

71903

T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Prof. Dr. Osman OKKA

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Hazırlayan
Muhammet BEZİRCİ

KONYA - 1998

ÖNSÖZ

Globalleşen dünya ekonomisi içinde ülkelerin birbirleri ile olan münasebetleri dünya ülkeleri içinde bulundukları yere bağlıdır. Özellikle dünyadaki gelişmelere ve sermaye akımlarına yön verebilecek güçteki ülkelerin diğer ülkelerle olan ilişkilerde söz sahibi olduğu görülmektedir. Günümüz dünyasında güçlülük ifadesi askeri güçten ziyade ekonomik ve politik güç olarak değerlendirilmektedir.

Ekonomik ve politik gücün değerlendirilmesinde çeşitli kıstaslar vardır. Ama bunların en önemlisi ülkelerin almış oldukları kredi notlarıdır. Ülkelere ait kredi notları o ülkelerin ekonomik, politik ve sosyal yapısından hareketle belirlendiği için ülkelerin içinde bulundukları durumu ifade etmede kullanılan en iyi araçtır.

Ülkeler birbirleri ile olan finansal ilişkilerini karşı ülkelerin kredi notuna göre belirlemektedirler. Dünyada dışa kapalı ülkelerin yıkıldığı, serbest piyasa ekonomisinin önem kazandığı bir dönemde ülkelerin birbirleri ile olan ilişkilerinde söz sahibi olmaları için kredibilitelerinin yüksek olması gerekliliği yani ülke riskinin düşüklüğü artık herkesçe bilinen bir gerçektir. Bu çalışmada ülke riski ele alınmış ve ülke riskinin ölçülmesi üzerinde durulmuştur.

Tez çalışmalarım sırasında yardımlarını esirgemeyen FİNAR yetkilisi Didem DALKILIÇ'a, Selçuk Üniversitesi Akşehir Meslek Yüksekokulu Öğretim Görevlisi Dr. Raif PARLAKKAYA'ya, Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Araştırma Görevlisi Ahmet AY'a, Karadeniz Teknik Üniversitesi Öğretim Üyesi Doç Dr. Kenan ÇELİK'e ve nihayet yüksek lisans çalışmalarına başladığım ilk günden beri değerli yardımlarını esirgemeyen Hocam Prof. Dr. Osman OKKA'ya teşekkürlerimi bildirmeyi borç bilirim.

Konya-1998

Muhammet BEZİRCİ

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No :</u>
ÖNSÖZ	II
TABLolar DİZİNİ	VI
ŞEKİLLER DİZİNİ	VII
KISALTMALAR	VIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

RİSK VE ÜLKE RİSKİ

1.1. RİSK VE ÜLKE RİSKİ KAVRAMI	3
1.2. ÜLKE RİSKİNİN KAYNAKLARI	4
1.2.1. İçsel Kaynaklar	4
1.2.2. Dışsal Kaynaklar	6
1.3. ÜLKE RİSKİNİN SINIFLANDIRILMASI	6
1.3.1. Politik Risk	7
1.3.2. Transfer Riski	9
1.4. ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN ETMENLER	10
1.4.1. Ekonomik Etmenler	11
1.4.1.1. Borç Yüğü	12
1.4.1.2. Ödemeler Dengesi	16
1.4.1.3. Döviz Yönetimi	18
1.4.2. Politik Etmenler	19
1.4.3. Sosyal Etmenler	20

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ

2.1. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİNDEKİ DEĞERLENDİRME	
KRİTERLERİ	22
2.2. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ VE ÖLÇÜM	
KURULUŞLARI	25

2.3. ÜLKE RİSKİ ÖLÇÜM KURULUŞLARINA AİT	
KREDİ NOTLARI	27
2.3.1. Moody's Investors Inc'nun Kredi Notları	27
2.3.2. Standard and Poor's'un Kredi Notları	30
2.3.3. Diğer Kuruluşların Kredi Notları	32
2.4. ÜLKE RİSKİNİ ÖLÇMEDE KULLANILAN METODLAR	33
2.4.1. Pancras P. Nagy'a Ait Kalitatif Metod	34
2.4.2. J.N. Robinson'a Ait Kontrol Listesi Yöntemi	37
2.4.3. Makro Ekonomik Modeller	39
2.4.3.1. Makro Ekonomik Likitide Oranı	39
2.4.3.2. Makro Ekonomik Finansman Oranı	40
2.4.4. Logit Analizi	41
2.4.5. Euromoney Dergisi Tarafından Kullanılan Metod	45
2.4.6. Yüksek Enflasyonlu Ülkelerin Kredibilite Analizinde Pierre-Richard Agénor ve Mark P. Taylor Tarafından Geliştirilen Model	47
2.5. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİNE YARDIMCI OLAN KURUM	
VE GÖSTERGELER	51
2.5.1. İş Çevresi Risk Bilişim Enstitüsü	51
2.5.2. Euromoney Dergisi	52
2.5.3. Kurumsal Yatırımcı	53
2.5.4. Uluslararası Ülke Risk Kılavuzu	53

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN BELİRLENMESİNİN EKONOMİK VE FİNANSAL ETKİLERİ

3.1. MAKROEKONOMİK AÇISINDAN ÜLKE RİSKİNİN ETKİLERİ	55
3.2. ULUSAL VE ULUSLARARASI BANKALAR AÇISINDAN ÜLKE RİSKİNİN ETKİLERİ	61
3.2.1. Bankaların Fonlama Maliyetleri ve Borçlanma Aracının Seçimi	62
3.2.1.1. Kredi Temini ve Maliyeti	62

3.2.1.2. Menkul Kıymet İhracı	63
3.2.2. Mevduat Toplama ve Para Piyasası İşlemleri	63
3.2.3. Dış Ticaretin Finansmanı İşlemleri	64
3.2.4. Sermaye Piyasası İşlemleri	64
3.2.5. Yeni Finansman Teknikleri	65
3.2.6. Banka Karlılıkları Üzerine Etkileri	65
3.3. ÇOKULUSLU ŞİRKETLER AÇISINDAN ÜLKE RİSKİNİN ETKİLERