundurmadır (Persson ve Tabellini, 1990: 2). Bu analizde asilin izlenen politikalara karşı gösterdiği ekonomik tepkilerde önemlidir. Teorideki en önemli sorun vekilin güdülerini asilin ortak çıkarlarını maksimize edecek bir politika izlemeye nasıl yönlendirileceğidir. Buradaki heterojenlik politik ekonomi açısından iki önerme ile ifade edilmektedir. İlki politik kısıtların oluşması için çıkar çatışması gereklidir, ikincisi ise, politik iktisatın bu çatışmaları çözmesi sonucu oluşmasıdır (Telatar, 2004: 198).

Politik iktisat yaklaşımında en çok vurgulanan konu kamu açıklarıdır. Bu yaklaşıma göre, bütçe dengesi gerçekleşmediğinde Keynesçi iktisat politikaları doğrultusunda kamu açıkları artmaktadır. Bu kamu açıklarının kapatılması gerekmektedir. Bunun için bütçe fazla vermelidir. Çünkü demokrasilerde keynesçi politikalar asimetrik bilgi yaratmaktadır. Siyasetçiler seçmenlerin çıkarına uygun politikalar uygulayarak kamu harcamalarını artırırklar. Fakat seçmenlerden oy kaybetmek korkusuyla vergi artışları talep edemezler. Bu durum kısa dönemde ekonomi üzerinde etkisini göstermezken uzun dönemde mali yapılar karmaşıklaştıkça kendini gösterir. Bu yüzden kamu tercihi yaklaşımı ülkelerin anayasalarında bütçenin denk hazırlanması ve uygulanmasını zorlayacak maddelerin olmasını önermektedirler (Buchanan. 1966: 43).

Uzun (2003: 15) çalışmasında, bu okula getirilen temel eleştirileri ilk olarak, seçmenlerin eksik bilgiye sahip olup hata yapabilecekleri ancak harcamaların faydasının her zaman vergi yükünden fazla olacak diye bir durumun söz konusu olmadığını, İkinci olarak kamu açıklarının son yıllarda gösterdiği artışa bu yaklaşıma göre bir açıklama bulunmadığını, son olarak ise, ülkeler arasında farklılıklar bulunduğunu ve bu durumun bazı ülkelerdeki seçmenlerin başka ülkelerdeki seçmenlere göre daha fazla yanılsamaya maruz kaldığını belirtmektedir. Bu durumda o ülkelerdeki siyasetçilerin daha fazla fırsatçı olduğu sonucuna ulaşmaktadır.

### **1.3.1. Politik İktisat Çerçevesinde Finansal Piyasalardaki Değişimin Değerlendirilmesi**

1980'li yıllardan sonra sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu finansal piyasalarda da değişiklikler olmuştur. Finansal piyasalar serbestleşmiş, yeni enstrümanlar ortaya çıkmıştır. Finansal piyasalardaki bu değişim sonucunda devletin rolünün ne olması gerektiği, devletin finansal piyasalara nasıl müdahale etmesi gerektiği, finansal gelişmelerin ülkeleri nasıl etkilediği, finansal piyasalardaki değişimlerin krizlere etkisinin nasıl olduğu gibi sorular tartışılır olmuştur. Bu konuyla ilgili olarak farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde bu görüşlere yer verilmektedir.

Özler ve Tabellini (1991: 22) çalışmalarında 1982 borç krizi öncesinde, 1972-81 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerdeki dış borçlanmaları ve ülkelerin politik yapılarını incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, politik istikrarın olmadığı ekonomilerde borç yüklerinin istikrar olan ekonomilere göre çok fazla olduğunu ifade etmektedirler. Dreher (2006: 785) çalışmasında, finansal piyasalardaki değişimlerin demokratik ve ekonomik açıdan güçlü bir ekonomiyi olumlu yönde etkilediğini belirtmektedir. Martinez ve Santiso (2003: 385-388) çalışmalarında, Latin Amerika ülkelerindeki finansal piyasaların genişlemesi sonucu ekonomide oluşan istikrarsızlıkları ülkelerin politik güçlerinin yetersiz olmasına bağlamaktadırlar. Kalinowski ve Cho (2009: 241-242) çalışmalarında, Güney Kore'deki krizin nedenlerini finansal serbestleşme ve dışa açılma olarak açıklamaktadırlar. Çalışmaya göre, IMF'nin politikalarının ülkenin politik yapısında iyileşmelere de neden olduğu belirtilmektedir. Hükümetlerin kendi çıkarları doğrultusunda uyguladığı politikaların

dışına çıkıldığı ve ekonomik büyüme ve kalkınmalarına yardımcı olduğu iddia edilmektedir. Datz (2004: 311) çalışmasında finans piyasalarındaki gelişmenin sonucu olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının öneminin giderek artması ve verilen kredi notları doğrultusunda ülkelerin ekonomik performanslarını belirlediklerini ancak bu kuruluşların büyük çoğunluğunun ABD kökenli olması sonucu ABD'nin özellikle gelişmekte olan ülkeler üzerindeki hakimiyetinin de giderek arttığını ifade etmektedir. Simmons ve Elkins (2004: 171) çalışmalarında finansal piyasalarda yaşanan değişimin ülkeleri finansal genişleme yönünde etkilediğini ve buna bağlı olarak kredi hacimlerinin ve borçlanmalarının arttığını, yeni enstrümanların ortaya çıktığını ancak hükümetlerin egemenliklerinden ödün vermek istemediklerini bu yüzden de cari açık, ödemeler dengesi ve döviz kuru rejimleri üzerinde sınırlamalar getirdiklerini belirtmektedirler. Abiad ve Mody (2005: 84) ve Huang (2009: 1212) çalışmalarında finansal genişlemenin sağlanması için devletin kontrolünün olması gerektiğini savunmaktadırlar. Kontrolsüz finansal genişleme sonucu ekonomilerin istikrarsızlıklara ve sonunda krizlere gireceklerini belirtmektedirler. Johnson ve Wasson (2010: 119-120) çalışmalarında finansal piyasalardaki değişimde ülkelerin politik eğilimlerinin önemli olduğunu vurgulamaktadırlar. Eğer ülkenin komşuları neoliberal politikalara eğilimliyse o ülkede eğilimli olmaktadır. Aynı şekilde yaşanan krizler sonucu politikacılar finans piyasalarını yönlendirmektedirler. Vukoviç (2011: 121-122) çalışmasında, 2008 krizini 80'li yıllardan sonra giderek derinleşen finansal sistemin kontrolsüz genişlemesine, kredi derecelendirme kuruluşlarının bu doğrultuda objektif değerlendirmelerin dışına çıkması sonucu finansal sistemi yanlış yönlendirmelerine ve kamu kuruluşlarının politik gücü ve dünya finans piyasalarıyla bağlantılarına bağlamaktadır. Devletin finansal piyasaları güçlendirmek adına korumacı politikalar uygulaması ama aynı zamanda finans piyasalarında ortaya çıkan asimetric bilginin sonunda global krize yol açtığını ifade etmektedir. Girma ve Shortland (2007: 567) çalışmalarında, 1975-2000 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişmeleri incelemişler ve çalışmalarının sonucunda finansal gelişmenin istikrarlı ve demokratik ülkelerde daha hızlı ve başarılı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Akkemik (2011: 180-181) çalışmasında Japonya ve ABD'de yaşanan finansal krizlerin, denetimi gevşek olan finans piyasaları sonucunda varlık

fiyatlarında yaşanan aşırı yükselme sonucu ortaya çıktığını ifade etmektedir. Bu yüzden giderek finansallaşma eğilimi gösteren ekonomilerde finans piyasalarında regülasyona ihtiyaç olduğunu belirtmektedir.

Finansal piyasalardaki değişimin politik iktisat yönünden değerlendirilmesinde IMF'nin verdiği koşullu kredilerin bu dönemdeki artışları da önemlidir. Özellikle 1980'li yıllarda yapısal nitelikli kredi artışlarının hızlanması, yaşanan krizler sonucu ihtiyaç duyulan kaynaklar için fon talebinin artması, Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla birlikte ortaya çıkan yeni ülkelerin piyasa ekonomisine geçiş koşulları için IMF'nin devreye girmesi sonucu IMF'nin verdiği koşullu kredilerin artmasına neden olmuştur. Bu kredilere getirilen eleştirilerin başında ise ülkelerin programa sahip olma ve yönetim kapasitelerini azalttığı ve ülkelerin özel koşullarını yeterli şekilde dikkate almadığı gelmektedir. Ayrıca IMF gibi kuruluşların en büyük ortağının ABD olması ve politikaların ABD tarafından yürütüldüğünü ileri süren görüşlerde yaygındır. Bir diğer eleştiri ise uygulanan bu koşullu kredilerin ülkelerdeki politikacılar ve bürokratlar tarafından olumsuz bir etkilenme de yaratabileceği yönündedir (Yılmaz, 2006: 76-78). Ayrıca IMF tarafından verilen bu koşullu krediler borçlu ülkenin politikacıları tarafından da etkileniyor olabilir. Bu durumda hükümetlerin kendi tercih ettikleri politikaları uygulamamaları maliyet artışlarına neden olabilmektedir (İleri, 2003: 54).

Politik iktisat perspektifinden finansal piyasalardaki değişimlerle ilgili literatür çalışmaları incelendiğinde, finansal piyasalardaki değişimlerin politik istikrarın sağlanabildiği ülkelerde olumlu gelişmeler yaratırken politik istikrarsızlık yaşayan ülkelerde krizlerle sonuçlandığı gözlenmektedir. Bu konuda IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşların yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşlarının da etkisi bulunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları da finansal piyasaların genişlemesi sonucunda kredi notlarını belirlerken özellikle ülkelerin maliye politikaları parametrelerini dikkate almaktadır. Hükümetlerin uyguladıkları maliye politikaları ve mali kurallar, derecelendirme kuruluşları için ileriye dönük tahminlerde önemli değişkenlerdir. Bu durum politik iktisat açısından ülkelerin egemenlikleri üzerine bir müdahaledir. Bu açıdan çalışmanın ilerleyen bölümünde kredi derecelendirme

kuruluşlarının kredi notunu verirken önemli bir gösterge haline gelen mali kural kavramına ve uygulamalarına yer verilmektedir.

### **1.3.2. Mali Kurallar**

1950 ve 60 yıllarda hakim olan Keynezyen politikaların önemi ilerleyen yıllarda maliye politikasına karşılık para politikasının önemsenmesiyle birlikte azalmıştır. Giderek artan kamu borçları ve bütçe açıkları, kamu harcamalarındaki artış sonucu oluşan mali dengesizlikler, vergilerdeki azalmalar, yüksek reel faiz oranlarına yol açan sıkı bir para politikası ve beraberinde neoklasik teorilerin baskıları ile büyüme ve ekonomik faaliyetler üzerinde olumsuz sonuçlara yol açmıştır (Ercan Dede, 2010: 48).

Ülkelerin bütçe açıklarındaki artan artış sonucu makro ekonomik performanslarında ortaya çıkan bozulma kurallı maliye politikası uygulamalarının gündeme gelmesine yol açmıştır. Günümüzde makroekonomik istikrarı ve mali disiplini sağlamak amacıyla pekçok ülkede mali kural uygulamaları görülmektedir.

Bali ve Çelen (2007) çalışmalarında mali kuralı, devlet bütçesinin denk olmasına yönelik düzenlemelerin yapılması, yıllık kamu borç stokuna limit konulması, kamu gelirlerinin haddinden fazla artırılmasının önlenmesi ve piyasadaki kaynak/etkinlik dengesini sağlamak amacıyla kamu harcamasının popülist ve siyasi yönde kullanılmasının kısıtlanması şeklinde ifade etmektedirler. Kopits ve Symansky (1998:1) çalışmalarında, mali kuralı, maliye politikası üzerine konulan kalıcı kısıt olarak tanımlamaktadır. Bu kısıt, genellikle mali performansın üzerine konulan bir gösterge biçiminde tanımlanabilir. Bahsedilen gösterge, genellikle denk bütçe veya bütçe açığına, borçlanmaya ve stok ve rezerve ilişkin sayısal bir üst limit veya gayri safi yurtiçi hâsılaya (GSYİH) oransal bir kısıt olabilir. Kennedy ve Robbins (2001) çalışmalarında mali kuralı, mali politika ile ilgili olarak konulan yasal ve anayasal kısıtlama olarak nitelemektedirler. Bahsedilen kısıtlama; vergileme, harcama, borç veya bütçe dengesi gibi mali göstergeler üzerindeki spesifik sınırlamaları ifade etmektedir. Alesina ve Perotti'nin (1996) çalışmalarında vurguladığı, bütçelerin düzenlenmesi, onaylanması ve bunların hayata geçirilmesini içeren kural ve düzenlemeler bütününe içerecek şekilde yapılabilir. Kurallara dayalı maliye politikası ise, yukarıda tanımlanan mali kurallara göre şekillenen maliye

politikasını ifade etmektedir. Hallerberg ve diğ. (2004:15) çalışmalarında mali kuralı, bütçe hazırlama ve uygulama sürecini düzenleyen davranışsal ve hukuki kurallar olarak tanımlamaktadırlar. Aktan ve diğ. (2010: 10) çalışmalarında, devletin uygulayacağı ekonomi politikalarının anayasal ve yasal sınırlamalara tabi tutulmasını ekonomi politikası kuralları olarak tanımlamaktadırlar. Schick (2003: 9) çalışmasında mali kuralları, politikacılar tarafından düzenlenen, uygulanan ve ihlal edilen politik kurallar olarak görmektedir.

Çoğu gelişmekte olan ülke, 1980'lerin ortalarına kadar kamu finansmanı dengesizlikleri ile karşı karşıya kalmışlardır. Bu sorunlarla mücadele etmek için ise, son on yıldır mali kurallar ciddi anlamda ilgi çekmektedir. Uygulamada, mali kurallar birçok nedenle uygulanmaktadır. Kopits ve Symansky (1998:6) çalışmalarında, mali kuralların temel uygulanma gerekçelerini beş maddede özetlemektedirler,

- “1) Makroekonomik İstikrarı Sağlamak,
- 2) Diğer Finansal Politikaları Desteklemek,
- 3) Uzun Dönemli Mali Sürdürülebilirlik Sağlamak
- 4) Negatif Dışsallıklardan Kaçınmak,
- 5) Hükümet Politikalarının Kredibilitesini Sağlamak”.

Mali kurallar, parasal ve döviz kurlarıyla ilgili kurallara göre daha karmaşıktır. Bu kurallar hedefleri ülkelerin yapısal durumlarına göre farklılıklar göstermektedir (Hürcan, 1999: 28).

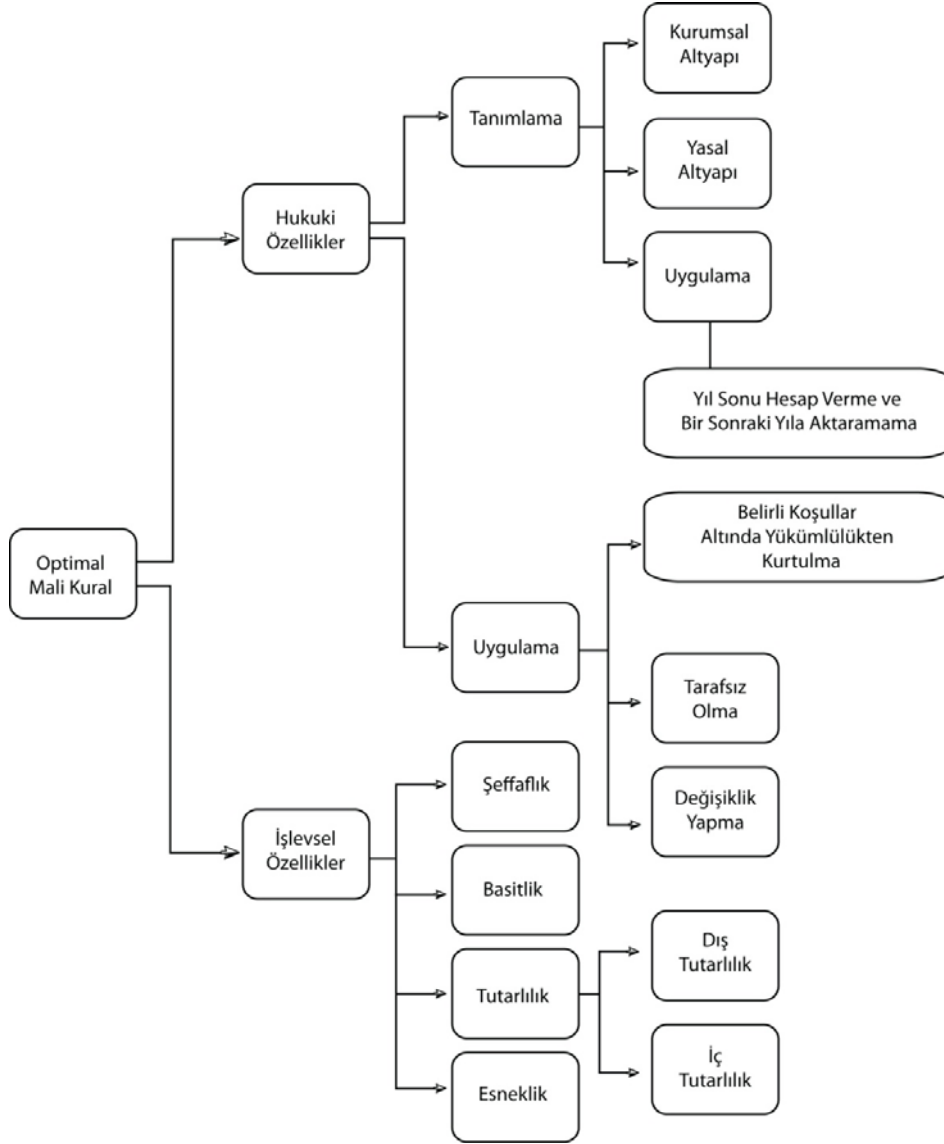
1970 ve 1990'lı yılların ortalarında politika uygulayıcıların bütçe açığı verme eğilimi maliye politikası uygulamalarının temel özelliği durumuna gelmiş ve bütçe açıkları giderek artmaya başlamıştır. Artan bütçe açıkları maliye politikası uygulamalarında kurallı maliye politikası uygulamalarını gündeme getirmiştir (Güneysu Balaban, 2012: 20).

Mali kuralların savunulmasının nedenlerinden biri maliye politikasını etkileyen aşırı politika esnekliğine karşı bir cevap olmasıdır (IMF, 2007:17). Bir diğeri ise maliye politikasında şeffaflığı sağlayan raporlara getirdiği yeniliklerdir

(Boran,2008:1). Mali kural uygulamasına ilişkin bir diğer olumlu gorüş de bu uygulamanın maliye politikasını bir kırılganlık kaynağı olmaktan çıkarmasıdır. Özellikle eski Doğu Bloku lkelerinin küresel ekonomiye geçiş aşamalarında mali kuralların spekülatif sermaye hareketlerine karşı dayanıklılığı artırma ve istikrar ile büyümeyi korumada etkili olduğu belirtilmekte, aynı Şekilde federal devletlerde de merkezi hükümetin altındaki yönetim birimlerinin piyasalarda güven tesis etmesinde mali kuralların etkisinden söz edilmektedir. Ancak mali kuralların etkili olabilmesi için kurumsal ve yasal alt yapısının sağlam temellere sahip olması gerekmektedir (Güneysu Balaban, 2012: 45).

Şekilde optimal bir mali kuralın özellikleri gösterilmektedir.

Şekil 1: Optimal Mali Kuralın Özellikleri



Kaynak: Biraschi, 2008: 11.

Optimal bir mali kural için hukuki anlamda iyi bir kural tanımı ve kuralların iyi uygulanması gerekmektedir. İşlevsel olarak ise, şeffaf, basit, tutarlı ve esnek olması gerekmektedir. Mali kuralları uygularken tarafsızlık, değişiklik yapabilme ve bazı koşullarda yükümlülükten kurtulabilme durumu da söz konusu olmalıdır. Ayrıca kuralların yasal ve kurumsal altyapıları sağlam olmalıdır.



### 1.3.2.1. Mali Kuralların İşleyişi

Kopits (2001: 22-23) çalışmasında kamu borcunun zamanlar arası tanımını aşağıdaki denklemde ifade etmektedir:

$$d_t = [(1+i)/(1+g)] d_{t-1} - b_t \quad (5)$$

Burada (aksi belirtilmedikçe GSYİH'nın oranı olarak);

$d$  = kamu kesimi borç stoku

$i$  = kamu borcu üzerindeki ortalama nominal faiz oranı

$g$  = nominal GSYİH büyüme oranı

$b$  = birincil bütçe fazlasıdır.

$$\text{Yüksek borçlu bir ülkede, otoritelerin amacı } d_{t+n}^* < d_t \quad (6)$$

Burada  $n$  yılları göstermektedir. Borç oranı her yıl en az  $x$  kadar azaltılacaktır. Yapısal birincil bütçe fazlası üzerinden tanımlanmış olan bir kural uygulanacaktır:

$$b_t^* = (i-g) d_{t-1} + x \quad \text{(Kural 1)} \quad (7)$$

Otoritelerin operasyonel amacını, büyüme trendine referans göstererek aşağıdaki denklemde ifade etmektedir:

$$b_t^* = r_t (1 + \alpha \text{GAP}_t) - c_t (1 - \beta \text{GAP}_t) - k_t \quad (8)$$

Burada;

$r$  = kamu geliri

$c$  = birincil cari harcama

$k$  = yatırım harcaması

$\alpha$  = GAP'a göre gelir esnekliği

$\beta$  = GAP'a göre harcama esnekliği

$\text{GAP}$  = GSYİH trendi ile cari GSYİH arasındaki farktır.

$$\text{GAP}_t > 0 \text{ ise, } b_t < b_t^* \quad (9)$$

$$\text{GAP}_t < 0 \text{ ise, } b_t \geq b_t^* \text{ olacaktır.} \quad (10)$$

Kopits (2001) çalışmasına göre, Büyüme trendindeki bir sapma, borç oranındaki bir değişimi göstermektedir. Eğer sapma pozitif olursa borç oranı düşecek, eğer sapma negatif olursa borç oranı artacaktır. Büyüme trendinde bir

---

<sup>4</sup>\*hedeflenen değerleri göstermektedir.

sapma olmadığı durumda ise, borç oranında herhangi bir değişiklik olmayacaktır. (3) numaralı denklem ile ifade edilen birinci borç kuralı, borç oranında hedeflenen azalma büyüme oranına eşit olursa yani(  $x = gd_{t-1}$  ) olursa hedeflenen birincil bütçe fazlası:

$$bt^* = id_{t-1}(\mathbf{Kural\ 2}) \quad (11)$$

olacaktır. Bu durumda, (7) numaralı denklemde gösterilen denk bütçe kuralı, borç oranında büyüme oranına denk gelen bir azalışa neden olmaktadır.

Altyapı harcamalarının önemli olduğu ve beklenen sosyal getiri oranının yüksek olduğu bir ülke için geliştirilen alternatif bir maliye politikası kuralı, yapısal cari dengeyi de sağlayan altın kuraldır. Bu kural çalışmada (8) numaralı denklemde gösterilmektedir:

$$b_t^* + k_t = id_{t-1}(\mathbf{Kural\ 3}) \quad (12)$$

Bu kurala uymak diğer kurallara uymaktan daha kolaydır.  $k_t < gd_{t-1}$  olduğu sürece borç oranı düşecektir. Daha tercih edilebilir bir yöntem ise, altın kuralının yeniden tanımlamaktır. Buradaki denge, (cari gelir ve cari harcamaların eşit olduğu) tahakkuk hesaplı muhasebe çerçevesinde amortismanlar ( $\delta$ ) dikkate alınarak çalışmada (9) numaralı denklemde gösterilmektedir:

$$b_t^* + k_t - \delta_t = id_{t-1}(\mathbf{Kural\ 4}) \quad (13)$$

Kopits (2001) çalışmasında ayrıca, denk bütçe kuralının harcamalar üzerine getirilecek sınırlamalarla da destekleneceğini belirtmektedir. Bu sınırları da ya birincil harcamalar ya da maaş ve ücretler olarak göstermektedir.

### 1.3.2.2. Mali Kural Türleri

IMF (2009: 5) raporunda mali kurallar aşağıdaki şekilde sınıflandırılmaktadır.

1) Bütçe Dengesi Kuralları: Bütçe gelir ve gider dengesini sağlamaya yönelik kurallardır. Örneğin; dengeyi sağlarken sadece yatırım harcamaları için borçlanmaya gidilmesine izin verilen ve cari dengeyi esas alan altın kurallar, bütçe açığının GSYİH'nın belli bir oranında sınırlandırılması, faiz dışı fazlanın belirlenmesi, dönemsel hareketlerden arındırılmış açıkların belirlenmesi, büyümeye ulaşırken kalkınma carisi olarak nitelendirilen eğitim, sağlık harcamaları gibi harcamalar dışındaki harcamalardan bütçe dengesinin sağlanmaya çalışılması gibi kurallardır.

**Tablo 1: Denk Bütçe Kuralının Farklı Ekonomik Amaçlara Etkisi**

	Bütçe Açığı Eğilimleri Üzerine Etkisi	Makroekonomik İstikrar Üzerine Etkisi	Kamu Finansman Kalitesi Üzerine Etkisi	Diğer Özellikleri
	Doğrudan ve Olumlu	Kuralın İşleyişine Bağlı Olarak Olumsuz Olma İhtimali Vardır	Kuralın İşleyişine Bağlı Olarak Olumlu Veya Olumsuz	
DENK BÜTÇE KURALI	Denk bütçe kuralının bütçe açıkları üzerindeki etkisi sayısal kuralların sağlam temellere oturtulması ve politika uygulayıcılarının isteğine bağlıdır.	-Denk bütçe kuralı, maliye politikasında konjonktürel dalgalanmaların olduğu durumda belli şartlara göre tanımlanır. Örn; GSYİH'nın yüzdesi gibi.  -Denk bütçe kuralı dönemsel bir denge ya da dönem içinde hata payı olmayan bir hedef belirler.	-Verimli kamu harcamaları politik olarak daha kolay kısılabildiği için olumsuz etki yapabilir.  -Eğer verimsiz kamu harcamaları kısıtlanırsa olumlu etkisi olabilir. Ancak bu durum denetimle ilgili bazı sorunlara neden olabilir.	-Genellikle bölgesel ve yerel yönetimler üzerinde uygulanır.  -Kural uygulanırken ya denetimdeki basitlik dikkate alınmalı ya da istikrar ve kalite yönü dikkate alınmalıdır.

Kaynak: (Public Finance in EMU, 2006: 135, Bali ve Çelen, 2007: 137).

2) Borçlanma Kuralları:Yurtiçi kaynaklardan borçlanmaya yönelik sınırlamalar, Hükümetin merkez bankasından borçlanmasına yönelik sınırlamalar veya borç stokunun GSYH'ya oranının belirli bir düzeyde sınırlandırılmasına yönelik kurallardır.

**Tablo 2: Borçlanma Kuralının Farklı Ekonomik Amaçlara Etkisi**

	Bütçe Açığı Eğilimleri Üzerine Etkisi	Makroekonomik İstikrar Üzerine Etkisi	Kamu Finansman Kalitesi Üzerine Etkisi	Diğer Özellikleri
	Doğrudan ve Olumlu	Kuralın İşleyişine Bağlı Olarak Olumsuz Olma İhtimali Vardır	Kuralın İşleyişine Bağlı Olarak Olumlu Veya Olumsuz	
BORÇLANMA KURALI	Denk bütçe kuralının bütçe açıkları üzerindeki etkisi sayısal kuralların sağlam temellere oturtulması ve politika uygulayıcılarının isteğine bağlıdır	Kuralın etkisi iyi uygulama ve zaman boyutuna bağlı olarak belirlenecektir. İstikrar amacına herhangi bir zararı bulunmamaktadır	Denk bütçe kuralı ile aynı etki	Kural genellikle yerel ve merkezi yönetimlere uygulanmaktadır.

Kaynak: (Public Finance in EMU, 2006: 135, Bali ve Çelen, 2007: 140).

3) Harcama Kuralları: Toplam harcama ya da faiz dışı harcama düzeyine orta ve uzun vadede getirilen sınırlamalar, harcama artışı için gelir artışı yapılması, harcamalara sınırla konulurken ekonominin beşeri sermaye stokunu artırmaya yönelik harcamaların bu sınırlar dışında bırakılması ve verimsiz harcamalara sınırlar konulmasına yönelik kurallardır.

**Tablo 3: Harcama Kuralının Farklı Ekonomik Amaçlara Etkisi**

	Bütçe Açığı Eğilimleri Üzerine Etkisi	Makroekonomik İstikrar Üzerine Etkisi	Kamu Finansman Kalitesi Üzerine Etkisi	Diğer Özellikleri
	Doğrudan ve Olumlu	Kuralın İşleyişine Bağlı Olarak Olumlu Olma İhtimali Vardır	Kuralın İşleyişine Bağlı Olarak Olumlu Olumsuz	
HARCAMA KURALI	Denk bütçe kuralının bütçe açıkları üzerindeki etkisi sayısal kuralların sağlam temellere oturtulması ve politika uygulayıcılarının isteğine ve de vergiler üzerindeki etkilerine bağlıdır	-Eğer harcamalarda ayırım yapılmaksızın toplam harcamalar üzerine bir kural uygulanıyorsa makroekonomik istikrara olumlu etkisi vardır.  -Eğer kamu harcamasının GSYİH'ya oranı olarak tanımlanırsa dönerselliği destekleyebilir.	Denk bütçe kuralı ile aynı etki	-Merkezi yönetimler üzerinde sıklıkla görülürken yerel yönetimler üzerinde de az da olsa uygulanmaktadır.  -Kamu sektörünü kapsadığı için yararlıdır.  -Harcama kuralları hükümetin hesap verebilirliği ile ilişkilidir. Faiz harcamaları, işsizlik yardımları gibi hükümetin tam kontrolünde olmayan harcamalar kural dışında bırakıldığında hesap verebilirlik tam olur.

Kaynak: (Public Finance in EMU, 2006: 135, Bali ve Çelen, 2007: 138).

4) Gelir Kuralları: Bütçe dışı fon rezervlerinin (sosyal güvenlik gibi) yıllık prim oranlarının belli bir oranda stokta bulundurulması ve vergi yükünün artışının kısıtlanmasına yönelik kurallardır.

**Tablo 4: Gelir Kuralının Farklı Ekonomik Amaçlara Etkisi**

	Bütçe Açığı Eğilimleri Üzerine Etkisi	Makroekonomik İstikrar Üzerine Etkisi	Kamu Finansman Kalitesi Üzerine Etkisi	Diğer Özellikleri
	Olumlu veya Olumsuz	Olumlu veya Olumsuz	Belirsiz	
<b>GELİR KURALI</b>	-Gelir kuralı (vergi yükünün düşürülmesi gibi) denk bütçe ve harcama kurallarıyla birlikte uygulanmadığı takdirde bütçe açıklarını artırıcı olumsuz etki yaratabilir.  -Ancak gelirdeki beklenti yerine hasılanın olduğu zamanlarda uygulanan bir gelir kuralı bütçe açıklarını azaltıcı etki yaratabilir.	-Gelir kuralları vergi sistemindeki artan oranlılık nedeniyle kamu gelirlerinin GSYİH'ya oranı alındığında daha etkili olmaktadır.  -Ancak gelirdeki beklenti yerine hasılanın olduğu zamanlarda önceden belirlenen kurallar politikaların etkilerini sınırlayabilir. Örn, tüm gelirler bütçe açığını finanse etmek için kullanılırsa.	Genel olarak finansman kalitesi üzerine etkisi konusunda delil yoktur ancak bazı vergilere kural konulup bazı vergiler kapsam dışında bırakıldığında vergi sisteminin yapısı bozulabilir.	-Gelir kuralı çok amaçlı kullanılabilir.  -Ancak kamu gelirleri üzerine konulan kısıtlar kamu kesiminin büyüklüğünü etkileyebilir.

Kaynak: (Public Finance in EMU, 2006: 135, Bali ve Çelen, 2007: 139).

Ülke örnekleri incelendiğinde bu kurallardan çoğunlukla denk bütçe ve borçlanma kurallarının sıklıkla uygulandığı gözlenmektedir.

### 1.3.2.3. Mali Kural Uygulanmasının Nedenleri

Son yıllarda pek çok ülkede ortaya çıkan yüksek kamu açıkları ve bu açıkların süreklilik göstermesi teorik tartışmalara yol açmıştır. Bu tartışmalar ışığında iradi maliye politikalarını kurallarla sınırlandırmaya yönelik görüşler ortaya çıkmıştır.

Mali kurallara yönelik temel argüman politik iktisat literatüründen gelmektedir. Buna göre, maliye politikası demokratik olarak seçilmiş aktörler tarafından yönetilmekte ancak bu aktörler siyasetin doğası gereği kendi çıkarlarını maksimize etmek amacıyla mali disiplinle çelişecek politika kararları alma eğilimindedirler. Politikaların finansmanı için toplumdaki toplanan vergileri kendi çıkarları doğrultusunda harcamaktadırlar. Bu yüzden mali kurallar hükümetlerin yetkilerini sınırlandırdığı için önemlidir (Persson ve Tabellini, 2002).

Maliye politikası devletin topladığı kaynakları toplumun bir kesiminden diğer bir kesimine aktarmasıdır. Ancak maliye politikasını uygulayan politikacılar bu aktarım işlemini gerçekleştirirken kendi çıkarlarını ön plana geçirip kısa dönemde etkili ancak uzun dönemde etkili olmayan politikalar uygulamaktadırlar. Bu doğrultuda kurallı maliye politikası ile iradi maliye politikalarındaki bozulmalar önlenmektedir (Kopits ve Symansky,1998:6). İradi müdahaleler ve dolayısıyla hükümetlere baskı olmadan mali disiplin ve güvenilirlik sağlanmaktadır. Mali disiplinin bozulduğu durumda kamu finansmanında ve ekonomi politikalarında etkisizlikler ortaya çıkmaktadır. Bu doğrultuda mali kurallar mali disiplinin belirleyicilerindendir (Pinar, 2006: 146).

Mali kurallar parasal birliğe dahil ülkelerde uygulanan politikaların oluşturduğu negatif dışsallıkların önlenmesine, maliye politikalarının uyumlaştırılmasına ve birliğe üye ülkelerin kendi iradelerini kullanmalarının sınırlandırılmasına neden olmaktadır. Ayrıca üye ülkelerin birinde yaşanacak finansal istikrarsızlıkların diğer ülkelerde etkili olmasını da engelleyebilmektedirler (Karakurt ve Akdemir, 2010: 231).



#### 1.3.2.4. Mali Kurallara Getirilen Eleştiriler

Milesi, Ferretti ve Moriyama (2006: 3283) çalışmalarında, mali kurallara getirilen eleştirilerin başında kuralların esnek olmaması nedeniyle konjonktürel dalgalanmalardan kaynaklanan beklenmedik şoklarda hükümetlerin yetersiz kaldığını ve mali kuralların uyumu için muhasebe hilelerine başvurma artacağını belirtmektedirler. Bu durumun mali sürdürülebilirlik ve makroekonomik istikrarın sağlanmasında etkili olmayacağını savunmaktadırlar. Payzanoğlu (2009: 8) çalışmasında, kamu yatırım harcama kalemleri üzerinden yapılacak kesintinin ülkenin üretim ve milli gelir düzeyini azaltacağını ifade etmektedir. Mali kurallara getirilen bir başka eleştiri ise bürokratik işlemleri artırması yoluyla kamuda maliyetlerin artmasıdır (Güneysu Balaban, 2012: 41). Gürkan ve Karahanoğulları (2010: 551) çalışmalarında mali kurallarla ilgili bir başka eleştiri olarak halk tarafından seçilmiş siyasilerin politikalarının mali kurallarla sınırlandırılacağı ve siyasilerin ekonomi politikaları üzerinde etkisinin azaltılacağını belirtmektedirler. Bu durumun, harcamaların azaltılması sonucu ücret ve sosyal haklarda azalmaya neden olacağını ifade etmektedirler.

Ülkelerin makroekonomik ve demografik yapıları farklı olduklarından dolayı her ülkeye kendi ekonomik durumlarına göre mali kural uygulanmalıdır. Aksi takdirde bir ülkeye faydalı olan bir kural diğer ülkeye zararlı olabilir ( Ercan Dede, 2010: 42-43)

2008 kriziyle birlikte de mali kurallar eleştirilmeye başlanmıştır. Bu doğrultuda Palley (2009: 314) çalışmasında, kamu borçlarının hızla artmasının nedeninin, ipotekli konut kredisi piyasasında başlayan ve yaygınlaşan özel sektör kaynaklı kriz nedeniyle yapılan teşvikler olduğunu, kamu borçlarının sürdürülebilirliğinin temel sorun olmadığını belirtmektedir. Tek odak nokta olarak mali kurallara yönelmenin gereksiz olduğunu ifade etmektedir. Buna göre, Van Treeck (2010: 1) çalışmasında, özel sektörü ve dış sektörleri dışlayarak, sadece devletin bütçe açığına üst sınır getirmesinin bir anlamı olmadığını, söz konusu üç sektöründe açık veya fazlaları toplamı sıfır olacağından, sektörlerden bir tanesinin açık vermesinin diğer ikisinden en az birinin fazla vermesi ile mümkün olacağını ifade etmektedir. Van Treeck çalışmasında İrlanda, İspanya ve Almanya'yı

karşılaştırmaktadır. Buna göre, krizin ortaya çıktığı 2007 yılına kadar İrlanda ve İspanya'nın bütçe açığı ve borç yüklerinin sınırdan olmasına karşın, özel kesimin verdiği açık ve dış ticaret dengesinin dikkate alınması ile birlikte ekonomilerinde sorunlar olduğu ortaya çıkmaktadır. Almanya'nın ise, İstikrar ve Büyüme Anlaşması ile belirlenen sınırları aşmış olmasına karşın, özel kesimin verdiği fazla ve dış ticaret fazlası sayesinde yüksek kredibiliteye sahip olduğunu belirtmektedir. Mathieu ve Sterdyniak (2010: 30) çalışmasında ise, 2007-2009 yılında yaşanan finansal kriz sonucunda özel sektörü finanse etmek adına kullanılan kredilerin, bütçe açıkları ve kamu borçlarını artırmasının krizin nedeni yerine sonucu olduğunu belirtmektedirler. Bu yüzden tek başına mali kuralların yeterli olmadığını savunmaktadırlar.

2008 yılında yaşanan küresel krizle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güven, krizde batan ülkelere verdikleri yüksek notlar yüzünden sarsılmış ve bu kurumların güvenilirlikleri çok tartışılır hale gelmiştir. Bu açıdan bakıldığında da mali kurallar kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülke risklerinin ölçülmesinde öngülerini artırmaktadır. Ancak hükümetlerin kendi iradeleri doğrultusunda belirlenen kurallar olduğu için etkilerinin tarafsız olup olmadığı tartışılması gereken bir durumdur. Özellikle kamu borçlarındaki hızlı artışlar ve beraberinde 2008 krizinde de kamu otoriteleri tarafından yapılan harcamaların kamu açıklarını artırdığı, mali kuralların bu doğrultuda hükümetlerin siyasi kararlarıyla birlikte uygulandığı ve etkinsizlik ortaya çıkardığı ifade edilebilir. Ayrıca kamu açıklarının artmasının nedeni olarak özel sektörün finanse edilmesi ve özel sektör ve dış sektöründe dışlanmaması gerektiği gözönünde bulundurulursa mali kuralların tek başına yeterli olamayacağı söz konusudur.

Çalışmanın girişinde sözü edildiği üzere finansal piyasalardaki değişim sonucunda ülkelerin kredi notları ülkelerin finansal durumlarını oldukça etkilemektedir. Bu açıdan ülkelerin uyguladıkları maliye politikalarının ülkelerin kredi notlarını nasıl etkilemesini sorgulamadan önce kredi notu kavramının tanımına yer verilmektedir.

#### 1.4. KREDİ NOTU KAVRAMI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GELİŞİMİ

Finansal piyasaların genişlemesi sonucunda derecelendirme ülkeler, şirketler, bankalar gibi kuruluşlar olmak üzere geniş bir alana yayılmaktadır. Finans kesimini oluşturan kuruluşlarda görülen başarısızlıklar ve yatırımcıların karşılaştıkları risklerde meydana gelen artış derecelendirme işleminin önemini artırmıştır (Capeci, 1985: 40).

Ülkelerin ihtiyaç duydukları yabancı fonları, uluslararası piyasalardan sağlamaları büyük ölçüde onların kredi notlarına bağlıdır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde yabancılar tarafından alınacak yatırım kararları o ülkenin kredi notuna göre değerlendirilmektedir (Bakdur, 1999: 9). Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları uluslararası finans kurumlarınca daima göz önünde bulundurulmakta ve uluslararası fon akımlarını etkileyen en önemli etkenlerden birisi olmaktadır. Kredi notu genel olarak kredinin geri ödenme riskini ölçmek, hisse senetlerini karşılaştırmak ve piyasa katılımcılarına eşit standartta risk sağlamaktır (Harper, 2011: 1931)

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:III, No:40 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" doğrultusunda kredi derecelendirmesi, *"ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarına risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti"* olarak tanımlanmıştır.

Kredi notu kavramının literatürde farklı tanımlarına ulaşmak mümkündür. Ben-ami (1991) çalışmasında kredi notunu ülkelerin borçlanma kapasitesinin ölçüsü olarak tanımlamaktadır. Cantor ve Packer (1996: 38) çalışmalarında ülke kredi notunu, borç alanın yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilme olasılığının notlandırılması olarak tanımlamaktadırlar. Bhatia (2002: 4) çalışmasında kredi notunu, kredilerin geri ödenmeme riskini göstermek amacıyla uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun bir ölçü yaratmak için ülkelere veya özel kuruluşlara

verilen not olarak belirtmektedir. Reinhart (2002:2) çalışmasında, kredi notunu, ülkelerin temerrüde düşme olasılığını gösteren özet istatistiksel gösterge olarak tanımlamaktadır. Babuşcu (1997: 4) çalışmasında kredi notunu, menkul kıymet ihraç eden şirketin veya kuruluşun, anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremediğinin bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi olarak tanımlamaktadır. Standard and Poor's kredi notunu, borçlunun belirli finansal yükümlülükten ya da programdan kaynaklanan kredibilitesinin göstergesi olarak tanımlamaktadır. Bal (1994: 13-14) çalışmasında kredi notunun işlevlerini aşağıdaki şekilde özetlemektedir:

- Menkul kıymet alınıp satılmasında risk faktörü değerlendirilirken kolay bir referans olma
- Menkul kıymetlerle ilgili ortak kriterin sağlanmasında belirli bir standart yaratma
- Menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesinde önemli bir gösterge olma
- Borçlular ve ihraç edilen menkul kıymetler arasında karşılaştırma yapma
- Bilgileri geniş bir yatırımcı kitlesine aktararak finansman kaynaklarını artırma
- Yatırım kararlarını daha güvenilir bir temele dayandırma.

Ülkeler uzun yıllar savaşları ve önemli ölçüde büyük projeleri finanse etmek için vergilerden başka finansman yolları aramışlardır. Tahvil piyasaları ilk olarak 17. yüzyılda Hollandalılar tarafından ortaya çıkarılmıştır. 19 yüzyılda ise hem uluslararası hem de ulusal piyasalarda firma tahvilleri ihraç edilir hale gelmiştir (Scalet, Kelly, 2012: 479-480).

Kredi derecelendirmesi ilk olarak 1837'deki ABD ekonomisindeki büyük çöküşün ve şirketlerin taahhütlerini yerine getirememesinin ardından Lewis Tappan tarafından başlatılmıştır. Daha sonra Robert Dun 1859 yılında ilk kredi değerlendirme kılavuzunu yayınlamıştır. 1860 yılında Henry Varnum Poor "ABD'deki Demiryolları ve Kanalların Tarihi" yayınıyla Standard&Poors'un ilk temellerini atmıştır ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)). 1867 yılında Poor ve oğlu

“Poor’s Railroad Manual Company” şirketini kurmuştur. 19. yy’daki hızlı sanayileşme, sermaye gereksiniminde artışa yol açmıştır. Demiryolları ağının finansmanında yoğun olarak dış kaynak kullanılması, riski beraberinde getirmiş riskin tahmini zorlaşmıştır. Derecelendirme, bu noktada yatırımcının bilgi ihtiyacına cevap verebilmek için ortaya çıkmıştır (White, 2010: 211-212).

Kredi notu, 1900 yılında, Moody’in kendi şirketindeki borçlulara karşı bir borç değerlendirmesi yapmasıyla başlamıştır. Borçluları, risklerine göre gruplara ayırmıştır. 1909 yılında ise Moody ilk kez firma borcu için derecelendirme yaparak en yüksekten en düşük kalitedeki borçlara sırasıyla “A”, “B” ve “C” derecelerini vermiştir (Scalet, Kelly, 2012: 480). 1913 yılında Fitch kurulmuştur. 1924 de ise şimdi kullanmakta olduğumuz üç harfli rating sistemini başlatmıştır. 1931 yılında Wall Street’in çöküşünün ardından ilk kez derecelendirmeler düzenleyici amaçlarla kullanılmıştır. 1932’de Duff and Phelps, 1941 de ise Standard and Poor’s kurulmuştur (Tutar ve diğ. 2011: 3).

1950’lerde derecelendirme kuruluşları uluslararası ihraççı şirketleri ve bankaları incelemeye başlamıştır. 1970’lerde Moodys’in derecelendirmeleri özel sektör tahvilleri ve banka mevduatlarını da içermeye başlamıştır. Derecelendirme kuruluşları kuruldukları yıllarda kendilerini yayıncılıktan elde ettikleri kazançlarla finanse ederken, bu yıllarda derecelendirme kuruluşları derecelendirdikleri kurumlardan ücret almaya başlamışlardır. Çünkü bu gelirler giderek karmaşıklaşan sermaye piyasalarının analizinde artan maliyetleri karşılayamamıştır. Daha sonraki yıllarda makroekonomik dengesizlikler sonucu oluşan hareketlilik derecelendirmeye duyulan ihtiyacı artırmıştır. 1975 yılında Standard&Poors, Fitch ve Moody’s SEC tarafından “Ulusal İstatistiksel Derecelendirme Kurumları” NRSRO( Nationally Recognised Statistical Rating Organisation) olarak kabul edilmiştir<sup>5</sup> (Dodd, Setty, 2003: 2-3).

1980’li yıllarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu fon akımlarının artması, bu fonların sağlıklı yatırımlara yönlendirilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Fon talep edenler mali güçlerini artırabilmek, yatırımcılarda alacakları risklerin boyutunu öğrenmek için tarafsız kuruluşlara ihtiyaç duymuşlardır (Cantor, Packer, 1996: 249).

---

<sup>5</sup>Bu tarihten sonra ülkelerin en çok güvendikleri kredi derecelendirme kuruluşları haline gelmişlerdir.

Ayrıca bu dönemde emeklilik fonlarının öneminin artması, bir havuzda toplanması ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilmesi kredi derecelendirme kuruluşlarının öneminin artmasını sağlamıştır (Scalet, Kelly, 2012: 481). Kredi derecelendirme kuruluşlarına duyulan ihtiyaç, artan ticari faaliyetler sonucu borçluların kredi değerliliği konusunda bilgi edinme gereği üzerine ortaya çıkmıştır. İlerleyen süreçte gelişen piyasalar doğrultusunda kredi derecelendirme kuruluşları enstrümanlarını çeşitlendirmiş ve raporlarını daha sık yayınlamaya başlamışlardır (Duru; 2000: 6).

Bu yıllardan sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının ve kredi derecelendirmenin önemi artmıştır. Standart&Poors, Moody's ve Fitch faaliyet alanlarını ve değişik ülkelerdeki ofis sayılarını artırarak hızla büyümüşlerdir. Ancak 80'li yıllarda yaşanan borç krizleriyle başlamak üzere yaşanan krizlerden dolayı tarafsızlığı ve etkileri çok tartışılır hale gelmiştir.

1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin daha da hızlanması, globalleşme ve menkul kıymetleştirmenin artması ve yaşanan krizler sonucu derecelendirmeye olan ihtiyaç derecelendirme kuruluşlarının önemini üst düzeye çıkarmıştır (Şirvan, 2004: 3-4). Ancak uzun dönemli sermaye krizlerini öngörememeleri, kriz sonrasında gösterdikleri yanlış tutumlar ve Enron'un 2002'de batmadan önceki yüksek kredi notları bu yıllardan sonra eleştirilmelerine neden olmuştur (White, 2010: 213). Asıl eleştiriyi ise ABD'deki 2008 krizi ve daha sonra Euro bölgesine yayılan krizle toplamışlardır.

Türkiye'de ise ilk derecelendirme 1991 yılında gerçekleşmiştir. Daha sonra ise SPK tarafından yayınlanan "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 12/07/2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır<sup>6</sup>. Ülkemizde SPK tarafından yetkilendirilen toplam 7 derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bunlar, Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş., TCR Kurumsal

---

<sup>6</sup>Tebliğ'de kredi derecelendirmesi "ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak tanımlanmıştır

Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş., Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş., TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 'dir. Ayrıca Fitch, Moody's, S&P kuruluşları da derecelendirme faaliyetinde bulunması kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarıdır (www.spk.gov.tr).

Altaş (2009: 25) çalışmasında, kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yaparken, ihraç ettiği borçlanma aracına kredi notu verilmesini isteyen ülkeler veya şirketlerin, bir derecelendirme kurumu ile çalışmak için doğrudan veya bir yatırım bankası aracılığı ile bağlantıya geçtiğini belirtmektedir.

Genel olarak derecelendirme, yönetici ve analistlerden oluşan bir komite tarafından yürütülmektedir. Analistler sözü edilen devlete veya şirkete objektif not verebilmek için kamuya açık olan ve olmayan mali ve diğer bilgileri toplayıp taslak rapor hazırlar. Rapor komitenin oyuna sunulduktan sonra, kredi notu verilir. Ülke değerlendirmesi yapılırken, derecelendirme kurumları çeşitli risk parametreleri kullanmaktadır. Temel olarak; ekonomik ve politik risk göz önünde bulundurulmaktadır. Her bir risk unsurunun hesaplamadaki ağırlığı kurumlar arasında farklılık göstermektedir.

Ülkelerin kredi notları AAA veya Aaa notundan başlayarak C notuna kadar düşmektedir. "A" notu alan ülkeler yatırım yapılabilir düzeydedir. Bu yatırım yapılabilme düzeyi ise AAA, AA+, AA-, Aaa1, Aaa2 gibi yüksekten düşüğe doğru sıralanmaktadır. "B" notu ülkenin borçlarını geri ödemesinde düşük riski olduğunu göstermektedir. "C" notu ise yüksek temerrüt riski olduğunu göstermektedir<sup>7</sup>. Tablo 5' de derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yaparken verdikleri notlar ve açıklamaları gösterilmektedir.

---

<sup>7</sup>Notların yanına +,- ya da 1,2 gibi işaretler eklenerek not skalası daha geniş hale getirilmektedir

**Tablo 5: Uluslararası Derecelendirme Kurumlarının Ülke Notu Karşılaştırılması**

	S&P		Moody's		Fitch	
	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem
<b>Yatırım Yapılabilir</b>						
En Yüksek Ödeme garantisi	AAA	-	Aaa	-	AAA	-
Çok Yüksek ödeme garantisi	AA+ AA AA-	A1+	Aa1 Aa2 Aa3	Prime-1	AA+ AA AA-	J1+
Yüksek ödeme garantisi	A+ A A-	A1	A1 A2 A3	Prime-2	A+ A A-	J1+
<b>Düşük Risk</b>						
Yeterli derecede Ödeme garantisi	BBB+ BBB BBB-	A2 A3	Baa1 Baa2 Baa3	Prime-3	BBB+ BBB BBB-	J2
Ekonomik değişimlere bağlı kredi riski	BB+ BB BB-	B	Ba1 Ba2 Ba3	Prime olmayan	BB+ BB BB-	J3
Yüksek derece ekonomik değişimlere bağlı kredi riski	B+ B B-	B	B1 B2 B3	Prime olmayan	B+ B B-	NJ
<b>Yüksek Risk</b>						
Yüksek temerrüt riski	CCC+ CCC CCC- CC	C	Caa1 Caa2 Caa3	-	CCC+ CCC CCC- CC	-
Çok yüksek temerrüt riski	C,D	D	Ca,C	-	D	-

Kaynak: ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com))



Ülkenin kredi notunda değişiklik yapılacağı zaman, derecelendirme kurumları söz konusu kredi notunu izlemeye aldıklarını ülkelere duyurup, değişikliğin hangi yönde olacağını belirtir. İzleme, “olumlu”, “olumsuz” veya “gelişen” şeklinde olabilir. Genellikle izleme bir ay içinde sonuçlanır. Bir diğer derecelendirme parametresi olan görünümde, notun 1-2 yıl içinde değişme süreci gösterilir. Görünüm, “olumlu”, “olumsuz”, “durağan” veya “gelişen” şeklinde olabilir (Altaş: 2009:27). Genellikle ülkelerin not değişimi uzun vadeli süreçler gerektirmektedir.

Çalışmanın ilk bölümünde devletin ekonomiye müdahalesi sonucu ortaya çıkan maliye politikası ve mali kural kavramları ve çalışma için esas teşkil eden kredi notu kavramının teorik zemini ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel gelişimi incelenmiştir. İkinci bölümde ise bu kavramların birbirlerine olan etkileri ile ilgili literatür incelenecektir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 1980 SONRASI DÖNEMDE DÜNYA EKONOMİK SİYASETİNİN GÖRÜNÜMÜ DOĞRULTUSUNDA MALİYE POLİTİKASI VE KREDİ NOTLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Çalışmanın bu bölümünde 1980 sonrası dünya ekonomik siyasetinin değişmesi doğrultusunda devletin uyguladığı politikalarda olan değişiklikler sonucu kredi derecelendirmeye duyulan ihtiyaç, kredi notlarını belirleyen faktörler ve konuyla ilgili literatür incelenmektedir.

#### 2.1. 1980 SONRASI DÖNEMDE DÜNYA EKONOMİK SİYASETİNİN GÖRÜNÜMÜ

Dünya ölçeğinde finans piyasalarının hızlı uyumu 1980 sonrası yaşanan yapısal değişikliğin önemli bir göstergesidir. Sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin serbestleşmesi, finansal liberalizasyon, yeni haberleşme ve bilgisayar teknolojisinin gelişmesi bu uyumun sağlanmasında önemli rol oynamıştır. Piyasalarda bilgi ve haberleşme teknolojisindeki değişmelerle iletişiminin kolaylaşması ve yeni finansal araçların ortaya çıkması finansal serbestleşmeyi hızlandırmıştır. Çoğu gelişmekte olan ülkede finansal serbestleşme ve özelleştirme yoluyla uluslararası yapıya daha kolay uyum sağlanmıştır. Bu süreçte özellikle gelişmekte olan ülkelere menkul kıymet piyasaları gibi yeni piyasalar oluşturulmuştur. Yeni oluşturulan bu piyasalar yabancı yatırımcıların kısa zamanda yüksek getiriler elde edebilecekleri bir ortam sağlamıştır (Kaya, 1998: 5).

Dünya ekonomisinin en önemli gelişmelerinden birisi Bretton Woods sisteminin yıkılışı ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerindeki artıştır. Gelişmiş ülkelerde emeklilik, yatırım ve sigorta şirketlerinin yönettiği fon miktarları artmış, bilgi ve iletişim teknolojisinin de gelişmesiyle fonların dünyaya yayılması sağlanmıştır (Güven, 2001: 80). Literatür çalışmaları incelendiğinde bu artışın başlangıcı olarak 1973 yılındaki petrol krizi gösterilmektedir. Bu dönemde uluslararası piyasaların gelişmesi sonucu petrol üreticisi ülkelere oluşan fazla fonlar finansman ihtiyacı olan ülkelere doğru aktarılmaya başlanmıştır. Bu fonların artışı sağlıklı yatırımlara yönlendirilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Fon talep edenler mali

güçlerini artırabilmek, yatırımcılarda alacakları risklerin boyutunu öğrenmek için tarafsız kuruluşlara ihtiyaç duymuşlardır. Bu yıllardan sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının ve kredi derecelendirmenin önemi artmıştır. Böylece gelişmekte olan birçok ülke dış dengesizliklerini finanse etmek amacıyla uluslararası piyasalardan borçlanmaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde giderek artan dış borçlanmalar, faiz oranlarının artması ve dış ticaret hadlerindeki büyük düşüşler 1980'li yıllardaki borç krizlerine neden olmuştur. 1982 yılında Meksika'da başlayan kriz, öncelikle Latin Amerika ülkeleri olmak üzere diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir. Bunun sonucunda 1989 yılında Brady planı ile krizden etkilenen ülkelerin borç yükleri yeniden yapılandırılmıştır (Duru, 2000: 24-25). Bu dönemde uygulanan politikalar dış borç kaynaklı olmaktan çok doğrudan yabancı yatırımları ve portföy yatırımlarını artırmaya yönelik olmuştur (Calvo ve diğ., 1993: 110). Bu doğrultuda amaç piyasa mekanizması ağırlıklı ve dünya ekonomisiyle bütünleşen bir büyüme ve istikrar sağlamak olmuştur.

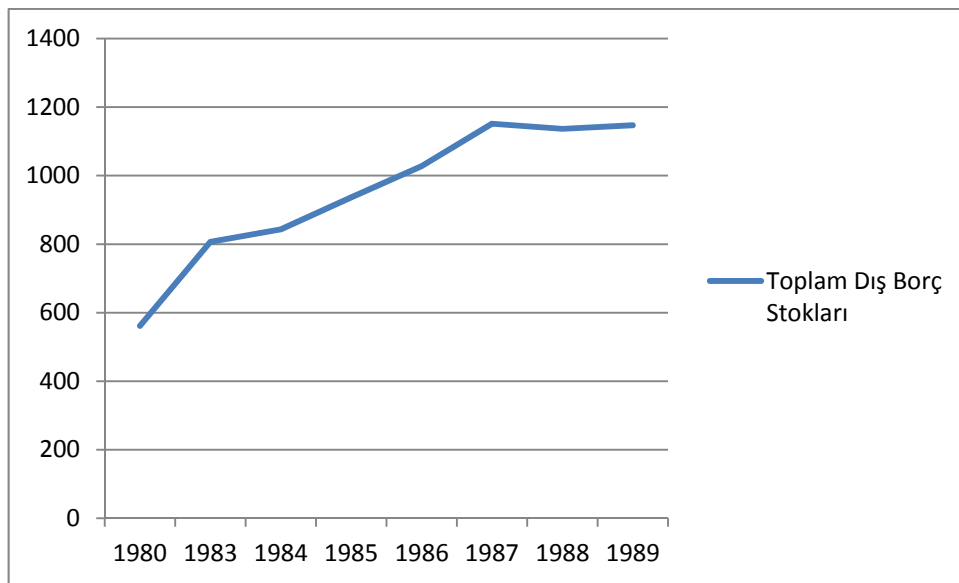
**Tablo 6: 1980-89 Yıllarında Dünya Ekonomik Göstergeleri**

Yıllar	1975-84	1985	1986	1987	1988	1989
<b>Büyüme hızı (%)</b>						
Gelişmiş Ülkeler	1.8	2.6	2.2	2.6	3.6	2.4
Gelişen Ülkeler	4.5	5.3	4.9	5.6	5.3	4
<b>Enflasyon Oranı (%)</b>						
Gelişmiş Ülkeler	8.6	4.4	2.6	3.2	3.5	4.6
Gelişen Ülkeler	24.2	35.1	28.2	35.1	53.7	61.9
<b>Ticaret Hacmi (%) değişim</b>						
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>						
İthalat	3.9	4.8	8.1	6.8	8.3	7.4
İhracat	4.1	4.1	2.7	4.1	8.2	6.6
<i>Gelişen Ülkeler</i>						
İthalat	4.9	-0.7	-2.9	6.6	12.5	8.7
İhracat	0.7	0.5	7.8	11.8	13.6	6.2

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 1993.

Tablo 6’da 1980-89 yılları arasında dünya ekonomik göstergeleri gözlenmektedir. Bu doğrultuda, gelişen ülkelerin gelişmiş ülkelere kıyasla bu dönemde daha hızlı büyüdükleri görülmektedir. Ancak gelişen ülkelerin enflasyon oranlarında hızlı bir artış gözlenmektedir. Dünya ticaret hacminde ise giderek artışlar olduğu gözlenmektedir. Özellikle gelişen ülkelerde 1987 sonrasında hızlı bir artış gerçekleşmiştir.

**Grafik 1: 1980-1989 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Toplam Dış Borç Stokları(Milyar \$)**



Kaynak: World Debt Tables 1991

1 nolu grafikte, 1980-89 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerin dış borç stokları görülmektedir. 80 ve 89 yılları arasındaki dönemde gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının iki katına çıktığı gözlenmektedir.

1980’li yıllarda yaşanan borç krizlerinin ardından 1990’lı yıllarda büyük ölçekli özel sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere yönelmeye başlamıştır. Bu hareketlenmenin nedeni olarak gelişmiş ülkelerde yaşanan durgunluk ve faiz hadlerinin düşmesi, finansal serbestleşme, ticari liberalizasyon ve özelleştirme gibi reformların gerçekleşmesi gösterilmektedir. Bu reformlar gelişmekte olan ülkeleri uluslararası yatırımcılar açısından cazip hale getirmişlerdir (Duru, 2000: 25, Kaya,

1998: 16)<sup>8</sup>. Ancak 90'lı yılların ortalarından itibaren ülkelerde sıkça yaşanan ekonomik krizler sonucunda sermaye hareketlerindeki bu artış ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ekonomi literatüründe çok tartışılmaya başlanmıştır (UNCTAD, 1999: 8). Özellikle 1994 yılında başlayan Meksika krizi beraberinde Asya, Rusya ve Brezilya'da görülen ekonomik krizler sonucunda sermaye hareketlerinde büyük azalışlar görülmektedir. Kamu açıklarının yeterince fazla olduğu 90'lı yıllarda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucu kamudaki mali problemlerin düzeltilmesi zorlaştırılmaktadır. Çünkü yüksek kamu açığı faiz oranlarını yükseltmekte ve sermaye girişine neden olmaktadır. Hükümetlerin politik nedenlerden dolayı kamuda uygun düzenlemeleri yapmamaları sonucu kamu açıklarını finanse etmek için kısa vadeli sermaye hareketleri kullanılmaktadır. Bu kısa vadeli hareketler çoğu zaman politikacıların yanlış uygulamalarını gizlemekte ve makroekonomik istikrarsızlıklara neden olmaktadır (UNCTAD, 1999:17).

---

<sup>8</sup>Bu dönemdeki sermaye hareketlerinin niteliği spekülasyon nitelikli para hareketleridir. Bu doğrultuda sermaye hareketlerinin vadesi kısalmış ve daha hareketli hale gelmiştir. Bu dönemdeki sermaye hareketlerini 80'li yıllardan farklılaştıran bir unsurda sermaye hareketlerinin resmi kaynaklardan özel kaynaklara doğru yönelmiş olmasıdır.

**Tablo 7: 1990-99 Yılları Arasında Dünya Ekonomik Göstergeleri**

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Büyüme Hızı (%)</b>										
Gelişmiş Ülkeler	3.2	1.5	2.1	1.5	3,4	2.8	3	3.5	2.6	3.7
Diğer <sup>9</sup>	3.4	3.8	2.8	3.3	3.3	4	5.1	5.3	2.6	3.4
<b>Enflasyon Oranı (%)</b>										
Gelişmiş Ülkeler	5.8	4	3	2.9	2.5	2.5	2.5	1.9	1.4	1.8
Diğer	83	52.5	129.3	127.5	69	29.1	16.7	11.7	15.8	9.4
<b>Ticaret Hacmi (%) değişim</b>										
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>										
İthalat	5.9	2.9	4.8	1.3	11.3	9.2	6.9	9.6	6.3	7.8
İhracat	7.3	5	5.4	3.3	8.8	9.1	6.4	10.7	4.3	5.6
<i>Diğer</i>										
İthalat	8.7	12.8	7.7	10.1	5.4	14.8	8.9	10.4	0.4	0.1
İhracat	8	7.1	9.9	7	10.3	11.1	8.9	12	6.4	4.9
<b>Toplam Dış Borç/GSYİH</b>										
Diğer	36.5	37.4	37.8	37.6	38	36.3	34.3	34.4	39.2	40.6
<b>Cari İşlemler Dengesi</b>										
Gelişmiş Ülkeler	-0.5	-0.2	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.3	0.1	-0.4	-1
Diğer	-0.5	-2.8	-2	-2.7	-1.7	-1.1	-1	-1.7	-0.1	1.5

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database(2012)

Tablo 7’de 1990-99 yılları arasında dünya ekonomik göstergeleri yer almaktadır. 1992-93 yılları arasındaki geçiş ekonomileri ve gelişen ekonomilerin 3 haneli enflasyon oranları, 1994 yılından sonra düşme eğilimindedir. 1999 yılında tek haneli rakamlara kadar düşmektedir. Dünya ticaret hacmi Güneydoğu Asya krizine kadar artmaya devam etmiştir. Bu dönemde geçiş ekonomileri ve gelişen ekonomilerinin ithalat hacmi %10,4’ten %0,4’e, ihracat hacmi ise %12’den %6,4’e

<sup>9</sup>Geçiş ülkeleri ve gelişen ülkeler

düşmüştür. Aynı şekilde kriz sonrasında geçiş ekonomileri ve gelişen ekonomilerin borçlarının da arttığı gözlenmektedir. Bunun sonucu olarak yaklaşık%2,5 civarında küçülme gözlenmektedir. Ancak kriz öncesinde 80’li yıllara oranla 90’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin borçlarında azalış gözlenmektedir. Bunun nedeni ise gelişmekte olan ülkelere olan hızlı sermaye girişleridir.

1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere olan hızlı sermaye artışının nedenlerini Calvo ve diğ.(1996:3-8) çalışmasında aşağıdaki şekilde özetlemektedir:

- 1) 1980’li yılların sonlarında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan hızlı faiz düşüşlerinin yatırımcıları yüksek faizli bölgelere GOÜ’lere yönlendirmesi,
- 2) Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk,
- 3) Gelişmiş ülkelerin uluslararası yatırımlarda riski dağıtma amacı,
- 4) GOÜ’lerin dış borç bulma amacıyla dış kreditorlerle iyi ilişki içinde bulunması,
- 5) GOÜ’lerin piyasa ekonomisi içerikli politika ve reform süreçleri ile birlikte borçlanma süreçlerinin hızlanması,
- 6) Belirli bölgelere gelen hızlı sermaye akışının dışsallık sağlayarak tüm GOÜ’lere yayılması.

**Tablo 8: Gelişmekte olan Ülkelerin 90’lı Yıllardaki Ödemeler Dengesi (Milyar \$)**

	Toplam Net	Net Resmi	Net Özel	Cari İşlemler
	Sermaye	Sermaye	Sermaye	Dengesi
1992	124	22	102	-85
1993	157	49	108	-121
1994	150	25	125	-87
1995	174	31	143	-98
1996	188	8	180	-74
1997	155	23	132	-58
1998	99	43	56	-94
1999	84	31	53	-24

Kaynak:( İnsel, Sungur, 2003: 3).

Tablo 8'den hareketle 1990'lı yılların özelliği olarak özel sermaye hareketlerinde hızlı bir artış ve resmi sermaye hareketlerinde bir duraklama olarak ifade edilmektedir ( Bal, 2001: 45).

90'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler açığının kriz dönemlerinden önce arttığı gözlenmektedir. Cari işlemler açığının nedeni yatırımların finansmanı yerine tüketimlerin finansmanıysa ekonomik göstergelerde istikrarsızlık söz konusu olmaktadır. Sermaye girişleri ile birlikte ticarete konu olmayan mallarda yaşanan talep artışı yerli paranın değerini artırmakta bu da beraberinde krizlere neden olmaktadır (Kaya, 1998: 26). Çünkü sermaye girişleriyle gerçekleşen büyüme dışa bağımlı bir büyüme olduğu için ülkede yaşanan istikrarsızlıklar sonucu patlak verebilir (Yeldan, 1995: 41).

**Tablo 9: 1983-1998 Yıllarında Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketlerinin Türüne Göre Dağılımı (%)**

	1983-1989	1990-1998
Resmi Sermaye Girişi	54	20
Resmi Kalkınma Yardımı	21	11
Diğer	33	9
Özel Sermaye Girişi	46	80
Doğrudan Sermaye Yatırımları	18	34
Portföy Yatırımları	3	21
Banka Borçları	16	24
Diğer Özel Krediler	9	1

Kaynak: (Unctad, 1999: 10)

Tablo 9'da 80 ve 90'lı yıllardaki sermaye hareketleri görülmektedir. 80'li yıllarda resmi sermaye hareketlerindeki artışın 90'lı yıllarda özel sermaye hareketlerine doğru yöneldiği gözlenmektedir. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşlarının öneminin giderek arttığının bir göstergesidir.

Dünya ekonomisi, 1990'lı yıllarda yüksek olmayan ama istikrarlı bir büyüme hızı yakalamıştır. Özellikle 1994 yılında Meksika'da yaşanan krizin ardından uygulanan sıkı para politikalarıyla enflasyon oranları gerilerken, faiz oranları da



enflasyona paralel olarak azalmıştır. Maliye politikaları ise para politikalarına kıyasla daha az başarılı olmuştur. Bütçe açıkları makroekonomik dengeleri olumsuz yönde etkilemeye devam etmiştir. Bunun nedenleri olarak ılımlı bir büyüme oranı yakalayan ekonomilerin daraltıcı maliye politikaları ile tekrar durgunluğa girme kaygıları ve iç politik kaygılar olarak gösterilmektedir. Dünya'da üretim artışı devam ederken, ticaret hacminde düşme görülmüştür. Ticaret hacmi yüzde 8,9'dan yüzde 6,7'ye gerilemiştir. Bu gerileyişin en önemli nedeni olarak elektronik ürünler piyasasındaki durgunluk gösterilmektedir (TCMB, 1993: 13) .

2000 sonrası dünya ekonomisi incelendiğinde özellikle ABD ekonomisinde süreklilik gösteren kamu açıkları ve özel tasarruf açıkları göze çarpmaktadır. Ayrıca bu dönemde Çin'de yüksek büyüme hızı ve tasarruf fazlalarıyla dünya ekonomilerinin gözdesi konumundadır (Boratav, 2009: 8-9). 80'li yıllarda yaklaşık olarak %3 civarında olan dünya ticaret hacmi 2000'li yıllarda %10'ların üstüne çıkmıştır.

**Tablo 10: 2000 Sonrası Dönem Dünya Ekonomik Göstergeleri**

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Büyüme Hızı (%)												
Gelişmiş Ülkeler	4.1	1.5	1.8	2	3.1	2.6	3	2.8	0	-3.6	3.2	1.6
Diğer	5.8	3.8	4.7	6.3	7.5	7.3	8.2	8.7	6	2.8	7.5	6.2
Enflasyon Oranı (%)												
Gelişmiş Ülkeler	2.5	1.4	2.1	1.6	2.3	2.5	1.9	3.1	1.6	1	1.9	2.5
Diğer <sup>10</sup>	8.1	7.3	7	6	6	5.6	5.9	7.6	7.7	5.6	6.7	6.5
Ticaret Hacmi (%) değişim												
Gelişmiş Ülkeler												
İthalat	12.2	-0.4	2.9	4.2	9.3	6.3	7.8	5.2	0.5	-12.2	11.5	4.3
İhracat	12	-0.4	2.8	3.4	9.3	6.2	8.9	6.8	2	-11.5	12.2	5.3
Diğer												
İthalat	12.1	2.5	7.1	9.6	15.8	12.1	11.9	14.9	9	-8.1	15.3	8.8
İhracat	13.7	2.3	7.3	10.3	13.3	11.9	11.5	10.5	4.7	-7.7	14.7	6.7
Toplam Dış Borç/GSYİH												
Diğer	36.3	36.4	36.5	35.1	32.2	28.7	27.3	27.6	24.3	27	25.2	23.8
Cari İşlemler Dengesi												
Gelişmiş Ülkeler	-1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-1.1	-1.2	-0.8	-1.2	-0.2	-0.2	-0.4
Diğer	1.5	0.8	1.2	1.9	2.4	3.8	5	4	3.5	1.6	1.9	1.9

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database(2012)

Tablo 10'da 2000 sonrası dönem dünya ekonomik göstergeleri yer almaktadır. 2008 krizi sonrasında gelişmiş ülkelerde yaklaşık %3,5 düzeyinde küçülme gözlenmektedir. Geçiş ülkeleri ve gelişen ülkelerde ise 2010 ve 2011 yıllarında yaklaşık ortalama % 7 civarında büyüme gerçekleştiği gözlenmektedir. Ayrıca geçiş ülkeleri ve gelişen ülkelerin borçlarında da 90'lı yıllara oranla azalma

<sup>10</sup>Geçiş ülkeleri ve gelişen ülkeler

gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde cari işlem açıkları görülmektedir. Geçiş ülkeleri ve gelişmekte olan ülkeler ise cari işlem fazlaları vermektedir.

**Tablo 11: 2001-2011 Yıllarında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Geçiş Ekonomilerinin Ödemeler Dengesi**

	Toplam Net	Net Resmi	Net Özel	Cari İşlemler
	Sermaye	Sermaye	sermaye	Dengesi
2001-3	100	-10.1	110.1	93.6
2004	174	-68.4	242.4	215.8
2005	225.7	-95	320.7	412.6
2006	135.5	-163.9	299.4	644.1
2007	607.5	-92.6	700.1	633
2008	161.7	-97.8	259.5	676.3
2009	420.2	135	285.2	294.7
2010	601.7	74.7	527	400.6
2011	630.8	109.8	521	476.3
2012	504.4	109.7	394.7	450.3

Kaynak: (IMF, World Economic Outlook 2012: 214)

Tablo 11’de 2001-2011 yılları arasındaki gelişmekte olan ülkelerle ve geçiş ekonomilerindeki sermaye hareketleri gösterilmektedir. Bu doğrultuda 2008 yılındaki krize kadar özel sermaye girişleri artarken resmi sermaye girişleri azalmaktadır. 2008 yılından sonra ise özel sermaye artışlarıyla birlikte resmi sermaye girişlerinde de artışlar gözlenmektedir.

1980 sonrasında özellikle finansal piyasalarda yaşanan değişiklikler sonucunda dünya siyasetinin görünümünü inceledikten sonra ülkeler için önemli olan kredi notlarını belirleyen faktörler ve bu konuyla ilgili yapılan çalışmalar, çalışmanın izleyen kısmında incelenmektedir.

## 2.2. ÜLKELERİN KREDİ NOTLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Ülke riski analizi ilk olarak 1970’li yıllardaki petrol krizlerinin neden olduğu borç krizleriyle gündeme gelmiştir. 1973 yılında yaşanan petrol krizleri sonucu petrol fiyatlarının aşırı yükselişiyle petrol ihraç eden OPEC ülkeleri fon fazlalarını Avrupa pazarlarında değerlendirmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler ise ekonomilerini daha hızlı geliştirmek amacıyla Avrupa pazarlarına yönelerek borçlanmayla finansmanı tercih etmişlerdir. Bunların sonucunda 1979 yılında yaşanan ikinci petrol kriziyle petrol ithal eden gelişmekte olan ülkeler fon açıklarını Avrupa pazarlarından finanse ederek aşırı borç artışlarına neden olmuşlardır (Yörük, 1999: 4).

1980’li yılların başlarında, ağır dış borç yükü altındaki birçok gelişmekte olan ülke borçlarını ödeyemez duruma düşmüş ve özellikle de 1982 yılında Meksika’nın borçlarını erteleme talebi sonucunda ortaya çıkan borç krizi, bu dönemde, uluslararası borç vermede ihtisaslaşan finans kuruluşları, ülke riski kavramı üzerinde önemle durmaya iten en önemli etken olmuştur. Bu durumun nedeni olarak ise Brady planı gösterilmiştir (Sachs, 1989: 87)<sup>11</sup>.

Ülke riski, o ülkenin ekonomik, politik ve sosyal yapısına göre belirlenir. Özellikle sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde yabancılar tarafından yatırım kararlarının ve kredi şartlarının belirlenmesi için ülkenin kredibilitesi önemli olmaktadır. Bu nedenle yatırım yapılacak ülkelerin kredibilitesi sürekli olarak takip edilmektedir. Ülke riski belirlenirken ekonomik, politik ve sosyal yapıları belirleyen ve oluşturan göstergeler incelenerek önem derecesine göre kaydedilmekte ve değerlendirilmektedir.

### 2.2.1. Ekonomik Faktörler

Borçlu ülkenin borcunu geri ödeyebilme kabiliyeti çoğunlukla ülkenin ekonomik geçmişi ve gelecekteki durumuyla ilişkilidir. Ülkenin ekonomik durumunu belirleyen önemli olan faktörler çalışmanın bu bölümünde incelenmektedir.

---

<sup>11</sup>Brady Planı, borçlu ülkelerle kreditorler arasındaki işbirliğinin artırılması ve uluslararası mali kuruluşların desteklerinin sağlanmasıyla borçlu ülkelerin borçlarının % 20’sinin silinmesini önermekteydi.

Ülke riskini ölçen ekonomik faktörler incelendiğinde, Cantor ve Packer (1996), Afonso (2002) ve Canuto, Santos ve Porto (2004) çalışmalarında, kişi başına düşen gelirin, GSYİH büyümesinin, enflasyonun, dış borcun, ekonomik gelişmişlik düzeyinin ve ülkenin temerrüd geçmişinin ülke riskini ya da kredi notunu etkileyen temel faktörler olduğu savunulmaktadır. Mulder ve Perrelli (2001) ve Mora (2006) çalışmalarında krizlerin ülkelerin kredi notlarında önemli değişikliklere neden olduğu, bu yüzden kısa süreli borçların kredi notlarını etkilediği belirtilmektedir. Bissoondoyal-Bheenick ve diğerleri (2005) çalışmasında ise kredi notunu belirleyen temel faktörlerin kişi başına düşen gelir, teknolojik gelişme ve enflasyon olduğunu ifade etmektedirler.

Cantor ve Packer (1996:39) çalışmasında, ülke riski ölçümünde yararlanılan ekonomik değişkenleri aşağıdaki şekilde ifade etmektedir:

**Kişi başına düşen gelir:** Borçlanan ülkenin ne kadar geniş vergi tabanı varsa, o ülkenin kredi borcunu geri ödeyebilme kabiliyeti de o kadar yüksektir. Ayrıca bu değişken ülkenin politik istikrar düzeyini ve diğer önemli faktörleri ölçmede de kullanılmaktadır.

**GSYİH büyümesi:** Ülkenin ekonomik büyümesi ne kadar yüksekse, ülke borçlarının geri ödemesinin de o kadar kolay olacağını gösterir.

**Enflasyon:** Kamu finansmanında yüksek bir enflasyon oranı yapısal sorunları da beraberinde getirir. Ülkenin cari harcamalarının vergi ya da borçlanmayla finanse edilemediği durumlarda durumunda para basmak gibi enflasyonist eğilimlere başvurulur. Bu durum ise zamanla politik istikrarsızlığa da neden olabilir.

**Mali denge:** Ülkenin bütçe açıklarını, cari harcamalarını ve borçlarını vergilerle mi yoksa özel tasarrufları eriterek finanse edip etmediğinin göstergesidir.

**Dış denge:** Cari açığın fazla olması gerek özel kesim gerekse kamu kesiminin birlikte büyük ölçüde yabancı fonlara dayandığını göstermektedir. Bu durum zamanla karşılanamayacak düzeyde dış borçların artışına neden olur.

**Dış borç:** Ülkenin borç yükünün fazla olması iflas riskini de artırır. Dış borçların dış gelirlere oranla artması borç yükünü ağırlaştırır.

**Ekonomik gelişmişlik düzeyi:** Ülkeler belli bir gelişmişlik düzeyine ulaştığında borcun geri ödenmeme riski azalır.

**Ülkenin temerrüt geçmişi:** Bir ülkenin yakın geçmişte borçlarını ödemekte temerrüde düşmüş olması da büyük ölçüde bir kredi riski olarak algılanmaktadır. Borçlarını ödemekte söz konusu ülkenin nasıl bir geçmişe sahip olduğu itibarı açısından oldukça önemlidir.

Ülke riskinin ölçümünde ekonomik göstergelerin yanında, ölçülmesi oldukça zor olan, politik ve sosyal göstergeler de incelenmektedir.

### 2.2.2. Politik Faktörler

Kredi notunu etkileyen ekonomik faktörler kadar politik faktörlerde önemlidir. Politik risk, savaş, iç isyanlar, işgaller, farklı ideolojik yapılar, ekonomik çıkar çatışmaları, bölgeselcilik, politik sürtüşmeler gibi iç faktörler ve ülkenin dış yükümlülüklerine bağlılığı, uluslararası güvenliği ve komşularıyla ilişkileri gibi dış faktörlerden oluşmaktadır. Bir ülkede politik riski belirleyen iç ve dış faktörler tabloda gösterilmektedir.

**Tablo 12: Politik Risk Faktörleri**

İÇ FAKTÖRLER	Politik yapı ve kurumlar
	İdeolojik yapı
	Kültürel yapı
	Güç merkezleri
	Bürokrasi
DIŞ FAKTÖRLER	Bölgesel ekonomik ve savunma ittifakları
	Süper güçlerle ilişkiler
	Komşularla ilişkiler

(Chang, 2005: 25-26).

Literatürde de politik kriz ve borç ödememe arasında bir ilişkinin olduğu belirtilmektedir. Bir ülkede hükümetin amaçlarıyla seçmen tercihi arasında bir uyumsuzluk mevcut ise politik kriz ortamından söz edilebilmekte, böyle bir ortamdaki ülkenin aynı zamanda yüksek dış borç stokuna sahip olması da dış borç geri ödememe (default) ihtimalini artırabilmektedir. (Iyengar, 2010:12). Ülkede yaşanan politik istikrarsızlık, ekonomik dengeleri bozarak borç geri ödemelerinin

yerine getirilmesini engel olabilir. Örneğin; iktidar değişmiş olabilir ve yerine gelen iktidar diğer hükümetten kalan borçları benimsemeyip bu borçların ödenmesi için erteleme, pazarlık gibi farklı yolları seçebilir (Erkan, Demircioğlu, 2010: 112).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin risk analizinde politik istikrarın önemi farklıdır. Az gelişmiş ülkeler politik istikrarsızlıklara karşı çok daha duyarlıdır ve politik hayatta yaşanan bir olumsuzluk ülkenin ekonomisini doğrudan etkilemekte ve borç ödemesini riske sokmaktadır. Gelişmiş ülkeler için önem taşımayan bir politik olay, gelişmekte olan ülkede büyük etkiler yaratabilmektedir (Balkan, 1995: 29).

### 2.2.3. Sosyal Faktörler

Bir ekonomide sosyal istikrar ekonomik ve ekonomik olmayan faktörlerden oluşmaktadır. Ekonomik olmayan faktörler, İç kargaşa, aşiret çatışması, düzensiz gelir dağılımı, dinsel bölünme, sosyal sınıflar arası çatışmalar gibi faktörlerden oluşmaktadır. Bu nedenle ülke risk analizlerinde borçlu ülkelerin, nüfus yoğunluğu, eğitim düzeyi, gelir dağılımı, sendikalaşmalar ve dini gruplaşmalar gibi faktörler değerlendirilmektedir (Yörük, 1999:6). Kişi başına düşen gelir, gelir ve servet dağılımı, işsizlik oranı gibi bazı ekonomik faktörlerin de ülkelerin sosyal çevre üzerindeki etkileri dolayısıyla politik risk seviyesini etkiledikleri görülmektedir (Sunar, 1994: 13).

Ayrıca ülkede çok fazla etnik ve dini farklılıkların bulunması ülkede bir çatışma çıkması ihtimalini yükselten bir unsurdur ve politik istikrarı olumsuz etkileyerek ülkenin riskliliğini artırıcı etkide bulunur. Ancak politik faktörler gibi sosyal faktörlerin de rakamsal olarak ifade edilmesindeki güçlük kesin sonuçlara ulaşmayı güçleştirmektedir.

### 2.3. KREDİ NOTLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLERİ İNCELEYEN AMPİRİK ÇALIŞMALAR LİTERATÜRÜ

Çalışmanın ilerleyen kısmında kredi notunu belirleyen faktörlerle ilgili ampirik literatür tablo halinde incelenmektedir.

**Tablo 13: Kredi Notunu Belirleyen Faktörlerle İlgili Yapılan Ampirik Çalışmalar**

Çalışma	Örneklem	Yöntem	Sonuç
Cantor ve Packer (1996)	Moody's ve S&P tarafından derecelendirilen 49 ülke, 1987-1995 dönemi	Çoklu regresyon	Kredi derecelendirmenin belirleyicileri olarak, büyüme, kişi başına düşen gelir, enflasyon, dış borç, ekonomik kalkınmışlık düzeyi ve ülkenin temerrüd geçmişi faktörleri göze çarpmaktadır.
Ferri, Liu ve Stiglitz (1999)	Moody's ve S&P tarafından derecelendirilen Asya ülkeleri, 1997-1998 dönemi	Çoklu regresyon	Kriz dönemlerine kredi notlarının değiştiği sonucuna ulaşmışlardır.
Gür (2000)	Moody's, Fitch ve S&P tarafından derecelendirilen 34 ülke, 1990-1998 dönemi	Tobit Model	Ülke notu verilirken politik risk değişkenleri dikkate alınmamaktadır. Bu da ölçümlerin sağlıklı olmasına neden olmaktadır



Mulder ve Perrelli(2001)	Moody's ve S&P tarafından derecelendirilen 25 ülke, 1992-1997 dönemi	Panel Veri Analizi	Genel olarak temel makroekonomik değişkenler kredi notunu belirlerken, özellikle kriz dönemlerinde yatırımların GSYİH'ya oranı ve kısa dönemli borçlanmalar daha belirleyici olarak gözlenmektedir.
Afonso(2002)	81 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke 2001 yılı için yatay kesit veriler	En Küçük Kareler Yöntemi	Kredi notunun belirleyicileri olarak, kişi başına düşen GSYİH, dış borç, reel büyüme oranı, enflasyon, ülkenin temerrüd geçmişi ve ekonomik kalkınmışlık düzeyi gösterilmektedir.
Canuto, Santos ve Porto(2004)	Moody's, Fitch ve S&P tarafından derecelendirilen 66 ülke, 1998-2002 dönemi	3 yöntem -Pooled Cross Section -Sabit Etki Modeli -Birincil Ayırma Yöntemi	Yüksek kredi notunun belirleyicileri olarak, yüksek düzeyde kişi başına düşen gelir, düşük seviyede dış borç/cari açık, yüksek reel büyüme oranı, düşük enflasyon, ve yerel yönetimlerin toplam borcunun

			düşük miktarda olması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.
Bissondoyal-Bheenick, Brooks ve Yip (2005)	Moody's,, Fitch ve S&P tarafından derecelendirilen 94 ülke, 2002 dönemi	-Sıralı Probit Model	Kredi notunun en temel belirleyicileri olarak GSYİH, teknolojik gelişme ve enflasyon gösterilmektedir.
Mora (2006)	Moody's, ve S&P tarafından derecelendirilen tüm ülkeler, 1989-2001 dönemi	-Doğrusal model -Sıralı Probit Modeli	Kredi notlarının kriz dönemlerinde bile sabit kaldığı çok kolay değişmediği sonucuna ulaşılmıştır.
Mellios ve Paget-Blanc (2006)	Moody's,, Fitch ve S&P tarafından derecelendirilen 86 ülke, 2003 dönemi	-Sıralı Logit modeli -Doğrusal Regresyon Modeli	Kredi notlarının belirlenmesinde kişi başına düşen gelir, milli gelir, reel döviz kuru değişimleri, enflasyon oranı ve temerrüd geçmişi önemlidir. Ayrıca ülkedeki yolsuzluk da belirleyici rol oynamaktadır.
Halim, Nurazira ve Ainulashikin (2008)	1991-2004 çeyrek veri, Malezya	Bound Test Yaklaşımı	Malezya'da kredi notunun belirleyicisi olarak borçların sürdürülebilir durumda olması gösterilmektedir.

Iyengar(2010)	Moody's, ve S&P tarafından derecelendirilen 93 ülke, 2007 yılı için yatay kesit veriler	En Küçük Kareler Yöntemi	Kredi notunun belirleyicileri olarak, kişi başına düşen gelir, dış borç, iç borç ve ekonomik kalkınmışlık düzeyi gösterilmektedir.
Kalaycı, Demir ve Gök (2010)	Fitch tarafından derecelendirilen 27 AB ülkesi ve Türkiye, 2000-2008 dönemi	Diskriminant Analizi	Kredi notunun belirleyicileri olarak Tüketici Fiyatları, Yurtiçi Tasarruflar/GSYİH, DışFaiz Servisi ve Genel Yönetim Faiz Dışı Bütçe Dengesi/GSYİH değişkenleri gösterilmektedir. Ayrıca analiz sonucunda Türkiye ekonomik göstergeler bakımından daha iyi kredi notlarını hak ederken, sosyal ve politik faktörlerden dolayı notu daha düşük kalmıştır

Afonso, Gomes ve Rother (2011)		Doğrusal ve sıralı tepki modeli	Kredi notunun belirleyicisi olarak kısa dönemde kişi başına düşen GSYİH, büyüme hızı, kamu borcu ve bütçe dengesi gösterilirken, uzun dönemde güçlü bir devlet, dış borç, yabancı rezervler ve ülkenin temerrüd geçmişi gösterilmektedir.
Gültekin-Karakaş, Hisarcıklılar ve Öztürk(2011)	Moody's tarafından derecelendirilen 106 yüksek ve düşük gelirlili ülke, 1999-2010 dönemi	Sıralı Probit Model	Ülke notları verilirken yüksek gelirlili ve düşük gelirlili ülke ayrımı yapılmaktadır. Yüksek gelirlili ülkelerde not verilirken daha çok makroekonomik faktörlere dikkat edilirken, düşük gelirlili ülkelerde politik ve sosyal faktörler daha çok ön plana çıkmaktadır.

Şahinöz ve Gönenc (2011)	S&P tarafından derecelendirilen 18 gelişmekte olan ülke, 1998-2008 dönemi	Panel veri analizi	Kredi notlarını yükseltmek isteyen gelişmekte olan ülkelerin büyümelerini artırmaları, politik istikrarı sağlamaları ve borçlarını azaltmaları gerekmektedir. Ayrıca kurumsal kalite ve para politikası da kredi notu üzerinde oldukça etkilidir.
Emara(2012)	Moody's tarafından derecelendirilen 37 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke 1989-2006 dönemi	İki Aşamalı En Küçük Kareler Regresyonu	Finansal yapıyı güçlendirmek ve enflasyonu düşürmek kredi notunun temel belirleyicileridir.
Alsakka ve Gwilym(2012)	6 kredi derecelendirme şirketi (3'ü büyük şirket, 3'ü küçük) tarafından derecelendirilen 49 gelişmiş ekonomisi 2000-2008 dönemi	Sıralı Probit Model	Kredi notları büyük ve küçük derecelendirme kuruluşlarına göre farklılaşmaktadır. Küçük derecelendirme kuruluşlarında yüksek notlar kamu kesiminin başarısına göre verilmektedir.

Kredi notlarını belirleyen faktörlerle ilgili literatür incelendiğinde Cantor ve Packer (1996), Afonso (2002) ve Canuto, Santos ve Porto (2004) çalışmalarında, kişi başına düşen gelirin, GSYİH büyümesinin, enflasyonun, dış borcun, ekonomik gelişmişlik düzeyinin ve ülkenin temerrüd geçmişinin ülke riskini ya da kredi notunu etkileyen temel faktörler olduğunu savunmaktadırlar. Mulder ve Perrelli (2001) ve Mora (2006) çalışmalarında krizlerin ülkelerin kredi notlarında önemli değişikliklere neden olduğu, bu yüzden kısa süreli borçların kredi notlarını etkilediği belirtilmektedir. Bissoondoyal-Bheenick ve diğerleri (2005) çalışmasında ise kredi notunu belirleyen temel faktörlerin kişi başına düşen gelir, teknolojik gelişme ve enflasyon olduğunu ifade etmektedirler. Halim, Nurazira ve Ainulashikin (2008) çalışmalarında kredi notunu etkileyen faktörlerin borçların sürdürülebilirliği olduğunu savunmaktadırlar. Kalaycı, Demir ve Gök (2010) çalışmalarında, Kredi notunun belirleyicileri olarak Tüketici Fiyatları, Yurtiçi Tasarruflar/GSYİH, Dış Faiz Servisi ve Genel Yönetim Faiz Dışı Bütçe Dengesi/GSYİH değişkenleri gösterilmektedir. Alsakka ve Gwilym (2012) çalışmalarında, Kredi notlarının büyük ve küçük derecelendirme kuruluşlarına göre farklılaşmaktadır. Küçük derecelendirme kuruluşlarında yüksek notlar kamu kesiminin başarısına göre verilmektedir.

Çalışmanın izleyen kısmında kredi derecelendirme kuruluşlarının işleyiş yapıları incelenecektir.

## **2.4.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ YAPILARI VE İŞLEYİŞLERİ**

Temel kredi derecelendirme kuruluşları yukarıdaki kısımda da değinildiği üzere üç tanedir. Bunlar Standardandpoors, Moody's ve Fitch'dir. Çalışmanın izleyen kısmında bu üç kuruluşun işleyiş yapılarıyla ilgili değerlendirme yapılmaktadır.<sup>12</sup> Genel olarak piyasada Moody's %40, Standard&Poors %40 ve Fitch %15 oranında paya sahiptir. Geri kalan %5'lik kısım ise diğer derecelendirme şirketlerine aittir (Scalet, Kelly, 2012: 478).

---

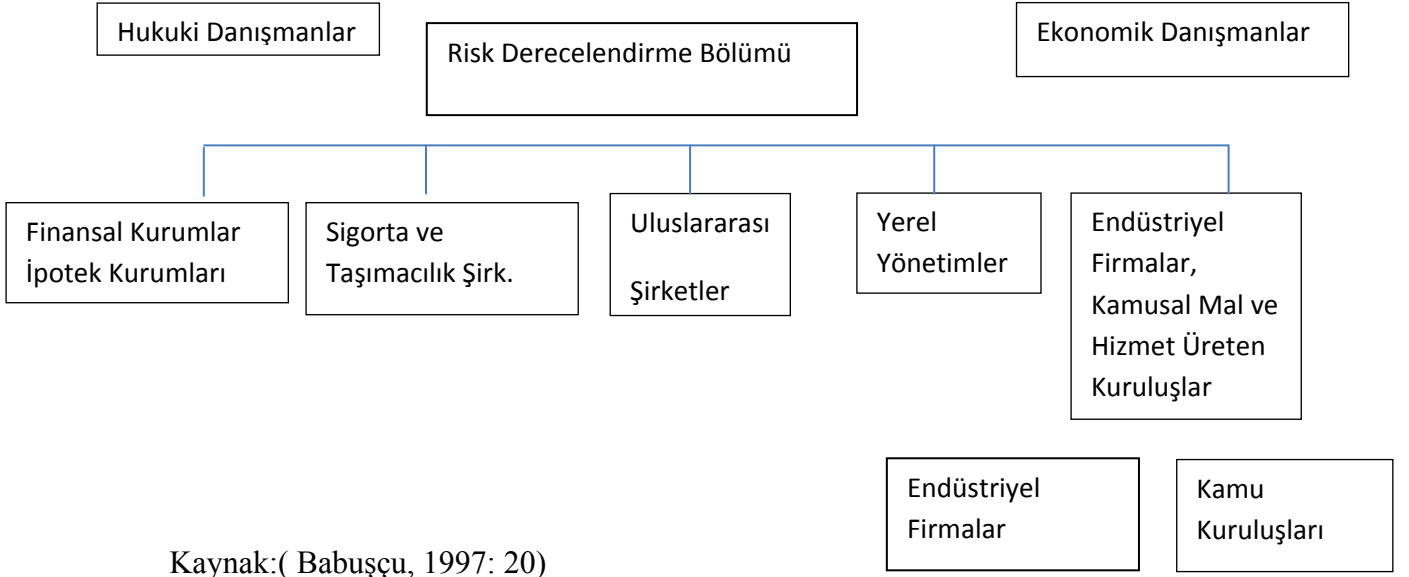
<sup>12</sup>Bu kuruluşların işleyiş yapıları için ağırlıklı olarak kendi web sitelerinden yararlanılmıştır.

*Standard&Poors*, ABD Sermaye Piyasası Komisyonuna göre ulusal kabul görmüş derecelendirme kurumu (NRSRO) olarak tanımlanan ilk şirketlerden biri olan StandardandPoor's, 1906 yılında Standard İstatistik Bürosu adıyla, ABD hisse senetleri hakkında istatistiki bilgi sağlamak amacıyla kurulmuştur. 1916 yılında şirket tahvillerini değerlendirmeye başlayan kurum, 1941 yılında, finansal bilgi sağlamak için 1860 yılında kurulan Poor's Yayıncılık ile birleşerek StandardandPoor's (S&P) adını almıştır. 1970'li yılların sonunda S&P kredi mektubu, ABD dışındaki sigorta şirketleri, banka, finansal kefalet veren şirketlerin ve bono garantili finansal işlemlerinde derecelendirmesini yapmaya başlamıştır. Ayrıca ilk derecelendirme kriterlerini tanımlamış ve derecelendirme ile ilgili seminerler düzenlemeye başlamıştır. 1981 yılında uluslararası kredi piyasalarını inceleyen "Credit Week" dergisini yayınlamışlardır. 1986 yılında Tokyo'da ofis açılmış ve bu ofiste Standard and Poors'un ilk kadın başkanı çalışmaya başlamıştır. Burada ilk olarak varlığa dayalı menkul kıymetler derecelendirilmeye başlamıştır. 90'lı yılların sonlarında S&P global operasyonlarını iyice artırarak New York merkezli olmak üzere 23 ülkede ofisleri ve 6500'den daha fazla çalışanları bulunmaktadır.

S&P şirketinin temel prensipleri aşağıda özetlenmektedir:

- 1) Denetleme ve Güncelleme:
- 2) Kaliteye önem verme: Ulaşabildiği tüm bilgileri tüm şeffaflığıyla, doğru metodolojiler uygulayarak ve uzmanlaşmış personelle değerlendirerek iyi bir hizmet sunmak
- 3) Uyum: Piyasada faaliyet gösteren ilgili kurumlarla uyumlu olmak ve objektif değerlendirmeler yapmak.
- 4) Şeffaflık ve doğru zamanlama: Tüm piyasanın kolayca ulaşabileceği ve düzenli aralıklarla yayınlar yayınlamak
- 5) Bilgiyi zamanında sağlama: Elde edilen bilgileri kurumları onayından sonra yayınlamak.
- 6) Bağımsızlık: Bağımsız değerlendirme yapmak amacıyla ilişkilerde ödün vermeme

**Şekil 2: S&P Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Şeması**



Kaynak:( Babuşçu, 1997: 20)

Şekil 2’de S&P’un derecelendirme bölümünün organizasyon yapısı gösterilmektedir. Bu doğrultuda, hukuki ve ekonomik danışmanlarla birlikte finansal kurumları, ipotek kurumlarını, sigorta ve taşımacılık şirketlerini, uluslararası şirketleri, yerel yönetimleri, endüstriyel firmaları ve kamusal mal ve hizmet üreten kuruluşları derecelendirmektedirler.



**Tablo 14: Standard and Poor’s Risk Göstergeleri**

POLİTİK RİSK	Hükümetin Şekli ve Politik Kurumların Uyumu
	Halkın yönetime katılım derecesi
	Lider arasındaki uyum
	Ekonomik politika amaçlarında işbirliği derecesi
	Küresel ticaret ve mali sisteme entegrasyon
	İç ve dış güvenlik riskleri
GELİR VE EKONOMİK YAPI	Yaşam standardı, gelir ve servet dağılımı
	Ekonomik yapının türü: Piyasa ve planlama ekonomisi
	Kaynak donanımı ve çeşitliliği
EKONOMİK BÜYÜME	Tasarruf ve yatırımların büyüklüğü ve kompozisyonu
	Ekonomik büyümenin oranı ve gelişimi
MALİ ESNEKLİK	Toplam Bütçe Dengeleri
	Vergi tahsilatında esneklik
	Harcama baskısı
KAMU BORÇ YÜKÜ	Genel hükümetin mali varlıkları
	Kamu borcu ve faiz yükü
	Kamu borcunun döviz cinsinden kompozisyonu ve yapısı
	Sosyal güvenlik ödemeleri
	Bankacılık, özel sektör ve diğer yükümlülükler
FİYAT İSTİKRARI	Fiyat artış göstergeleri
	Para ve kredilerin büyüme oranları
	Döviz kuru politikası
	Merkez bankası bağımsızlığı
ÖDEMELER DENGESİ ESNEKLİĞİ	Mali ve parasal politikaların dış dengeler üzerindeki etkisi
	Cari işlemler hesabının yapısı
	Sermaye hareketlerinin kompozisyonu
DIŞ BORÇ VE LİKİDİTE	Kamu dış borcunun büyüklüğü ve kompozisyonu
	Bankaların ve diğer kamu ve özel kuruluşlarının ülkenin beklenmedik yükümlülükleri açısından önemi
	Vade yapısı ve borç servisi yükü
	Rezervlerin ve diğer kamu dış varlıklarının seviyesi ve kompozisyonu
	Borç servisinin tarihsel gelişimi

Kaynak: [www.standartandpoor's.com](http://www.standartandpoor's.com)

Tablo 14'de S&P'un derecelendirme kriterleri gösterilmektedir. S&P derecelendirme yaparken, ekonomik, sosyal, politik ve mali kriterleri göz önünde bulundurmaktadır.

**Moody's**, kredi notları, araştırmalar, araçlar ve analizler sağlayarak, mali piyasaların şeffaf ve güvenilir çalışmasına katkıda bulunan üç önemli derecelendirme kuruluşundan biridir. Moody's 2011 yılı itibariyle 2,3 milyar dolarlık bir gelir, dünya çapında yaklaşık 6500 çalışan ve 28 ülkede ofise sahiptir. Şirketin kredi notları ve analizleri 110 ülkeyi, 11.000 ihraççı şirketi, 22.000 kamu finansmanı ihraççısını ve 94.000 yapılandırılmış finansman tahvilinden fazlasını kapsamaktadır.(www.moody's.com)

Moody's, 1900 yılında John Moody olarak kurulmuş, çeşitli hisse senetleri ile kamu tahvillerine ait istatistikleri yayınlamaya başlamıştır. 1914'de şirketin bünyesinde Moody's Yatırımcı Hizmetleri (Moody's Investor Services-MIS) oluşturulmuş, kamu borçlanma araçlarına yönelik derecelendirme yapılmaya başlanmıştır. Moody's 1970'li yıllarda özel kesim tahvillerini de derecelendirmeye başlamıştır. Kredi derecelendirme faaliyetleri Moody's Yatırımcı Hizmetleri bölümünde yapılırken, risk analizi, analitik değerlendirme modelleri, kredi yönetimi yazılımları, finansal istatistik ve araştırma raporlarının hazırlanması gibi diğer faaliyetler Moody's Analytics (MA) bölümünden yürütülmektedir.

Moody's şirketinin temel prensipleri aşağıda özetlenmektedir(www.moody's.com):

1) Kaliteye önem verme: Objektif değerlendirme yapmak amacıyla sağlıklı veri setlerinin oluşturulması ve daha sonra bunların uzmanlaşmış analistlerle birlikte değerlendirilmesi.

2) Uzun döneme odaklanma: Moody's tarafından derecelendirme yapılırken daima uzun dönemli ölçümler hedeflenmektedir. Bu yüzden kısa dönemli ekonomik dalgalanmalar ve arz talep değişkenleri ölçümlerde mümkün olduğu kadar az dikkate alınmaktadır. Önemli olan borcun uzun dönemde geri ödenip ödenmeme olasılığıdır.

3) Küresel uyum sağlama: Derecelendirme yapılırken küresel beklentilerin de dikkate alınması ve tüm derecelendirme faaliyetlerinin karşılaştırılabilir düzeyde olması

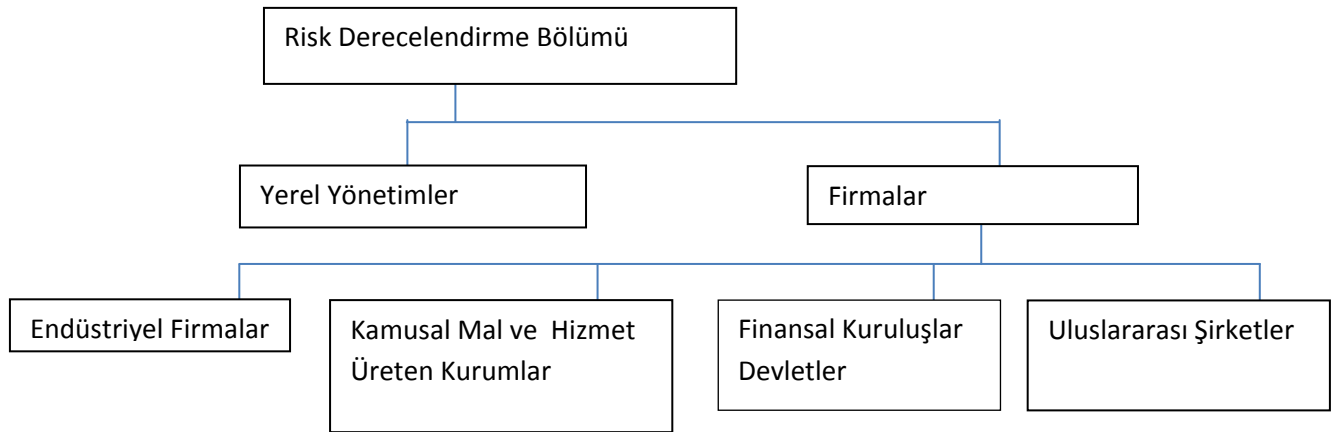
4) Nakit akışının düzeyi ve tahmin edilebilirliğini kontrol etme: Borçların anapara ve faiziyle birlikte geri ödenebilme risklerinin karşılaştırılıp bu doğrultuda gelecekte gerek duyulacak nakit akışı kapasitenin belirlenmesini sağlamak

5) Farklı senaryoları değerlendirmek: Borçlunun içine düşebileceği farklı durumları gözönünde bulundurmak.

6) Yerel muhasebe uygulamalarını da gözlemlemek: Dünyada geçerli temel muhasebe sistemleriyle birlikte farklı uygulamaları da inceleyip nakit getirisi potansiyeli oluşturmak

7) Sektöre özel analiz yapmak: Sektörlerde oluşabilecek risklerin farklılaşmasından dolayı değerlendirmeyi daha gerçekçi yapmak için sektörleri ayrı ayrı incelemek.

### Şekil 3: Moody's Organizasyon Şeması



Kaynak: (Babuşcu, 1997: 19).

Şekil 3'de Moody's derecelendirme kuruluşunun organizasyon şeması gösterilmektedir. Moody's de S&P gibi yerel yönetimleri ve ulusal uluslararası tüm firmaları derecelendirmektedir.

**Tablo 15: Moody's Ülke Risk Göstergeleri**

POLİTİK DİNAMİKLER VE SOSYAL YAPI	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
	MALİ YAPI
Borç yükü	
Ödemeler dengesi	
Eyalet ve Yerel yönetimler	
EKONOMİK YAPI	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

www.moody's.com

Tablo 15'de Moodys'in derecelendirme kriterleri gösterilmektedir. Moody's derecelendirme yaparken ekonomik, politik, sosyal ve mali kriterlere dikkat etmektedir.

**Fitch**, Londra ve Newyork olmak üzere iki şirket merkezi bulunan Fitch'in dünya çapında 50'nin üzerinde ofisi bulunmaktadır. Uluslararası alanda faaliyet gösteren bir diğer derecelendirme kurumu olan Fitch, 1913 yılında Fitch Yayıncılık Şirketi adıyla kurulmuştur. İlk olarak New York Borsasında işlem gören şirketlere yönelik istatistik veriler yayınlayan Fitch, daha sonra şirket ve kamu tahvillerini de

derecelendirmeye başlamıştır. 1924 yılında ise ilk defa üç harfli not sistemini başlatmıştır. (AAA'dan D'ye kadar). 1975 yılında NRSRO tarafından tanınmış üç derecelendirme şirketinden birisi olmuştur.

Fitch kredi derecelendirme faaliyetinden farklı hizmetler de sunmaktadır. Fitch'in Fitch Solution ve Fitch Training olmak üzere iki bölümü bulunmaktadır. Fitch Solutions bölümü, data seti oluşturmada, makro ekonomik analizler ve risk analizlerinde bulunmakta, yatırım danışmanlığı ve kredi derecelendirmenin pazarlamasını yapmaktadır. Fitch Training bölümünde ise, kurumsal yönetim ve kredi derecelendirmeleriyle ilgili eğitim verilmektedir.

Fitch şirketinin temel prensipleri aşağıda özetlenmektedir:

- 1) Uyum: Derecelendirme kriterlerinin ve metodolojilerin tüm dünyada uyumlu olmasına dikkat etmek
- 2) Düzenli Yayınlar: Yayınlar günlük ve aylık olarak güncellenmektedir.
- 3) Kanunlara uygunluk: Tüm denetleme kuruluşları tarafından belirlenen düzenleme ve denetim standartlarına tam uyum
- 4) Etkin risk yönetimi: Risk modeli hesaplamalarında en doğru ve güncel derecelendirme
- 5) Risk algılaması: Kapsamlı ve beklentilere yönelik analiz yapılması
- 6) Müşteri odaklı bilgilendirme: Derecelendirilen tüm kurumlara detaylı bilgi sunulması
- 7) Piyasa Araştırması: Piyasaların düzenli olarak takip edilmesi ve değerlendirmelerin revize edilmesi
- 8) Operasyonel performans: Elektronik ortamda anlık ve sağlıklı verilere kolayca ulaşım sağlama.

**Tablo 16: Fitch Ülke Risk Göstergeleri**

Demografik faktörler, eğitim ve yapısal faktörler
İşgücü piyasası analizi
Üretim ve ticaret yapısı
Özel sektörün dinamizmi
Arz 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

[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Tablo 16’da Fitch’in derecelendirme yaparken dikkat ettiği faktörler gösterilmektedir. Fitch daha çok ekonomik ve sosyal faktörleri dikkate almaktadır.

Üç büyük derecelendirme kuruluşunun derecelendirme kriterleri incelendikten sonra kriz dönemlerindeki tutumları çalışmanın ilerleyen kısmında anlatılmaktadır.

## **2.5. EKONOMİK KRİZLER VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ DAVRANIŞLARI**

Bu konuyla ilgili literatür incelendiğinde çalışmalar kredi derecelendirme kuruluşlarının bazı durumlarda krizleri önleyebildiği ancak çoğu zaman ülkeleri değerlendirmeleri sonucu yatırımcılara doğru yol göstermeyip beraberinde finansal krizlere neden olduğu düşünceleri üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Yatırımcılar yatırım yapacakları ülkelerin ekonomik yapısını ve durumunu KDK’ların verdikleri notlara bakarak değerlendirmektedirler. Bu açıdan kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin potansiyel sermaye hareketlerini belirlemekte önemli kuruluşlardır (Calvo, Mendoza, 2000: 17).

Duru (2000: 18-20) çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının bazı durumlarda finansal krizleri önlediğini belirtmektedir. Bu doğrultuda ilk olarak, kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları değerlendirmeler sonucunda

piyasalara öncülük ettiklerini ve piyasaların bu duruma göre önlemlerini alabildiklerini ifade etmektedir. Yani KDK'ların yatırımcılara kılavuzluk ettiklerini savunmaktadır. Bir diğer önleyici faktör olarak kredi notunun düştüğü zaman borçlanma maliyetlerinin arttığını ve bu artışların piyasalardaki aşırı borçlanma miktarlarını engellediğini belirtmektedir. Bir başka savunduğu faktör, uluslararası piyasalardaki istikrarsızlıkların kalıcı olmasını engellemesidir. Bunu da uygulanan ihtiyatlı maliye politikalarına bağlamaktadır. Son olarak ise KDK'ların piyasaya bilgi verdikleri için asimetrik bilgiyi ortadan kaldırdıkları ve zorlukların önüne geçtiğini belirtmektedir.

Ancak son yıllarda sıkça yaşanan krizler sonucunda KDK'lara yönelik eleştiriler de bulunmaktadır. Bu noktada ilk olarak geri ödememe riskinin borçlunun borçluyu geri ödemedeki durumundan çok isteğine bakarak belirlenmektedir. Dolayısıyla kredi notu gerçekçi olamayabilir. Bir diğeri KDK'ların ulaştıkları bilgilerin yeteri kadar şeffaf ve güncel olmayışı ve KDK'ların çoğunun ABD şirketleri olmasıdır (Duru, 2000: 21-23).

Gür (2011: 75-80) çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke riskleri hakkında piyasalara zamanında ve doğru bilgi veremediklerini ve kredi notu değişikliklerini zamanında gerçekleştiremediklerini ifade etmektedir. Bir başka eleştiri olarak, notlarını düşürdüğü ülkelerin durumlarının daha da kötüye gittiği ve krizi daha da derinleştirdiği, bir diğeri büyük not indirimlerinin kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güveni azalttığını, kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme kriterlerinin yeterince açık olmadığı ve kamuoyuyla yeterince paylaşılmadığı, finansal işlemlerin yürütülmesinde kredi notlarına aşırı bağımlı kalınması ve son olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notu verirken ücret talep etmesi ve bunun sonucunda ülkedeki yatırımcıların çıkarlarını kollamak amacıyla krizin öncesinde ülke kredi derecelerini düşürmemeleri ve oluşacak krizi daha da ağırlaştırmaları kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen temel eleştiriler arasındadır.

Ayrıca derecelendirme kuruluşlarının firmaların finansal problemlerini her zaman, zamanında ve doğru olarak tespit edemediği de bir gerçektir. Bunun en güzel örneği Enron Şirketi'dir. Derecelendirme kuruluşları, Enron'un iflas başvurusundan

çok kısa bir süre öncesine kadar firmanın problemlili olduğunu tespit edememiştir. (Hatipler, 2011: 199-200)

Reinhart (2001: 27) çalışmasında ülkenin kredi notunun düşük olduğunda sermaye piyasasından borçlanabilme imkanı azalır. Bu durumun ülkeye para girişi olamayacağından dolayı, ülkeyi yeni bir krize sürükleyebileceğini ifade etmektedir. Goldstein, Kaminsky, ve Reinhart (2000: 29) çalışmalarında, kredi notlarının krizleri belirleme gücünün makroekonomik değişkenlerin krizleri belirleme gücü kadar fazla olmadığını gözlemlemişlerdir. Amadou (2004:16) çalışmasında KDK'ların krizleri önceden tahmin edebilmesinin başarısızlığının nedeni olarak, piyasalara zamanında ve kapsamlı bilgi sağlayamamaları olarak göstermektedir.

Ancak kredi derecelendirme kuruluşları da bu durumun farkındadır. Bu yüzden çeşitli önlemler almaktadır. Bunların başında değerlendirme kriterlerinin şeffaflığının ve denetimini artırılması, çıkar çatışmasının engellenmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirliğin artırılması ve rekabetin artırılması gelmektedir. (Gür, 2011: 83-86).

**Meksika Krizi**, Meksika ekonomisi 1980'li yıllara kadar düzgün politikalarla, yeni petrol yataklarının bulunması ve yabancı yatırımcılardan aldıkları kredilerle genişleme dönemi yaşamıştır. Ancak 1982 yılında yaşanan borç kriziyle birlikte daralma dönemine girmiştir. Bu dönemde durgunluğu önlemek amacıyla çeşitli reformlar gerçekleştirilmiştir. Bunlar içinde en önemli gelişme 1985 yılında dış ticaretin serbestleştirilmesi ve 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir (Edwards, 1997: 10). Ayrıca aynı yıl ABD hazine bakanı Nicholas Brady tarafından hazırlanan Brady planıyla birlikte Meksika'nın borçlarını oluşturan tahviller nominal değeri daha düşük olan tahvillerle değiştirilmiştir. Bunun sonucunda Meksika'da faiz oranları düşmüş, bütçe açıkları azalmış ve kısa zamanda mali yapıda bir iyileşme görülmüştür. Böylece Meksika'ya yabancı yatırımcılarda yatırım yapmaya istekli hale gelmiştir. Özellikle 1990-1993 yılları arasında Meksika'ya aşırı sermaye akışları gerçekleşmiştir (Bastı, 2006: 31-32). Bu yıllardan sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının da giderek önemi artmıştır.



Meksika'ya 1990-93 yılları arasında yaşanan aşırı sermaye girişleri, 1994 yılında Amerikan Hazinesi'nin uluslararası piyasalardaki hareketlilik sebebiyle faiz oranlarını artırması ve Meksika'da yaşanan iç kargaşa ile birlikte mali sektörde oluşan sorunlardan dolayı geri çekilmeye başlamıştır. (Apak, Aytaç, 2009: 81). Ayrıca Meksika pezosu aşırı değerlenmiş ve dış ticaret açığı ve cari açık da çok artmıştır. Meksika'nın ekonomik büyümesi de giderek yavaşlamıştır. 1990'lı yılların başında Meksika bankalarının kısa vadeli borçları ve kamu kesiminin döviz cinsinden borçları artmıştır. Bunun yanında gerekli inceleme yapılmadan verilen krediler ve döviz cinsinden yükümlülükler ise banka iflaslarına neden olmuştur. Tüm bunların sonucunda 1994 yılında Meksika pezosunun devalüasyona uğramasıyla kriz başlamıştır (Musacchio, 2012: 8). Krizin sonunda Meksika hükümeti borçlarını ödeyemez hale gelmiş ve ABD ve IMF'den acil durum kredisi almıştır (Krugman, 2001: 55).

**Tablo 17: Meksika Krizi Dönemi Ekonomik Göstergeler ve Kredi Notu Gelişimi**

	1994	1995	1996	1997	1998
Büyüme Hızı (%)	4.5	-6.2	5.2	7	4.6
Tüketici Fiyat Endeksi (%)	7	35	34.4	20.6	15.9
İşsizlik (%)	-	6.3	5.5	3.7	3.5
Cari İşlemler Dengesi (%)	-29.7	-1.6	-2.3	-7.5	-13.6
Toplam Dış Borç (Milyar \$)	140	166.1	157.1	165.4	174.4
<b>Kredi Notu</b>					
Moody's	Baa1	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3
S&P	A+	A	BBB+	BBB+	BBB+
Fitch	BB	BB	BB	BBB-	BBB-

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Tablo 17'de Meksika krizi sonrasında Meksika'nın ekonomik göstergeleri ve kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar gösterilmektedir. Kriz döneminde yüksek olan notların kriz sonrasında düşürüldüğü gözlenmektedir.

**Güney Doğu Asya Krizi**, 1992- 95 yılları arasında Asya ekonomilerini en parlak dönemlerinden birini yaşamıştır. Genellikle tüm ülke ekonomilerinin büyüme oranları ortalama olarak %9 oranında gerçekleşmiştir. Bu duruma Asya ülkelerine giren sermaye miktarındaki artışın neden olduğunu belirtmek kaçınılmazdır. Bu dönemde Asya ülkeleri büyüme stratejilerini dışa dönük olarak belirlemişler ve dış ticarete çok önem vermişlerdir. Dışa açılarak büyüyen bir ekonomi, makroekonomik disiplin, düşük enflasyon oranları bu ülkelere yabancı yatırımları cazip hale getirmiştir. Ancak bunun sonucunda ekonomilerde cari açık problemleri ortaya çıkmaya başlamıştır. Yurtdışından gelen fonların yanlış kullanımı ve mali yapılanmaların yetersiz oluşu sonucu ekonomik yapılarda sorunlar ortaya çıkmaya başlamıştır. Özellikle Tayland, Endonezya ve Kore ekonomilerinde çatırdamalar başlamış ancak şeffaflık olmadığı için bu durum geç anlaşılmıştır. Bankaların yeterli düzeyde araştırma yapmadan verdiği kredilerin geri ödenmemesi de bu durumu daha da kötüleştirmiştir (Bustelo, 1998: 5-6).

Güneydoğu Asya'daki ekonomik yavaşlama ve ticaret açıklarından dolayı yatırımcılar sermayelerini çekmeye başlamışlar ve dolara karşı talep artmıştır. Bunun sonucunda ilk olarak Tayland para birimi baht'ın çökmesi sonucu 1997 yılının temmuz ayında Asya ülkelerindeki borsa, döviz gibi endekslerde büyük etkiler ortaya çıkarmıştır. Tayland'da 1997 yılında %2.4, 1998 yılında %11.4 oranında küçülme görülmüştür. Ayrıca bu yılda Malezya %9.6, Kore %7.5, Filipinler %2.5, Endonezya ise %14.3 küçülmüştür. Bu dönemde yerli paraların yabancı paralar karşısında aşırı düşüşleri yaşanmış, banka iflasları artmış, işsizlik artmış, borsada hızlı düşüşler görülmüş ve ülkeler fakirleşmiştir (Apak, Aytaç, 2009: 18).

Asya krizinden sonra kredi derecelendirme kuruluşları öngörülerinde yanlışlıkları için çok eleştiri almışlardır. Krize kadar uyarı vermeyen kredi derecelendirme kuruluşlarının krizden sonra notlarda hızlı düşüşler yapmasının krizleri daha da derinleştirdiği düşüncesiyle de eleştiri noktası haline gelmişlerdir.

**Rusya krizi** ülkenin borçlarını geri ödeyemeyecek duruma gelmesinden dolayı rublenin devalüe edilmesiyle başlamıştır. Bunun nedeni olarak ise Rusya'nın Asya krizinden sonra yüksek kredi notlarıyla kolay fon bulması ancak bunları verimli yatırımlara yönlendirememesi olarak görülmektedir (Bastı, 2006: 64).

**Brezilya krizi**, Asya krizi sonrasında Brezilya reali de spekülatif saldırılarla karşılaşmış ve paranın değerinin korunması maksadıyla faiz oranları yükselmiştir. Faiz oranlarındaki artış büyümeyi azaltmış, işsizliği artırmıştır. Brezilya krizi ilk olarak gittikçe artan kamu borcunun yüksek faiz oranlarıyla birlikte faiz ödemelerini artırarak bütçe açığını artırması ve beraberinde mali dengeyi bozması, ikinci olarak ise sermaye girişlerinin artmasıyla birlikte reel kurun değerlenmesi sonucu ihracatın azalıp ithalatın artması ve beraberinde dış ticaret açıklarının artması olarak ortaya çıkmıştır. Tüm bunlar nihai olarak piyasalarda güven problemi ve sermaye kaçışlarına neden olmuştur ve 1999 yılında Brezilya’da krize neden olmuştur ve real devalüasyona uğramıştır(Kregel, 2004: 6-7).

**Tablo 18: Brezilya Krizi Dönemi Ekonomik Göstergeler ve Kredi Notu Gelişimi**

	1997	1998	1999	2000
Büyüme Hızı (%)	3,4	0	0,3	4,3
Tüketici Fiyat Endeksi (%)	5,2	1,7	8,9	6
İşsizlik (%)	5,7	7,6	7,6	7,1
Cari İşlemler Dengesi (%)	-3,5	-3,9	-4,3	-3,8
Bütçe Açığı (%)	-5,7	-7,4	-5,3	-3,4
Kredi Notu				
Moody’s	B2	B2	B3	B1
S&P	BB+	BB+	BB-	BB
Fitch	BB-	BB-	B	B+

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Tablo 18’de Brezilya krizi sonrasında Brezilya’nın ekonomik göstergeleri ve kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar gösterilmektedir. Kriz döneminde yüksek olan notların kriz sonrasında düşürüldüğü gözlenmektedir.

**Arjantin krizi**, 1998 Rusya, 1999 Brezilya krizlerinden sonra Arjantin de bu krizlerden etkilenerek ekonomik sıkıntılara düşmüştür. Ekonomik büyüme yavaşlamış, işsizlik artmış ve yabancı yatırımcılar alacakları konusunda güven kaybetmeye başlamışlardır. 2001 yılında Arjantin’in dış borçlarının faiz oranları çok

yükselmiş ve Arjantin'in dış borç alma imkanı kalmamıştır ve Arjantin ekonomisi krize girmiştir.

**Tablo 19: Arjantin Krizi Dönemi Ekonomik Göstergeler ve Kredi Notu Gelişimi**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Büyüme Hızı (%)	8,1	3.9	-3.4	-0,8	-4,4	-10,9
Tüketici Fiyat Endeksi (%)	0,3	0.7	-1,8	-0,7	-1,5	41
İşsizlik (%)	15,9	14.8	16,1	17,1	19,2	22,5
Cari İşlemler Dengesi (%)	-4,1	-4.8	-4,2	-3,1	-1,4	8,5
Bütçe Açığı (%)	-2	-2	-4,1	-3,6	-6	-15,9
Kredi Notu						
Moody's	Ba3	Ba3	B1	B1	Ca	Ca
S&P	BBB-	BBB-	BBB-	BB	CC	CC
Fitch	BB+	BB+	BB+	BB+	DDD	C

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Tablo 19'da Arjantin krizi sonrasında Arjantin'in ekonomik göstergeleri ve kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar gösterilmektedir. Kriz öncesinde yüksek olan notların kriz sonrasında hızlı düşüş gösterdiği görülmektedir.

Genel olarak 1990'lı yıllardaki krizler sürecinde kredi derecelendirme kuruluşlarının davranışları incelendiğinde krizleri öngörmeye yetersiz oldukları, kriz sonrasında hızlı not indirimlerine gittikleri gözlenmektedir. Bazı durumlarda bu hızlı indirimler ülkelerin krizden çıkış süreçlerini daha da zorlaştırmış olarak görülmektedir.

2000'li yıllarda yaşanan krizler ve kriz yaşayan ülkeler çalışmanın izleyen bölümünde incelenecektir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 2000 SONRASI DÖNEM SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE VE TÜRKİYE'DE UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARININ KREDİ NOTLARINA ETKİSİ

Çalışmanın izleyen bölümünde 2000 sonrası dönemde seçilmiş ülkelerde ve Türkiye'de uygulanan maliye politikaları incelenmekte ve bu politikaların kredi notları üzerinde etkisi olup olmadığı ilişkilendirilmektedir.

#### 3.1. 2000 SONRASI DÖNEM SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARI VE KREDİ NOTU GELİŞMELERİ

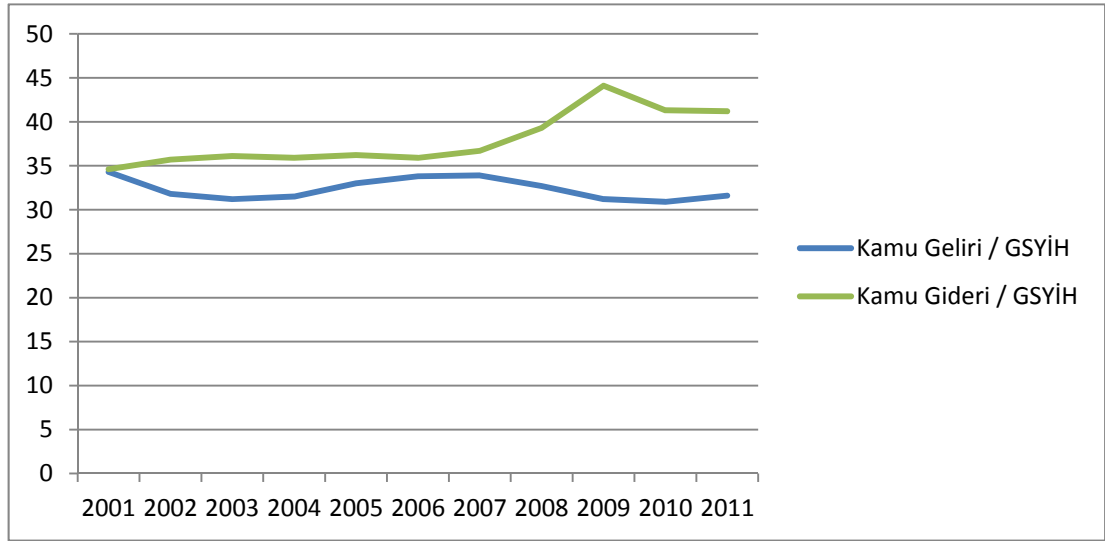
Çalışmanın bu kısmında seçilmiş ülkelerde uygulanan maliye politikaları ve mali görünümleri incelenmekte ve ülkelerin kredi notları ile olan ilişkisi araştırılmaktadır. Bu ülkeler sırasıyla, ABD, Kanada, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, İrlanda, Portekiz ve Yunanistan'dır.<sup>13</sup>

ABD'de 2002 yılına kadar maliye politikasında kurallar uygulanmaktaydı (Kennedy, Robbins, 2003: 6). Ancak 2002 yılından itibaren ihtiyari politikalar ve otomatik stabilizatörler yoluyla maliye politikası uygulanmaktadır. Maliye politikası konjonktür hareketlerine bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Ekonominin durgunluğa girdiği dönemlerde kamu harcamalarının GSYİH içindeki payı artarken, genişleme dönemlerinde kamu harcamalarının GSYİH içindeki payı azalmaktadır. Aynı şekilde kamu gelirleri içinde tersi durum söz konusu olmaktadır. Örneğin ekonomi durgunluk dönemindeyse kamu harcamaları sağlık, işsizlik harcamaları gibi harcamalara yönelmekte, vergilerde ise özellikle gelir ve katma değer vergisinde düşüşler gözlenmektedir (Lucking, Wilson, 2012: 1).

---

<sup>13</sup>Çalışmada bu ülkelerin veri setine dahil edilmesinin nedeni olarak, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından son dönem yaşanan kriz sonucunda notlarının gecikmeli olarak düşürülmesi ya da hiç değiştirilmemesi sonucu dikkat çeken ülkeler olmasıdır.

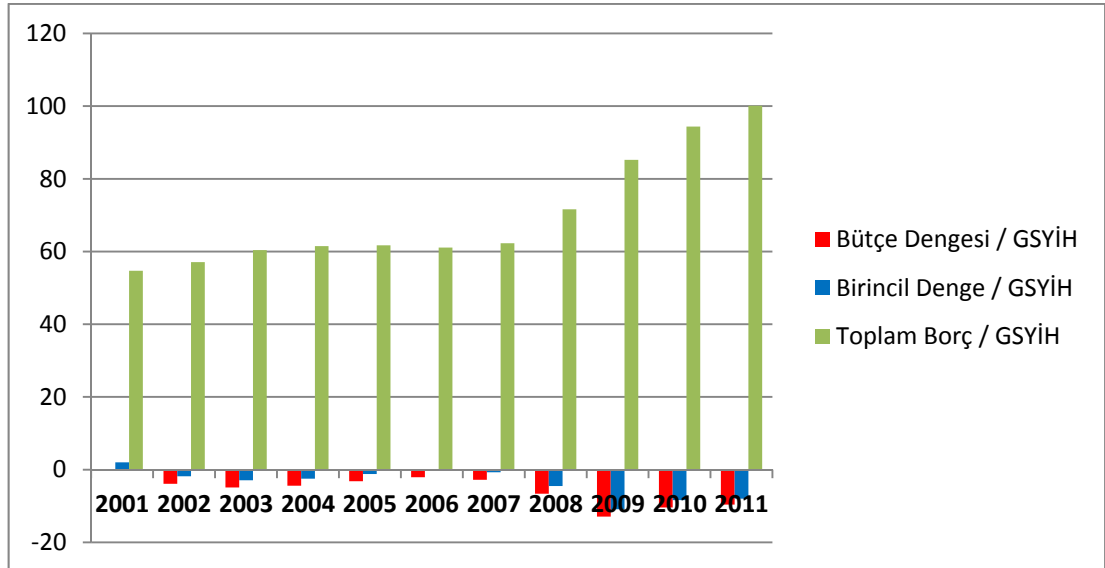
**Grafik 2: 2001-2011 Yılları Arasında ABD'nin Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranı**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 2'de ABD'nin 2001 ve 2011 yılları arasındaki kamu gelirleri ve kamu giderlerinin GSYİH'ya oranları gösterilmektedir. Özellikle 2008 krizi sonrasında giderlerdeki artış ve gelirlerdeki düşüş göze çarpmaktadır.

**Grafik 3: 2001-2011 Yılları Arasında ABD'nin Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 3’de ABD’nin 2001 ve 2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH’ya oranları gösterilmektedir. 2008 yılına kadar %60’lar seviyesinde gerçekleşen toplam borç/ GSYİH oranı krizden sonra % 100’lere yaklaşmaktadır. Bütçe açığının GSYİH’ya oranının %13’lere kadar çıktığı göze çarpmaktadır. Bunun nedeni olarak kriz sonrasında kamu harcamalarının GSYİH’ya oranının artması yani devletin ekonomideki payının artmasıdır.

**Tablo 20: 2001-2011 Yılları Arasında ABD’nin Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody’s	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
S&P	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+
Fitch	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA

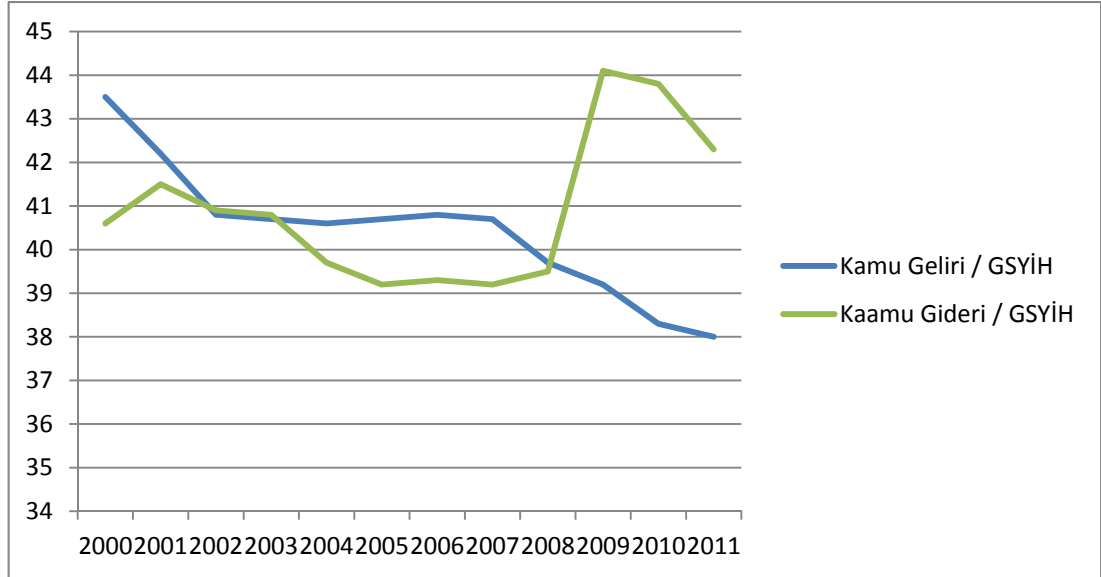
[www.moody.com](http://www.moody.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Tablo 20’de ABD’nin 2001 sonrası dönemde kredi notları gelişimi gösterilmektedir. ABD’nin kredi notlarının 2001 yılından itibaren yüksek seviyede yatırım yapılabilir düzeyde olduğu gözlenmektedir. Ancak 2008 kriziyle birlikte S&P’un 2011 yılında ABD’nin notunu bir puan düşürdüğü gözlenmektedir. ABD’nin mali göstergelerinde görülen hızlı bozulmaların kredi notları üzerinde herhangi bir etkisi görülmemektedir.

*Kanada’nın* maliye politikası 2002’den beri bütçe fazlası verip, borçları azaltmaya yöneliktir. Bu doğrultuda G7 ülkeleri içinde tek bütçe fazlası veren ve olumlu mali projeksiyonları olan ülke konumuna gelmiştir. Bu başarıda yeni harcama programı ve vergi indirimlerinin de payı büyüktür (Traclet, 2004: 19-20).

*Kanada’da* harcamaların kontrol, harcamalar gerçekleşmeden önce ve gerçekleşikten sonra yapılmaktadır. Eğer Maliye Bakanı, bütçeyi parlamentoya sunduktan sonra herhangi bir yıl için belirlenen hedeflerde sapma olursa, düzeltici önlemler almak zorundadır (Şen, 2010: 42).

**Grafik 4: 2000-2011 Yılları Arasında Kanada'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları**

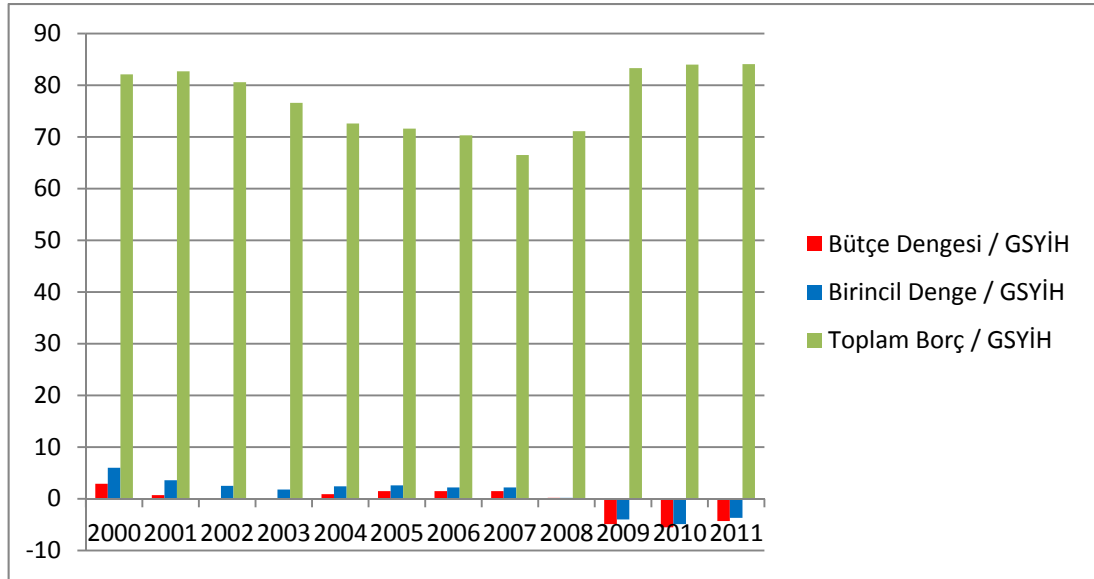


Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 4'te Kanada'nın 2000-2011 yılları arasındaki kamu gelir ve giderleri gelişimi gösterilmektedir. 2008 yılına kadar kamu gelirlerinde artış gözlenirken 2008 sonrasında giderlerde hızlı bir artış, gelirlerde ise azalış gözlenmektedir. Kriz sonrasında Kanada'nın harcama ve gelir kalemlerinde diğer yıllara kıyasla ciddi bir değişiklik gözlenmektedir.



**Grafik 5: 2000-2011 Yılları Arasında Kanada'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 5'de ise Kanada'nın 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH'ya oranları gösterilmektedir. 2008 yılına kadar fazla veren bütçede 2009 yılından sonra açıklar görülmektedir. Kanada'nın borçlarını azaltmadaki başarısı da 2008 yılından sonra biraz azalmış ve borçları artmaya başlamıştır.

**Tablo 21: 2000-2011 Yılları Arasında Kanada'nın Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody's	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
S&P	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Fitch	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA

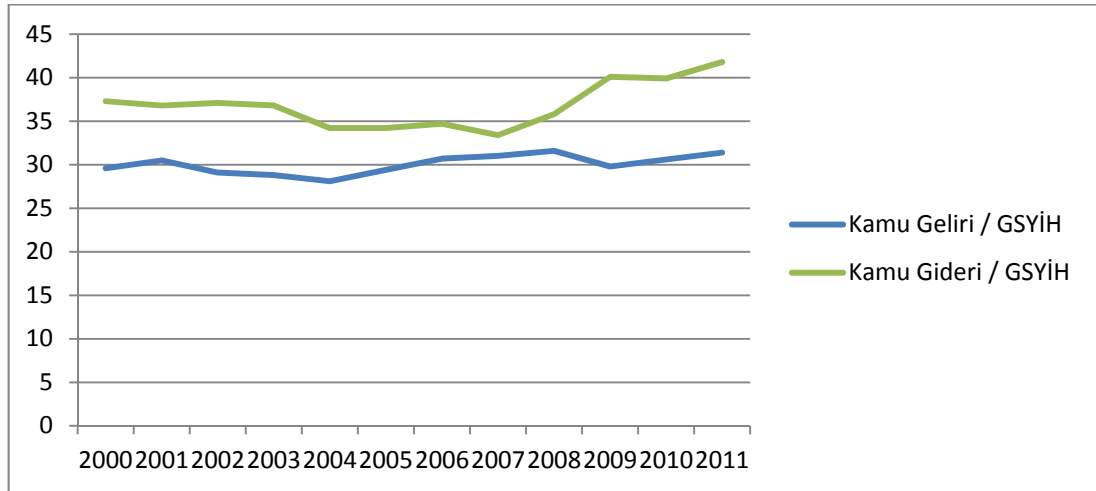
[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Kanada'nın kredi notları 2000 ve 2011 yılları arasında hep yüksek seviyede yatırım yapılabilir düzeydedir. Yıllar itibariyle herhangi bir not değişikliği gözlenmemektedir. 2008 krizinden sonra ortaya çıkan bozuklukların kredi notu üzerinde herhangi bir etkisi görülmemektedir.

*Japonya’da* 1997 yılında Mali Yapısal Reform Yasası çıkarılmıştır. Bu yasaya göre hem merkezi hem de yerel devletin toplam açıklarının GSYİH içindeki payı yüzde üçe düşürülecek ve 2003 yılından sonra da vergiler, sosyal güvenlik primleri ve açık toplamının GSYİH içinde payının %50’yi aşmaması gerekmektedir. Bu hedefleri gerçekleştirmek amacıyla 1998-2000 yılları sayısal limitlerde belirlendi. Ancak patlak veren Asya krizi sonucu yasa uygulanamamıştır (Kennedy, Robbins, 2003: 8-9).

2000 sonrasında ise Japonya’da yasal temele sahip bir mali kural uygulaması yerine hükümet programında 2010 yılına kadar kamu borcunun GSYİH içerisindeki payının %150 düzeyinin altında olacağı ve birincil açığın ise %1.3’ün altına olacağı belirtilmektedir (Ihori, Nakamoto, 2005: 8).

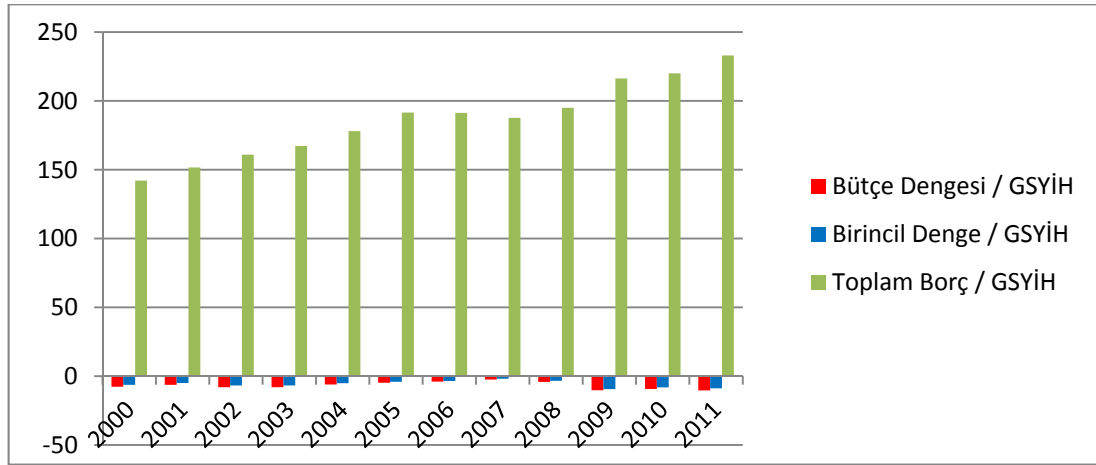
**Grafik 6:2000-2011 Yılları Arasında Japonya’nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH’ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 6’dan Japonya’nın 2000 ve 2011 yılları arasındaki kamu gelir ve giderleri incelendiğinde Japonya’da giderlerin her zaman gelirlerin üstünde seyrettiği gözlenmektedir.

**Grafik 7: 2000-2011 Yılları Arasında Japonya'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 7'de Japonya'nın 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH'ya oranları gösterilmektedir. Özellikle 2008 krizi sonrasında bütçe açıkları, birincil açık ve toplam borçların GSYİH'ya oranlarında artışlar görülmektedir.

Ancak Japonya'nın mali göstergeleri incelendiğinde hedeflenenin çok üstünde gerçekleştirmeler gözlenmektedir. Özellikle 2008 krizinden sonra mali dengelerde yüksek oranlı bozulmalar görülmektedir.

**Tablo 22: 2000-2011 Yılları Arasında Japonya'nın Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody's	Aa2	Aa3	A2	A2	A2	A2	A2	A1	Aa3	Aa2	Aa2	Aa3
S&P	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA	AA	AA	AA	AA-
Fitch	AA+	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-

[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

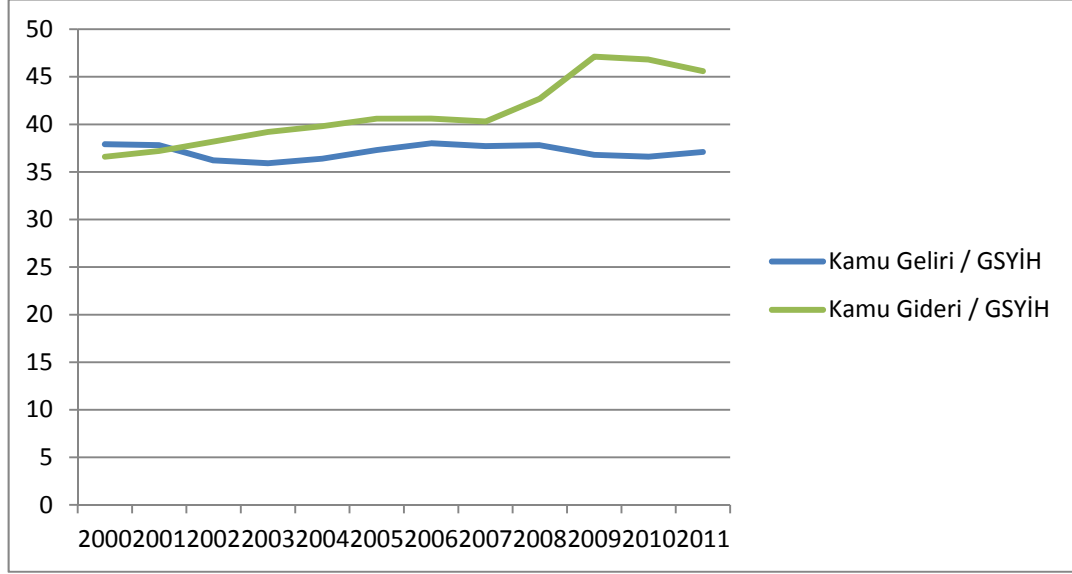
Tablo 22'de 2000-2011 yılları arasında Japonya'nın kredi notları gelişimi gösterilmektedir. Genel olarak Japonya'nın kredi notlarında keskin not düşüşleri görülmemektedir. 2008 krizinden sonraki mali dengelerde bozulmalar doğrultusunda Moody's'in not değişikliği yaptığı ve 2011 yılında tekrar değiştirdiği notu artırdığı görülmektedir. S&P'un ise 2011 yılında Japonya'nın notunu düşürdüğü gözlenmektedir.

Çalışmanın ilerleyen kısmında seçilmiş AB üyesi ülkelerin maliye politikaları incelenmektedir. Ülkelere geçmeden önce AB'nin kendi bünyesinde İstikrar ve Büyüme Paktı ve Yakınlaşma Kriterleri(Maastricht Kriterleri) olmak üzere mali kuralları bulunmaktadır. Bunlardan ilk olarak yakınlaşma kriterlerine göre,bütçe açığı/GSYH'nın % 3'ü aşmaması ve toplam kamu borcu/GSYH'nın % 60'ı aşmamasıdır.İstikrar ve büyüme paktına göre ise, bütçe açıklarının GSYİH'nın %3'ün üzerine çıkmasını önlemek için önce bütçedeki sapmaları belirleyip düzeltmek için “önleyici”, “erken uyarı sistemi” ve “caydırıcı” kurallar belirlemek, aşırı açıklardan kaçınmak veya açıklar oluştuğunda düzeltmek için önlemler almaktır. AB'de bu genel uygulamaların dışında her ülkenin kendisine ait maliye politikaları söz konusudur. Çalışmanın izleyen kısmında bu politikalara yer verilmektedir.

İlk olarak *İngiltere'de* 1990'lı yılların ilk yarısında görülen yüksek kamu açıkları sonucunda, 1997 yılında iktidara gelen hükümetin kamu maliyesi alanında yaptığı yeniliklerle mali kural uygulanmaya başlanmıştır. 1997-2008 döneminde Mali İstikrar Kanunu (The Code for Fiscal Stability) adı altında mali kurallar uygulanmaya başlanmıştır. Bu kurallar bütçe dengesi kuralı ve borç stoku kuralı olarak ikiye ayrılmaktadır. Bütçe dengesi kuralına altın kural adı da verilmektedir. Söz konusu kural, bütçe dengesi yerine konjonktürel dengeyi esas almaktadır. Hükümet sadece kamu yatırım harcamaları için borçlanabilecek, cari harcamalar için borçlanamayacaktır. Diğer kurala göre ise kamu net borç stokunun GSYİH içerisindeki payının konjonktür dönemi boyunca yüzde 40'ın altında olması gerekmektedir (Sawyer, 2012: 207).

Ancak 2008 krizinden sonra ortaya çıkan gelişmeler gelecek birkaç yıl için sürdürülebilir yatırım kuralının kaldırılmasına neden olmuştur (Sawyer, 2012: 211).

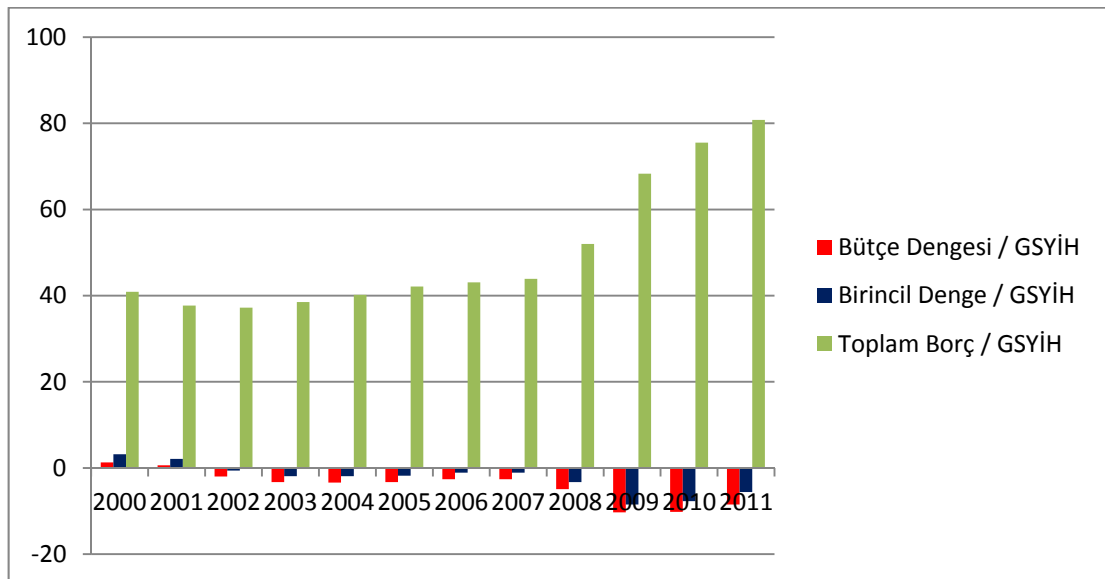
**Grafik 8:2000-2011 Yılları Arasında İngiltere'nin Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 8'de İngiltere'nin 2000-2011 yılları arasındaki kamu gelir ve giderleri gelişimi gösterilmektedir. 2001 yılından sonra giderlerde artış, gelirlerde ise azalış gözlenmektedir. 2008 sonrasında ise bu farkın giderek açıldığı gözlenmektedir.

**Grafik 9: 2000-2011 Yılları Arasında İngiltere'nin Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database

İngiltere'nin 2000 sonrası dönemde makroekonomik göstergelerinde 2008 krizine kadar istikrarlı olarak ortalama %2,5 civarında büyüme gözlenmektedir. Bu yıllar arasında diğer makro ve mali göstergelerde de istikrarlı bir durum söz konusudur.

Grafik 9'da İngiltere'nin 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH'ya oranları gösterilmektedir. Kriz sonrasında kamu harcamaları artmış, bütçe açığı ortalama %1,5'lardan %10'lara kadar çıkmıştır. Ayrıca kamu borç/GSYİH oranlarında da yaklaşık olarak %100 civarında artışlar gözlenmektedir.

**Tablo 23: 2001-2011 Yılları Arasında İngiltere'nin Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody's	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
S&P	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Fitch	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA

[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

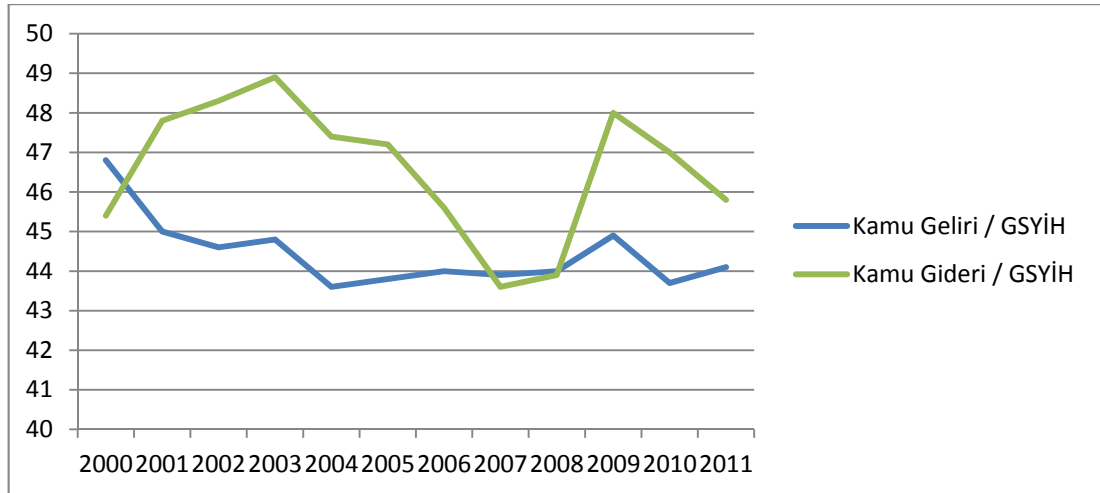
İngiltere ekonomisiyle ilgili olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının genel yargıları geçici bir dönem olduğu için ekonomik verilerde bozulma olduğu uzun dönemde toparlama görüleceği yönündedir. Bu yüzden İngiltere'nin gelecekteki ekonomik tahminleri doğrultusunda kredi notlarının gelişiminde bir değişiklik yapılmamaktadır. Ancak 2008 yılından itibaren mali göstergeleri incelendiğinde iyileşme yerinde giderek bozulmalar görülmektedir. Burada kredi derecelendirme kuruluşlarının İngiltere kökenli olmalarının da not değişikliği olmamasında payının olduğu ifade edilebilir.

*Almanya'da* beş tane mali kural uygulanmaktadır. Bu kurallardan bir tanesi doğrudan merkezi yönetimi ilgilendiren bütçe dengesi kuralıdır. Diğerleri ise merkezi yönetim ve eyaletlere uygulanan harcama kuralı, eyaletlere uygulanan bütçe dengesi kuralı ve belediyelere uygulanan borç stoku kuralıdır. Merkezi yönetim düzeyinde kuralların izlenmesi ve değerlendirilmesinden Maliye Bakanlığı sorumlu, bölgesel yönetimlerden ise Finansal Planlama Konseyi sorumludur. (EC, 2006:186). Bütçe dengesi kuralı altın kural niteliğinde olup, merkezi yönetim ve eyaletlere yalnızca yatırım harcamaları kadar borçlanabilme yetkisi vermektedir.

Bunların dışında Almanya ve tüm AB ülkeleri için uygulanmakta olan mali kurallar Maastricht Kriterleri ve İstikrara Büyüme Paktıdır. Gerek Kurucu Anlaşma ve gerekse İBP, Ekonomik ve Parasal Birlik içinde yer alan devletlerde mali disiplinin sağlanması için önemli katkılar sağlanmıştır. Ancak, Kurucu Anlaşma, sadece genel hükümetleri sınırlandırmıştır. Bu nedenle, Almanya'da yerel yönetimlerde de mali disiplinin hızlandırılması için, Yurtiçi İstikrar Paktını yürürlüğe koymuştur (Bali ve Çelen, 2007: 48).

Almanya 2006 yılında mali kuralların yetersiz kaldığı düşüncesiyle yeni mali kurallar ortaya çıkarmış ve 2009 yılında ise bunları uygulamaya koymuştur. Bunun için bir İstikrar Konseyi oluşturmuştur. Yeni kural borçlanma üzerine getirilen bir kuraldır ve etkilerinin 2016 yılına kadar federal yönetimler, 2020 yılına kadar da merkezi yönetimler üzerinde görüleceği beklenmektedir (Peld, Baskaran, 2010: 170).

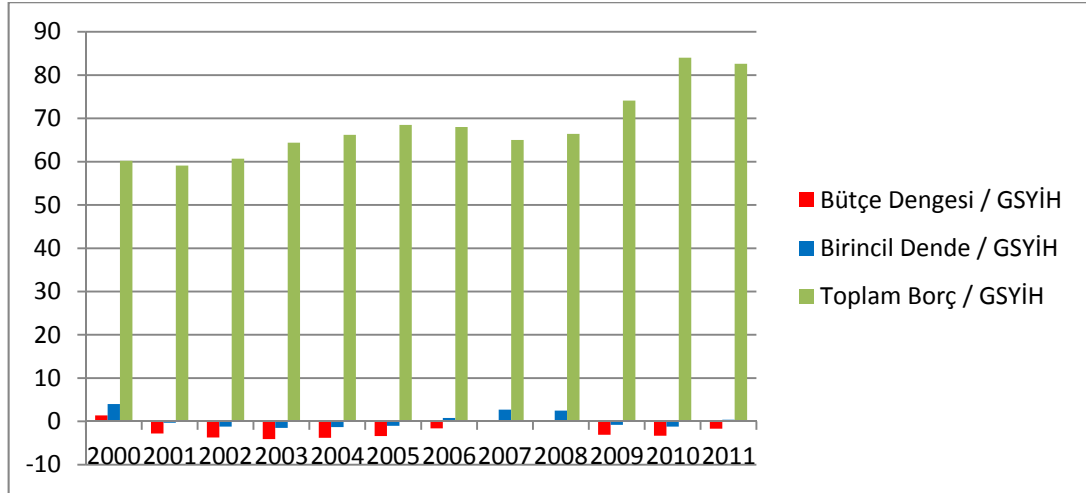
**Grafik 10:2000-2011 Yılları Arasında Almanya'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 10'da Almanya'nın 2000-2011 yılları arasındaki kamu gelir ve giderleri gelişimi gösterilmektedir. 2000 ve 2008 yıllarında başabaş seyreden gelir ve giderler, diğer yıllarda giderlerin artması ve gelirlerin azalması yönünde gerçekleşmektedir. Buradan hareketle Almanya'nın maliye politikasının kamu harcamalarını artırmaya yönelik olarak gerçekleştiğini ifade edebiliriz.

**Grafik 11: 2000-2011 Yılları Arasında Almanya'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 11'de Almanya'nın 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH'ya oranları gösterilmektedir. Mali dengelerin genel olarak fazla bozulma göstermediği istikrarlı bir şekilde seyrettiği görülmektedir.

**Tablo 24: 2001-2011 Yılları Arasında Almanya'nın Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody's	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
S&P	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Fitch	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA

[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Tablo 24'de Almanya'nın 2000 sonrası kredi notları gösterilmektedir. Almanya'nın kredi notunun 2000 yılından beri üç derecelendirme şirketi tarafından da en yüksek yatırım yapılabilir seviyede olduğu görülmektedir. Harcama ve gelir ilişkisi incelendiğinde genelde fazlalık gösteren harcamaların kredi notları üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı gözlenmektedir.

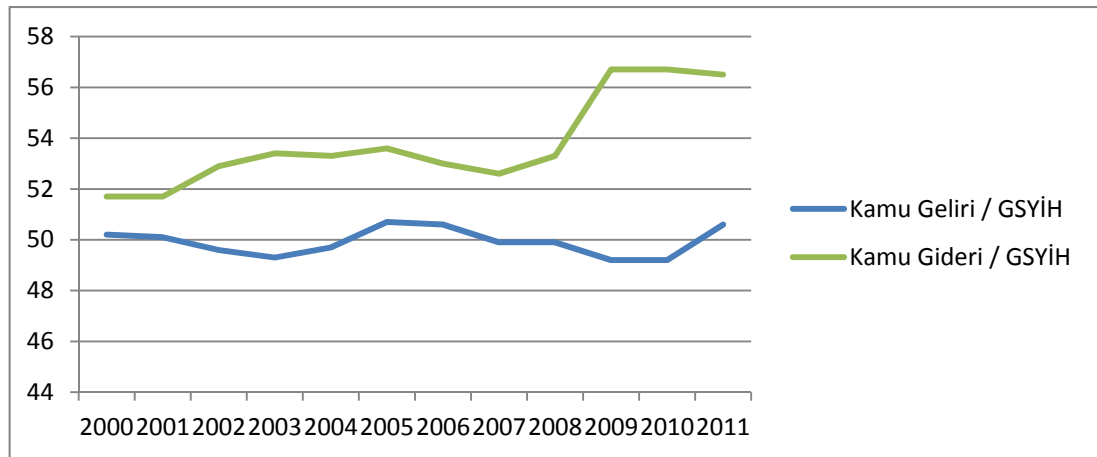
*Fransa'da* dört temel mali kural uygulanmaktadır. Bunlar, merkezi yönetim için harcama ve gelir kuralı, sosyal güvenlik kesimi için harcama kuralı, yerel



yönetimler için ise bütçe dengesi kuralıdır. Merkezi yönetimler tarafından uygulanan harcama kuralında reel harcamalara kısıtlamalar getirilmektedir. Gelir kuralında ise, hükümete vergi gelirlerinin tahminleri aşan kısmının dağılımına ilişkin öngörülerini önceden açıklama zorunluluğu getirilmektedir. Sosyal güvenlik kesimine yönelik harcama kuralı ise sağlık harcamaları artış oranları sınırlandırmaktadır. Yerel yönetimlerin uyguladıkları bütçe dengesi kuralı ise altın kural niteliğinde olup, yerel yönetimlere sadece yatırım harcamaları kadar borçlanabilme hakkı vermektedir (EMU, 2006: 185).

Fransa’da bütçe reformu düşüncesi sonucu 1 Ağustos 2001 tarihinde organik kanunyürlüğe konulmuştur. Mali anayasa olarak nitelendirilen 2001 tarihli organik kanun, etkinlik, verimlilik, yerindelik gibi temel kavramları kamu mali yönetimine dahil etmiştir. Kanun çok aşamalı bir yapıya sahiptir. İlk aşama, hükümetlerin yetkilerinin artırılmasına ve yönetim kültürünün gelişmesine dayanan bütçe reformudur. İkinci aşama, Fransa’nın yeni mali anayasası ve idarenin faaliyetlerinin performansını artırmaya yöneliktir. Üçüncü aşama ise mali hesaplamalar ve çalışanların sorumluluklarına ilişkindir (Ercan Dede, 2010: 76).

**Grafik 12: 2000-2011 Yılları Arasında Fransa’nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH’ya Oranları**

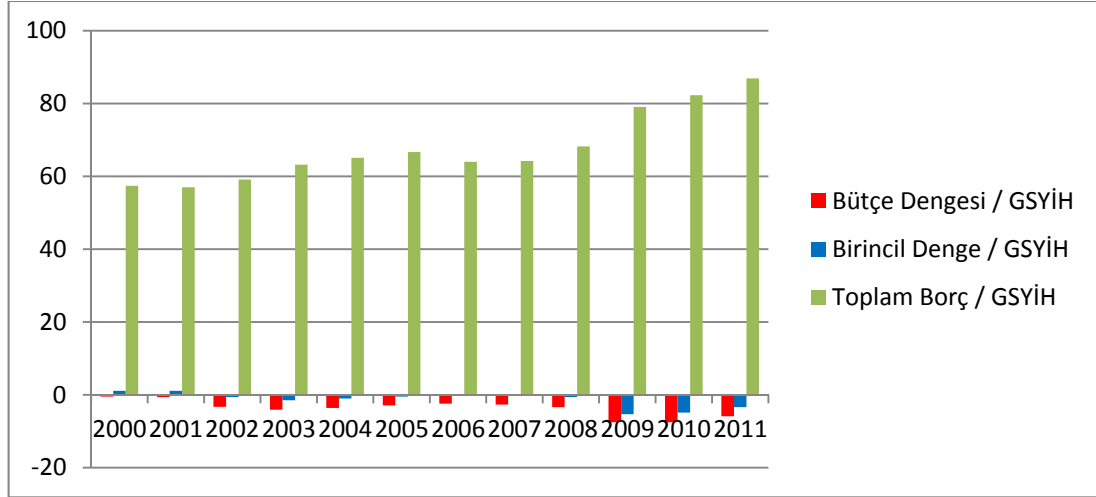


Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 12’de Fransa’nın 2000-2011 yılları arasındaki kamu gelirleri ve kamu giderleri gelişimi gösterilmektedir. 2001-2006 arası kamu giderlerinde artış, kamu

gelirlerinde azalış gözlenmektedir. 2008 sonrasında ise giderlerde ve gelirlerde sırasıyla hızlı artış ve azalışlar gözlenmektedir.

**Grafik 13: 2000-2011 Yılları Arasında Fransa'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 13'de Fransa'nın 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH'ya oranları gösterilmektedir. 2008 krizinden sonra birincil açık, bütçe açığı ve toplam borçlardaki artış göze çarpmaktadır.

**Tablo 25: 2001-2011 Yılları Arasında Fransa'nın Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody's	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
S&P	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Fitch	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA

[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Tablo 25'de Fransa'nın 2000 sonrası kredi notları gösterilmektedir. Fransa'nın kredi notunun 2000 yılından beri üç derecelendirme şirketi tarafından da en yüksek yatırım yapılabilir seviyede olduğu görülmektedir. Fransa'da da özellikle 2008 krizinden sonra mali parametrelerde görülen artışların notlara yansımaması tartışmalı bir durumdur.

*İtalya'da* 1999 yılında Yerel İstikrar Paketi adıyla bir bütçe kanunu çıkarılmıştır. Burada amaç merkezi ve yerel yönetimler arasında mali koordinasyonu sağlamaktır (EMU, 2012: 256). İtalya'da bu doğrultuda uygulanan mali kurallardan ilki, merkezi ve bölgesel yönetimlere uygulanan harcama kuralıdır. Bu kuralda nominal harcama tavanları belirlenmekte ve kural yıllık olarak uygulanmaktadır. Bir diğeri bölgesel ve yerel yönetimlere getirilen harcama kuralıdır. Bu kuralda ise üçer yıllık dönemler halinde nominal harcama artış oranlarına sınırlamalar getirilmiştir. İtalya'da harcama kuralıyla birlikte bütçe dengesi kuralı da uygulanmaktadır. Bu sınırlamalar ise yerel ve bölgesel yönetimler üzerinde uygulanmaktadır. Bölgesel yönetimlere uygulanan bütçe dengesi kuralında, üçer yıllık periyodlar halinde nominal bütçe açığına yönelik kısıtlamalar söz konusuysen, yerel yönetimlere uygulanan kural çok yıllı olup, bütçe açığını hesaplarken sermaye gelir ve giderlerinin çıkartılması şeklindedir (EMU, 2006: 186).

İtalya'da 2009 sonrasında mali alanda yeni uygulamalar gözlenmektedir. Mali federalizm amacı doğrultusunda merkezi hükümet ve yerel yönetim birimleri arasında yeni bir mali çerçeve oluşturulmuş, bütçeleme sürecinde şeffaflık artırılmış, düzenleyici kuralların gevşetilmiş, kaynak tahsisinde fakir bölgelere öncelik verilmiş ve sağlık harcamaları da artırılmıştır (EMU, 2012: 257).

Kriz sonrasında ise İtalya'da mali alanda yeni uygulamalar görülmektedir. Bunlar, genel hükümet ve bütçeleme sürecinde muhasebe sisteminin yeniden düzenlenmesi, mali federalizm amacı doğrultusunda merkezi hükümet ve yerel yönetim birimleri arasında yeni bir mali çerçeve oluşturulması, orta vadeli mali çerçeveye bütçe hedeflerinin, merkezi hükümet, yerel ve bölgesel yönetimler ile sosyal güvenlik kurumları için yeniden belirlenmesi, bütçeleme sürecinde şeffaflığın artırılmaya çalışılması, düzenleyici kuralların gevşetilmesi, kamu yönetiminin yenilenmesi ve yargı sistemini etkinleştirmeye artırılmasına yönelik düzenlemeler yapılması şeklindedir (Güneysu Balaban, 2012: 97).

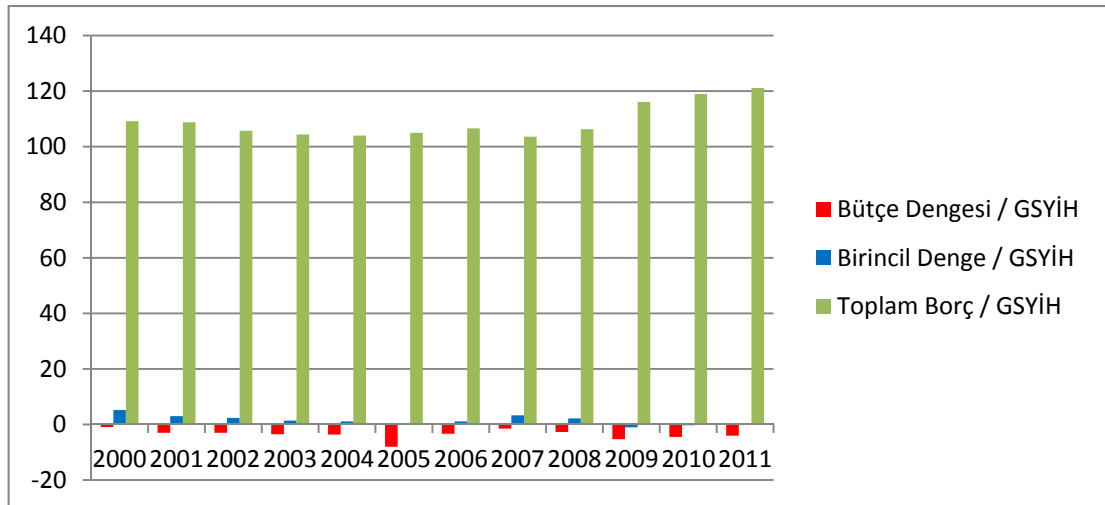
**Grafik 14:2000-2011 Yılları Arasında İtalya'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 14'de 2000-2011 yılları arasında İtalya'nın kamu gelirleri ve giderleri gösterilmektedir. Genel olarak yapılan harcamalar elde edilen gelire göre her yıl fazlalık göstermektedir. Gelir ve giderlerin artış ve azalış trendleri ise yıldan yıla farklılık göstermektedir. Kriz sonrasında alınan önlemler doğrultusunda giderlerde az da olsa azalma gözlenmektedir.

**Grafik 15: 2000-2011 Yılları Arasında İtalya'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 15’de İtalya’nın 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH’ya oranları gösterilmektedir. 2008 yılına kadar birincil fazla veren İtalya bütçesinin 2009 yılından sonra birincil açık verdiği görülmektedir. Aynı şekilde kriz sonrasında borçlarda da artışlar gözlenmektedir.

**Tablo 26: 2000-2011 Yılları Arasında İtalya’nın Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody’s	Aa3	Aa3	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	A2
S&P	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A
Fitch	AA-	AA-	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+

[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Tablo 26’da İtalya’nın 2000-2011 yılları arasındaki kredi notları gelişimi gösterilmektedir. İtalya’nın notlarının yıllar içinde de değişiklik gösterdiği gözlenmektedir. Burada harcama gelir bileşimindeki harcamalar yönündeki artışların söz konusu olduğu ifade edilebilir. Kriz sonrasında ise notlarda gecikmeli olarak üç derecelendirme şirketi tarafından da birer not indirimler gözlenmektedir.

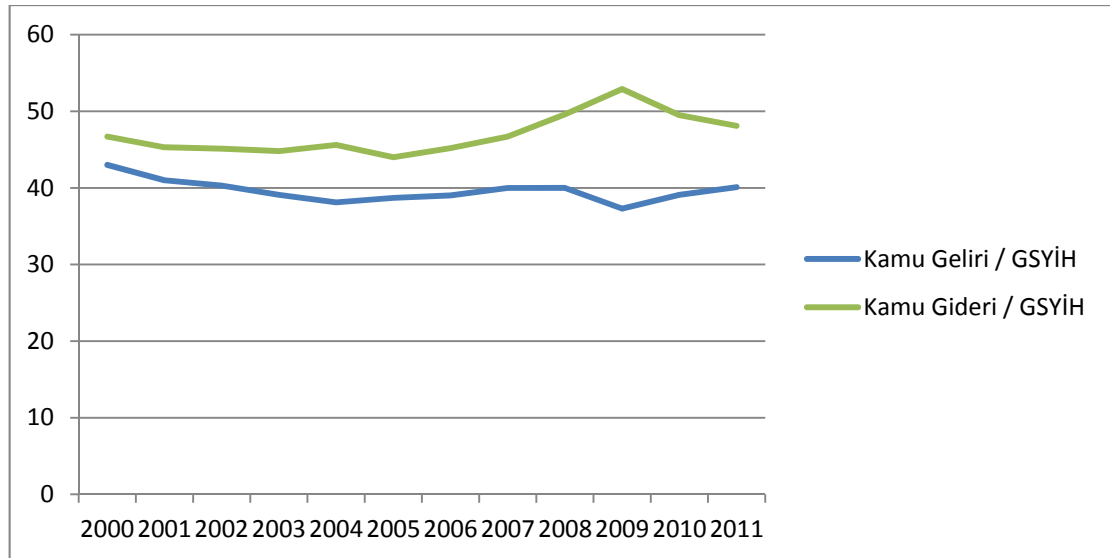
*Yunanistan*’ınise ekonomik yapısında bulunan eksiklikler ve ekonomik büyümenin daha çok dış borç kaynaklı olması orta ve uzun vadede kamu borçlarında büyük artışa neden olmuştur (Güneysu, Balaban, 2012: 93).

Yunanistan’ın kamu açıklarının ve kamu borçlarının GSYİH’ya oranının Maastricht ölçütlerinin üstünde olması 2004 yılında ortaya çıkmıştır. Bu durumun arkasında yatan neden olarak kamu hesaplarının saydamlıktan uzak olması ve mali hileler gibi durumlar gösterilmektedir. Yunanistan’a, AB ve IMF Mayıs 2010’da ve Temmuz 2011’de yardım paketleri hazırlamışlardır. Bu durumda, ülkenin başbakanı, Yunanistan’ın 2020’ye kadar borç geri ödeme sorunu olmadığını düşünmektedir. Ancak, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından Standard and Poor’sülkenin kredi notunu 13 Haziran 2011’de dünyanın en düşük seviyesine indirmiştir (Kibritçioğlu, 2011: 7).

Kriz sonrasında Yunanistan’da da mali reformlar görülmektedir. Bunlar, Orta Vadeli Mali Strateji ve 2012 yılından itibaren geçerli olacak 3 yıllık Orta Vadeli Harcama Çerçevesinin hazırlanması, bütçe hazırlık ve uygulama süreçlerinde Maliye

Bakanlığına veto hakkının tanınması, parlamentoya bağlı ve bağımsız yapıda, tavsiye ve denetleme yetkilerine sahip bir bütçe ofisinin oluşturulması, faiz dışı kamu harcamalarının düşürülmesine ilişkin çalışmaların gerçekleştirilmesi, tüketim, emeklilik, sağlık, sözleşmeye dayalı kamu harcamaları ve savunma harcamalarının azaltılması, nominal kamu sektörü maaşlarına tavan uygulanması, vergi kaçakçılığını önleme çalışmalarının hızlandırılması, etkin bir vergi idaresi oluşturulmaya çalışılması, kamu iktisadi kuruluşlarına yönelik kapsamlı özelleştirme çalışmasının başlatılması, iş kurmak ve yabancı sermayenin ülkeye girişindeki zorlukların azaltılması, kamu harcamaları ve kamu fonlarına ilişkin işlemlerde şeffaflıkların artırılması, kamu harcamalarında denetim ve hesap verebilirliğinin geliştirilmesine yönelik olarak bağımsız yapıda bir istatistik kurumunun kurulmasıdır (Güneysu Balaban, 2012: 96).

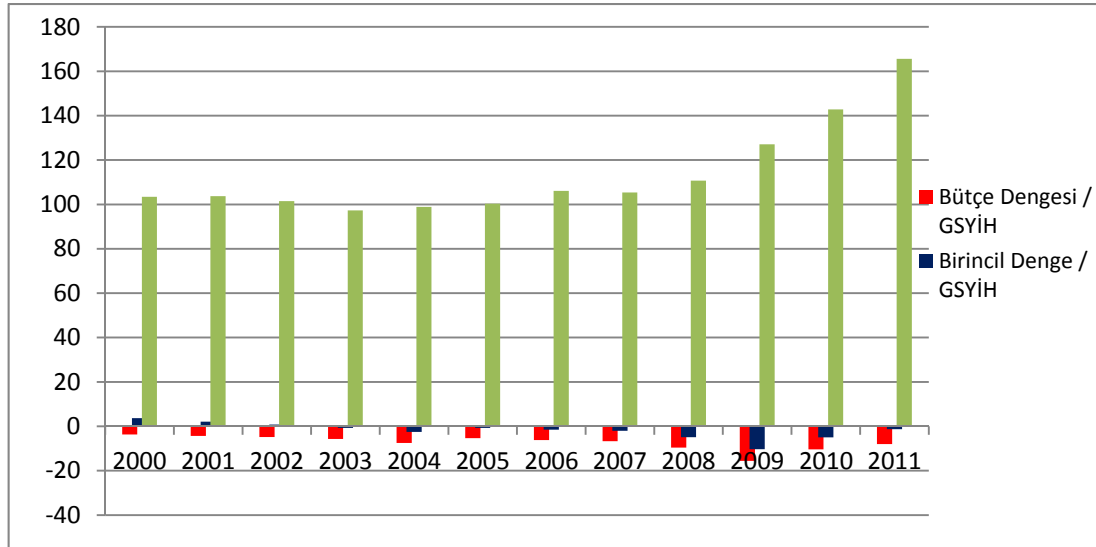
**Grafik 16:2000-2011 Yılları Arasında Yunanistan'ın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 16'da Yunanistan'ın 2000 sonrasında kamu gelir ve kamu giderleri gösterilmektedir. Yıllar itibariyle giderlerin arttığı gelirlerin azaldığı gözlenmektedir. Grafikten hareketle Yunanistan ekonomisinin giderlerini karşılamada vergi gelirleri toplamak yerine borçlanmayla finansmanı tercih etmiş olduğu ifade edilebilir.

**Grafik 17: 2000-2011 Yılları Arasında Yunanistan'ın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 17’de Yunanistan’ın 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH’ya oranları gösterilmektedir. 2004 yılından beri ortalama olarak %6 civarında seyreden bütçe açıkları/GSYİH oranının, 2008 kriziyle birlikte %10’ların üstüne çıkmış olduğu dikkati çekmektedir. Toplam borçların GSYİH’ya oranlarının ise %150’nin üstünde olduğu gözlenmektedir.

**Tablo 27: 2000-2011 Yılları Arasında Yunanistan’ın Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody’s	A2	A2	A2	A1	A1	A1	A1	A1	A1	A2	BB+	Ba1
S&P	A	A	A	A+	A	A	A	A	A	BBB+	BBB-	CC
Fitch	A-	A	A	A+	A	A	A	A	A	BBB-	Baa1	CCC

[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Yunanistan’ın 2001-2008 yılları arası Avrupa Birliği’ne üyelik yıllarının en parlak dönemleri olmuştur. Büyüme hızları artmış, işsizlik ve enflasyon oranları azalmıştır. Ancak mali problemleri devam etmiştir. 2008 krizi sonrası mali problemler daha da artarak Yunanistan ekonomisini iflasa sürüklemiştir(Alogoskoufis, 2012: 11). Yunanistan’ın 2000 sonrası kredi notları incelendiğinde 2008 yılına kadar derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım

yapılabilir düzeyde derecelendirilen Yunanistan'ın kredi notunun kriz sonrasında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yavaş yavaş düşürülerek 2011 yılında en yüksek risk seviyesinde olduğu gözlenmektedir. Bu dönemlerde ortaya çıkan aşırı borçlar ve bütçe açıklarının da notlardaki düşüşlerde etkisi önemlidir(Monastiriotis, 2011: 6).

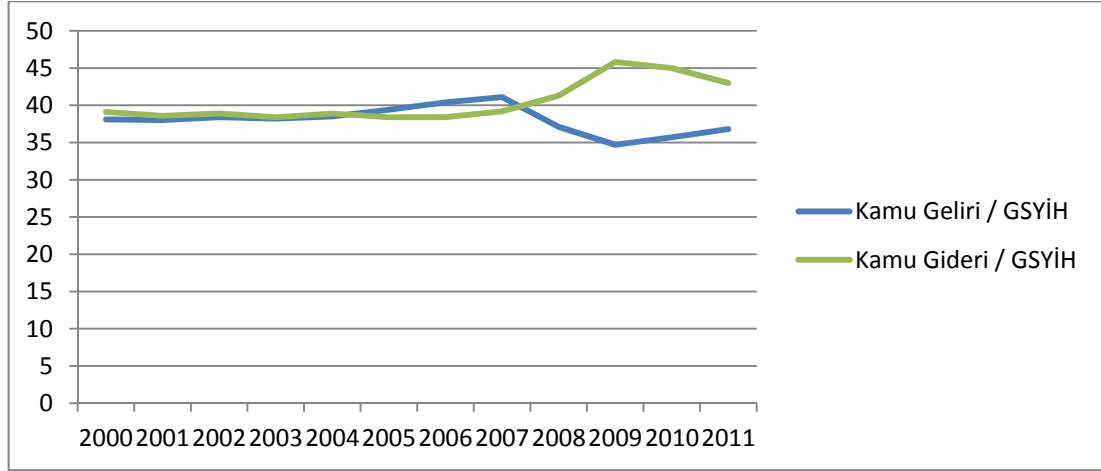
*İspanya'da* mali kurallara yönelik uygulamalar 2003 yılında çıkarılan Bütçe İstikrar Kanunuyla birlikte görülmektedir. Kanuna göre devlet, bütçesini dengede veya fazla verecek şekilde oluşturmalı, onaylamalı ve uygulamalıdır. Denk bütçenin uygulanmasına engel olacak şartlar karşısında ise devlet bu durumdan sorumlu gelir ve harcamaları belirlemeli ve uygun bir orta vadeli mali uyum programı oluşturmalıdır (Şimşek, Bekar, 2008:9).

İspanya'da genel devlet tarafından uygulanan bütçe dengesi kuralı ile biri bölgesel yönetimler diğeri ise mahalli idareler tarafından uygulanan borç stoku kuralları bulunmaktadır. Bütçe dengesi kuralında bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı belirli bir düzeyle sınırlandırılmakta ve kurallar üç yıllık sürelerle uygulanmaktadır. Borç stoku kurallarından yerel yönetimlerin uyguladığı kurallarda nominal borç stokuna yıllık olarak üst sınır getirilirken, mahalli idareler tarafından uygulanan mali kurallarda ise mahalli idarelerin borç stokları gelirlerinin belirli yüzdesiyle sınırlandırılmaktadır ve bu kurallar yıllık olarak uygulanmaktadır (EMU, 2006: 188).

Kriz sonrasında İspanya'da da mali anlamda reform çalışmaları görülmektedir. Bunlar, Güneysu Balaban (2012: 97) çalışmasında gösterilmektedir. Buna göre, kamu harcamaları kontrol altına alınarak harcama kuralı oluşturulacak, emekli maaşlarının yeniden düzenlenecek, bütçe dengesi ve borçların sürdürülebilirliğinin sağlanması amacıyla anayasal düzenlemeler gerçekleştirilecek, Maastricht kriterlerindeki gibi kamu borcu GSYİH'ın % 60'ını geçmeyecek, bütçe açığı GSYİH'ın % 3'ünü geçmeyecek, vergi düzenlemeleri yapılacak, KDV oranlarında artırılabilecek, emlak satışlarında ödenen vergiler artırılabilecek ve KOBİ'ler için vergi indirimleri getirilecektir.



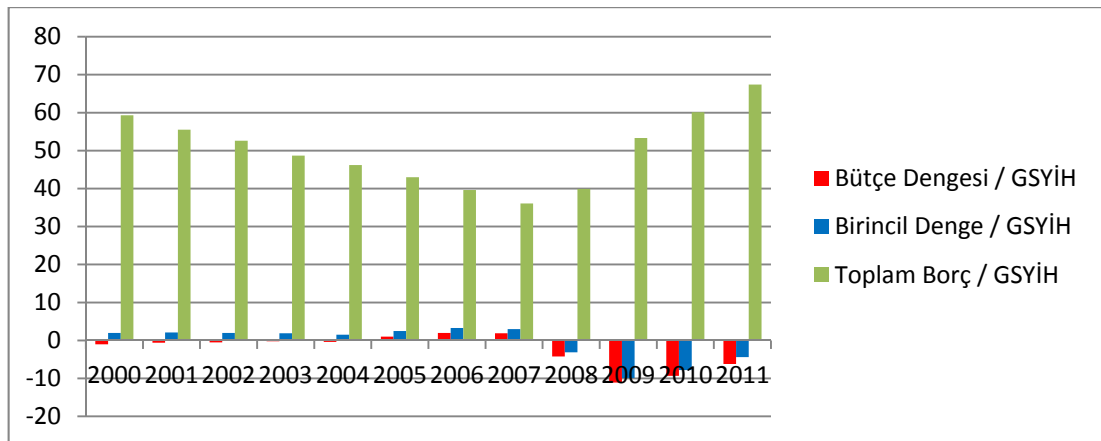
**Grafik 18:2000-2011 Yılları Arasında İspanya'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 18'de İspanya'nın 2000-2011 yılları arasındaki kamu gelirleri ve kamu giderleri gösterilmektedir. 2008 yılına kadar dengede görülen gider ve gelirler arasında 2008 yılından sonra giderlerin artması gelirlerin azalması şeklinde farklar gözlenmektedir. Kriz sonrasında İspanya'da da çözüm olarak harcamaların artırıldığı görülmektedir.

**Grafik 19: 2000-2011 Yılları Arasında İspanya'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 19’da İspanya’nın 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH’ya oranları gösterilmektedir. Grafik 18’de sözü edildiği üzere 2008 yılına kadar dengeli seyreden İspanya bütçesinin 2008 yılından sonra %10 civarında açıklar verdiği görülmektedir. Ayrıca toplam borç/GSYİH oranlarında da son 3 yılda %80 civarında artışlar gözlenmektedir.

**Tablo 28: 2000-2011 Yılları Arasında İspanya’nın Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody’s	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	A1
S&P	AA+	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA-
Fitch	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA-

[www.moody.com](http://www.moody.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

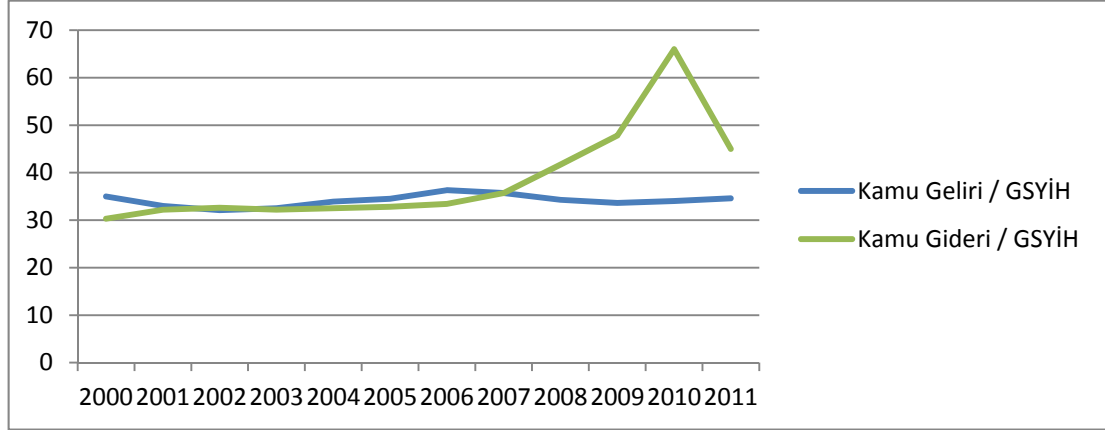
İspanya’nın kredi notları gelişimi de yukarıdaki grafikteki gibi 2008 yılından sonra düşüşler göstermektedir. Harcamalardaki ve borçlardaki artışlar en yüksek seviyede seyreden kredi notlarının üç derecelendirme şirketi tarafından da üçer not indirilmesine neden olmuştur.

*İrlanda’da* uygulanan maliye politikaları incelendiğinde, 2004 yılından sonra 3 temel mali kural uygulanmaktadır. Bunlardan iki tanesi merkezi yönetimler tarafından uygulanan harcama kuralı ve diğeri yerel yönetimler tarafından uygulanmakta olan bütçe dengesi kuralıdır. Harcama kuralının ilkinde kural uygulaması yıllık olup harcamalar belirli bir sistematikte tahsis edilmektedir. Diğer kuralda ise nominal harcama tavanları belirlenmiştir ve beş yıllık dönem içerisinde uygulanmaktadır. Bütçe dengesi kuralında ise nominal bütçe açığı belirli düzeylerle sınırlandırılmaktadır (EMU, 2006: 186)

Güneysu Balaban (2012: 96) çalışmasında İrlanda’da kriz sonrası süreçte alınan önlemleri özetlemektedir. Bu doğrultuda, bağımsız yapıda bir Mali Danışma Konseyi oluşturulacak, bütçe açığı ve kamu harcamalarına ilişkin orta vadeli tavanlar belirlenecek, yapılan kamu harcamalarına ilişkin kapsamlı değerlendirme raporları yayımlanacak, sağlık ve hukukla ilgili sektörlerde rekabeti artırıcı yasal önlemler alınacak, sosyal güvenlik sistemine ilişkin reform çalışmaları başlatılacak, bankacılık

sektörüne sermaye aktarılacak, mali hedeflerle uyumlu olarak iş alanları oluşturulmaya çalışılacaktır.

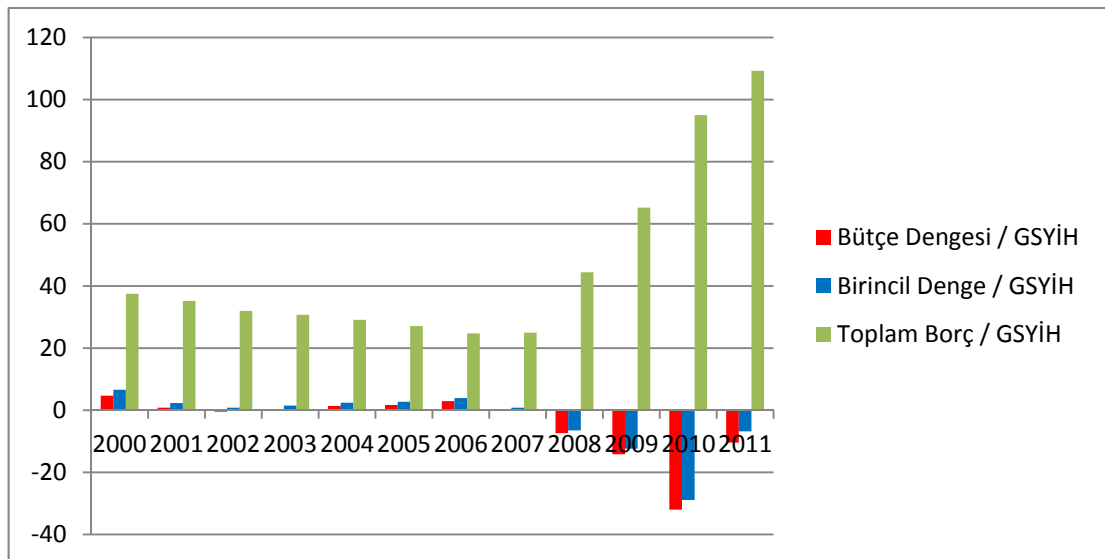
**Grafik 20:2000-2011 Yılları Arasında İrlanda'nın Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 20'de İrlanda'nın 2000-2011 yılları arasındaki kamu gelirleri ve kamu giderleri gösterilmektedir. İspanya gibi İrlanda'da 2008 yılına kadar gider ve gelirler arasında denge söz konusuken 2008 yılından sonra giderlerin artması gelirlerin azalması şeklinde dengesizlikler gözlenmektedir. Özellikle 2009 yılında harcamalarda%65'lere kadar çıkan hızlı bir artış görülmektedir.

**Grafik 21: 2000-2011 Yılları Arasında İrlanda'nın Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 21’de İrlanda’nın 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH’ya oranları gösterilmektedir. 2007 yılında %25’ler civarında olan toplam borç/GSYİH oranının 2011 yılı sonunda % 109 civarında olduğu görülmektedir. Ayrıca 2010 yılında bütçe açığı/GSYİH düzeyinin %30’ların üstünde olduğu gözlenmektedir.

**Tablo 29: 2000-2011 Yılları Arasında İrlanda’nın Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody’s	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	Baa1	Ba1
S&P	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	A	BBB+
Fitch	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA-	BBB+	BBB+

www.moody’s.com,www.standardandpoors.com,www.fitchratings.com

Tablo 29’da İrlanda’nın 2000-2011 yılları arasındaki kredi notları yer almaktadır. 2008 yılına kadar üç derecelendirme şirketi tarafından da en yüksek yatırım yapılabilir seviyesinde olan İrlanda’nın notları kriz sonrasında 2009 yılında Moody’s tarafından bir not, S&P tarafından iki not ve Fitch tarafından üç not düşürülmüştür. Takip eden yıllarda ise üç derecelendirme kuruluşu tarafından da riskli ülke konumuna indirilmiştir. İrlanda’nın mali göstergelerindeki bozulmaların kredi notlarına da yansıdığı görülmektedir.

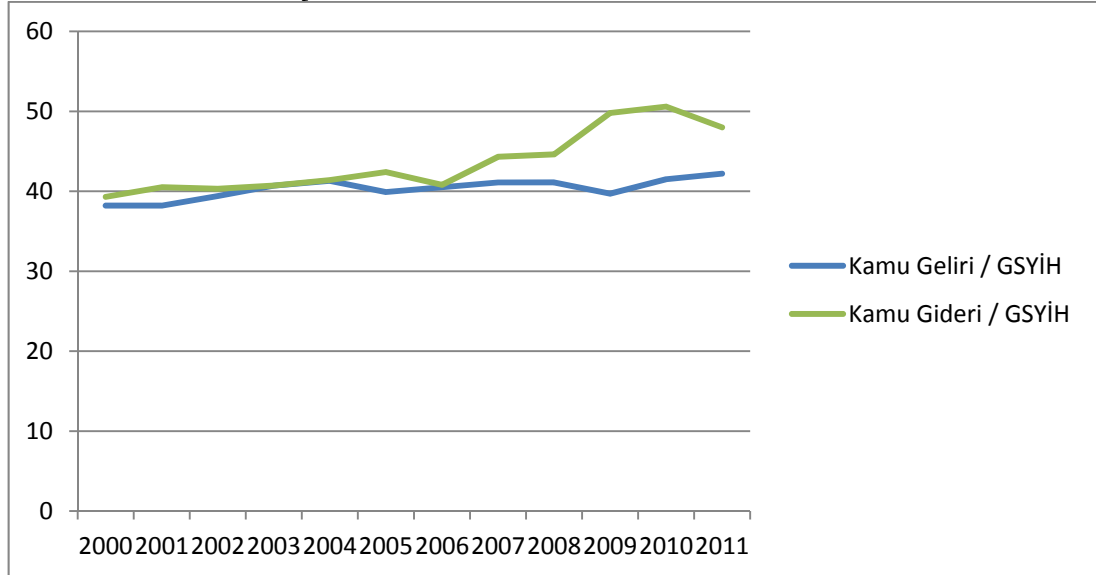
*Portekiz’de* biri merkezi yönetim diğeri ise yerel yönetimler tarafından uygulanan iki temel bütçe dengesi kuralı bulunmaktadır. Merkezi yönetimlerinde yerel yönetimlerinde uyguladığı mali kurallarda nominal bütçe açığına yıllık oranda üst sınır konulmaktadır (EMU, 2006: 187).

Bu kuralları Ercan Dede (2010: 82-83) çalışmasında aşağıdaki şekilde özetlemektedir; belediyeler için borçlanma önceki yıl gelirlerinin % 125’i olarak belirlenmiştir. 2005 yılından beri, AB bütçe hedeflerine bağlı kalmak için merkezi hükümetten yapılan transferler de sınırlanmıştır. 2006 yılı Bütçe Kanunu, kısa vadede açıkları azaltmak için alınan önlemlerden biri olarak yerel idarelerde maaşarcama artışlarını dondurmıştır.2007 yılında ise Yerel Maliye Kanunu (Local Finance Law), her belediye için bireysel olarak uygulanacak olan borçluluk tavanları belirlemiştir. Bu tavan, yılsonunda belediyelerin, önceki yıl gelirlerinin % 125’ini

aşamayacaklarını belirtmektedir. Yeni Bölgesel Maliye Kanununa göre ise bölgeler için borçluluk tavanları yıllık olarak Devlet Bütçe Kanunu tarafından belirlenecektir.

Portekiz'de kriz sonrası süreçte alınan mali önlemler bulunmaktadır. Bunlara göre, Bütçe Çerçeve Yasası çıkartılarak dört temel reformun gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir. Bunlardan ilki çok yıllık bütçeleme sistemi oluşturularak, harcama ve bütçe dengesi kuralları konulması, ikincisi genel hükümet harcamalarının tüm alt kalemleri ile birlikte kontrol edilmesi, üçüncüsü, program bütçeleme sistemine geçilmesi ve sonuncusu ise bağımsız yapıda bir Mali Konsey oluşturulmasıdır. Bunlardan farklı olarak, iş gücü piyasası ile konut, iletişim ve hizmet sektörlerinde rekabeti artırıcı ve iş alanları yaratmaya yönelik yapısal reformlar gerçekleştirilmesi, yargı sisteminin yeniden yapılandırılması, kamu borcunun azaltılması, bütçenin kapsamının genişletilmesi, kamu sektöründe çalışanların ve emekli maaşlarında nominal kesintilere gidilmesi, dolaylı vergilerin artırılması ve bankacılık sektörüne sermaye aktarımı yapılması alınan diğer önlemlerdir (Güneysu Balaban, 2012: 96-97).

**Grafik 22:2000-2011 Yılları Arasında Portekiz'in Kamu Gelirleri ve Kamu Giderlerinin GSYİH'ya Oranları**

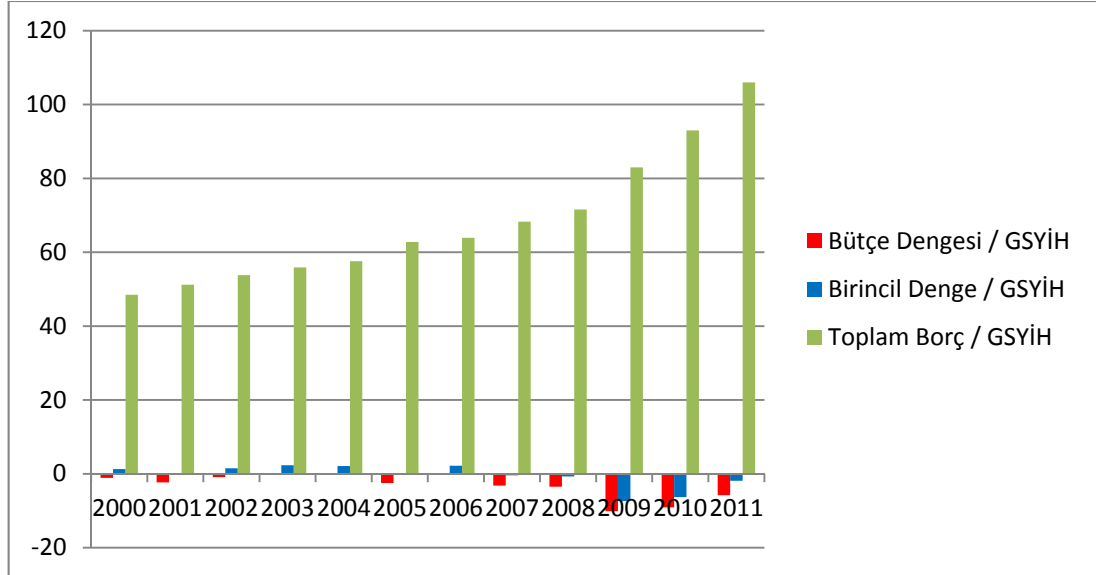


Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 22'de Portekiz'in 2000-2011 yılları arasındaki kamu gelirleri ve kamu giderleri gösterilmektedir. 2008 yılına kadar dengede görülen gider ve gelirler

arasında 2008 yılından sonra giderlerin artması gelirlerin azalması şeklinde farklar gözlenmektedir.

**Grafik 23: 2000-2011 Yılları Arasında Portekiz'in Toplam Borç, Bütçe Dengesi ve Birincil Dengesinin GSYİH'ya Oranları**



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database.

Grafik 23'de Portekiz'in 2000-2011 yılları arasındaki toplam borç, birincil denge ve bütçe dengelerinin GSYİH'ya oranları gösterilmektedir. 2008 yılına kadar istikrarlı bir seyir gösteren Portekiz bütçesinde 2008 sonrasında %10'lara yaklaşan bütçe açıkları gözlenmektedir. Toplam borç/GSYİH oranında da %100'ün üzerine çıktığı görülmektedir.

**Tablo 30: 2000-2011 Yılları Arasında Portekiz'in Kredi Notları Gelişimi (Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody's	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	A1	Ba2
S&P	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	A-	BBB-
Fitch	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A+	BB+

[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Tablo 30'da ise Portekiz'in 2000 ve 2011 yılları arasındaki kredi notları gelişimi gösterilmektedir. 2004 yılından sonra Portekiz'in borçlarında artışlar

gözlenirken S&P tarafından notunun düşürüldüğü görülmektedir. 2009 yılında S&P tarafından harcama ve borç artışları sonucu not indirimi, gözlenirken 2010 yılından sonra üç derecelendirme şirketi tarafından da yatırım yapılabilir düzeyde olan Portekiz'in kredi notu 2011 yılında riskli ülke düzeyine indirilmiştir.

Ülkelerin kredi notları ve maliye politikaları incelendiğinde özellikle Euro bölgesinde yaşanan kriz sonrasında mali göstergelerin not değişikliklerinde etkili olduğu gözlenirken ABD, İngiltere ve Fransa gibi ülkelerde temel ekonomik göstergelerdeki iyileşmelerin not indirimlerini engellediği gözlenmektedir. Bunların dışında ülkelerin ekonomi politikleri de not değişikliklerinde önemli yer tutmaktadır.

Çalışmanın ilerleyen bölümünde 2000 sonrası dönemde Türkiye'nin ekonomik ve mali performansı incelenmektedir.

### **3.2. 2000 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ GELİŞMELER**

2000 Sonrası dönemde Türkiye ekonomik yapısını inceleyebilmek için özellikle ekonomik anlamda yeni bir dönemin başladığı 1980 sonrası dönemin incelenmesi gerekmektedir. Türkiye ekonomisinde 2000 sonrası dönemde yaşanan gelişmeler 1980 yılında yaşanan ekonomik ve siyasi dönüşümlerin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Türkiye ekonomisi de dünya ekonomileri gibi 1970'li yıllarda yaşanan sorunların artması sonucu 24 Ocak 1980 yılından itibaren farklı bir ekonomi politikası izlemeye başlamıştır. Bu politikanın sonucu olarak ekonomide devlet müdahalesi aza indirilmiş, fiyatlar arz ve talebe göre belirlenmiştir. 24 Ocak kararları devalüasyonlar, pahalı döviz, ucuz kredi ve iç talebin daraltılmasına yönelik iktisat politikası kararlarını kapsamaktaydı (Boratav, 2009: 148-149). Bu kararlar birlikte ithal ikamesi sanayileşme yerine ihracata dayalı sanayileşme sürecine geçilmiştir. Burada amaç iç piyasaların uluslararası piyasalarda rekabetini güçlendirerek ihracatı artırmaktır. Bu yüzden ihracat teşvik politikası uygulanmıştır (Soral, 2011: 21).

1980 sonrası dönemde kamu maliyesinde ise vergi değişiklikleri göze çarpmaktadır. Kurumlar vergisinde şirketler lehine çok sayıda düzenlemeler

gerçekleştirilmiş, gelir vergisi daha adaletsiz hale gelmiş ve Katma değer vergisi kabul edilmiştir. Tüm bunların sonucunda Türk vergi sistemi ücretliler ve tüketicilerin çoğunlukla ödemek durumunda kaldığı bir sistem haline getirilmiştir. Bu dönemde kamu açıkları ve borçlanmada da gözle görülen artışlar gözlenmektedir (Boratav, 2009: 154).

Türkiye ekonomisinde de 1980 yılında serbestleşme başlamıştır. 1989'da yayınlanan 32 sayılı kararnameyle kambiyo kontrolleri kaldırılmış ve sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Bu değişimin sebebi, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akışı, sermaye piyasalarına girmek, geri kalmış ülkelerin finansal derinliğinin artması, faizlerin düşmesi ve tüm bunlara paralel olarak yatırımlar için ucuz finansman kaynağı bulmaktır (Soral, 2011, 22). Türkiye'ye 1980'li yılların ortasından itibaren artmaya başlayan uluslararası sermaye girişi, 1990'lı yıllarda yüksek seviyelere çıkmıştır (İnsel ve Sungur, 2003: 7). Bu dönemin en önemli hedefleri istikrar, büyüme, iyi bir mali sistem ve ihracat artışı olmuştur (Güven, 2001: 87).

Ekonomideki serbestleşme sonucunda ihracat hacminde ve sanayi sektöründe gelişmeler sağlanmıştır. Cari işlemler 1984-1987 yıllarında dış borç faizleri dışında fazla vermiştir. Bu durum Türkiye'nin dış piyasalardan daha rahat borçlanabilmesine neden olmuştur. Ancak bu dönemde uygulanan genişletici maliye politikaları sonucu iç talebe dayalı istikrarsız bir büyüme ve kronik yüksek enflasyon ortaya çıkmıştır (Apak, Aytaç, 2009: 110-111).

Türkiye ekonomisi 1980'li yıllardan itibaren sürekli bütçe açıkları vermiştir. Bu açıklar vergi gelirlerinin yetersizliğinden dolayı sürekli olarak iç ve dış piyasalardan borçlanılarak kapatılmaya çalışılmıştır. Artan borçları finanse etmek için yeni borçlanmalara gidilmiştir. 1990'lı yıllarda ekonomide oluşan en önemli özellikler kronik enflasyon, bozulan kamu finansmanı ve büyüme hızlarında görünen hızlı dalgalanmalardır. Kamu maliyesinde yeterli disiplinin sağlanamaması sonucu en önemli amaç iç ve dış borçları çevirebilmektir. Bunun sonucu olarak ise hem kamu hem de özel kesimde kaynak kullanım maliyetlerinin artması ortaya çıkmıştır. Bu durum reel faizlerde çok yüksek artışlar oluşmuştur. Reel faizlerdeki artışlar sonucu yabancı portföy yatırımları artmış ve bunlarla tüketim ve kamu açıkları



finanse edilmiştir. Bu yüzden yurtdışından gelen kaynaklar bu dönemde önemli bir finansman aracı haline gelmiştir. Bunun sonucunda yurt içinde yabancı paranın artması ve TL'nin değer kazanması ortaya çıkmıştır. TL'nin değer kazanması sonucu ise hızlı sermaye çıkışları ve yüksek oranlı devalüasyonlara neden olmuştur. Bunun sonucunda dış ticaret açıkları oluşmuştur. (Yılmaz, 2006: 120-122).

**Tablo 31: 1989- 1999 yıllarında Türkiye'deki Sermaye Hareketlerinin Gelişimi (Milyon \$)**

	<b>Portföy Yatırımları</b>	<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	<b>Kısa Vadeli Serm.</b>	<b>Diğer Uzun Vadeli Ser.</b>	<b>Toplam Ser. Har.</b>
<b>1989</b>	1386	663	-584	-685	780
<b>1990</b>	547	700	3000	-210	4037
<b>1991</b>	623	783	-3020	-783	-2397
<b>1992</b>	2411	779	1396	-938	3648
<b>1993</b>	3917	622	3054	1370	8963
<b>1994</b>	1158	559	-5127	-784	-4194
<b>1995</b>	237	772	3713	-79	4643
<b>1996</b>	570	612	5945	1636	8763
<b>1997</b>	1634	554	1761	4788	8737
<b>1998</b>	-6711	573	2601	3985	448
<b>1999</b>	3429	138	759	345	4671

**Kaynak:** TCMB Yıllık Raporlar

Tablo 31'de 1989-1999 yılları arasında sermaye hareketlerinin gelişimi gösterilmektedir. Dünyadaki gelişmelerle birlikte bu dönemde Türkiye'ye de portföy yatırımları ve kısa vadeli sermayenin payı artarken, doğrudan yatırımlarda azalma görülmektedir. Ayrıca bu yatırımların bir hayli dalgalı olduğu da gözlenmektedir. Kriz yıllarında ise Türkiye'den de yüksek miktarlarda sermaye kaçışları

görülmektedir. Örneğin 1994 krizinde kısa vadeli sermaye üzerinden ülkeden önemli çıkışlar gerçekleşmiştir. 1998 Asya krizinde ise portföy yatırımlarda yüksek miktarlarda azalma görülmüştür. Bu durum Türkiye ekonomisini de çok etkilemiş ve dış kaynak arayışlarına itmiştir.

Türkiye'nin 1980'li yılların başlarında 14 milyar dolar olan dış borç stoku, 1990 yılında 40 milyar dolar, 1999 yılında 102 milyar dolar, iç borç stoku ise, 1980 yılında 720 milyar lira, 1990'da 57 trilyon ve 1999 yılında ise yaklaşık olarak 23 katrilyon liraya yükselmiştir (Balseven, Önder, 2009: 93).

Türkiye ekonomisinde 1990'lı yıllardan sonra görülen bozulmalarda mali disiplinin sağlanamaması önemli bir etkidir. Bununla birlikte siyasi iradenin de eksikliği kamu mali yönetiminde gereken reformların gerçekleşmesini engellemiştir. 1990'lı yılların başında GSMH'nin yüzde 10'unda seyreden kamu kesimi borçlanma gereği 1995 yılında yüzde 5'lere inmiş ancak 1999 yılında yüzde 15'lere yükselmiştir. Bunun nedeni olarak siyasilerin bütçe ve mali kontrol dışı alanlara yönelmeleri ve görev zararları gibi kamuya yüklenen harcamalar gösterilmektedir. Faiz ödemeleri ve sosyal güvenlik kurumlarının finansman açıkları da bu dönemde önemli artış gösteren kalemlerdir. 1990'lı yıllarda yüzde 3'ler düzeyinde olan toplam kamu faiz ödemeleri 1999 yılına gelindiğinde yüzde 15,3 düzeyine çıkmıştır. Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferler ise yüzde 0,3'den yüzde 3,5 düzeyine çıkmıştır. Aynı dönemde konsolide bütçe harcamaları yüzde 17'den yüzde 36'ya yükselmiştir. Konsolide bütçe gelirleri ise yüzde 14'lerden yüzde 24'e yükselmiştir. Bu durumun sonucunda kamu harcamalarındaki hızlı artışlar ve mali disiplinsizlik Türkiye için kapsamlı bir ekonomik programı gerekli kılmıştır (Yılmaz, 2006: 127-131).

1998 yılından itibaren Türkiye'de on yıllık farklı bir politika uygulanmıştır. Bu uygulamalarda IMF denetimi de talep edilmiştir. Türkiye bu döneme kadar 1958 yılında başlamak üzere 17 adet stand by anlaşması düzenlemiştir. Bu anlaşmaların ilki 1958 yılında, dokuz tanesi 1960'lı yıllarda, 3 tanesi 1970'li yıllarda, 3 tanesi 1980'li yıllarda ve bir tanesi de 1994 gerçekleşmiştir (Yılmaz, 2007: 107). 1997 yılında IMF ile "Yakın İzleme Anlaşması" imzalanmıştır. Bu anlaşmanın nedeni olarak, ülke ekonomisinin uluslararası arenada kredibilitelerini artırarak Türkiye'ye

sermaye girişini artırmak gösterilmiştir. Yürürlüğe konulan bu programla birlikte, faiz dışı fazla vermek, enflasyon hedeflemesi yapmak ve bu doğrultuda para politikasını da düzenlemek, kamu finansmanını güçlendirmek amacıyla yapısal reformlar düzenlemek, iç borçlanmayı azaltmak için özelleştirme çalışmalarını hızlandırmak ve Türkiye ekonomisinin kredi değerliliğini artırmak hedeflenmiştir (Sönmez, 2009: 56).

Türkiye’de bir önceki bölümde görülen 1990’lı yıllarda sürekli artış gösteren kamu açıkları, yüksek enflasyon oranları ve bunun sonucunda ortaya çıkan yüksek faizlerden dolayı kamu maliyesi çok bozulmuştu. Bu sorunları çözmek için Türkiye’de 2000 yılından itibaren IMF ile 18. Stand by anlaşması imzalanmış ve IMF destekli bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu programa *enflasyonla mücadele programı* adı verilmiştir.

**Tablo 32: 2001 ve 2002 Yıllarında Türkiye’nin Ekonomik Performans Hedef ve Gerçekleşmeleri(%)**

	2001		2002	
	Hedef	Gerçek	Hedef	Gerçek
<b>Büyüme</b>	-3	-9,5	3	7,9
<b>İşsizlik</b>	10,6	8,4	11,4	10,3
<b>TÜFE(Yıl Sonu)</b>	52,5	68,5	35	29,7
<b>Cari açık/GSYİH</b>	-0,6	1,9	-1,2	-0,3

Kaynak:DPT Temel Ekonomik Göstergeler(2003), YPK Genel Ekonomik Hedefler ve Kamu Yatırımları Raporu(2003-2004).

Bu programın amacı enflasyonu düşürmek, kamu mali yönetimini iyileştirmek ve istikrarlı bir büyüme sağlamaktır (Bastı, 2006: 98). Programın işleyişinde üç temel unsur bulunmaktaydı. Bunlar, kamu kesimi faiz dışı fazlası vermek, yapısal reformları oluşturmak ve gelirler politikasıyla destekli sıkı döviz kuru politikası uygulamaktır. IMF ile yapılan bu 18. Stand by anlaşmasında maliye politikasının rolü çok önemlidir. Faiz dışı fazla vermek amacıyla daraltıcı maliye politikası uygularken mali disiplinin sağlanması anlaşmanın önemli ayaklarından biridir. Borçların sürdürülebilmesi için kamu kesiminin faiz dışı fazla vermesi

gerekmektedir. (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2006: 71-72). Bu doğrultuda kamu kesimi faiz dışı dengesinin 2000 yılında GSMH'nın %2.8 oranında fazla vermesi, 2001 ve 2002 yıllarında ise bu oranın %6.5 civarına yükseltilmesi hedeflenmiştir. Bu hedefleri gerçekleştirmek için ek vergilerin alınması, cari harcamalarda kısıntılara gidilmesi, iç borcun dış borçla değiştirilmesi ve özelleştirme yapılması kararlaştırılmıştır.

Programın hedefleri doğrultusunda enflasyonu düşürmek amacıyla üç yıllık süreçte 18'er aylık dönemler itibariyle iki farklı kur sistemi uygulanmıştır. İlk 18 aylık dönemde (2000 Ocak-2001 Haziran) hedef enflasyonu yakalamaya yönelik kur sistemi, ikinci 18 aylık dönemde ise kademeli olarak genişleyen bant sistemine geçilmiştir (Kansu, 2006: 177). Bu uygulamalar sonucunda üretici fiyat endeksleri, 2000 yılında %20, 2001 yılında %10 ve 2002 yılında %5 olarak belirlenmiştir. Programda gelirler politikasındaki uygulamalarda enflasyon hedeflerine uygun olarak belirlenmiştir (Bastı, 2006:99).

2000 yılı enflasyonla mücadele programı sonucunda 1999 yılına göre Türkiye ekonomisinde gelişmeler gözlenmektedir. 1999 yılında % 6 küçülen Türkiye ekonomisi 2000 yılında %6 oranında büyümüştür. Üretim artmış ve kamu kesimi borçlanma gereği azalmıştır. Enflasyondaki düşüşe paralel olarak reel faiz oranlarında da düşüşler görülmüştür. Ancak bu dönemde ihracat azalmış, ithalat artmış ve cari işlemler açığı çok artmıştır (TBB, 2001: 6). 2000 yılının ortasından itibaren ithalata dayalı büyüme enflasyon oranının hedeflendiği kadar hızlı düşmemesine neden olmuştur. Giderek artan cari işlemler açığı ile 2000 yılının ikinci yarısında yapısal reformların uygulanmasında meydana gelen gecikmeler ve özelleştirme hedeflerinin sapması iç ve dış piyasalarda güven sorunu yaratmıştır. Yabancı sermaye girişlerine bağlanmış olan para politikası çerçevesinde, güvensizlik nedeniyle azalan sermaye girişi para faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Yükselen faiz oranları, bilançolarında vade uyumsuzluğu olan bazı bankaların mali yapılarını da bozmuştur. Bu durum 2000 yılının Kasım ayında ve 2001 yılının Şubat ayında finansal krizlere dönüşmüştür (TCMB, 2001: 13).

Boratav (2001:17) çalışmasında 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin teknik sorumlusu olarak IMF ile uygulanan programları göstermektedir. Boratav'a

göre, IMF tarafından belirlenen iktisat politikaları Türkiye'yi dışa bağımlı hale getirmekten başka bir uygulama değildir. Bu krizlerin ardından dış borçların artması Türkiye'yi dış kaynaklara bağımlı hale getirmiştir.

Türkiye ekonomisi, 2000 yılında hızlı bir büyüme gerçekleştirdikten sonra, 2000 yılının Kasım ve 2001 yılının Şubat aylarında mali piyasalarda yaşanan krizlerden olumsuz etkilenerek 2001 yılında yeniden daralma sürecine girmiş ve %5.7 oranında küçülmüştür. Bunun sonucunda Türkiye IMF ile 19. Stand by anlaşmasını imzalamıştır. Bu anlaşma doğrultusunda “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuştur. Programın temel amaçları, bankacılık sektörünü yeniden yapılandırarak mali piyasalardaki belirsizliği azaltmak, buna bağlı olarak faiz oranları ile döviz kurları arasında istikrarı sağlamak, iktisadi etkinliği sağlamak amacıyla yapısal reformları gerçekleştirmek, enflasyonla mücadele etmek ve sürdürülebilir büyümeyi sağlamaktır. Bu doğrultuda, kamu kesiminin artan borçlarını sürdürebilmek amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir (TCMB, 2002: 13).

2001 yılındaki ekonomik daralmanın ardından Türkiye ekonomisi, 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılının ikinci yarısında yaşanan siyasi belirsizlikler ve Kasım ayında gerçekleşen erken seçime rağmen, büyüme hızı % 6.2 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılı ekonomik programının temel amaçları enflasyonla mücadele etmek, borç yükünü azaltmak ve sürdürülebilir hızlı büyümeyi sağlamaktır. Bu amaçlar doğrultusunda, büyüme hızı yüzde 5,yıl sonu enflasyon hedefi ise yüzde 20 olarak belirlenmiştir Yeni kurulan Hükümetin göreve başlamasından sonra iç siyasi belirsizliğin bir ölçüde azalmıştır ancak 2003 yılında yaşanan Irak operasyonuna ilişkin belirsizlikler ve Hükümetin ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler finansal piyasalarda dalgalanmaya yol açmıştır. Ancak Nisan ayında Irak operasyonunun sona ermesi, bütçe performansındaki olumlu gelişmeler, Uluslararası Para Fonu ile yürütülen dördüncü gözden geçirmenin tamamlanması piyasalardaki belirsizlikleri azaltmıştır (TCMB, 2003:15).2003 sonunda büyüme oranı %5,3, enflasyon oranı ise %18.4 olarak gerçekleşmiştir.

1989 yılında yani sermaye hareketlerinin serbestleştiği yıllarda Türkiye'nin dış borcu 41.7 milyar dolardı. 2003 yılı başında ise dış borç stoku 133.2 milyar dolara yükselmiştir. Aynı zamanda bu geçen 13 yıllık süreç içinde cari işlem açıkları 21.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bu durum Türkiye ekonomisinin giderek dışa bağımlı hale geldiğinin bir göstergesidir. Kısacası sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin en önemli sonuçlarından biri de dış borçlardaki denetimsiz büyümedir. Buradaki en önemli sorun borcun faizi değil, anaparasının ödenmesidir. Örneğin kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu düşürürse, vadesi gelen borçlar yenilenmez ve anapara ödemesi imkansızlaşır. 21. Yüzyılın başlarında olduğu gibi dış borç stokunun büyük miktarının uluslararası kuruluşlardan finanse edilmesinin, bu kuruluşların genellikle ABD kökenli olduğu düşünüldüğünde, ABD'ye bağımlılığın artması anlamına gelmektedir (Boratav, 2003: 183-184).

**Tablo 33: 2003-2007 Yılları Arasında Türkiye'nin Ekonomik Performans Hedef ve Gerçekleşmeleri(%)**

	2003		2004		2005		2006		2007	
	Hedef	Gerçek	Hedef	Gerçek	Hedef	Gerçek	Hedef	Gerçek	Hedef	Gerçek
Büyüme	5	5,9	5	10	5	7,4	5	6	5	4,6
İşsizlik	9,4	10,5	10	10,3	9,5	10,6	10,1	10,2	10,5	10,2
TÜFE(Yıl sonu)	20	18,4	12	9,3	8	7,7	5	9,7	4	8,4
Cari Açık/GSYİH	-1,7	-3,4	-2,9	-5,3	-3,6	-6,4	-4,3	-6,2	-5,8	-5,8

Kaynak: DPT Ekonomik Programlar, YPK Genel Ekonomik Hedefler ve Kamu Yatırımları Raporu(2003-2004), Orta Vadeli Program (2006-2008).

Dış ve iç siyasi belirsizliklerin azalması ve uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sonucunda finansal piyasalarda istikrarın sağlanması, 2003 yılı programında öngörülen ekonomik büyüme hızına ulaşılmasına uygun ortam sağlamıştır. Yaşanan ekonomik krizden sonra uygulanan ekonomik programların kararlılıkla sürdürülmesi sonucunda piyasada güven ortamı sağlanmıştır. Türkiye ekonomisi 2004 yılında %9,4 oranında büyüme göstermiştir.

Türkiye ekonomisinin 2002 yılında girdiği büyüme süreci 2005 yılında, 2004 yılına göre yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Ekonomik programın uygulanmasındaki kararlılığın devamıyla birlikte güven ortamının güçlenmesi ve

faizlerdeki düşüş ekonomideki canlanmanın 2005 yılında da devam etmesini sağlamıştır.

Tablo 33’de, Türkiye ekonomisinde 2002-2007 yılları arasında sürekli büyüme gözlenmektedir. Bu büyümenin en önemli nedeni tüketim harcamalarının artmasıdır. Özellikle 2004 yılı sonrasında yurtiçi tasarruf oranında düşüşler görülmektedir. Önceki yıllarda bu oran %20-22 arasında değişirken 2007 yılına gelindiğinde %16’nın altına düşmüştür. Bu yıllarda gayri safi yatırım oranı ise %25’e yükselmiştir. Bu dönemde bütçe açıkları giderek azalmakta iken yurtiçi kaynak dengesi giderek bozulmuştur. IMF programları kamu kesiminde dengeyi sağlarken özel kesimde dengeyi bozmuştur. Bu durum ve TL’nin aşırı değerlenmesi sonucu dış açıkların ve dış borçların artmasına neden olmuştur. Cari işlemler açığı %6’ların üstüne çıkmıştır (Kazgan, 2010: 23). Bu dönemde Türkiye’nin cari açığı dünya ekonomileri içinde yedinci sıradadır ve önde yer alan ülkelerin tümü gelişmiş kapitalist ülkelerdir (Boratav, 2009: 12).

Bu dönemde imalat sanayiinde de giderek gerilemeler yaşanmıştır. Bu dönemlerde uygulanan IMF politikaları sonucu üretim yerine ithalat artırılmıştır. Bu dönemde gerileme gösteren bir diğer sektörde doğrudan gelir desteği politikasıyla, tarımı destekleyen kurumların dağılması sonucu tarım sektörü olmuştur. 2003-2007 yılları arasında tarım sektörünün ortalama büyüme hızı %0,2 olarak gerçekleşmişti. Sonuç olarak Türkiye tarım ürünlerinde “net ithalatçı” konumuna düşmüştü. Ayrıca IMF programları sonucu gerçekleştirilen özelleştirmeler sonucunda da kendi girdilerini üretebilen kurumlar girdi ithal etmeye başlayarak ithalatı daha da artırmıştır. Kısacası IMF programları sonucunda artan ithalat sonucu büyüyen dış açıklar ve dış borçlar reel sektörü ciddi anlamda çöküntüye uğratmıştır ( Kazgan, 2010: 24-25).

**Tablo 34: 2008-2011 Yılları Arasında Türkiye'nin Ekonomik Performans Hedef ve Gerçekleşmeleri(%)**

	2008		2009		2010		2011	
	Hedef	Gerçek	Hedef	Gerçek	Hedef	Gerçek	Hedef	Gerçek
Büyüme	5,5	4	4	-4,8	7,8	9,2	4,5	8,5
İşsizlik	10,6	11	9,8	14	11	11,9	12	9,8
TÜFE(Yıl sonu)	4	10	7,5	6,5	8,7	6,4	5,3	10,5
Cari Açık/GSYİH	-6	-6,4	-6,4	-2,3	-5,2	-6,5	-5,4	-10

Kaynak: DPT Yıllık Programlar, DPT Orta Vadeli Programlar

2008 yılında ise tüm dünyada yaşanan krizin etkisi Türkiye'de gözlenmektedir. Özellikle 2009 yılında Türkiye ekonomisinde %4,8 oranında küçülme gerçekleşmiştir. Ancak 2010 ve 2011 yıllarında yaklaşık ortalama %8 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Büyüme enflasyon hedeflemesinde iyileşmeler gözlenirken cari işlemler açığında büyüme gözlenmektedir. Bu durum dışa bağımlı olarak büyüdüğümüzü göstermektedir.

**Tablo 35: Türkiye'de 2000-2010 Yılları Arasındaki Sermaye Hareketlerinin Gelişimi**

	Portföy Yatırımları	Doğrudan Yatırımlar	Diğ. Yatırımlar	Toplam Ser. Har.
2000	1022	112	8450	9684
2001	-4515	2855	-12897	-14557
2002	-593	939	826	1172
2003	2465	1252	3475	7192
2004	8023	2005	7674	17702
2005	13437	8967	20256	42660
2006	7373	19261	16055	42689
2007	717	19941	28049	48707
2008	-5046	15720	22873	33547
2009	196	6307	3617	10120
2010	6765	7566	19323	33654

Kaynak: (Ergül, 2012: 27 ve [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr))



### 3.3. 2000 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE'DE UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARI VE KREDİ NOTUNA ETKİSİ

1980'li yılların ortalarından itibaren bütçe açıklarının artması sonucu iç ve dış borç stoklarındaki artışlar, enflasyon ve faiz oranlarını artırmış, büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Bu doğrultuda kamu borçlarını çevirebilmek adına özel sektörden özellikle bankacılık sektöründen kamuya yüksek seviyelerde fon aktarımları gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda yaşanan 2000 ve 2001 krizleri sonucunda bankacılık sistemi çökmüştür.

Makroekonomik istikrarsızlıkları düzeltmek amacıyla IMF ile 2000 yılından itibaren 3 yıllık bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Çalışmanın ilerleyen kısmında bu imzalanan istikrar programından bugünkü döneme kadar uygulanan maliye politikaları ve bu doğrultuda Türkiye'nin kredi notundaki değişimler incelenmektedir.

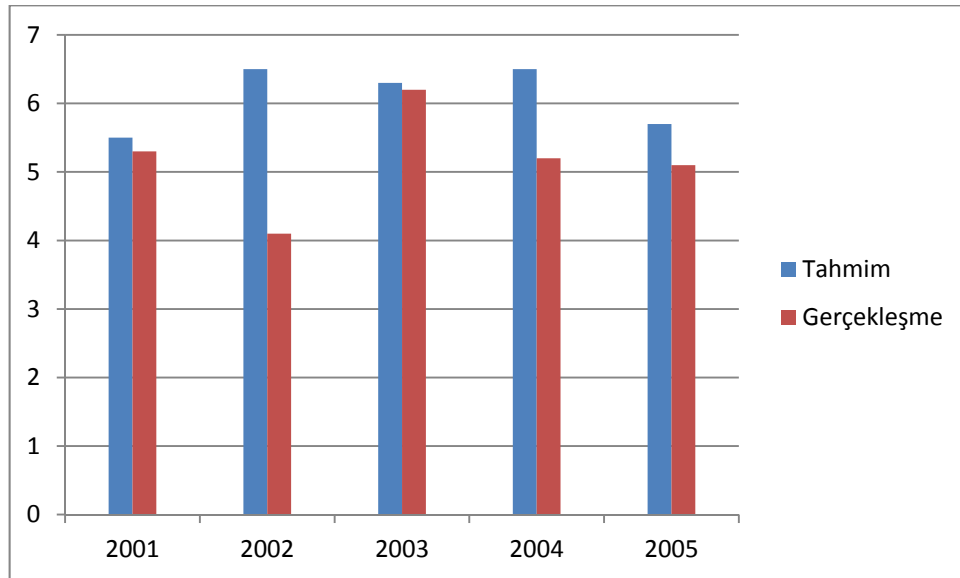
2000 yılında uygulanmaya başlanılan istikrar programının temel maliye politikası, kamu finansmanında sürdürülebilirliğin sağlanması olarak belirlenmiştir. Bunun için kamu borç stokunun azaltılması, özelleştirmenin hızlandırılması kamu sektöründe önemli ölçüde faiz dışı fazla yaratılması belirlenmiştir. Kamu finansmanının sürdürülebilir hale gelmesi ve net kamu borç stokunun orta vadede düşürülmesi için getirilen temel performans kriteri ise kamu sektörü için 2000-2002 yılları için GSMH'nin yüzde 3,7'si kadar program tanımlı faiz dışı fazla vermektir. Bu doğrultuda hedeflenen faiz dışı fazlaya ulaşmak için hedeflenen mali göstergelerin gerçekleşmesi sonucunda toplam kamu borcunun 2000 yılı için tahmin edilen GSMH'ya oran olarak yüzde 58 düzeyinden, 2001 yılında yüzde 56,5'e, 2002 yılında ise yüzde 54,75'e inmesi hedeflenmiştir (Yılmaz, 2006: 152).

2000 yılının son çeyreğinde kur çapası ve bankacılık sektöründe biriken sorunların ortaya çıkmasıyla programa olan güveni artırmak amacıyla maliye politikası revize edilmiş ve faiz dışı fazla hedefi 2001 yılı içinde yüzde 3,7'den yüzde 5'e çıkarılmıştır. 2001 Şubatında yaşanan kriz sonrasında ekonomik program uygulanamaz hale gelmiştir, Bu yüzden IMF'yle güçlü ekonomiye geçiş programı adıyla yeni bir program uygulanmaya başlanmıştır. Bu programda maliye politikası

uygulamasının temel performans kriteri olan faiz dışı fazla hedefi 2001 yılı için yüzde 5,5'e, 2002 yılı için ise yüzde 6,5'e çıkarılmıştır. Programın başarıyla uygulanması sonucunda reel faizlerin düşmesi ve yüzde 6,5 oranındaki faiz dışı fazla ile mali dengelerdeki iyileşmenin borç stokunu kademeli bir şekilde düşürmesi öngörülmüştür (Yılmaz, 2006: 153). Programın uygulandığı 2002-2004 yılları arasında faiz ödemelerinin milli gelire oranı %17'nin altına, KKBG ise %10'un altına düşürülmüştür (Pınar, 2010: 359).

2002 yılında Türkiye 19 uncu stand by anlaşmasını imzalamıştır. Yeni stand by'da temel maliye politikası faiz dışı fazla performansının devam ettirilerek kamu borç stokunun azaltılması olarak belirlenmiştir. 2001 yılında yeniden düzenlenen programla hızlandırılan yapısal düzenlemeler yeni programda maliye politikası uygulaması olarak devam ettirilmiştir. 2004 Ağustos ayında hükümetin yaptığı açıklamalar çerçevesinde IMF ile yeni bir stand by düzenlemesi için tekrar görüşmeler başlamıştır (Yılmaz, 2009:53-54).

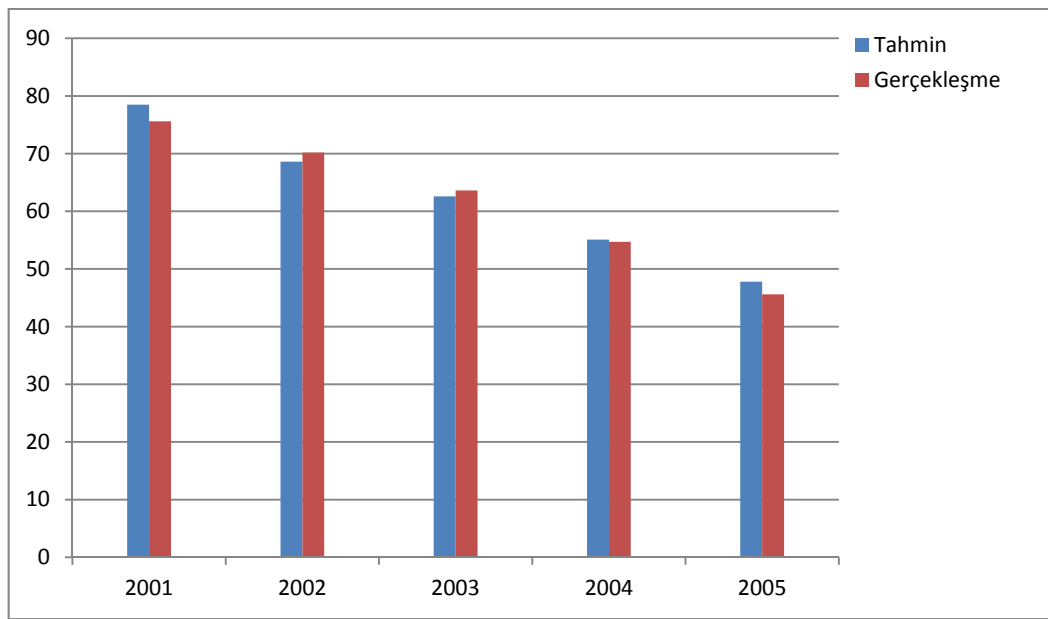
#### **Grafik 24: Türkiye'de 2001-2005 Yılları Arasında Faiz Dışı Fazla Tahmin ve Gerçekleşme Gelişimi**



Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, YPK Genel Ekonomik Hedefler ve Kamu Yatırımları Raporu(2003-2004).

Grafik 24’de 2001-2005 yılları arasında Türkiye’deki faiz dışı fazla gerçekleşme ve tahminleri gözlenmektedir. 2002 yılında %6.5 olarak hedeflenen faiz dışı fazla %4.1 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılından sonra ise faiz dışı fazlanın tahminlerin altında gerçekleştiği görülmektedir. Aynı yıllar içinde kamu geliri, kamu gideri ve bütçe dengesi verileri incelendiğinde kamu gelirlerinde artış, giderlerde ise azalış görülmektedir. Sonuç itibariyle bütçe açığı giderek azalmaktadır.

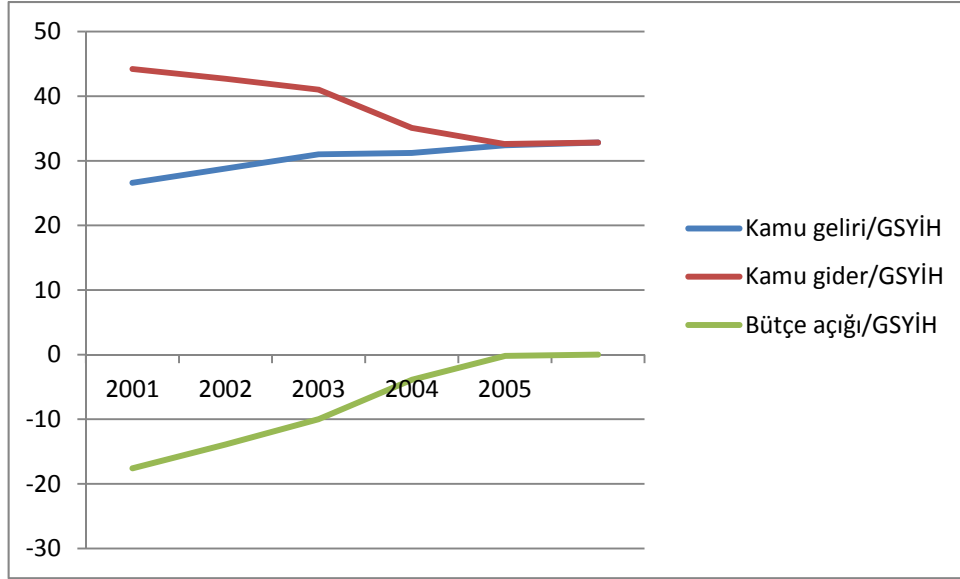
**Grafik 25: Türkiye’de 2001-2005 Yılları Arasında Kamu Net Borç/GSYİH Tahmin ve Gerçekleşme Gelişimi**



Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, YPK Genel Ekonomik Hedefler ve Kamu Yatırımları Raporu(2003-2004),

Grafik 25’ de Türkiye’de 2001-2005 yılları arasında kamu net borcunun GSYİH’ya oranlarının orta vadeli tahminleri ve gerçekleştirmeleri gösterilmektedir. 2000 yılında kamu net borcunun GSYİH’ya oranı %57,5 civarında kriz sonrasında % 75,6’ya yükselmiştir. 2001 yılından sonra ise bu oran düşme yönündedir ayrıca tahmin ve gerçekleştirmeler arasında da önemli farklar görülmemektedir.

**Grafik 26: Türkiye’de 2001-2005 Yılları Arasında Kamu Geliri, Kamu Gideri ve Bütçe Açığının GSYİH’ya Oranının Gelişimi**



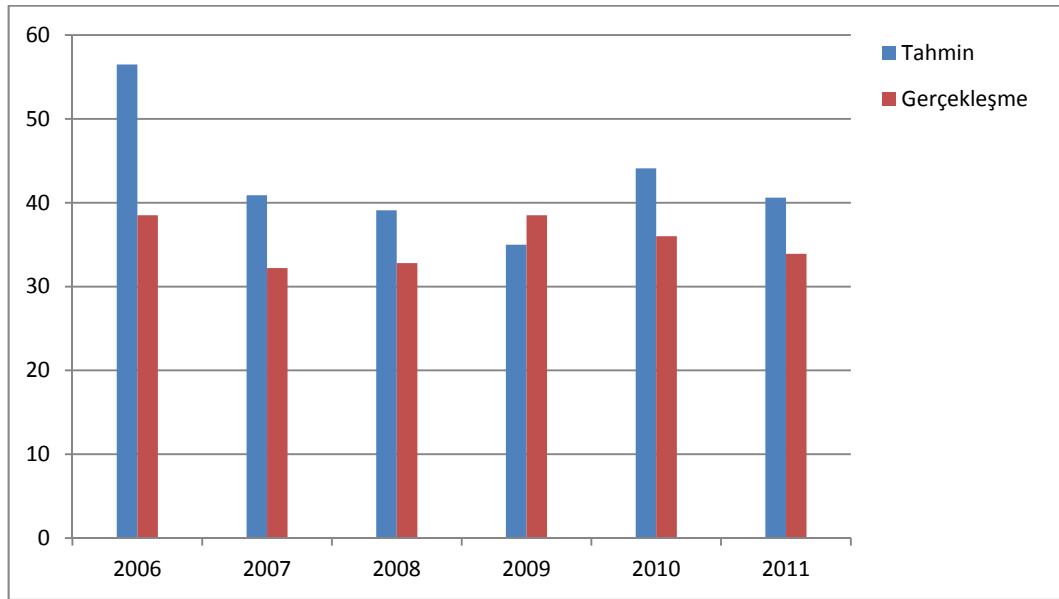
Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, YPK Genel Ekonomik Hedefler ve Kamu Yatırımları Raporu(2003-2004).

Grafik 26’da 2001-2005 yılları arasında kamu geliri, kamu gideri ve bütçe açığı gösterilmektedir. 2001-2005 yılları arasında gelirlerde azalış, giderlerde artış ve buna bağlı olarak bütçe açıklarında azalış gözlenmektedir. Kısacası 2001-2005 yılları arasında geçen süreçte mali anlamda iyileşmeler gözlenmektedir.

Dünyada yaşanan gelişmelere paralel olarak, Türkiye’de 2000 sonrası dönemde kamu mali yönetim ve kontrol sisteminde önemli reform süreçleri gerçekleştirilmiştir. Bu reform çalışmalarından, Mart 2002 tarihli, 4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” ile, kamu borç yönetimi 2003 yılı sonunda çıkarılan ve 2006 yılından itibaren uygulanmaya başlanan 5018 sayılı “Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu” ile de kamu mali yönetimi disiplin altına alınmaya çalışılmıştır. Çalışmada 5018 sayılı kanun sonucu DPT tarafından hazırlanmaya başlanılan orta vadeli programdaki mali hedefler ve gerçekleştirmeler gösterilmektedir. Bu doğrultuda 2000 yılından sonra IMF tarafından uygulanan istikrar programlarındaki ve 2006 yılından sonra uygulanan orta vadeli programlardaki maliye politikalarının Türkiye’nin kredi notları üzerinde nasıl bir etkisi olduğu gösterilmektedir.

Türkiye’de 2005 yılı ve öncesinde gerek makro göstergeler gerekse ekonomik göstergeler olsun kısa vadeli hedefler belirlenmekteydi. Çok yıllık bütçeleme sistemine geçilmesiyle birlikte bir yıllık belirlenen kısa hedefler yerine 3 yıllık orta vadeli hedefler belirlenmeye başlanmıştır.

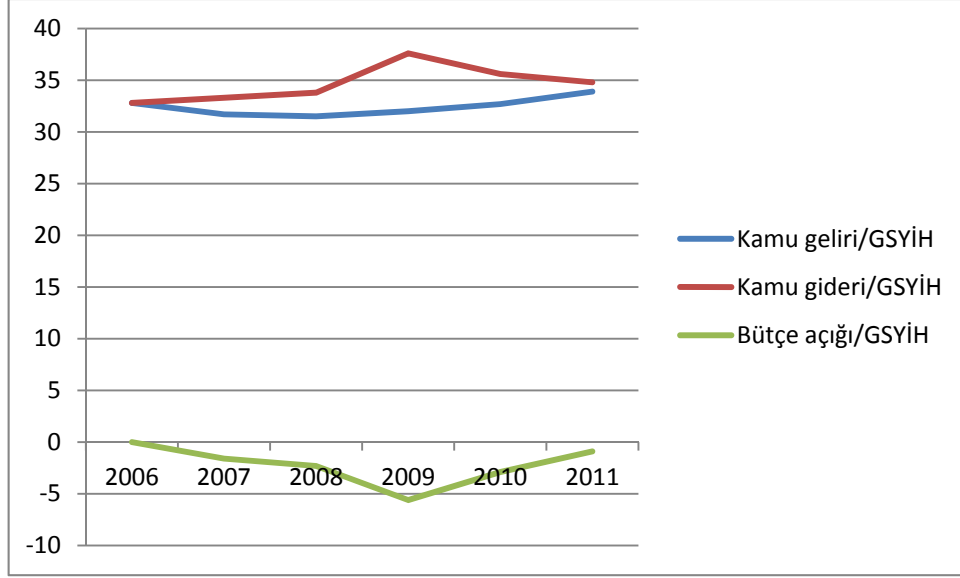
**Grafik 27: Türkiye’de 2006-2011 Yılları Arasında Kamu Net Borç/GSYİH Tahmin ve Gerçekleşme Gelişimi**



Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, DPT Orta Vadeli Programlar.

Grafik 27’de 2006 yılından itibaren Türkiye’de kamu net borç/GSYİH tahmin ve gerçekleştirmeleri gözlenmektedir. Tahmin ve gerçekleştirmeler arasındaki sapmalar incelendiğinde 2006 yılında borçların tahmin edilenden çok fazla azaldığı gözlemlenmektedir. Burada orta vadeli programın ilk hazırlanması ve konsolide bütçe sisteminden genel yönetim bütçe sistemine geçilmesinin etkisi muhtemeldir. 2007 yılından itibaren incelendiğinde ise borç oranlarında, tahminlere göre gerçekleştirmelerde de azalma gözlenmektedir. Ancak 2008 krizinin etkisiyle özellikle 2009 yılında borç oranların da artmalar görülmektedir. 2010 ve 2011 yıllarında ise borçlanma gerçekleştirmeleri tahminlerden daha az gözlenmekte ayrıca yıllar itibariyle de borçlanma oranlarında azalmalar gözlenmektedir.

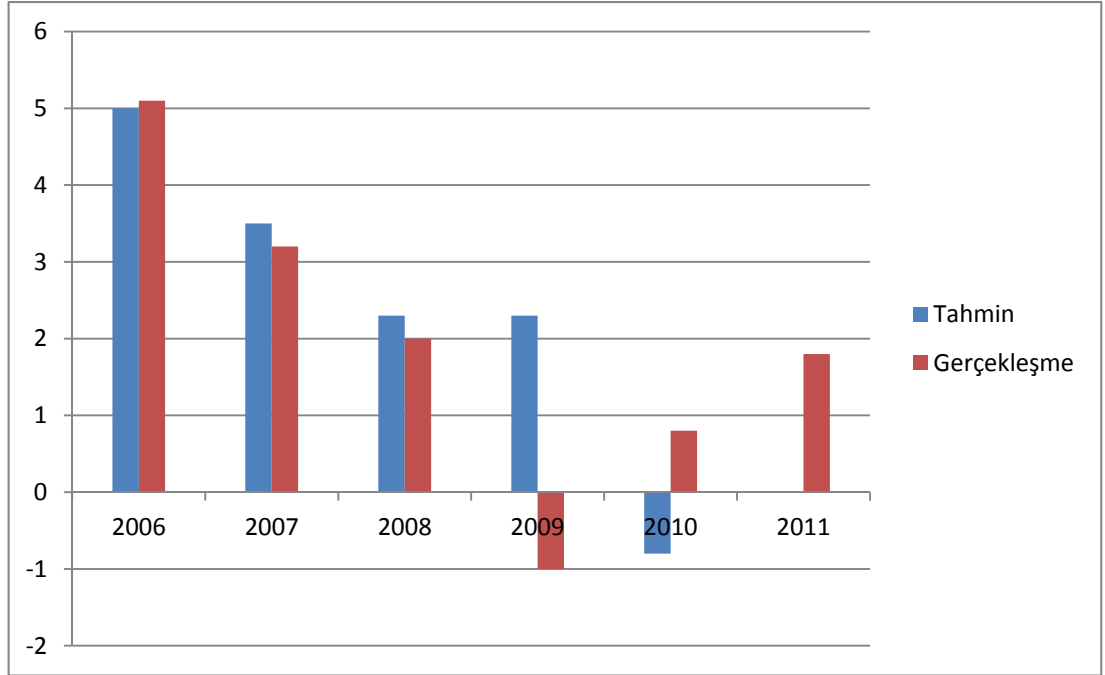
**Grafik 28: Türkiye’de 2006-2011 Yılları Arasında Kamu Geliri, Kamu Gideri ve Bütçe Açığının GSYİH’ya Oranının Gelişimi**



Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, DPT Orta Vadeli Programlar.

Grafik 28’de 2006-2011 yılları arasındaki kamu geliri, kamu gideri ve bütçe açığı gösterilmektedir. 2006 yılında dengede olan bütçede 2007 yılından itibaren açıklar artmakta 2009 yılında %5,6’lara kadar çıkmaktadır. 2010 ve 2011 yıllarında ise 2,9 ve 0,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu duruma bağlı olarak da gelir ve giderler incelendiğinde gelirlerde fazla olmasa da özellikle 2008 krizinin etkisiyle giderlerde artış gözlenmektedir.

**Grafik 29: Türkiye’de 2006-2011 Yılları Arasında Faiz Dışı Fazla Tahmin ve Gerçekleşme Gelişimi**



Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, DPT Orta Vadeli Programlar.

2006 yılından itibaren faiz dışı fazla göstergeleri incelendiğinde orta vadeli program doğrultusunda faiz dışı fazlanın azaltılması hedeflenmektedir. Gerçekleşmelerde bu duruma uyum göstermektedir. Ancak 2009 yılında %1 oranında faiz dışı açık verilmiştir. 2010 verileri incelendiğinde %0,8 olarak faiz dışı fazla verildiği gözlenmektedir. 2011 yılında ise faiz dışı dengenin gerçekleşmesinin hedeflenmesine rağmen % 1,8 oranında faiz dışı fazla verilmiştir. Kamu geliri, kamu gideri ve bütçe dengesi verilerine göre ise 2006 yılında bütçe denk olarak gerçekleşmiştir. 2008 krizine kadar harcamalarda azalış gelirlerde artış gözlenmektedir. 2008 kriziyle birlikte harcamalarda artış gerçekleştirilmiş ve 2008 yılında bütçe % 2,3, 2009 yılında %5,6 açık vermiştir. 2010 yılında ise bütçe açığı azalarak %2,9, 2011 yılında ise %0,9 olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 36: 2001-2011 Yılları Arasında Türkiye'nin Kredi Notları Gelişimi(Yerli para cinsinden)**

Kredi Notu	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Moody's	B3	B3	B3	B2	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba2	Ba2
S&P	B-	B-	B+	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB+	BBB-
Fitch	B-	B	B	B+	BB-	BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+

[www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Türkiye'nin 2002 yılından itibaren S&P, Moody's ve Fitch tarafından verilen kredi notları incelendiğinde ise kredi notlarının artma yönünde olduğu gözlenmektedir. Moody's'in verdiği notlar incelendiğinde 2004, 2005 ve 2010 yılları arasında birer basamak not artışları gözlenmektedir. S&P'un verdiği notlar incelendiğinde 2003, 2004, 2010 ve 2011 yıllarında not artışları gözlenmektedir. Fitch'in notları incelendiğinde ise, 2002, 2004, 2005, 2007 ve 2009 yıllarında not artışları gözlenmektedir. Derecelendirme şirketlerinin kriterleri birbirinden çok farklı olmadığı için notlarda da uç noktada farklılıklar gözlenmemektedir. Tablodan hareketlerde özellikle 2006 yılından sonra mali alanda gerçekleştirilen reformların kredi notlarında pozitif etkisinin olduğunu ifade edebiliriz. Ancak bunun sonuçları dördüncü bölümde yapılacak ampirik çalışmayla daha detaylı olarak ortaya konulacaktır.



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 2000 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE'DE UYGULANAN MALİYE POLİTİKALARININ KREDİ NOTU ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN LOGİT MODELİYLE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde Fitch, Moody's ve S&P tarafından ülkelere verilen kredi notlarında uygulanan maliye politikalarının ne kadar etkili olduğu incelenecektir. Bu doğrultuda notları yatırım yapılabilir düzeyde olup 2008 krizinden sonra riskli ülkeler haline gelen ülkeler ve Türkiye arasında karşılaştırmalı bir analiz yapılacaktır. Bu analiz için ABD, Japonya, Kanada, Almanya, İngiltere, Fransa, Portekiz, Yunanistan, İspanya, İrlanda, İtalya ve Türkiye'den oluşan 12 ülkenin 2000-2011 yılları arasındaki GSYİH büyüme hızları, enflasyon oranları, işsizlik düzeyleri, cari açıkları, kamu gelirleri, kamu giderleri, bütçe dengeleri, birincil bütçe dengeleri ve kamu borçları bir panel veri halinde derlenmiştir. Bu veriler içinde her bir yıl için ayrı ayrı belirlenen tahminler, gerçekleştirmeler ve gerçekleştirmeler doğrultusunda bu tahminlerden sapmaların yüzde değişimleri yer almaktadır. Burada amaç özellikle maliye politikası uygulamaları sonucunda oluşan sapmaların ülkelerin kredi notları üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmaktır.

Kredi notlarının belirleyicileri üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde daha çok panel veri analizi ve probit ve logit modelli analizler gözlenmektedir. Bu doğrultuda çalışmada logit modeli uygulanmaktadır.

Bu çalışmada logit modeli, uluslar arası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için verdikleri notlarda değişiklik yapıp yapmama kriterlerine yönelik bir model oluşturmak amacıyla kullanılmıştır. Buradan hareketle, kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarında ülkelerin hangi ekonomik ve mali göstergelerinin etkili olduğu ve bu etki doğrultusunda daha önce yapmış oldukları not değerlendirmelerinde tutarlı olup olmadıkları sorgulanmaktadır.

#### 4.1. VERİ VE YÖNTEM

Bu uygulamada uluslar arası kredi derecelendirme kuruluşlarının S&P, Fitch ve Moody's 2000-2011 yılları arasında 12 ülke için (ABD, Kanada, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, İrlanda, İspanya, Portekiz, Yunanistan ve Türkiye) vermiş oldukları kredi notları değerlendirmeye alınmıştır. Bu notların oluşumunda ülkeler için sayısal olarak elde edilebilen büyüme, işsizlik, enflasyon, cari açık, kamu gelirleri, kamu giderleri, bütçe açığı, birincil açık ve kamu borcunun GSYİH'ya oranlarındaki değişim oranları ele alınmıştır. Çalışmada her bir derecelendirme kuruluşu birbirinden bağımsız olarak değerlendirilmiştir.

Logistik regresyon analizinin uygulanabilmesi için değişkenler uygun bir yapıya dönüştürülmüştür.

**Tablo 37: Değişken tanımları**

Değişkenler	Tanımlar
	<b>Bağımlı Değişkenler</b>
$Y_{S\&P}$	S&P Kredi Notu, değişiklik yok=0, değişiklik var=1
$Y_F$	Fitch Kredi Notu, değişiklik yok=0, değişiklik var=1
$Y_M$	Moody's Kredi Notu, değişiklik yok=0, değişiklik var=1
	<b>Bağımsız Değişkenler*</b>
$X_{1,2,3}$	Büyüme/GSYİH değişim oranı
$X_{2,1,2,3}$	İşsizlik/GSYİH değişim oranı
$X_{3,1,2,3}$	Enflasyon/GSYİH değişim oranı
$X_{4,1,2,3}$	Cari Açık/GSYİH değişim oranı
$X_{5,1,2,3}$	Kamu Gelirleri/GSYİH değişim oranı
$X_{6,1,2,3}$	Kamu Giderleri/GSYİH değişim oranı
$X_{7,1,2,3}$	Birincil Açık/GSYİH değişim oranı
$X_{8,1,2,3}$	Bütçe Açığı/GSYİH değişim oranı
$X_{9,1,2,3}$	Kamu Borcu/GSYİH** değişim oranı

\*: Bağımsız değişkenler, üç başlık altında (1:yıllık performans, 2:aynı yılın uzak ve yakın tahminleri, 3:iki yıllık tahmin durumu) değişim oranları hesaplanarak elde edilmiştir.

\*\*ABD, Japonya, Kanada, Türkiye ve İngiltere için Toplam Kamu borcu/GSYİH, İrlanda, Fransa, Yunanistan, İtalya, İspanya ve Almanya için Net Kamu Borcu/GSYİH, Portekiz için ise Maastricht kriterlerine göre kamu borcu verileri elde edilebilmiştir.

Tablo 37'ye göre bağımlı değişkenler; kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlarda değişiklik yapıp yapmadıkları, bağımsız değişkenler ise ülkelerin ekonomik göstergelerindeki gerçekleştirmeler ve tahminler arasındaki değişim oranlarıdır.

Verilerde, 2000 – 2011 yılları arasında ülkelerin ekonomik göstergelerinin gerçekleşme, yakın tahmin ve uzak tahminleri kullanılmaktadır. Buna göre,

- Gerçekleşme; herhangi bir “t” yılında her bir ekonomik göstergenin bir önceki yıl (t-1) için hesaplanan değerleridir.

- Yakın tahmin; herhangi bir “t” yılında her bir ekonomik göstergenin ele alınan yıl (t) için yılsonu itibariyle olması tahmin edilerek hesaplanan değerlerdir.

- Uzak tahmin ise; herhangi bir “t” yılında her bir ekonomik göstergenin ele alınan yıldan bir sonraki yılsonu (t+1) itibariyle olması tahmin edilerek hesaplanan değerlerdir.

Herhangi bir “t” yılına ait kredi notu ilgili yılsonu itibariyle en son açıklanan nottur. “t” yılına ait kredi notuna etki eden değişim oranları, hesaplanan ekonomik göstergelerin (EG<sub>i</sub>) bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu doğrultuda değişim oranları üç senaryo altında hesaplanarak analiz edilmektedir.

**1.Yıllık performans değişim oranı (Xi<sub>t</sub>):** Bu analiz için ekonomik göstergelerin, bir önceki yılın gerçekleşmesi ile içinde bulunulan yıla ait tahminleri arasındaki değişim oranları alınmaktadır.

Tahminin gerçekleşmeye göre değişim oranı,

$$Xi_t = (EG_{i[t]} / EG_{i[t-1]}) - 1 \quad (14)$$

Örneğin 2001 yılı için performans oranı hesaplanırken, 2000 yılının gerçekleşme değerleri ile 2001 yılının öngörülen değerleri ele alınmıştır.

**2. Aynı yılın uzak tahmin ve yakın tahmin değişim oranı ( $Xi_2$ ):** Her bir ekonomik göstergenin yakın tahminleriyle uzak tahminlerinin değişim oranları alınmaktadır.

Yakın tahminin uzak tahmine göre değişim oranı,

$$Xi_2 = (EG_{i,[t]} / EG_{i,[t+1]}) - 1 \quad (15)$$

Örneğin 2002 yılı için değişim oranı hesaplanırken, 2000 yılında yapılan 2002 tahminiyle 2001 yılında yapılan 2002 yılı tahmini ele alınmıştır.

**3. İki yıllık tahmin durumuna göre değişim oranı ( $DO_3$ ):** Önceki iki yılın gerçekleşme ortalamaları ile takip eden iki yılın tahmin ortalamalarının değişim oranları alınmaktadır.

Son iki yıllık gerçekleştirmeler ortalamasının, yakın ve uzak tahmin ortalamasına göre değişim oranı,

$$Xi_3 = ((EG_{i,[t-1]} + EG_{i,[t-2]}) / 2) / (EG_{i,[t]} + EG_{i,[t+1]}) / 2 - 1 \quad (16)$$

Örneğin 2002 yılı için değişim oranı hesaplanırken, 2001 ve 2000 yılı gerçekleşme ortalamaları ile 2002 ve 2003 yılları tahmin ortalamaları ele alınmıştır.

Analize geçilmeden önce çalışmanın izleyen kısmında logit modeli anlatılacaktır.

## 4.2. LOGİT MODELİ

Logit modeli önceleri daha çok tıp alanındaki çalışmalarda kullanılan bir yöntem olmasına rağmen son yıllarda sosyal bilimler alanındaki çalışmalarda da sıklıkla kullanılan ileri düzey bir regresyon yöntemidir. Bu yöntemin sık kullanılmaya başlanmasının nedeni çeşitli varsayım sapmaları durumunda diskriminant analizi ve çapraz tablolara bir alternatif olması iken, bağımlı değişkenin 0,1 gibi ikili ya da ikiden çok düzey içeren kesikli değişkenlerden oluşması durumunda normallik varsayımı ortadan kalktığından kullanım rahatlığının olması ve elde edilen modelin matematiksel olarak esnek ve kolay yorumlanabilir olmasıdır (Bhattacharyya ve diğ., 2011: 609).

Logit modelinin tahmin edilebilmesi için tekrar eden ya da etmeyen gözlemlerin ayrıştırılması gerekmektedir. Bu durumda yöntem olarak ilk tercih, genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ve minimum ki kare yöntemleriyken, ikinci tercih en çok olabilirlik yöntemleridir. Bağımlı ve bağımsız değişken ayrımının yapıldığı çok değişkenli bir modelde, En Küçük Kareler (EKK) tekniğiyle elde edilen tahminler yetersiz kalmaktadır. Çünkü EKK tekniği bağımlı değişkenin normal dağılıma uyduğunu varsaymaktadır. (Ramanathan, 2000: 184). Logit model tahmin edilirken uygulanan diğer yöntem en çok olabilirlik yöntemidir. Bu yöntem genelde analize bağımsız değişken ilave edildiğinde modelin hatasını gösterir. Log olabilirlik değeri 0 – 1 aralığında değerler almaktadır. Bu oran, bağımlı değişkenin bağımsız değişkenler tarafından tahmin edilme olasılığını göstermektedir. 1'den küçük sayıların logaritması 0 ile  $-\infty$  arasındaki LogL istatistiği, en çok olabilirlik (maximum Likelihood) yöntemi ile tahmin edilmektedir. Bu nedenle bağımlı değişkendeki açıklanmayan varyansın anlamlılığı  $-2\log L$  istatistiği ile gösterilir. Lojistik regresyon analizindeki  $-2 \log L$  istatistiği, regresyon analizindeki hata kareleri toplamına benzemektedir. Yani olabilirlik oranı 1 ise,  $-2 \log L$  istatistiği sıfıra eşit olmaktadır. Sonuç olarak, daha küçük  $-2 \log L$  istatistiği, her zaman daha iyi bir modeli göstermektedir (Almendros, 2011: 5).<sup>14</sup>

Çalışmada, model  $-2 \log$  likelihood yöntemiyle tahmin edilmektedir. Nagelkerke R kare değeri ise modelin gücünü göstermek amacıyla kullanılmaktadır. Model uygulanırken anlamlılık testi Wald değerine bakılarak karar verilmektedir. Wald değerine bakarak anlamsız olduğuna karar verilen değişkenler modelden çıkartıldıktan sonra geriye kalan değişkenlerden model oluşturulup tekrar genel modelin istatistik değerine bakılır. Böylece değişkenleri kesin olarak modelden çıkartmak konusunda kesin karar verilebilir.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Logit modelde modelin uygunluğunun değerlendirilmesinde aşağıdaki iki değere bakılmaktadır (Almendros, 2011: 5).

**1)Cox ve Snell R2:** Olabilirlik esasına göre çoklu R2 istatistiğine benzemektedir. İstatistiğin maksimum değerinin genelde 1'den küçük olması bu istatistiğin yorumunu güçleştirmektedir.

**2)Nagelkerke R2:** Cox ve Snell R2 istatistiğinin 0 – 1 aralığında değerler almasını sağlamak amacıyla geliştirilmiştir. Model için değişken seçiminde bu değere göre karar verilmektedir.

<sup>15</sup>Burada üç yöntem bulunmaktadır.

**a) İleriye Doğru Seçim [Forward Stepwise (Wald)]:** Bu yöntemde modelin uygunluğuna göre değişkenler eklenmektedir.

Modele lojistik regresyon ile üç yöntem Enter(Giriş, Adımsal), İleriye Doğru Seçim (Forward Stepwise) ve Geriye Doğru Adımsal Seçim (Backward Stepwise) ile uygulanmıştır. Her denemede bu üç yöntemden Nagelkerke  $R^2$  değeri en yüksek olan, yani kurulan logit modelin kullanılan değişkenlerce açıklama oranı en yüksek olan Giriş (Adımsal) yöntemi ile istatistiklerin yorumlanmasına karar verilmiştir. Son olarak modelin tümünden etkisini gösterebilmek amacıyla değişken eksiltme yöntemlerinden Nagelkerke  $R^2$  değeri en yüksek olan geriye doğru adımsal çıkarma yöntemi kullanılmıştır.

#### 4.2.1. Logit Model Varsayımları

Logit model, bir olayın gerçekleşme olasılığının gerçekleşmeme olasılığına oranının logaritmasını, açıklayıcı değişkenlerle birlikte doğrusal olarak açıklayan modeldir (Allison, 2000: 15). Modelin çıkış noktası, esas olarak; bağımsız değişkenler kategorik ve sürekli değişkenlerin bir karışımı olduğunda, diskriminant analizinin bağımsız değişkenlerin çok değişkenli normal dağılıma uyması gerektiği varsayımının bozulması olarak kabul edilebilir. Bu durumda devreye giren lojistik regresyon analizinin açıklayıcı değişkenlerin dağılımına ilişkin bir kısıtı yoktur. Ancak bu, logit modelin tamamıyla varsayımsız olduğu anlamına gelmez. Bu modelde sonuç değişkenin ikili değerler alması nedeni ile hata terimi denkleminde sıfır ortalamalı ve  $p(1-p)$  varyanslıdır. Hata terimi bu parametrelerle binom dağılımlı olup, analiz bu teorik temele dayanmaktadır.

Logit modele ilişkin varsayımlar kısaca şöyledir:

- i-) P arttıkça logit (P)'de artar,
- ii-) P, 0-1 arasında değerler alırken logit (P) tüm gerçel değerleri alır,
- iii-) Eğer  $P < 0.5$  ise logit ( P )  $< 0$  ve eğer  $P > 0.5$  ise logit ( P )  $> 0$ 'dır,

---

**b) Geriye Doğru Seçim [Backward Stepwise (Wald)]:** Bu yöntemde modelin uygunluğuna göre değişkenler çıkarılmaktadır.

**c) Adım Adım Seçim [Enter]:** Bu yöntemde ise modeldeki tüm değişkenler kullanılmaktadır.

Aslında logit model Genelleştirilmiş Lineer Modeller olarak bilinen çok geniş model ailesinin bir üyesidir. Modellerde sonuç değişkeni açıklayıcı değişkenlere doğrusal bir yapı ile bağlıdır. Bağ fonksiyonu olarak bilinen bu yapı, sonuç değişkeninin hangi fonksiyonunun açıklayıcı değişkenlerin doğrusal bir bağıntısı olduğunu verir. Çoklu bağlantı regresyon analizinde regresyon katsayıların yanlış tahmin edilmesine, katsayıların standart hataların artmasına ve modelin tahmin gücünün azalmasına neden olabilir. Lojistik Regresyon analizinde de benzer sorunlara yol açabilir. Bu yüzden eğer varsa, çoklu bağlantı durumunun tespit edilmesi ve gerekli düzeltme faaliyetlerinin yapılması gerekmektedir. Ancak araştırmacının amacı birimi ya da bireyi uygun sınıfa yerleştirmekse, çoklu bağlantı problemi ihmal edilebilir (Anderson ve diğ., 1995: 127)

Problemin tespiti için değişkenler arasındaki korelasyonlara bakmak gerekir. % 99 ve üzeri korelasyon çoklu bağlantıya işaret eder. Ayrıca bağımsız değişkenlerin korelasyon matrisindeki öz değerlerine bakılarak çoklu bağlantı tespit edilebilir. Sıfıra yakın öz değerler çoklu bağlantının varlığını gösterir. Ayrıca Doğrusal Regresyonun varsayımları olan bütün ilişkili bağımsız değişkenlerin modele sokulması, ilişkisiz bağımsız değişkenlerin modelde bulunmaması, hata terimlerinin bağımsızlığı gibi varsayımlar Lojistik Regresyon için de geçerlidir.

Genel olarak logit modeli aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır

$$L = \ln \left( \frac{p_i}{1-p_i} \right) = Z_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + e_i$$

Çalışmada kullanılan model

$Y_{S\&P,M,F} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,2,3} + \beta_2 X_{2,1,2,3} + \beta_3 X_{3,1,2,3} + \dots + \beta_9 X_{9,1,2,3}$  şeklinde ele alınmaktadır. Model SPSS programıyla uygulanmaktadır.

Modelde  $P_i$  bir olayın gerçekleşme ihtimalini,  $1-P_i$  ise bir olayın gerçekleşmeme ihtimalini göstermektedir. Bu denklik  $1 / (1 + e^{-z})$  denkliği ile hesaplanır. Burada  $Z = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_n X_n$  şeklinde yazılır.  $\beta$ 'lar regresyon katsayısını göstermektedir. Dolayısıyla  $Z$  değerlerinin antilogu alınarak  $p$  değerlerine de ulaşılabilir (Özer, 2004:75-77).

Logit modeli nitel tercih modelleri arasında en çok kullanılan modeldir. Lojistik regresyon konusundaki en önemli kavramlardan birisi bir olayın gerçekleşme olasılığının gerçekleşmeme olasılığına bölünmesiyle elde edilen odds (üstünlük) oranıdır. Olasılık, birçok insan tarafından belirli bir sonuçla ilgili o sonucun gerçekleşebilme oranı olarak bilinir. Olasılıkla odds arasında şöyle bir bağlantı mevcuttur.

$$O=P/ 1-P$$

O = Olayın gerçekleşme olasılığı / Olayın gerçekleşmeme olasılığı

$$P= O/1+O$$

Odds'un 1' den küçük olması, olasılığın 0,5'ten küçük olması demektir. Odds oranları çoklu karşılaştırmalarda çok kullanılır, hassastırlar ve en yaygın kullanım alanları iki değişken arasındaki ilişkinin ölçüldüğü alanlardır ve lojistik regresyon analizinde önemli bir ölçüttür.

Lojistik regresyon modelinde sabit terim bağımsızdeğişkenlerin sıfır olması durumunda logaritmik bahis oranı değerini vermektedir. Eğim katsayıları ise, bağımsız değişkenlerdeki 1 birimlik değişmeye karşılık logaritmik bahis oranındaki değişmeyi ölçmektedir. Katsayı tahminlerine dayalı olarak bir olayın logaritmik bahis oranının yanı sıra olayın kendi olasılığında tahmin etmek mümkündür. Lojistik regresyon modelinde olasılıktaki değişme oranımarjinal etkiler hesaplanarak bulunur. Açıklayıcı değişkenin katsayısını ve  $dP / dX$  ; X bağımsız değişkenindeki bir değişimin olayın gerçekleşme olasılığı üzerindeki marjinal etkisini ifade etmektedir (Gujarati, 2003: 569). Çalışmada bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki görel etkilerini gösterebilmek amacıyla marjinal etkiler hesaplanmıştır. Her bir bağımsız değişkene ilişkin marjinal etkiler bağımlı değişkenlerin örneklem ortalamalarından yararlanılarak elde edilmiştir. Bu durum aşağıdaki denklemde gösterilmektedir.

$$(OrtP) (1-OrtP) (B)= \text{Marjinal Etki}$$



Uygulama aşaması dört başlık altında toplanmıştır;

1. Tahminin gerçekleşmeye göre değişim oranlarının modellenmesi
2. Yakın tahminin uzak tahmine göre değişim oranlarının modellenmesi
3. Son iki yıllık gerçekleştirmeler ortalamasının, yakın ve uzak tahmin ortalamasına göre değişim oranlarının modellenmesi
4. Tüm değişim oranlarının modellenmesi

### 4.3. UYGULAMA SONUÇLARI

Çalışmada büyüme, işsizlik, enflasyon , cari açık, kamu gelirleri, kamu giderleri, bütçe açığı, birincil açık ve toplam kamu borcunun GSYİH'ya oranlarının tahmin ve gerçekleşme boyutlarıyla birlikte dört farklı aşamada kredi notlarına etkisini araştırmaya yönelik analiz yapılmaktadır.

**Tablo 38: Bağımlı Değişkenlerin Ortalamaları**

	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>	<b>Moody's</b>
<b>Ortalama</b>	0,21	0,17	0,18

Bağımlı değişkenlerin ortalamalarına göre S&P tarafından daha çok değişiklik yapıldığı, daha sonra Moody's ve son olarak da Fitch'in değişiklik yaptığı görülmektedir.

#### 4.3.1.Yıllık Performansa Göre Kredi Notlarının Tahmini:

Yıllık performansı belirlemek için analizlerde o yılın tahmini ile bir önceki yılın değişim oranları analize dahil edilmektedir. Analiz sonuçları aşağıda tablolar halinde incelenmektedir.

**Tablo 39: Model Özeti**

	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>	<b>Moody's</b>
Adım	1	1	1
-2 Log likelihood	94,437	90,530	83,129
Cox & Snell R Square	,272	,213	,273
Nagelkerke R Square	,423	,353	,445

Model -2 log likelihood yöntemiyle tahmin edilmektedir. Nagelkerke R kare'lere göre modelin enter(giriş) yöntemiyle uygulanması uygun görülmüştür.

**Tablo 40: Modele Ait Hesaplanan Sınıflama Sonuçları**

		S&P		Fitch		Moody's	
		Gerçek					
		Değişiklik yok	Değişiklik var	Değişiklik yok	Değişiklik var	Değişiklik yok	Değişiklik var
Tahmin	Değişiklik yok	101	16	105	4	105	3
	Değişiklik var	3	12	15	8	13	11
	Doğru sınıflandırma	97,1	42,9	96,3	34,8	97,2	45,8
Toplam doğru sınıflandırma		85,6		85,6		87,9	

Logistik regresyon modeline göre, kredi notunda,

Değişiklik yok =>0

Değişiklik var =>1, varsayımı altında model S&P için gerçek değerleri %85,6 oranında doğru tahmin etmektedir, “değişiklik yok” tahminlerini %97,1 oranında doğru tahmin etmektedir. Fitch için gerçek değerleri tahmin etme gücü %85,6'dır. Değişiklik yok tahminlerinde %99,1 oranında güce sahiptir. Moody's için ise gerçek değerleri tahmin etme gücü %87,9'dur. Değişiklik yok tahminlerinde ise model %97,2 oranında tahmin edebilme gücüne sahiptir.

**Tablo 41: Ekonomik Göstergelerin Yıllık Performanslarına Göre Lojistik Regresyon Sonuçları**

		Büyüme	İşsizlik	Enflasyon	Cari açık
		X1 <sub>i</sub>	X2 <sub>i</sub>	X3 <sub>i</sub>	X4 <sub>i</sub>
S&P	B	,011	3,807	-,390	,001
	S.E.	,009	1,838	,300	,002
	Wald	1,399	4,288	1,684	,117
	df	1	1	1	1
	Sig.	,237	,038	,194	,732
	Exp(B)	1,011	44,999	,677	1,001
Fitch	B	-,026	4,237	-,035	,000
	S.E.	,059	1,742	,164	,001
	Wald	,192	5,912	,047	,042
	df	1	1	1	1
	Sig.	,662	,015	,829	,838
	Exp(B)	,975	69,168	,965	1,000
Moody's	B	-,029	3,950	-,600	,0002
	S.E.	,048	1,881	,372	,001
	Wald	,367	4,409	2,602	,023
	df	1	1	1	1
	Sig.	,544	,036	,107	,880
	Exp(B)	,971	51,943	,549	1,000

		Kamu gelirleri	Kamu giderleri	Bütçe açığı	Birincil açık	Kamu borç	Sabit
		X5 <sub>1</sub>	X6 <sub>1</sub>	X7 <sub>1</sub>	X8 <sub>1</sub>	X9 <sub>1</sub>	
S&P	B	11,164	-18,870	,328	-,098	5,553	-1,959
	S.E.	5,833	6,087	,203	,091	2,344	,322
	Wald	3,663	9,612	2,615	1,168	5,611	36,925
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,056	,002	,106	,280	,018	,000
	Exp(B)	70536,590	,000	1,388	,907	257,933	,141
Fitch	B	11,979	-18,411	-,009	-,042	3,952	-2,163
	S.E.	5,637	5,828	,005	,096	1,715	,337
	Wald	4,516	9,979	3,535	,189	5,308	41,248
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,034	,002	,060	,664	,021	,000
	Exp(B)	159355,123	,000	,991	,959	52,042	,115
Moody's	B	10,773	-16,130	,045	,043	9,213	-2,321
	S.E.	5,499	5,198	,025	,092	3,158	,374
	Wald	3,838	9,631	3,155	,223	8,510	38,452
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,050	,002	,076	,637	,004	,000
	Exp(B)	47722,475	,000	1,046	1,044	10030,440	,098

Sabit terim ve bağımsız değişkenlerin anlamlılığını test eden **Wald Ki-Kare** istatistiğidir. 0,95 olasılık düzeyinde,  
H0: Değişkenler anlamsızdır.  
H1: Değişkenler anlamlıdır.

Bağımsız değişkenlerin önem dereceleri Wald test istatistikleri ile değerlendirildiğinde; ülke notlarının değişmesinde anlamlı olarak etki eden değişkenlerin S&P için işsizlik, kamu giderleri, kamu borç, Fitch için işsizlik, kamu gelirleri, kamu giderleri, kamu borç, Moody's için işsizlik, kamu giderleri ve kamu borç değişkenlerinin yüzde değişim oranlarıdır.

$$Y_{S\&P} = (0,011 * X_{1_1}) + (3,807 * X_{2_1}) + (-0,39 * X_{3_1}) + (0,001 * X_{4_1}) + (11,164 * X_{5_1}) + (-18,87 * X_{6_1}) + (0,328 * X_{7_1}) + (-0,098 * X_{8_1}) + (5,553 * X_{9_1}) + (-1,959)$$

$$Y_{Fitch} = (-0,026 * X_{1_1}) + (4,237 * X_{2_1}) + (-0,035 * X_{3_1}) + (0 * X_{4_1}) + (11,979 * X_{5_1}) + (-18,411 * X_{6_1}) + (-0,009 * X_{7_1}) + (-0,042 * X_{8_1}) + (3,952 * X_{9_1}) + (-2,163)$$

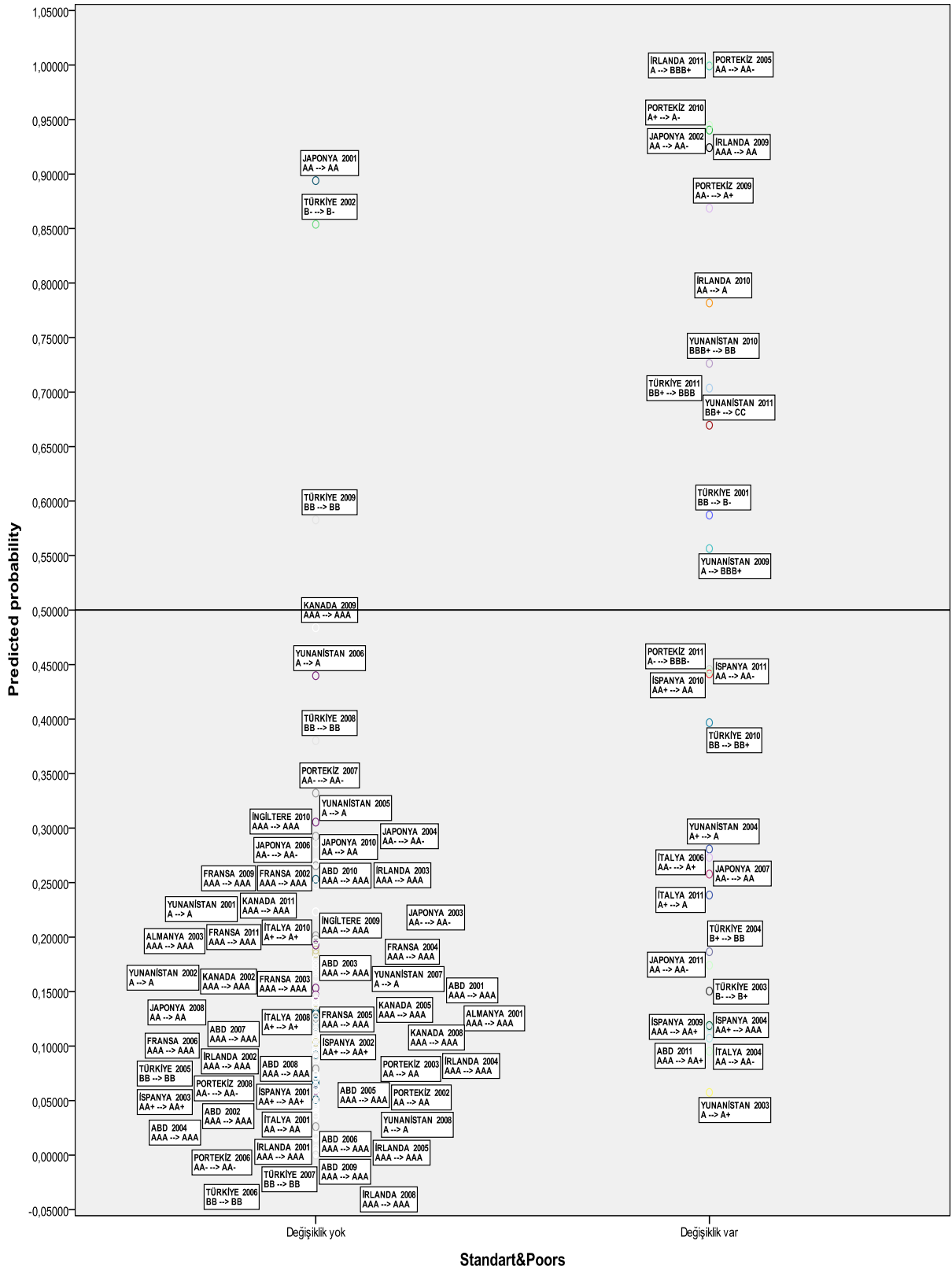
$$Y_{Moody's} = (-0,029 * X_{1_1}) + (3,95 * X_{2_1}) + (-0,6 * X_{3_1}) + (0,0002 * X_{4_1}) + (10,773 * X_{5_1}) + (-16,13 * X_{6_1}) + (0,045 * X_{7_1}) + (0,043 * X_{8_1}) + (9,213 * X_{9_1}) + (-2,321)$$

**Tablo 42: Lojistik Regresyona Göre Anlamli Çıkan Sonuçların Olasılıkları**

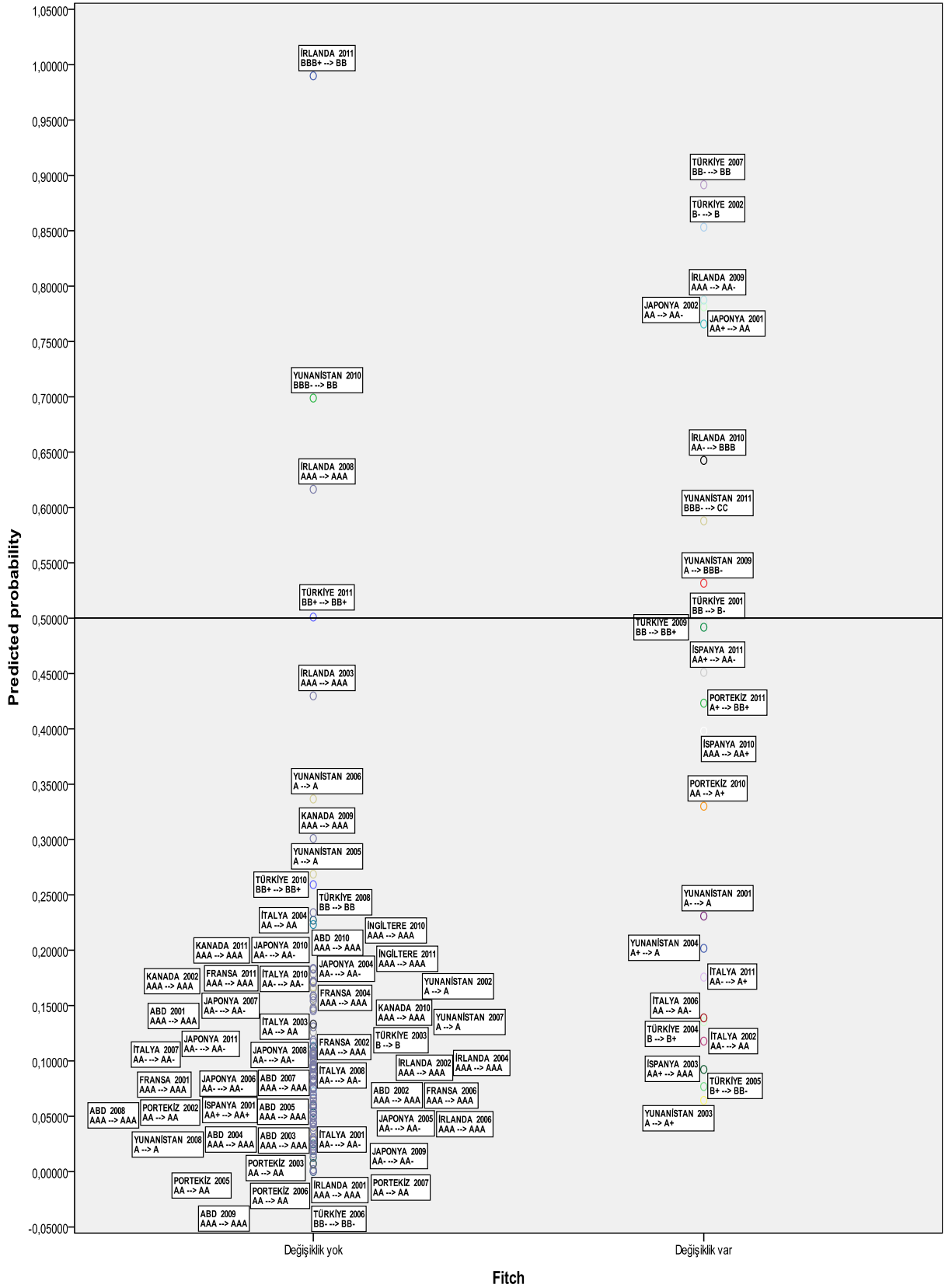
Derecelendirme Kuruluşları	Ekonomik Göstergeler	B	Marjinal Etki
S&P	İşsizlik	3,807	0,6316
	Kamu Giderleri	-18,870	-3,1305
	Kamu Borç	5,553	0,9212
Fitch	İşsizlik	4,237	0,5978
	Kamu Gelirleri	11,979	1,6902
	Kamu Giderleri	-18,411	-2,5978
	Kamu Borç	3,952	0,5576
Moody's	İşsizlik	3,950	0,5830
	Kamu Giderleri	-16,130	-2,3808
	Kamu Borç	9,213	1,3598

Bu doğrultuda tablo 42'de istatistiksel olarak anlamlı kabul edilen değişkenlerin marjinal etkilerine göre S&P, Fitch ve Moody'sin kredi notunu değiştirme olasılığı gösterilmektedir. Modele göre, işsizliğin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış S&P'un kredi notunun değişme olasılığını 0,6316 birim artırmaktadır. Kamu giderlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış S&P'un kredi notunun değişme olasılığını -3,1305 birim azaltmakta, kamu borcunun GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış ise S&P'un kredi notunun değişme olasılığını 0,9212 birim artırmaktadır. Fitch için, işsizliğin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış kredi notunun değişme olasılığını 0,5978 birim artırmakta, kamu gelirlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış kredi notunun değişme olasılığını 1,6902 birim artırmakta, kamu giderlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış kredi notunun değişme olasılığını 2,5978 birim azaltmakta, kamu borcunun GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış ise kredi notunun değişme olasılığını 0,5576 birim artırmaktadır. Moody'sin ise kredi notunun değişme olasılığını, işsizliğin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 0,5830 birim artırmakta, kamu giderlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 2,3808 birim azaltmakta ve kamu borcunun GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 1,3598 birim artırmaktadır.

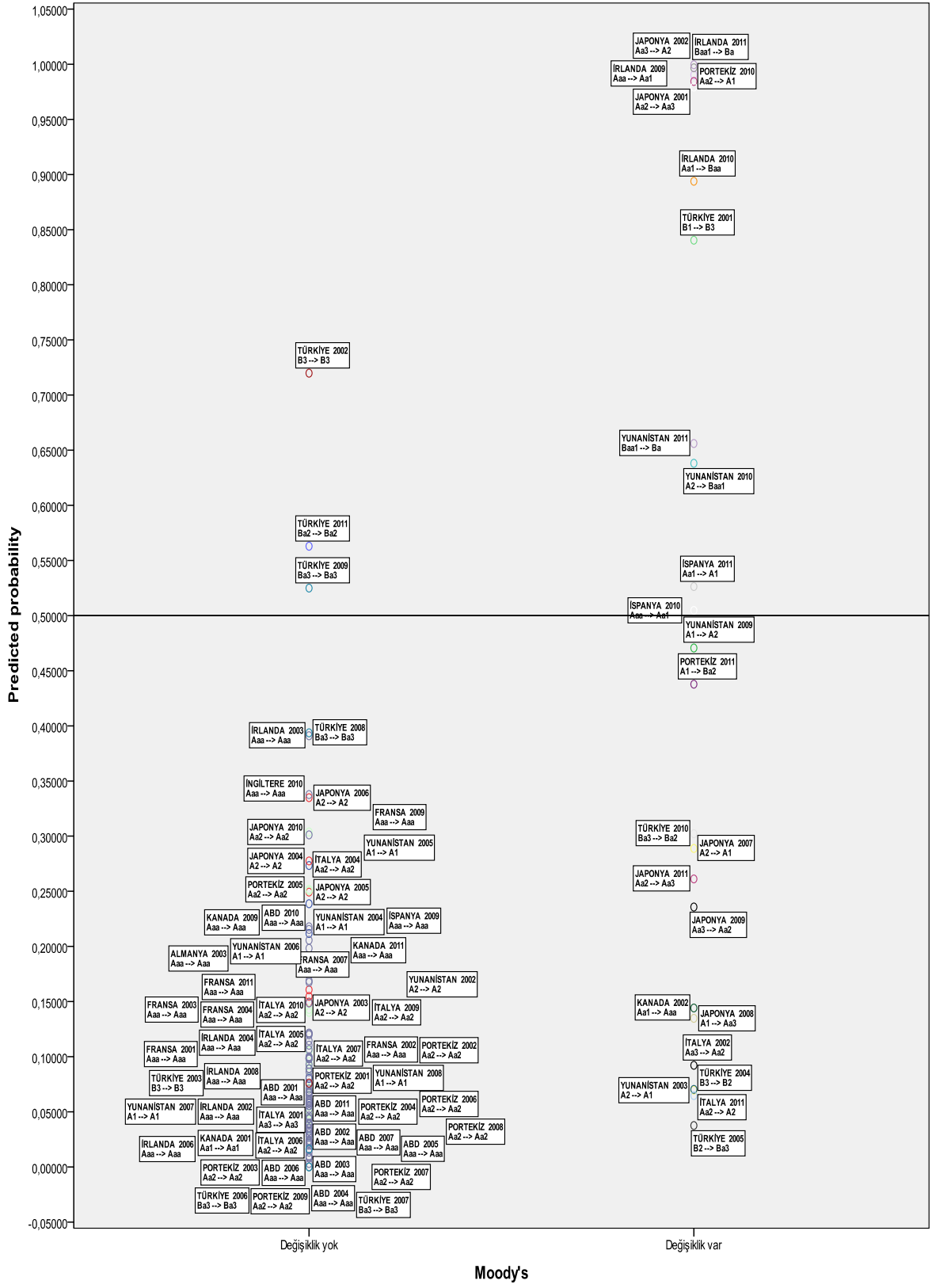
Grafik 30: S&P İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri



Grafik 31 : Fitch İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri



Grafik 32: Moody's için Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri



Grafikler genel olarak logit analizinin 0-1 aralığındaki tahminleriyle gerçekleştirmeleri arasındaki durumu göstermektedirler. 0-0,5 aralığında değişiklik yok durumu geçerli olurken 0,5-1 aralığında değişiklik var durumu geçerli olmaktadır. Grafik 30, 31 ve 32’de modelin yıllık performansa göre kredi notlarında değişiklik yapıp yapmadıkları gösterilmektedir. S&P için, 2001 yılında Japonya’nın notu düşürülmesi gerekirken gecikmeli olarak düşürüldüğü, 2002 yılında da Türkiye’de not artışı yapılması gerekirken yapılmadığı gözlenmektedir. Modele göre Japonya’nın Türkiye’ye göre değişiklik yapma olasılığı daha güçlüdür. Ayrıca modele göre 2009 yılında da Türkiye’nin notunun artması gerekirken artmadığı gözlenmektedir. Diğer taraftan modele göre, Yunanistan’ın 2003 yılında, ABD’nin 2011, İtalya’nın 2004, İspanya’nın ise 2004 ve 2009 yıllarında not değişikliği yaptıkları ancak yapmaması gerektiği gösterilmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan işsizlik/GSYİH, kamu giderleri/GSYİH ve kamu borcu/GSYİH değişkenleridir.

Fitch için, 2011 yılında İrlanda’nın notunun düşürülmesi, Yunanistan’ın 2010 yılında notunun düşürülmesi, İrlanda’nın 2008 yılında notunun düşürülmesi ve Türkiye’nin 2011 yılında notunun artırılması beklenmektedir. Diğer taraftan modele göre Yunanistan’ın 2003, Türkiye’nin 2004, 2005, İspanya’nın 2003, İtalya’nın 2002, 2006 ve 2011 yıllarında notlarının değiştiği ancak değişmemesi gerektiği ortaya çıkmaktadır. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan işsizlik/GSYİH, kamu gelirleri/GSYİH, kamu giderleri/GSYİH ve kamu borcu/GSYİH değişkenleridir.

Moody’s için ise, yıllık performanslara göre Türkiye’nin 2002, 2009 ve 2011 yıllarında notunun artırılması gerekirken artırılmadığı gözlenmektedir. Ayrıca modele göre Türkiye’nin 2004 ve 2005 yıllarında, Yunanistan’ın 2003 yılında ve İtalya’nın 2002 yılında notlarında değişiklik yapılmasına rağmen yapılmaması gerektiği görülmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan işsizlik/GSYİH, kamu giderleri/GSYİH ve kamu borcu/GSYİH değişkenleridir.



### 4.3.2. Aynı Yılın Uzak ve Yakın Tahmin Durumuna Göre Kredi Notları

#### Tahmini:

Aynı yılın uzak ve yakın tahminlerine göre kredi notlarını tahmin etmek için aynı yılın yakın tahmini ile uzak tahminlerinin değişim oranları analize dahil edilmektedir. Analiz sonuçları aşağıda tablolar halinde incelenmektedir.

**Tablo 43: Model Özeti**

	S&P	Fitch	Moody's
Adım	1	1	1
-2 Log likelihood	117,974	82,711	100,658
Cox & Snell R Square	,080	,191	,108
Nagelkerke R Square	,122	,321	,175

Model -2 log likelihood yöntemiyle tahmin edilmektedir. Nagelkerke R kare'lere göre modelin enter(giriş) yöntemiyle uygulanması uygun görülmüştür.

**Tablo 44: Modele Ait Hesaplanan Sınıflama Sonuçları**

		S&P		Fitch		Moody's	
		Gerçek					
		Değişiklik yok	Değişiklik var	Değişiklik yok	Değişiklik var	Değişiklik yok	Değişiklik var
Tahmin	Değişiklik yok	92	25	97	15	96	20
	Değişiklik var	1	2	3	5	2	2
	Doğru sınıflandırma	98,9	7,4	97,0	25,0	98,0	9,1
Toplam doğru sınıflandırma		78,3		85,0		81,7	

Logistik regresyon modeline göre,

Değişiklik yok =>0

Değişiklik var => 1, varsayımı altında model S&P için gerçek değerleri %78,3 oranında doğru tahmin etmektedir, “değişiklik yok” tahminlerini %98,9 oranında doğru tahmin etmektedir. Fitch için gerçek değerleri tahmin etme gücü %85'dir. Değişiklik yok tahminlerinde %97 oranında tahmin gücüne sahiptir. Moody's için ise gerçek değerleri tahmin etme gücü %81,7'dir. Değişiklik yok tahminlerinde ise model % 98 oranında tahmin etme gücüne sahiptir.

**Tablo 45: Ekonomik Göstergelerin Aynı Yıl İçin Tahminlerine Göre Lojistik Regresyon Sonuçları**

		Büyüme	İşsizlik	Enflasyon	Cari açık
		X1 <sub>2</sub>	X2 <sub>2</sub>	X3 <sub>2</sub>	X4 <sub>2</sub>
S&P	B	,009	-,522	-,167	,054
	S.E.	,132	1,172	,199	,080
	Wald	,005	,198	,710	,446
	df	1	1	1	1
	Sig.	,944	,656	,400	,504
	Exp(B)	1,009	,593	,846	1,055
Fitch	B	-,444	-,353	,039	,111
	S.E.	,293	1,349	,132	,093
	Wald	2,302	,068	,085	1,422
	df	1	1	1	1
	Sig.	,129	,794	,770	,233
	Exp(B)	,642	,703	1,039	1,117
Moody's	B	,0004	,140	-,199	,092
	S.E.	,148	,929	,215	,087
	Wald	,000	,023	,853	1,118
	df	1	1	1	1
	Sig.	,998	,881	,356	,290
	Exp(B)	1,000	1,150	,820	1,096

		Kamu gelirleri	Kamu giderleri	Bütçe açığı	Birincil açık	Kamu borç	Sabit
		X5 <sub>2</sub>	X6 <sub>2</sub>	X7 <sub>2</sub>	X8 <sub>2</sub>	X9 <sub>2</sub>	
S&P	B	4,759	-4,036	,127	,012	2,795	-1,312
	S.E.	3,446	3,472	,081	,009	1,774	,244
	Wald	1,907	1,351	2,496	1,748	2,483	28,978
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,167	,245	,114	,186	,115	,000
	Exp(B)	116,667	,018	1,136	1,012	16,367	,269
Fitch	B	17,639	-22,379	,086	,010	4,718	-1,867
	S.E.	6,873	7,247	,089	,008	2,426	,324
	Wald	6,587	9,536	,935	1,728	3,783	33,155
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,010	,002	,334	,189	,052	,000
	Exp(B)	45779404,340	,000	1,090	1,010	111,951	,155
Moody's	B	9,377	-9,920	,086	,013	4,571	-1,629
	S.E.	4,285	4,513	,063	,010	1,967	,277
	Wald	4,790	4,832	1,876	1,863	5,399	34,689
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,029	,028	,171	,172	,020	,000
	Exp(B)	11817,755	,000	1,089	1,013	96,666	,196

$$Y_{S\&P} = (0,009 * X1_2) + (-0,522 * X2_2) + (-0,167 * X3_2) + (0,054 * X4_2) + (4,759 * X5_2) + (-4,036 * X6_2) + (0,127 * X7_2) + (0,012 * X8_2) + (2,795 * X9_2) + (-1,312)$$

$$Y_{Fitch} = (-0,444 * X1_2) + (-0,353 * X2_2) + (0,039 * X3_2) + (0,111 * X4_2) + (17,639 * X5_2) + (-22,379 * X6_2) + (0,086 * X7_2) + (0,01 * X8_2) + (4,718 * X9_2) + (-1,867)$$

$$Y_{Moody's} = (0,0004 * X1_2) + (0,14 * X2_2) + (-0,199 * X3_2) + (0,092 * X4_2) + (9,377 * X5_2) + (-9,92 * X6_2) + (0,086 * X7_2) + (0,013 * X8_2) + (4,571 * X9_2) + (-1,629)$$

Sabit terim ve bağımsız değişkenlerin anlamlılığını test eden **Wald Ki-Kare** istatistiğidir. 0,95 olasılık düzeyinde,

H0: Değişkenler anlamsızdır.

H1: Değişkenler anlamlıdır.

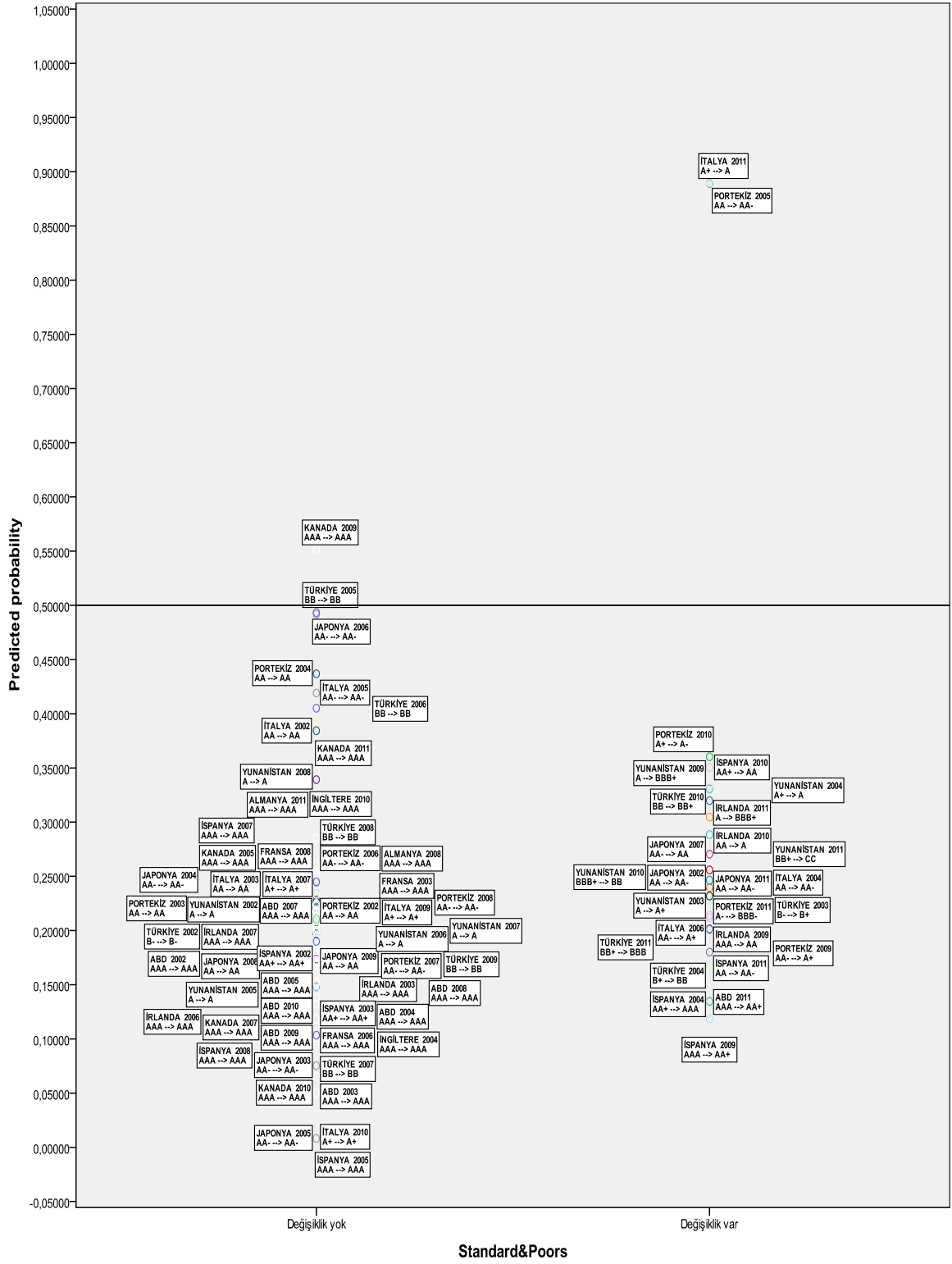
Bağımsız değişkenlerin önem dereceleri Wald test istatistikleri ile değerlendirildiğinde; ülke notlarının değişmesinde anlamlı olarak etki eden değişkenlerin Fitch için, kamu gelirleri, ve kamu giderleri, Moody's için kamu gelirleri, kamu giderleri ve kamu borç değişkenlerinin yüzde değişim oranlarıdır.

**Tablo 46: Lojistik Regresyona Göre Anlamlı Çıkan Sonuçların Olasılıkları**

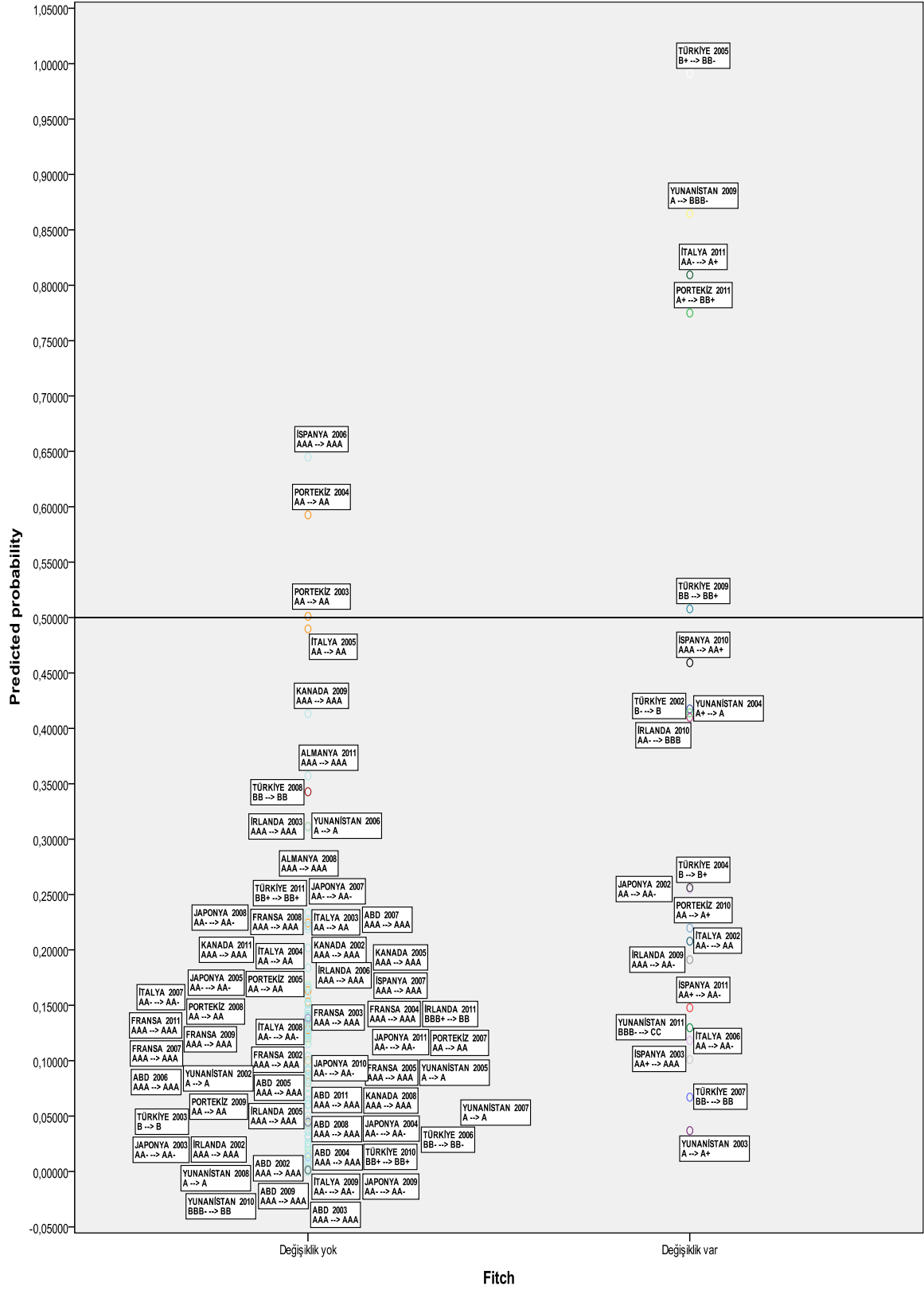
Derecelendirme Kuruluşları	Ekonomik Göstergeler	B	Marjinal Etki
Fitch	Kamu Gelirleri	17,639	2,4888
	Kamu Giderleri	-22,379	-3,1577
Moody's	Kamu Gelirleri	9,377	1,3840
	Kamu Giderleri	-9,920	-1,4642
	Kamu Borç	4,571	0,6747

Bu doğrultuda tablo 46'da istatistiksel olarak anlamlı kabul edilen değişkenlerin marjinal etkilerine göre Fitch ve Moody'sin kredi notunu değiştirme olasılığı gösterilmektedir. Analize göre, kamu gelirlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 2,4888 birim artırmakta, Kamu giderlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış ise 3,1577 birim azaltmaktadır. Moody'sin ise kredi notunun değişme olasılığını, kamu gelirlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 1,3840 birim artırmakta, kamu giderlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 1,4642 birim azaltmakta ve kamu borcunun GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış ise 0,6747 birim artırmaktadır.

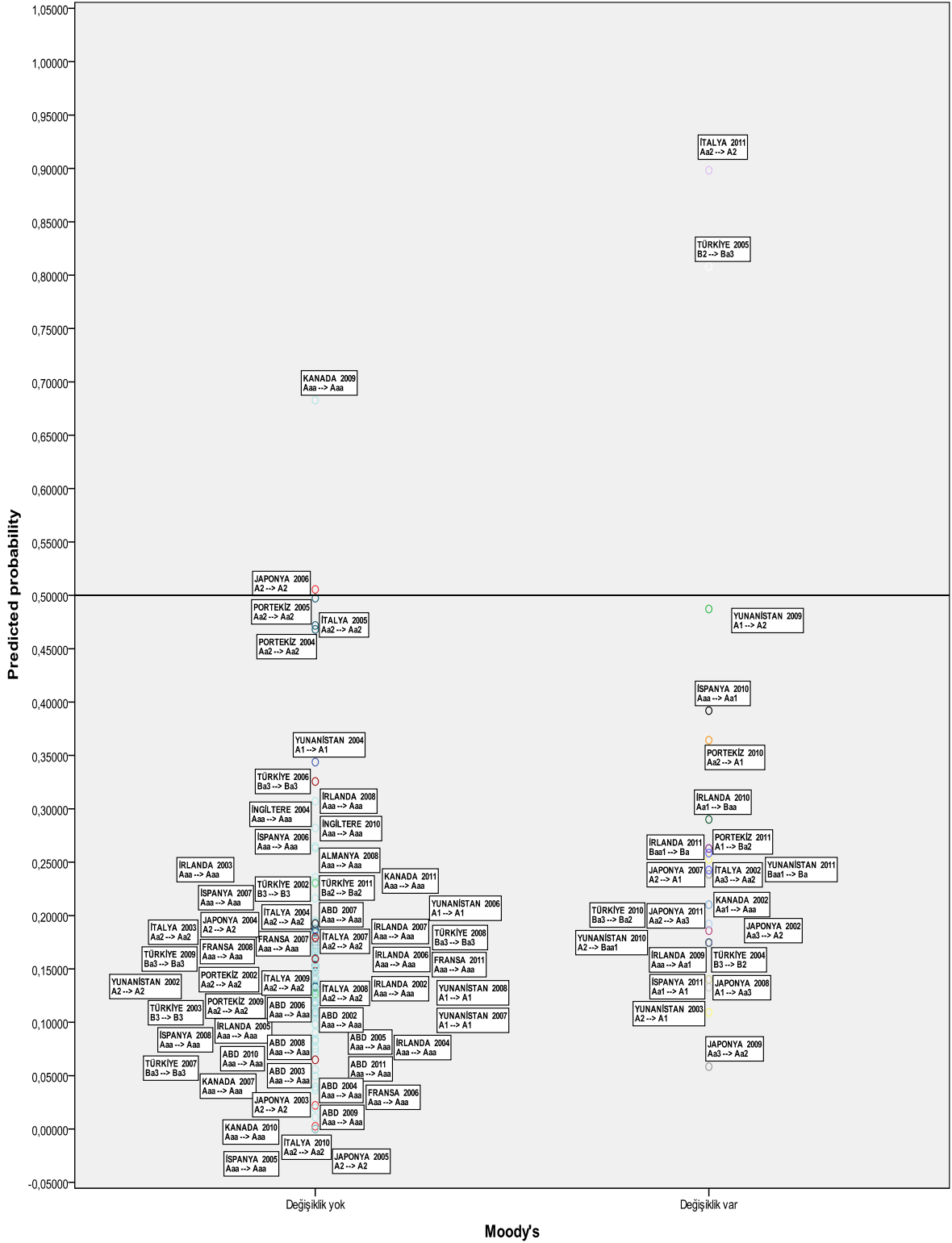
**Grafik 33: S&P İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri**



**Grafik 34: Fitch İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri**



**Grafik 35: Moody's İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri**



Grafik 33,34 ve 35’de modelin aynı yıl için yapılan uzak ve yakın tahminlere kredi notlarında değişiklik yapıp yapılmadığı gösterilmektedir. S&P için, 2009 yılında Kanada’nın notu düşürülmesi gerekirken herhangi bir değişiklik yapılmadığı gözlenmektedir. Diğer taraftan modelde İspanya’nın 2009 yılında notunda değişiklik yapılmışken yapılmaması gerektiği gösterilmektedir. Ancak model S&P için anlamlı göstergeler çıkarmamaktadır.

Fitch için, modele göre 2006 yılında İspanya’nın notunun yükseltilmesi beklenmektedir. Ancak zaten İspanya’nın notu AAA olduğu için bir değişiklik yapılamamıştır. 2003 ve 2004 yıllarında ise Portekiz’in notunun düşürülmesi gerekirken herhangi bir değişiklik yapılmadığı gözlenmektedir. Diğer taraftan Yunanistan’ın 2003, Türkiye’nin 2003 yılında notlarında değişiklik yapıldığı halde modele göre yapılmaması gerektiği gösterilmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan kamu gelirleri/GSYİH ve kamu giderleri/GSYİH değişkenleridir.

Moody’s için ise, Kanada’nın 2009 yılında, Japonya’nın ise 2006 notunun düşürülmesi gerekirken herhangi bir değişiklik yapılmadığı gözlenmektedir. Diğer taraftan Japonya’nın 2009 yılında notunda değişiklik yapılmışken yapılmaması gerektiği gösterilmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan kamu gelirleri/GSYİH, kamu giderleri/GSYİH ve kamu borç/GSYİH değişkenleridir.

#### 4.3.3. İki Yıllık Tahminlere Göre Kredi Notları Tahmini:

İki yıllıktahminlere göre kredi notlarını tahmin etmek için önceki iki yılın gerçekleşme ortalamaları ile takip eden iki yılın tahmin ortalamalarının değişim oranları analize dahil edilmektedir. Analiz sonuçları aşağıda tablolar halinde incelenmektedir.

**Tablo 47: Model Özeti**

	S&P	Fitch	Moody’s
Adım	1	1	1
-2 Log likelihood	99,348	86,746	83,103
Cox & Snell R Square	,212	,163	,229
Nagelkerke R Square	,324	,275	,373

Model -2 log likelihood yöntemiyle tahmin edilmektedir. Nagelkerke R kare'lere göre modelin enter(giriş) yöntemiyle uygulanması uygun görülmüştür.

**Tablo 48: Modele Ait Hesaplanan Sınıflama Sonuçları**

		S&P		Fitch		Moody's	
		Gerçek					
		Değişiklik yok	Değişiklik var	Değişiklik yok	Değişiklik var	Değişiklik yok	Değişiklik var
Tahmin	Değişiklik yok	91	16	98	15	94	12
	Değişiklik var	2	11	2	5	4	10
	Doğru sınıflandırma	97,8	40,7	98,0	25,0	95,9	45,5
Toplam doğru sınıflandırma		85,0		85,8		86,7	

Lojistik regresyon modeline göre,

Değişiklik yok =>0

Değişiklik var => 1, varsayımı altında model S&P için gerçek değerleri %85,0 oranında doğru tahmin etmektedir, “değişiklik yok” tahminlerini %97,8 oranında doğru tahmin etmektedir. Fitch için gerçek değerleri tahmin etme gücü %85,8'dir. Değişiklik yok tahminlerinde %98 oranında güce sahiptir. Moody's için ise gerçek değerleri tahmin etme gücü %86,7'dir. Değişiklik yok tahminlerinde ise model % 95,9 oranında tahmin gücüne sahiptir.

**Tablo 49: Ekonomik Göstergelerin İki Yıllık Tahminlerine Göre Lojistik Regresyon Sonuçları**

		Büyüme	İşsizlik	Enflasyon	Cari açık
		X1 <sub>3</sub>	X2 <sub>3</sub>	X3 <sub>3</sub>	X4 <sub>3</sub>
S&P	B	-,105	-1,510	-,030	,152
	S.E.	,093	1,943	,123	,141
	Wald	1,295	,605	,060	1,153
	df	1	1	1	1
	Sig.	,255	,437	,807	,283
	Exp(B)	,900	,221	,970	1,164
Fitch	B	-,072	-2,688	,096	,253
	S.E.	,092	2,212	,190	,131
	Wald	,623	1,477	,255	3,751
	df	1	1	1	1
	Sig.	,430	,224	,614	,053
	Exp(B)	,930	,068	1,101	1,288
Moody's	B	-,042	-4,200	-,324	,135
	S.E.	,092	2,276	,221	,154
	Wald	,212	3,404	2,156	,767
	df	1	1	1	1
	Sig.	,645	,065	,142	,381
	Exp(B)	,958	,015	,723	1,144



		Kamu gelirleri	Kamu giderleri	Bütçe açığı	Birincil açık	Kamu borç	Sabit
		X5 <sub>3</sub>	X6 <sub>3</sub>	X7 <sub>3</sub>	X8 <sub>3</sub>	X9 <sub>3</sub>	
S&P	B	-8,622	13,277	-,161	-,022	-5,229	-1,740
	S.E.	4,432	4,293	,248	,033	2,302	,315
	Wald	3,784	9,563	,420	,443	5,161	30,593
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,052	,002	,517	,506	,023	,000
	Exp(B)	,000	583384,444	,851	,978	,005	,175
Fitch	B	-9,687	13,322	-,385	,030	-1,139	-1,959
	S.E.	4,794	4,672	,325	,034	2,311	,328
	Wald	4,083	8,131	1,402	,800	,243	35,556
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,043	,004	,236	,371	,622	,000
	Exp(B)	,000	610562,984	,681	1,031	,320	,141
Moody's	B	-9,118	14,030	-,056	-,012	-3,312	-2,019
	S.E.	4,612	4,526	,195	,031	2,416	,351
	Wald	3,909	9,610	,083	,160	1,879	33,160
	df	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,048	,002	,773	,689	,170	,000
	Exp(B)	,000	1238649,981	,945	,988	,036	,133

$$Y_{S\&P} = (-0,105 * X1_3) + (-1,51 * X2_3) + (-0,03 * X3_3) + (0,152 * X4_3) + (-8,622 * X5_3) + (13,277 * X6_3) + (-0,161 * X7_3) + (-0,022 * X8_3) + (-5,229 * X9_3) + (-1,74)$$

$$Y_{Fitch} = (-0,072 * X1_3) + (-2,688 * X2_3) + (0,096 * X3_3) + (0,253 * X4_3) + (-9,687 * X5_3) + (13,322 * X6_3) + (-0,385 * X7_3) + (0,03 * X8_3) + (-1,139 * X9_3) + (-1,959)$$

$$Y_{Moody's} = (-0,042 * X1_3) + (-4,2 * X2_3) + (-0,324 * X3_3) + (0,135 * X4_3) + (-9,118 * X5_3) + (14,03 * X6_3) + (-0,056 * X7_3) + (-0,012 * X8_3) + (-3,312 * X9_3) + (-2,019)$$

Sabit terim ve bağımsız değişkenlerin anlamlılığını test eden **Wald Ki-Kare** istatistiğidir.

H0: Değişkenler anlamsızdır.

H1: Değişkenler anlamlıdır.

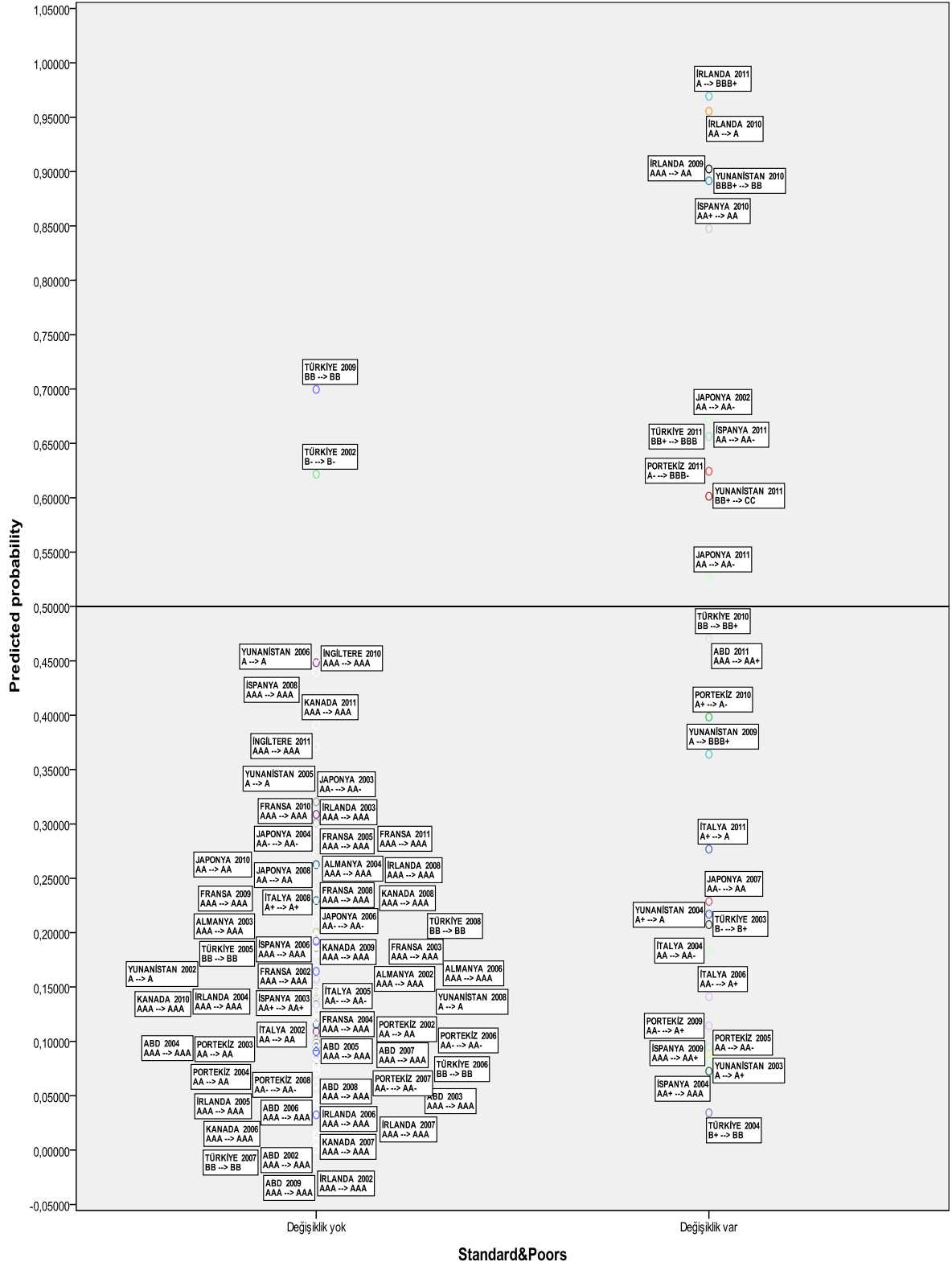
Bağımsız değişkenlerin önem dereceleri Wald test istatistikleri ile değerlendirildiğinde; ülke notlarının değişmesinde anlamlı olarak etki eden değişkenlerin S&P için kamu giderleri, kamu borç, Fitch için kamu gelirleri, kamu giderleri, Moody's için kamu gelirleri ve kamu giderleri değişkenlerinin yüzde değişim oranlarıdır.

**Tablo 50: Lojistik Regresyona Göre Anlamli Çıkan Sonuçların Olasılıkları**

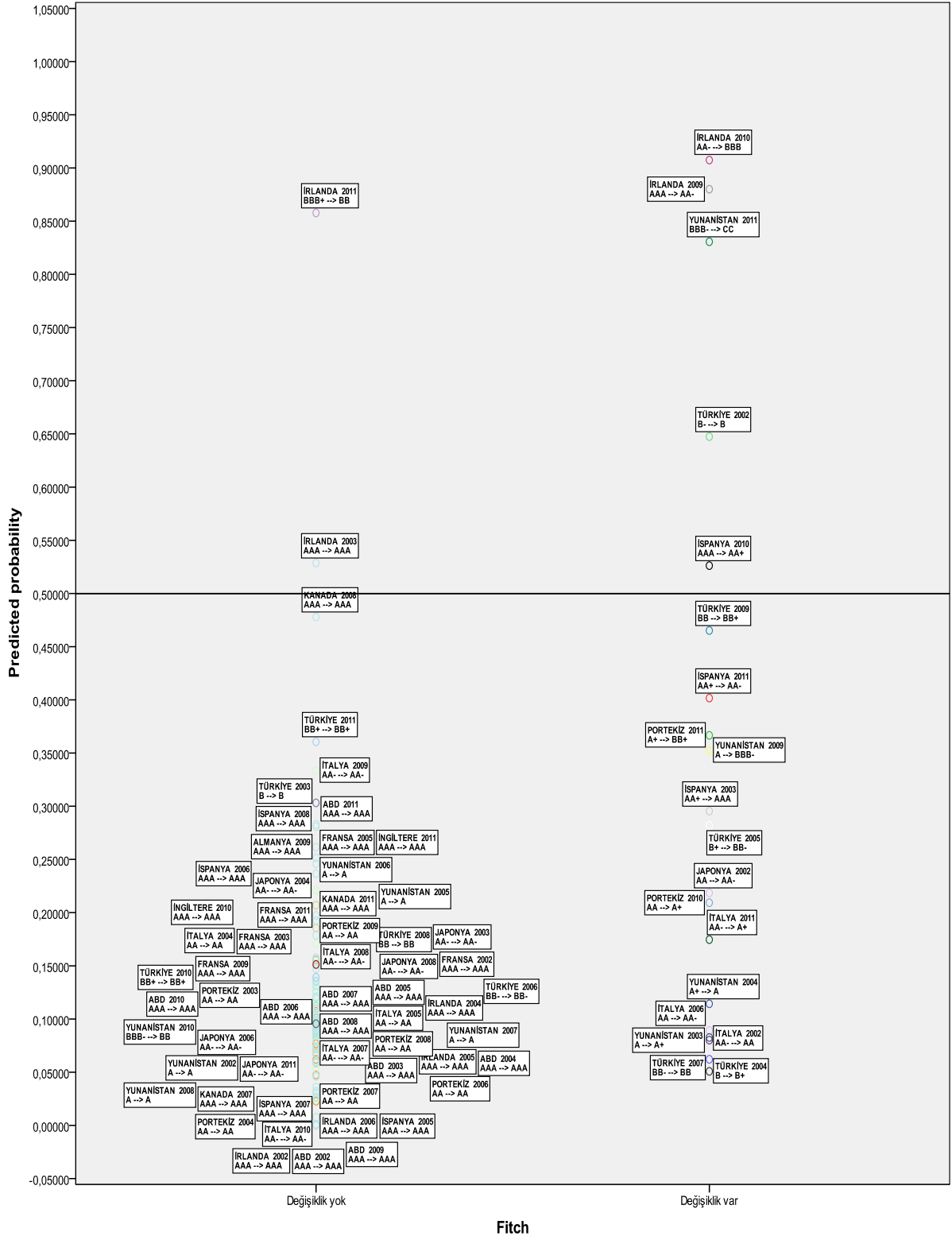
<b>Derecelendirme Kuruluşları</b>	<b>Ekonomik Göstergeler</b>	<b>B</b>	<b>Marjinal Etki</b>
S&P	Kamu Giderleri	13,277	2,2027
	Kamu Borç	-5,229	-0,8675
Fitch	Kamu Gelirleri	-9,687	-1,3668
	Kamu Giderleri	13,322	1,8797
Moody's	Kamu Gelirleri	-9,118	-1,3458
	Kamu Giderleri	14,030	2,0708

Bu doğrultuda tablo 50'de istatistiksel olarak anlamlı kabul edilen değişkenlerin marjinal etkilerine göre S&P, Fitch ve Moody'sin kredi notunu değiştirme olasılığı gösterilmektedir. Analize göre, kamu giderlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birim artış S&P'un kredi notunun değişme olasılığını 2,2027 birim artırmakta, kamu borcunun GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış ise, S&P'un kredi notunun değişme olasılığını 0,8675 birim azaltmaktadır. Kamu gelirlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 1,3668 birim azaltmakta, kamu giderlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 1,8797 birim artırmaktadır. Moody'sin ise kredi notunun değişme olasılığını, kamu gelirlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 1,3458 birim azaltmakta, kamu giderlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 2,0708 birim artırmaktadır.

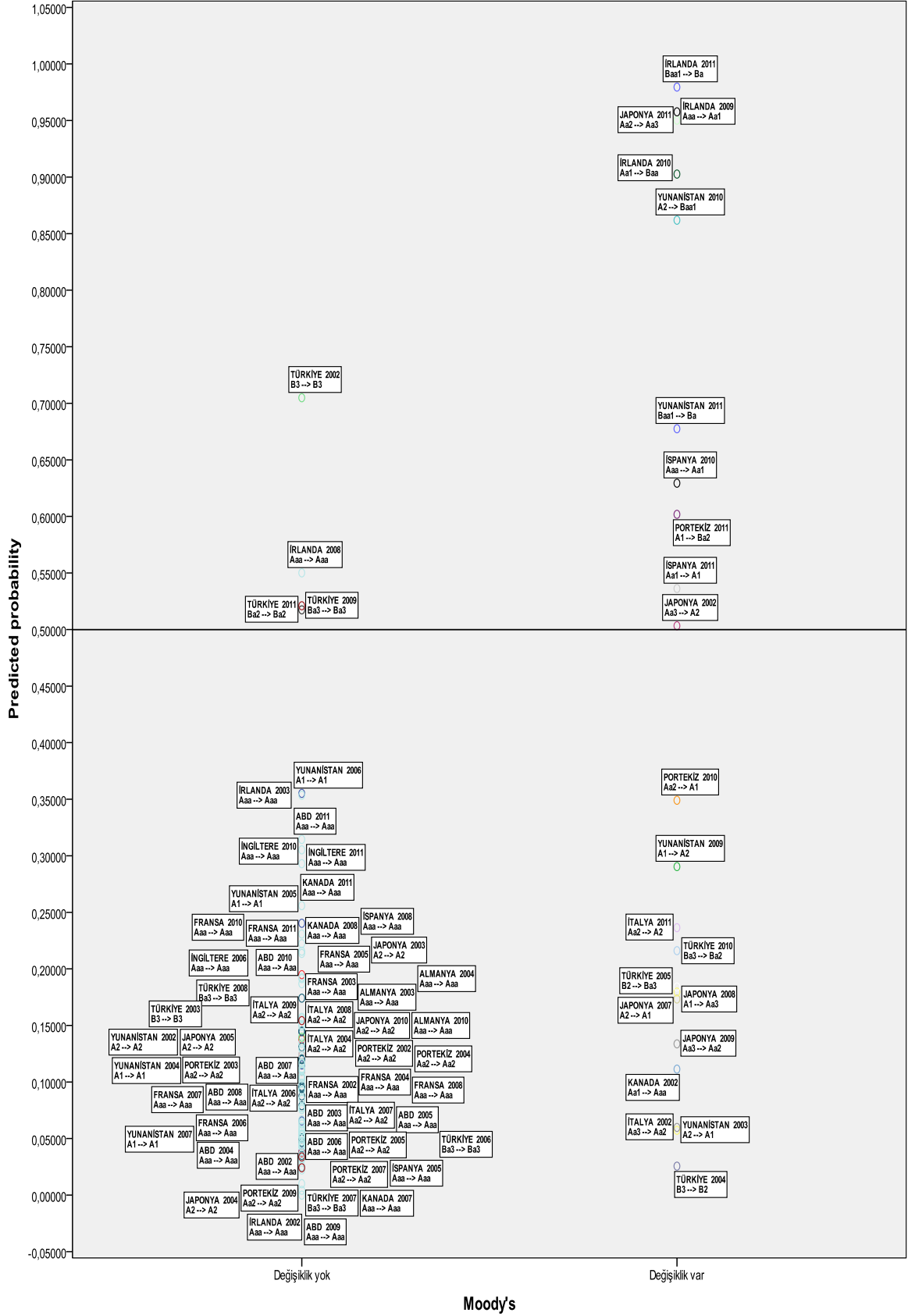
Grafik 36: S&P İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri



**Grafik 37: Fitch İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri**



**Grafik 38: Moody's İçin Model Tahmin ve Gerçekleşmeleri**



Grafik 36, 37 ve 38'de modelin iki yıllık tahminlerine göre kredi notlarında değişiklik yapıp yapmadığı gösterilmektedir. S&P için, 2002 ve 2009 yılında Türkiye'de not artışı yapılması gerekirken yapılmadığı gözlenmektedir. Diğer taraftan Türkiye'nin 2003 yılında İspanya'nın ise 2004 yılında yapılan not değişikliklerine gerek olmadığı gösterilmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan kamu giderleri/GSYİH ve kamu borcu/GSYİH değişkenleridir.

Fitch için, 2003 ve 2011 yılında İrlanda'nın notunun düşürülmesi gerekirken değişiklik yapılmadığı gözlenmektedir. Ayrıca Türkiye'nin 2004 ve 2007 yıllarında notlarında değişiklik yapıldığı halde yapılmaması gerektiği gözlenmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan kamu gelirleri/GSYİH ve kamu giderleri/GSYİH değişkenleridir.

Moody's için ise, Türkiye'nin 2002, 2009 ve 2011 yıllarında notunun artırılması gerekirken artırılmadığı ve İrlanda'nın 2008 yılında notunun düşürülmesi gerekirken düşürülmediği gözlenmektedir. Diğer taraftan Türkiye'nin 2004, İtalya'nın 2002, Yunanistan'ın 2003 yıllarında not değişikliği yapıldığı halde not değişikliğine gerek olmadığı gösterilmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan kamu gelirleri/GSYİH ve kamu giderleri/GSYİH değişkenleridir.

#### 4.3.4. Tüm Tahmin ve Gerçekleşmelerin Kredi Notlarına Etkisi

Önceki analizlerde her bir bölümde tüm bağımsız değişkenlerin dahil edilmesi ile elde edilen modeller incelenmektedir. Bu aşamada ise modele dahil edilen değişkenler kriterlere uymayanların teker teker çıkartılmasıyla en uygun model elde edilmiştir. Bunun için geriye doğru adımsal çıkarma yöntemiyle değişkenler seçilmiştir.

**Tablo 51: Model Özeti**

	S&P	Fitch	Moody's
Adım	22	17	22
-2 Log likelihood	85,155	64,931	74,031
Cox & Snell R Square	,300	,302	,285
Nagelkerke R Square	,458	,509	,464

Model -2 log likelihood yöntemiyle tahmin edilmektedir. Nagelkerke R kare'lere göre modelin geriye doğru adımsal çıkarma yöntemiyle uygulanması uygun görülmüştür.

**Tablo 52: Modele Ait Hesaplanan Sınıflama Sonuçları**

		S&P		Fitch		Moody's	
		Gerçek					
		Değişiklik yok	Değişiklik var	Değişiklik yok	Değişiklik var	Değişiklik yok	Değişiklik var
Tahmin	Değişiklik yok	92	14	98	11	95	12
	Değişiklik var	1	13	2	9	3	10
	Doğru sınıflandırma	98,9	48,1	98,0	45,0	96,9	45,5
Toplam doğru sınıflandırma		87,5		89,2		87,5	

Lojistik regresyon modeline göre,

Değişiklik yok =>0

Değişiklik var => 1, varsayımı altında model S&P için gerçek değerleri %87,5 oranında doğru tahmin etmektedir, “değişiklik yok” tahminlerini %98,9 oranında doğru tahmin etmektedir. Fitch için gerçek değerleri tahmin etme gücü %89,2'dir. Değişiklik yok tahminlerinde %98 oranında tahmin gücüne sahiptir. Moody's için ise gerçek değerleri tahmin etme gücü %87,5'dur. Değişiklik yok tahminlerinde ise model % 96,9 oranında tahmin edebilme gücüne sahiptir.

**Tablo 53: Ekonomik Göstergelerin Tüm Tahmin ve Gerçekleşmelerine Göre Lojistik Regresyon Sonuçları**

		1				2	3	Sabit
		İşsizlik	Kamu giderleri	Bütçe açığı	Kamu borç	Kamu giderleri	Kamu gelirleri	
		X <sub>21</sub>	X <sub>61</sub>	X <sub>81</sub>	X <sub>91</sub>	X <sub>62</sub>	X <sub>53</sub>	
S&P	B	3,623	-26,118	,394	11,165	9,459	-12,709	-1,974
	S.E.	1,985	7,072	,222	3,754	4,335	5,142	,357
	Wald	3,330	13,638	3,164	8,846	4,761	6,110	30,586
	df	1	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,068	,000	,075	,003	,029	,013	,000
	Exp(B)	37,458	,000	1,483	70639,384	12819,041	,000	,139

		1				2			
		Kamu gelirleri	Kamu giderleri	Birinci l açığı	Kamu borç	Büyüme	Kamu gelirleri	Kamu giderleri	Bütçe açığı
		X <sub>51</sub>	X <sub>61</sub>	X <sub>71</sub>	X <sub>91</sub>	X <sub>12</sub>	X <sub>52</sub>	X <sub>62</sub>	X <sub>82</sub>
Fitch	B	45,937	-31,641	-,216	6,196	-,648	25,903	-27,450	,188
	S.E.	15,539	11,870	,117	2,587	,332	8,549	8,441	,103
	Wald	8,739	7,106	3,433	5,736	3,801	9,182	10,577	3,306
	df	1	1	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,003	,008	,064	,017	,051	,002	,001	,069
	Exp(B)	89,1E14	,000	,806	490,91	,523	17,8E10	,000	1,207

		3			Sabit
		Kamu gelirleri X5 <sub>3</sub>	Kamu giderleri X6 <sub>3</sub>	Birincil açık X7 <sub>3</sub>	
Fitch	B	37,882	-24,719	,145	-2,784
	S.E.	13,963	11,222	,063	,510
	Wald	7,361	4,852	5,282	29,865
	df	1	1	1	1
	Sig.	,007	,028	,022	,000
	Exp(B)	28,3E14	,000	1,156	,062

		1			2	3		Sabit
		Kamu giderleri X6 <sub>1</sub>	Bütçe açığı X8 <sub>1</sub>	Kamu borç X9 <sub>1</sub>	Kamu gelirleri X5 <sub>2</sub>	İşsizlik X2 <sub>3</sub>	Enflasyon X3 <sub>3</sub>	
Moody's	B	-12,936	,066	4,092	12,220	-6,473	-,867	-2,087
	S.E.	3,893	,025	2,476	4,529	2,291	,483	,369
	Wald	11,040	6,736	2,732	7,281	7,985	3,226	32,021
	df	1	1	1	1	1	1	1
	Sig.	,001	,009	,098	,007	,005	,072	,000
	Exp(B)	,000	1,068	59,864	202898,425	,002	,420	,124

$$Y_{S\&P} = (3,623 * X2_1) + (-26,118 * X6_1) + (0,394 * X8_1) + (11,165 * X9_1) + (9,459 * X6_2) + (-12,709 * X5_3) + (-1,974)$$

$$Y_{Fitch} = (45,937 * X5_1) + (-31,641 * X6_1) + (-0,216 * X7_1) + (6,196 * X9_1) + (-0,648 * X1_2) + (25,903 * X5_2) + (-27,45 * X6_2) + (0,188 * X8_2) + (37,882 * X5_3) + (-24,719 * X6_3) + (0,145 * X7_3) + (-2,784)$$

$$Y_{Moody's} = (-12,936 * X6_1) + (0,066 * X8_1) + (4,092 * X9_1) + (12,22 * X5_2) + (-6,473 * X2_3) + (-0,867 * X3_3) + (-2,087)$$

Sabit terim ve bağımsız değişkenlerin anlamlılığını test eden **Wald Ki-Kare** istatistiğidir.

H0: Değişkenler anlamsızdır.

H1: Değişkenler anlamlıdır.

Bağımsız değişkenlerin önem dereceleri Wald test istatistikleri ile değerlendirildiğinde; ülke notlarının değişmesinde anlamlı olarak etki eden değişkenler, S&P için yıllık performanslara göre kamu giderleri ve kamu borç, aynı yıl için için yapılan tahminlere göre kamu giderleri, iki yıllık tahminlere göre ise kamu gelirleri değişkenleri, Fitch için yıllık performanslara göre kamu gelirleri, kamu giderleri ve kamu borç, aynı yıl için için yapılan tahminlere göre kamu gelirleri ve kamu giderleri, iki yıllık tahminlere göre ise kamu gelirleri, kamu giderleri ve birincil açık değişkenleri, Moody's için ise, yıllık performanslara göre kamu giderleri ve bütçe açığı, aynı yıl için için yapılan tahminlere göre kamu gelirleri ve iki yıllık tahminlere göre ise işsizlik değişkenlerinin yüzde değişim oranlarıdır.



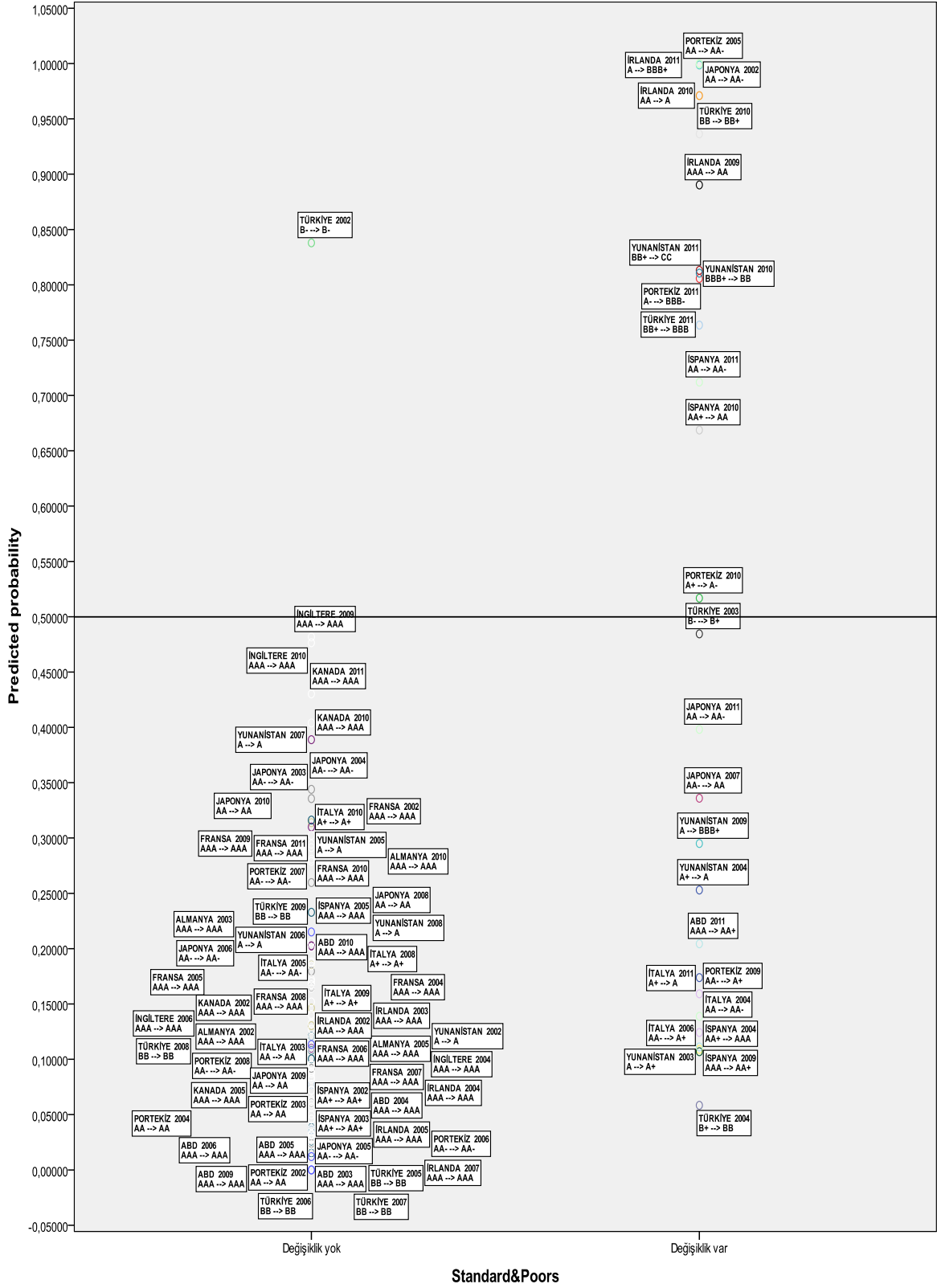
**Tablo 54: Lojistik Regresyona Göre Anlamlı Çıkan Sonuçların Olasılıkları**

Derecelendirme Kuruluşları	Değerlendirmeler	Ekonomik Göstergeler	B	Marjinal Etki
S&P	Yıllık Performans	Kamu Giderleri	-26,118	-4,3329
		Kamu Borç	11,165	1,8523
	Aynı Yıl Tahminler	Kamu Giderleri	9,459	1,5692
	İki Yıllık Tahminler	Kamu Gelirleri	-12,709	-2,1084
Fitch	Yıllık Performans	Kamu Gelirleri	45,937	6,4817
		Kamu Giderleri	-31,641	-4,4645
		Kamu Borç	6,196	0,8743
	Aynı Yıl Tahminler	Kamu Gelirleri	25,903	3,6549
		Kamu Giderleri	-27,450	-3,8732
	İki Yıllık Tahminler	Kamu Gelirleri	37,882	5,3452
Kamu Giderleri		-24,719	-3,4878	
Birincil açık		0,145	0,0205	
Moody's	Yıllık Performans	Kamu Giderleri	-12,936	-1,9094
		Bütçe Açığı	0,066	0,0097
	Aynı Yıl Tahminler	Kamu Gelirleri	12,220	1,8037
	İki Yıllık Tahminler	İşsizlik	-6,473	-0,9554

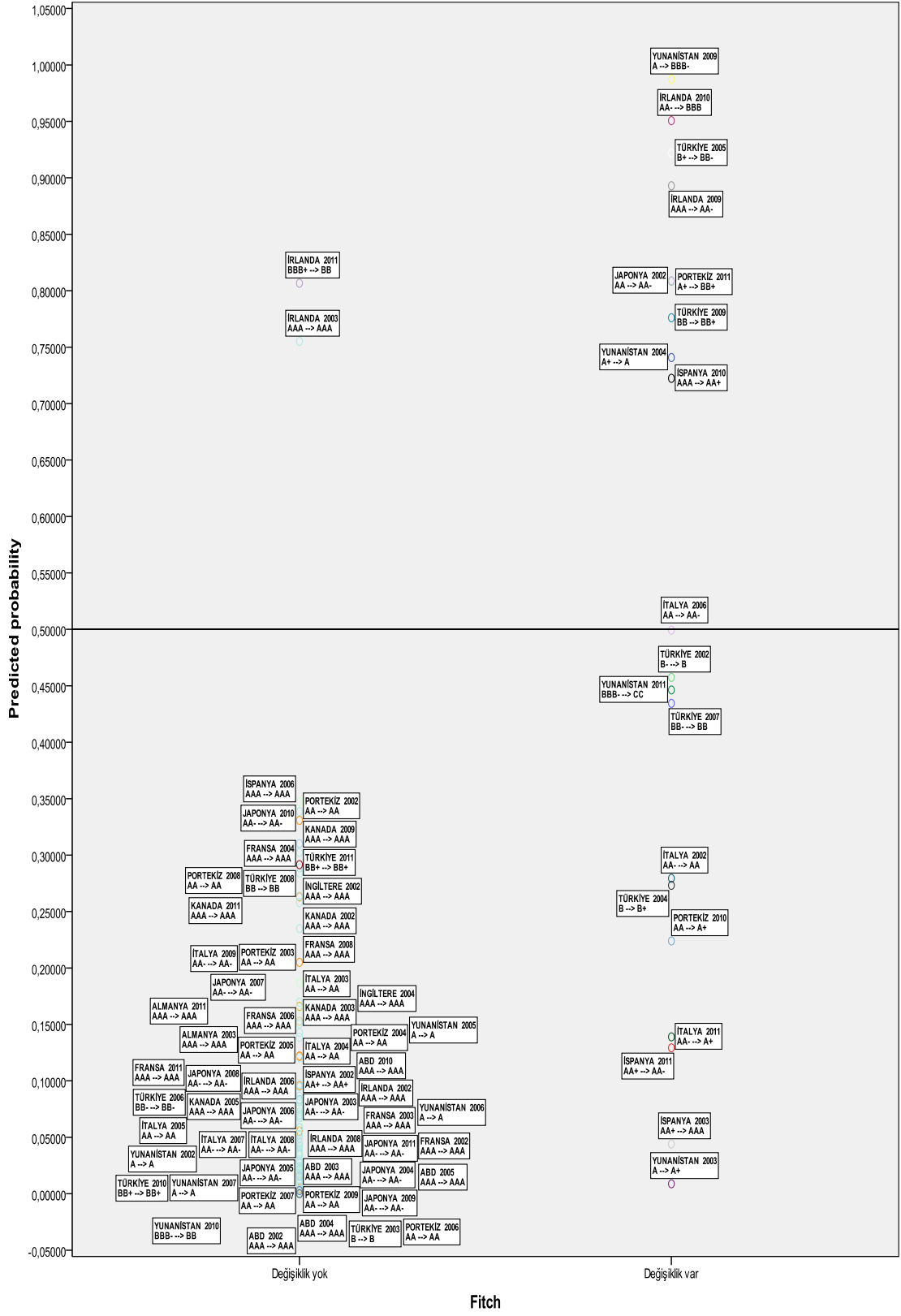
Bu doğrultuda tablo 54'de istatistiksel olarak anlamlı kabul edilen değişkenlerin marjinal etkilerine göre S&P, Fitch ve Moody'sin kredi notunu değiştirme olasılığı gösterilmektedir. Analize göre, S&P'un yıllık performansa göre verdikleri kredi notlarında, kamu giderlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birim artış, kredi notunun değişme olasılığını 4,3329 birim azaltmakta, kamu borcunun GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış ise, S&P'un kredi notunun değişme olasılığını 1,8523 birim artırmaktadır. Aynı yıl için yapılan tahminlerde, Kamu giderlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış, kredi notunun değişme olasılığını 1,5692 birim artırmaktadır. İki yıllık tahminlerde ise kamu gelirlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış S&P'un kredi notunun değişme olasılığını 2,1084 birim azaltmaktadır. Fitch için yıllık performansa göre, kamu gelirlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 6,4817 birim artırmakta, kamu giderlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 4,4645 birim azaltmakta ve kamu borcunun GSYİH'ya oranındaki bir birim artış ise kredi notunun değişme olasılığını 0,8743 birim artırmaktadır. Aynı yıl için yapılan tahminlerde, kamu gelirlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını

3,6549 birim artırmakta, kamu giderlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 3,8732 birim azaltmaktadır. İki yıllık tahminlerde ise, kamu gelirlerini GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 5,3452 birim artırmakta, kamu giderlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 3,4878 birim azaltmakta ve birincil açığın GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış ise Fitch'in kredi notunun değişme olasılığını 0,0205 birim artırmaktadır. Moody'sin ise kredi notunun değişme olasılığını, yıllık performansa göre, kamu giderlerinin GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 1,9094 birim azaltmakta, bütçe açığının GSYİH'ya oranındaki bir birimlik artış 0,0097 birim artırmaktadır. Aynı yıl için yapılan tahminlerde, kamu gelirlerinin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Moody'sin kredi notunun değişme olasılığını 1,8037 birim artırmaktadır. İki yıllık tahminlerde ise, işsizliğin GSYİH 'ya oranındaki bir birimlik artış Moody'sin kredi notunun değişme olasılığını 0,9554 birim azaltmaktadır.

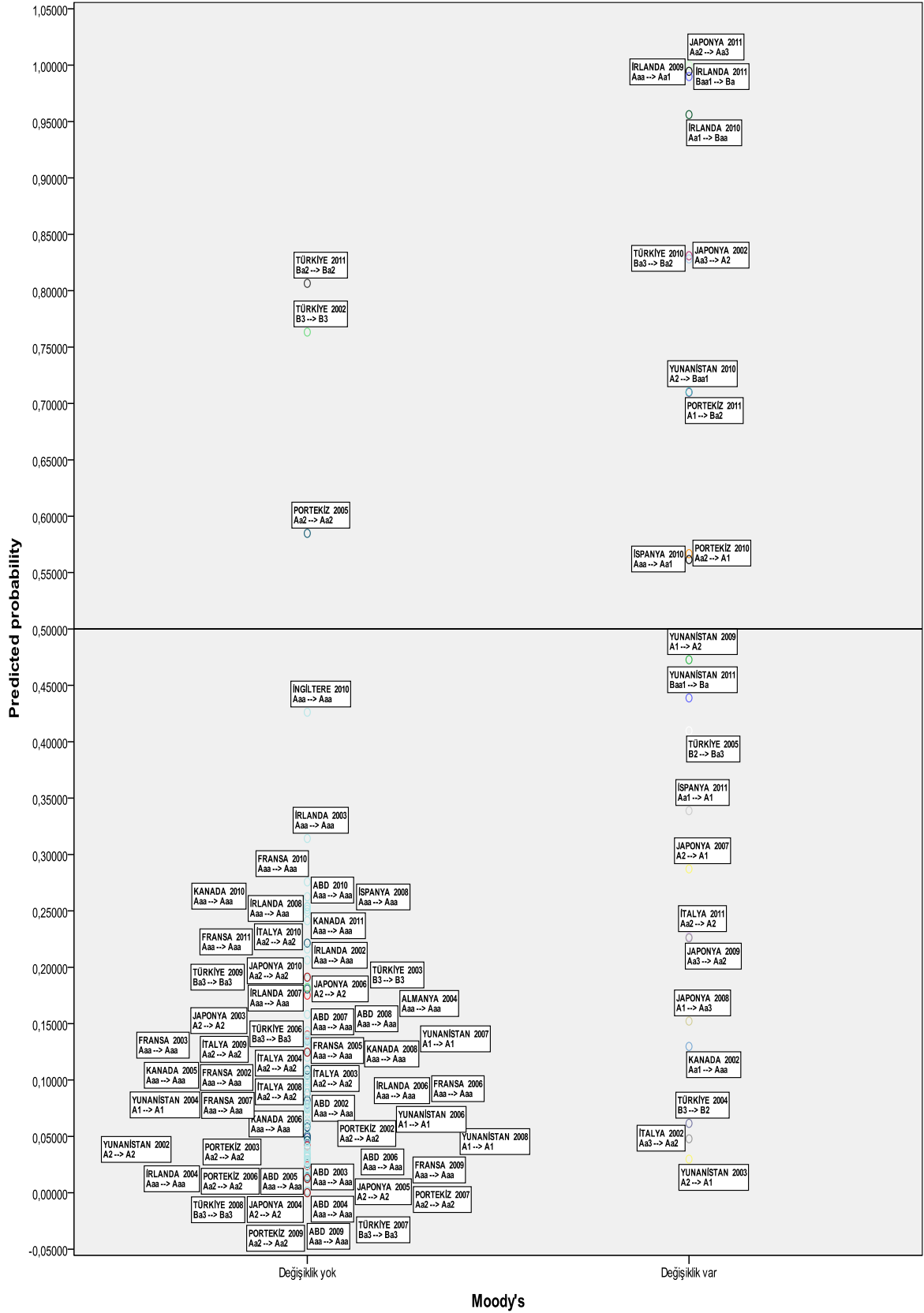
**Grafik 39: S&P İçin Model Tahmin Ve Gerçekleşmeleri**



**Grafik 40: Fitch İçin Model Tahmin Ve Gerçekleşmeleri**



**Grafik 41: Moody's İçin Model Tahmin Ve Gerçekleşmeleri**



Grafik 39, 40 ve 41’de modelin yıllık performans, aynı yıl tahminler ve iki yıllık tahminlerine göre kredi notlarında değişiklik yapılması ya da yapılmaması gerektiği gösterilmektedir. Bu doğrultuda S&P için, 2002 yılında Türkiye’de not artışı yapılması gerekirken yapılmadığı gözlenmektedir. Ayrıca 2008 yılında da İngiltere’nin notun düşürölme ihtimali düşük olsa da gözlenmektedir. Diğer taraftan Türkiye’nin 2004 yılı notunda değişiklik yapıldığı halde yapılmaması gerektiği gösterilmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan kamu giderleri/GSYİH ve kamu borcu/GSYİH değişkenleridir.

Fitch için, 2003 ve 2011 yılında İrlanda’nın notunun düşürölmesi gerekirken değişiklik yapılmadığı gözlenmektedir. Ayrıca Yunanistan’ın 2003 ve İspanya’nın 2003 yıllarında notlarında değişiklik yapıldığı halde yapılmaması gerektiği gösterilmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan kamu gelirleri/GSYİH, kamu giderleri/GSYİH, birincil açık/GSYİH ve kamu borç/GSYİH değişkenleridir.

Moody’s için ise, Türkiye’nin 2002 ve 2011 yıllarında notunun artırılması gerekirken artırılmadığı ve Portekiz’in 2005 yılında notunun düşürölmesi gerekirken yeterince düşürölmediği gözlenmektedir. Diğer taraftan Moody’s tarafından Yunanistan’ın 2003, İtalya’nın 2002 ve Türkiye’nin 2004 yıllarında not değişikliği yapıldığı halde yapılmaması gerektiği gösterilmektedir. Burada değişiklik olup olmamasına karar veren değişken model için anlamlı çıkan ve yüksek Wald değerine sahip olan işsizlik/GSYİH, kamu gelirleri/GSYİH, kamu giderleri/GSYİH ve bütçe açığı/GSYİH değişkenleridir.

Genel olarak modeller incelendiğinde model tahmin ve gerçekteşmelerine göre S&P, Fitch ve Moody’s tarafından yapılan derecelendirmelerde makro değişkenlerden daha çok maliye politikası değişkenlerinin etkili olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

## SONUÇ

Devletin maliye politikası aracılığıyla ekonomiye müdahalesi, özellikle 1930'lu yıllarda Keynesyen iktisadın doğuşuyla birlikte yoğunlaşmıştır. Ancak, Keynesyen iktisadi düşünceyle kullanılmaya başlanan ihtiyari maliye politikaları 1970'li yıllarda yaşanan stagflasyon sorunuyla tartışılmaya başlanmıştır. 20.yüzyılın sonlarına gelindiğinde ise maliye politikası ile ilgili yaşanan tartışmalar daha çok bu politikaların uygulanmasında ihtiyariliğin mi yoksa mali kuralların mı bulunması yönünde gerçekleşmeye başlamıştır.

Son yıllarda birçok ülkede bütçe açıklarında, borçlanmalarda ve kamu harcamalarında görülen hızlı artışlar kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini sağlamayı ön plana çıkarmıştır. Bu gelişmelerin sonucu olarak birçok ülkede, ulusal maliye politikası kuralları ilgi odağı olmaya başlamıştır. Bunların yanında, gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere, politikacıların keyfi davranışlarını kontrol altına almaya çalışmak da bu politikaların oluşturulmasında etkili olmuştur. Ancak bu kurallar esnek olmaması nedeniyle hükümetlerin kurallara uymak amacıyla muhasebe hilelerine başvurabilmeleri, kamu yatırım harcamaları üzerine sınırlar konulduğu takdirde milli gelir ve üretim düzeyini etkileyebileceği, siyasilere ekonomi politikaları üzerinde etkilerinin azalacağı ve ücret ve sosyal haklarda azalmaya neden olabileceği gerekçeleriyle sıklıkla eleştirilmektedirler.

Ayrıca 1980'li yıllardan sonra iktisat politikalarında ortaya çıkan değişim sonucu neoliberal politikaların ağırlık kazanması ve yüksek kamu açıkları sonucu kredi bulma ihtiyacı kredi derecelendirme kuruluşlarının da önemini artırmıştır. Günümüzde dünyanın herhangi bir yerinde bulunan bir yatırımcı dünyanın başka bir yerindeki yatırım araçlarına yatırım yapabilmektedir. Yatırımcılara yatırım yapmaları için gerekli bilgileri sağlayacak olan kuruluşların başında kredi derecelendirme kuruluşları gelmektedir. Yatırımcıların yatırım kararı almasında kredi derecelendirme kuruluşlarının o ülke hakkında vermiş olduğu kredi notu bu yatırımda belirleyici bir rol oynamaktadır. Bu kuruluşlar uluslararası sermaye piyasalarına kılavuzluk ederek piyasaları yönlendirmeye başlamışlardır. Bunun

sonucunda kredi notu yüksek olan ülkelere sermaye hareketleri artmış, düşük olanlara ise yavaşlamıştır.

Ancak ilk olarak 90'lı yıllarda yaşanan ekonomik krizler sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının öngörülerindeki yetersizlikler, kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsızlığı ve başarısını tartışmaya neden olmuştur. Örneğin, bu kuruluşlar, Asya krizinde ülkelerin notlarını kriz öncesinde değil, kriz iyice ilerledikten sonra sert biçimde düşürmüşlerdir. Üç büyük derecelendirme kuruluşu da, kriz büyüdükçe çok ciddi riskler olduğunu göstermek amacıyla Asya ülkelerinin notlarını düşürmüştür. Temmuz 1997 ile Kasım 1998 arasında Endonezya, Güney Kore, Malezya ve Tayland'ın kredi notlarında şiddetli düşüşler görülmüştür. Bunun sonunda ise yatırımcılar paniklemiş ve kriz daha da kötü hale gelmiş ve notlar daha da düşmüştür. Son dönemde ise, ABD'de ve daha sonra Euro bölgesinde yaşanan krizler sonucunda kredi derecelendirme kuruluşları ciddi eleştiri noktası haline gelmişlerdir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kendilerine ait tahvillerinin bulunduğu ülkelere yüksek not vererek yatırımcıları düşünmeden sadece kendi yatırımlarını düşünerek not vermeleri ve kriz derinleşmemesi için iflasın eşiğinde olan ülkelerin notlarını düşürmemeleri de kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliğinin sorgulanmasına neden olmuştur.

Son dönemde kredi derecelendirme kuruluşları hükümetlerin para ve maliye politikalarını bile doğrudan etkileyecek bir nitelik kazanmıştır. Çünkü aşırı bütçe açıkları ve kamu borçları ekonomileri sıkıştırmaktadır. Ülkeler krizden kurtulmak için yaptıkları hızlı harcamaları finanse edilmeleri için, ihtiyaç duydukları yabancı sermayeyi kaçırmamak durumundadırlar. Ancak kredi notlarının düşürülmesi devlet tahvillerine olan yatırımcı ilgisinin kaybolması riski demektir. Bu durum önümüzdeki dönemde kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin maliye politikaları üzerinde etkili olabileceğini göstermektedir.

Ancak özellikle son dönemde özel sektörün yaşadığı krizi finanse etmek amacıyla yapılan kamu harcamaları sonucunda kamu borçları ve bütçe açıklarında hızlı artışlar yaşanmıştır. Bu artışların nedeni olarak sadece maliye politikalarının



değil aynı zamanda özel sektörün durumu ve dış sektörün durumu da dikkate alınmalıdır.

Bu doğrultuda çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notu verirken kullandıkları derecelendirme kriterlerinin neler olduğu, maliye politikası araçlarının kredi notu üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığı ve yaptıkları tahminlerin tutarlı olup olmadığını sorgulamak amacıyla logit analizi uygulanmıştır. Çalışmanın sonucunda kredi notları üzerinde maliye politikası değişkenlerinden özellikle kamu geliri, kamu gideri ve borçlanmanın gerek ülkelerin gerçekleşmiş verileri gerekse projeksiyonları üzerinde etkili olduğu gözlenmiştir. Bunun nedeni olarak hükümetlerin faiz dışı fazla verme çabaları olarak gösterilebilir. Ancak modelde işsizlik, büyüme, verimlilik ve cari işlemler açığı gibi ekonominin yapısalının kredi notları üzerinde fazla etkisi gözlenememiştir. Hükümetler alacağı kararlarla maliye politikaları üzerinde değişiklik yapabilmektedirler. Bu yüzden kredi notlarında maliye politikası değişkenleri daha etkilidir. Ayrıca modelin tahminine göre, kredi derecelendirme kuruluşlarının not değişikliklerinde gecikmeli hareket ettiği ya da bazı durumlarda objektif olamadığı gözlenmiştir. Ayrıca Türkiye açısından da mali alanda yapılan düzenlemelerin kredi notlarını artırma eğiliminde etkisi olduğunu söyleyebiliriz.

Genel olarak kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme yaparken maliye politikasına ağırlık vermekte, ülkelerin makroekonomik performanslarını ikinci planda tutmaktadırlar. Bu durum 1990'lı yıllardaki krizlerden başlamak üzere kredi derecelendirme kuruluşlarının sıklıkla eleştirilmelerine neden olmaktadır. Son dönemde yaşanan küresel krizde not değişikliklerinde yaşanan tutarsızlıklar da bu durumu kanıtlamaktadır. Ülke derecelendirmesi yapılırken maliye politikası değişkenlerinin sıklıkla kullanılması ekonomi politikası açısından ülkelerin egemenlikleri üzerine bir müdahaledir. Türkiye açısından durum değerlendirildiğinde ise 2001 krizi sonrasında borçların sürdürülebilirliğinin sağlanmaya çalışılması da bu durumun bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

## KAYNAKÇA

- ABIAD A, MODY A.** (2005),” Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It? “, *American Economic Review* **95**, pp.66–88.
- AFONSO, A., (2002)**, “Understanding The Determinants of Government Debt Ratings: Evidence for The Two Leading Agencies”, **Department of Economics and Research Center on the Portuguese Economy (CISEP)**, Lisbon.
- AFONSO, A., GOMES, P., ROTHER, P., (2011)**, “Short and Long Run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings”, **International Journal of Finance and Economics**, vol 16, pp. 1-15.
- AKKEMİK, K.A.,(2011)**, “Japonya (1991) ve ABD (2007-2009) Finans Krizlerinin Politik İktisat Perspektifinden Değerlendirilmesi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, No.12-2, s.171-186.
- AKTAN, C.C., DİLEYİCİ, D., (2010)**, **Modern Politik İktisat Kamu Tercihi**, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- ALLISON, P.D., (2000)**, **Logistic Regression Using The SAS System**, 2. Edition, Cary: SAS Institute.
- ALMENDROS, S.D., BENITEZ-PAREJO, N., GONZALEZ-RAMIREZ, A.R., (2011)**, “Logistic Regression Models”, **Allergol Immunopathol (Madr)**, 39(5),pp.295---305.
- ARDIÇ, K., AYDIN,Y., (2011)**, **İktisat Okulları ve Emek Piyasası**, Derin Yayınları, İstanbul.
- AMADOU, N.R., (2004)**. "Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises?,"**Journal of Banking & Finance**, Elsevier, vol. 28(11), pp.2845-2867.

**ALESINA, A.,PEROTTI, R., (1996), “Budget Deficits and Budget Institutions,”**  
**NBER WorkingPaper Series, No: 555, pp.1-40.**

**ALTAŞ, G.,( 2009), “Kredi Derecelendirme Kurumları” , Gündem Dergisi,**  
**Sayı:84, Ağustos.**

**ANDERSON, R.E.,HAİR, J.F., TATHAM, R.L, BLACK,**  
**W.C(1995),.Multivariate DataAnalysis, Prentice Hall International.**

**AYSU, A., (2010), “Gelişmiş Ülkelerde Maliye Politikası Kurallarının İhlaline**  
**İlişkin Başlıca Yaptırımlar”, Maliye Dergisi, Sayı 158, pp.464-481.**

**ATAÇ, B., (2012), Maliye Politikası, Turhan Kitabevi, 9. Baskı.**

**ATİYAS, İ., SAYIN, Ş., (1997), Siyasi Sorumluluk, Yönetmel Sorumluluk ve**  
**Bütçe Sistemi: Bir Yeniden yapılanma Önerisine Doğru, TESEV**  
**Yayımları.**

**BABUŞCU, Ş.,(1997), Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk**  
**Bankacılık Sektörüne Uygulanması, SPK Yayınları, Yayın No.94.**

**BABUŞCU Ş., HAZAR, A.,(2007), Kredi Derecelendirmesi ve Finans, Akademi**  
**Yayımları.**

**BADINGER, H., (2009), “Fiscal rules, discretionary fiscal policy and**  
**macroeconomic stability: an empirical assessment for OECD countries”,**  
**Applied Economics,**

**BAĞIMSIZ SOSYAL BİLİMCİLER, (2006), IMF Gözetiminde On Uzun Yıl,**  
**1998-2008, Farklı Hükümetler, Tek Siyaset, Yordam Kitap.**

**BAKDUR, A., (1999), Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları,**  
**DPT.**

- BAL, H.**, (1994), “Uluslararası Finansman, Tahvil Piyasaları, Kredi Değerliliği (Rating) ve Gelişmekte Olan Ülkeler”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 103, 10-25.
- BAL, H.**, (2001), **Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye**, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul.
- BALİ, B., ÇELEN, M.**, (2007), **Kurala Bağlı Maliye Politikaları ve Avrupa Birliği Uygulaması**, Beta Yayınevi, İstanbul.
- BAŞOĞLU, U., PARASIZ, İ., ÖLMEZOĞULLARI,N.**, (2004), “İktisatta Devrimler ve Karşı Devrimler”, Alfa Aktüel Yayınları, İstanbul, 1. Basım.
- BHATIA, A.V.**, (2002), “Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evolution”, **IMF Working Paper**, WP/02/170.
- BHATTACHARYYA, A.,DUNSON, D.B.**, (2011), “Sparse Bayesian Infinite Factor Models”,**Biometrika**, 98, 291-306.
- BIRASCHI, P.**,(2008), “Searching for the Optimal EMU Fiscal Rule: An Ex-post Analysis of the SGP Reform Proposals”, **Ministry of Economy and FinanceDepartment of the Treasury Working Papers**, No. 7, pp. 1-42.
- BORAN, E.** (2008),“Brezilya’dakine Benzer Bir Mali Sorumluluk Düzenlemesi Yapılmalı”, **Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Politika Notu**,s.1-9
- BİSSOONDOYAL-BHEENICK, E., BROOKS’ R., YİP’ A., Y., N.**, (2005) “Determinants of Sovereign Ratings: A Comparison of Case-Based Reasoning and Ordered Probit Approaches”, **Working Paper**, Department of Econometrics and Business Statistics.
- BORATAV, K., TÜRKCAN, E.**, (1993), **Türkiye’de Sanayileşmenin Yeni Boyutları ve KİT’ler** , Tarih Vakfı/Yurt Yayınları.
- BORATAV, K.**, (2012), **Türkiye İktisat Tarihi 1908-2009**, İmge Kitabevi, 16.Baskı.

- BUCHANAN, J.**,(1966), “**Public Finance in Democratic Process: Fiscal Institutions and Individual Choice**”, Chapel Hill: University of North Carolina Press.
- BUSTELO, P.**,(1998), “The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey”, **ICEI Working Papers**, No. 10, pp.1-38.
- CALVO, G.A.**, (1996), “Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons”, **International Journal of Finance&Economics**, Vol 1(3),pp.207-223
- CANTOR, R., PACKER, F.**, (1996), “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”, **Economic Policy Review**, Federal Reserve Bank of New York, Kasım, pp. 37-53.
- CANUTO, O, SANTOS, P.,F.,P., PORTO, P., C.**, (2004), “Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings”,[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).
- CAPECI, J.**, (1985), “Credit Risk, CreditRatings and Manicipal Bonds Yields:A Panel Study”, **NationalTaxJournal**, XLIV: 41-56.
- CHANG, J.H.**, (2005). "Globalization and East Asian Economies: An Introduction,"**Global Economic Review, Taylor and Francis Journals**, vol. 34(4), pages 355-362.
- ÇALIŞKAN, Ö. V.**,(2002), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriteri”, **G.Ü.İ.İ:B.F.Dergisi**,1/2002, s.53-66.
- DATZ, G.**,(2004), “Reframing Development and Accountability: The Influence of Sovereign Credit Ratings on Policy Making In Developing Countries”, **Third World Quarterly**, Vol. 25, No. 2, pp. 303–318.
- DRAZEN, A.**,(2000), “**Political Economy in Macroeconomics**, Princeton University Press, Princeton.

- DREHER, A.**,(2006), “IMF and Economic Growth: The Effects of Programs, Loans, and Compliance with Conditionality”,[World Development](#), Elsevier, vol. 34(5), PP.769-788.
- DURU, Z.**, (2000), “Kredi Değerlendirme Kuruluşları ve Türkiye Uygulaması”, **Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi**, Ankara.
- EDWARDS, S.**, (1997), “ The Mexican Peso Crises: How Much Did We Know? When Did We Know It?”, **NBER Working Paper Series**, No: 6334, pp: 1-33.
- ERCAN DEDE, M.**,(2010), “Anayasal İktisat Politikası Perspektifinden Maliye Kuralları ve Avrupa Birliği Ülkelerinde Uygulamanın İncelenmesi”, **TC Maliye Bakanlığı Mesleki Yeterlilik Tezi**, Ankara.
- ERKAN, M., DEMİRCİOĞLU, M.Y.**, (2010),“Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1,pp:107-131.
- EMARA, N.**,(2012), Inflation Volatility, Financial Institutions, and Sovereign Debt Rating, **Journal of Development and Economic Policies**, Volume 14, no1, pp.1-44.
- EUROPEAN COMMISSION.** (2006), **Public Finances in EMU-2006**, European Commission, European Economy, Number:3.
- FELD, L.P., BASKARAN, T.**, (2010), “Federalism, Budget Deficits and Public Debt: On The Reform Of Germany’s Fiscal Constituion”, **Review of Law&Economics**, pp. 365-393.
- FELDERER, B., HOMBURG,S.**, (1987), **Macroeconomics and New Macroeconomics**, Springer-Verlag, New York.

- FROYEN,R.,(2006), Macroeconomics: Theoris and Policies, Cram101 Incorporated, 8th.edition.**
- GIRMA, S., SHORTLAND, A., (2008), “The Political Economy of Financial Development”, Oxford Economic Papers 60, pp. 567–596.**
- GOLDSTEIN, M., KAMINSKY, G.L.,REINHART, C,M., (2000), “Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets: Introduction”, Washington, DC: Institute for International Economics.**
- GÖRGÜN, S.,(1973), Maliye Politikası, İstanbul Üniversitesi Yayını, No:1823.**
- GUJARATİ DAMODAR N.;;Temel Ekonometri (Çev. :Ümit Şenesen, Gülay GünlükŞenesen) 1. Basım, İstanbul: Çevik, 1999.**
- GÜLTEKİN KARAKAŞ, D., HİSARCIKLILAR, M., ÖZTÜRK, H., (2011), “Sovereign Risk Ratings: Biased Toward Developed Countries?”, Emerging Markets Finance & Trade , Vol. 47, Supplement 2, pp. 69–87.**
- GÜNEYSU BALABAN, K., (2012), Kurallı Maliye Politikası ve Türkiye’de Kurallı Maliye Politikası Uygulamasına İlişkin Model Önerisi,“Uzmanlık Yeterlilik Tezi”,Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs.**
- GÜR, T., (2000), “Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler”, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, s.119-139.**
- GÜR, T., ÖZTÜRK, H., (2011), “Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler”, Sosyoekonomi dergisi, pp. 69-92.**
- GÜRKAN, C., KARAHANOĞULLARI, Y., (2010), “Bütçeyi Özerkleştirmek: Mali Kurallar ve Kurullar”, Maliye Dergisi, No 158, s.547-569.**
- GÜVEN, S.,(2001),“ Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Cilt: 16, Sayı: 185.**

- HALIM, A., A., NURAZIRA, M.,D., S., AINULASHIKIN, M., (2008)** ,“Sovereign Credit Ratings and Macroeconomic Variables:An Empirical Analysis on Dynamic Linkagesin Malaysia Using Bound Test Approach”, **The Icfai University Journal of Applied Economics**, Vol. VII, No. 6, PP. 29-39.
- HALLERBERG, M., STRAUCH, R., VON HAGEN, J., (2004),**“The Design Of Fiscal Rules And Forms Of Governance In European Union Countries”, **European Central Bank**, Working Paper Series, No.419.
- HARPER, S.,(2011),** “Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007–2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act”, **Washington and Lee Law Review**, Volume 68, Issue 4.
- HUANG, Y.,(2009),** “ The Political Economy of Financial Reform: Are Abiad and Mody Right?”, **Journal of Applied Econometrics**, Vol 24, pp. 1207-1213.
- HÜRCAN, Y.,(1999),** “Mali Disiplinin Sağlanmasında Yasal Düzenlemelerin Yeri, Önemi, Dünya Uygulamaları ve Türkiye Örneğinin İncelenmesi”, **Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar GenelMüdürlüğü**, Ankara.
- IHORİ, T., NAKAMOTO, A., (2005),**“Japan’ s Fiscal Policy and Fiscal Reconstruction”, **Hi-StatDiscussion Paper Series**, No: 99.
- IYENGAR, S.,** “Are Sovereign Credit Ratings Objective and Transparent?”, **The IUP Journal of Financial Economics**, Vol. VIII, No.3, 2010.
- İLERİ, Ö., (2003),** **Uluslararası Para Fonu’nun (IMF) Koşulsallık İlkesi ve Türkiye Uygulaması**, “Uzmanlık Tezi”, Dış ekonomik İlişkiler genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı.
- İNSEL, SUNGUR, (2003),**“Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği: 1989:III-1999:IV”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2003-8.



- JOHNSON, G.,B., WASSON, J.,T.,** (2010), “The Political Economies of Economic Liberalization: The Role of Diffusion, Crises and Parties In The Shift To Free Market Economies”, **Economics, Management, and Financial Markets**, Volume 5, Number 2, pp. 105–124.
- KALINOWSKI, T., CHO, H.,** (2009), “ The Political Economy of Financial Liberalization in South Korea: State, Big Business, andForeign Investors”, **Asian Survey**, Vol 49, No 2, pp.221-242.
- KARACA, N.,** (2005), “**Kredi Derecelendirme Kuruluşları**”, Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Rapor No:2.
- KARAKURT, B., AKDEMİR, T.,** (2010), “Kurallı Maliye Politikası: Türkiye’de Kurallı Maliye Politikası Örnekleri”, **Maliye Dergisi**, sayı 158, pp.226-235
- KAYA, Y.,** (1998). “**Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**”, DPT.
- KAYA, F.,** (2009), “**Mali Kural Uygulamaları ve Türkiye İncelemesi**”, DPT Uzmanlık Tezi.
- KENNEDY, S., ROBBINS, J.,** (2001), “The Role of Fiscal Rules in Determining Fiscal Performance”, **Department of Finance WorkingPaper**, No:16, pp.1-30.
- KEYNES, J.M.,** (1967), **The General Theory of Employment Interest and Money**, Macmillan and Co. Ltd.
- KOPITS, G., SYMANSKY, S.,** (1998), “**Fiscal Policy Rules**”,IMF OccasionalPaper, Washington DC.
- KYDLAND, F., E., PRESCOTT, E.,C.,** (1977), “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, **The Journal ofPolitical Economy**, 85(3), pp. 473-491.

- LUCAS, R.,E.**, (1980), “Rules, Discretion and The Role of The Economic Advisor”, **Rational Expectations and Economic Policy**, **nber.org.**, pp.199-210.
- MARTINEZ, J., SANTISO, J.**, (2003), “Financial Markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Economies”, **International Political Science Review**, Vol 24, No 3, pp.363-395.
- MATHIEU, C., STERDYNIK, H.**, (2010), “European Debt Crisis and Fiscal Exit Strategies”, **OFCE Working Paper**, No: 2010/11.
- MELLIOS, C., PAGET-BLANC, E.**, (2006), “Which Factors Determine Sovereign Credit Ratings?”, **The European Journal of Finance**, Volume 12, Issue 4, pp.361-377.
- MİLESİ-FERRETTİ, G. M. VE MORİYAMA, K.** (2006), “Fiscal Adjustment in EU Countries: A Balance Sheet Approach”, **Journal of Banking & Finance**, Volume: 30, Issue:12, pp.3281–3298.
- MORA, N.**, (2006),”Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt”, **Journal of Banking & Finance**, Vol 30, pp.2041–2062.
- MULDER, C., PERRELLI, R.,A.**, (2001), “Foreign Currency Credit ratings for Emerging Market economics, **IMF Working Paper**, No. 01/ 191.
- MUSGRAVE, R.**, (1959), **The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy**, McGraw Hill, Newyork.
- MUSACCHIO, A.**,(2012), “Mexico’s Financial Crisis Of 1994-95”, **Harvard Business School Working Paper**,12-101, pp. 1-28.
- MÜTEVELLİOĞLU, N., SÖNMEZ, S.**, (2009), “**Küreselleşme, Kriz ve Türkiye’de Neoliberal Dönüşüm**”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1. Baskı
- NADAROĞLU,H.**,(1998), “**Kamu Maliyesi Teorisi**”, Beta Yayınevi.

- NAGATANI, K.**,(1989), “**Political Macroeconomics**”, Clarendon Press.
- ÖZER,H.**, (2004), **Nitel Değişkenli Ekonometrik Modeller:Teori ve Bir Uygulama**, Nobel Yayın Dağıtım.
- ÖZLER, Ş., TABELLINI, G.**, (1991), “External Debt and Political Instability”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: 3772, Cambridge.
- PALLEY, T.I.**, (2009): Imports and the income-expenditure model: Implications for fiscal policy and recession fighting, in: **Journal of Post Keynesian Economics**, 32(2), 311 – 322.
- PALLEY, T.**, (2009), “The Fiscal Austerity Trap”, **New American Contract Policy Paper**, September, İnternet Adresi: [http://www.newamerica.net/files/Thomas\\_Palley-The\\_Fiscal\\_Austerity\\_Trap.pdf](http://www.newamerica.net/files/Thomas_Palley-The_Fiscal_Austerity_Trap.pdf), Erişim Tarihi:25.09.2010.
- PAYZANOĞLU, D.**,(2009), “İstikrar ve Büyüme Paktı Kuralları Türkiye’de Borç Sürdürülebilirliğini Garanti Altına Alabilir Mi?”, **TCMB Uzmanlık Tezi**.
- PERSSON, T., TABELLINI, G.**, (1990), **Macroeconomic Policy, Credibility and Politics**, Routledge.
- PERSSON, T., TABELLINI, G.**, (2002), **Political Economics: Explaining Economic Policy**, The MIT Press.
- PINAR, A.** (2006), **Maliye Politikası**, “Naturel Kitabevl”, Ankara.
- RAMANATHAN, R.**, (2002), **Introductory Econometrics with Applications**,Fifth Edition, Harcourt College Publishers.
- REINHART, C.M.**, (2002), “Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings”, **NBER Working Paper Series**, No: 8738.
- REINHART, C; CALVO, G AND LEIDERMAN,L**,(1996), Inflows of Capital to Developing Countries In The 1990s , Munich Personal RePEc Archive, Paper No. 13707, pp. 1-32.

- SACHS, J.** (1989), "Making The Brady Plan Work", **Foreign Affairs**, Vol 68, No 3, pp. 87-104.
- SANTOS, C.**,(2011), "The Euro Sovereign Debt Crises, Determinants Of Default Probabilities and Implied Ratings In The CDS Market: An Econometric Analysis", **Journal of Advanced Studies in Finance**, Volume II Issue 1(3), pp. 53-61.
- SAWYER, M.**, (2012), "The Tragedy of UK Fiscal Policy In The Aftermath of The Financial Crisis, **Cambridge Journal of Economics** , 36, pp.205–221.
- SCALET, S., KELLY, T.F.**, (2012), "The Ethics of Credit Rating Agencies: What Happened and the Way Forward", **J Bus Ethics**, Vol 111, pp.477–490.
- SETTY G., DODD, G.**, (2003), "Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries", **Financial Policy Forum**, Special Policy Report 6, pp. 1-24.
- SCHICK, A.** (2003), "The Role of Fiscal Rules in Budgeting", **OECD Journal of Budgeting**, 3 (3).
- SIMMONS, B. A., ELKINS, Z.**, (2004), "The Globalization of Liberalization: Policy Diffusion in the International Political Economy", **American Political Science Review**, Vol 98, No1.
- SNOWDON, B., VANE, H.R.**, (2005), "**Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State**", Olivier Blanchard, Massachusetts Institute of Technology, US.
- SUNAR, A.M.**,(1994), "Türkiye'nin Kredi Değerliliği Analizi", **Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi**, Ankara.

- SUNGUR, N., İNSEL, A., (2003),” Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği- 1989: III- 1999: IV”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2003/8.**
- STIGLITZ, J., (1999), “Economics of The Public Sector”, ww.Norton&Company, Londra, 3. Baskı.**
- ŞAHİNÖZ, S., GÖNENÇ, R., (2011), “Determinants of Credit Ratings, Sovereign Bond Spreads and Real Interest Rates In Emerging Markets”, İktisat İşletme ve Finans, 26 (305), s.9-35.**
- ŞEN, K., (2010), “Mali Kural, Bazı Uluslararası Uygulamalar ve Türkiye İncelemesi”, Bütçe Dünyası Dergisi, sayı 34, pp.26-57.**
- ŞİRVAN, N., 2004, “Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi”, pp.1-2 <http://gunaycaymaz.googlepages.com/krediderecelendirme.pdf>, Erişim Tarihi: 12.03.2009.**
- TAYLOR, T.,(2008), Principles of Economics: Economics and the Economy,Freeelood Press; 1st edition.**
- TELATAR, F., (2004), “Politik İktisat Politikası”, İmaj Yayıncılık.**
- TUTAR, E., TUTAR, F., EREN, M.V.,(2011), “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenilirlik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, Akademik Bakış Dergisi, Sayı:25**
- UZUN, Ö., (2003), “Yeni Politik İktisat Yaklaşımı ve Mali Politikalar : Türkiye'de Kamu Kesimi Dengelerinin Gelişimi”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara.**
- UNCTAD (1999), Trade And Development Report, Newyork.**
- VAN TREECK, T.,(2010), “Why the Stability and Growth Pact Does Not Work”, Global Labour Column, 25, İnternet Adresi: <http://column.globallabour-university.org>, Erişim Tarihi: 08.05.2013.**

- VUKOVIĆ, V.**, (2011), “Political Economy Of The US Financial Crises 2007-2009”, **Financial Theory and Practice**, 35(1), pp. 91-128.
- WHITE, L.J.**, (2010), “Markets The Credit Rating Agencies”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol 24, No 2, pp. 211-226.
- YASLIDAĞ, B.**, (2007), “**Kredi Derecelendirme Sistemi**”, Litaretür Yayınları, Ankara.
- YAZICI, M.**, “**Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi**”. [http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/82/Mehmet\\_Yazici\\_Kredi\\_Derecelendirme\\_Kuruluslarinin\\_Onemi\\_ve\\_Denetimi.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/82/Mehmet_Yazici_Kredi_Derecelendirme_Kuruluslarinin_Onemi_ve_Denetimi.pdf),  
Erişim tarihi: 19.06.2012.
- YELDAN, E.**, (1995) “Surplus Creation and Extraction under Structural Adjustment: Turkey, 1980-1992” **Review of Radical Political Economics**, 27(2): 38-72.
- YILMAZ, H.H.**, (2006), **Türkiye’de 2000 Sonrası dönemde Uygulanan İstikrar Programlarında Mali Uyumda Kalite Sorunu**, “Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi”, Ankara.
- YILMAZ, H.H.**, (2007), **İstikrar Programlarında Mali Uyumda Kalite Sorunu: 2000 Sonrası Dönem Türkiye Deneyimi**, Tepav Yayını, Ankara.
- YILMAZ, H.H.**, (2009), “Enflasyon ve Maliye Politikası”, **Türkiye Ekonomisi Yeni yapı (2000-2008)**, İmaj Yayınevi.
- YÖRÜK, N.**,(1999),**Ülke riski ve Türkiye'nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler**, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Yayını.

[www.moodys.com](http://www.moodys.com)  
[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)  
[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)  
[www.imf.org](http://www.imf.org)  
[www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr)  
[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)  
[www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

## ÖZET

BALIKÇIOĞLU EDA, Ülkelerin Finansal Açıdan Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikasının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi, Doktora Tezi, Danışman: Doç. Dr. Hakkı Hakan YILMAZ, 171 s.

Bu çalışmanın amacı, 2000 sonrası dönemde Türkiye’de uygulanan maliye politikalarıyla kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notlarının ilişkisini ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tahmin yaparken tutarlı ve objektif olup olmadıklarını ortaya koymaktır. Bu amaçla çalışmada ABD, Japonya, Kanada, Almanya, İngiltere, Fransa, Portekiz, Yunanistan, İspanya, İrlanda, İtalya ve Türkiye’den oluşan 12 ülkenin 2000-2011 yılları arasındaki GSYİH büyüme hızları, enflasyon oranları, işsizlik düzeyleri, cari açıkları, kamu gelirleri, kamu giderleri, bütçe dengeleri, birincil dengeleri ve kamu borçlarının yüzde farkları logit analiziyle değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonucunda maliye politikası değişkenlerinin kredi notları belirlenmesinde etkisinin olduğu gözlenmiştir. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notu verirken her zaman objektif ve tutarlı davranmadıkları da gözlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Maliye Politikası, Mali Kurallar, Kredi Notu, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Logit Model

## ABSTRACT

BALIKÇIOĞLU, Eda, “The Factors of Credit Ratings of Countries in Financial Terms And The Effects of Fiscal Rules: The Compared Analyses of The Effects ff Fiscal Policy on Credit Ratings After Period Of 2000”, PH. D. Dissertation, Advisor: Assoc Prof. Hakkı Hakan YILMAZ 171 p.

The aim of this study, to reveal the relationship between fiscal policy and credit ratings existing in Turkey and the predictions of ratings agencies is objective and coherent after the period of 2000. In this study, we assessed the data of United States, Japan, Canada, Germany, England, France, Portugal, Greece, Spain, Ireland, Italy and Turkey of 12 countries ,the year between 2000-2011 , GDP growth, inflation, unemployment, current account balance, public revenues, public expenditures, primary balance, budget balance and public debts percent differences by logit analyses. In conclusion of this study observed the effects of the variables of fiscal policy on credit ratings. Besides observed the rating agencies not to behave objective and coherent to take credit ratings of countries.

**Keywords:** Fiscal Policy, Fiscal Rules, Credit Ratings, Credit rating Agencies, Logit Model.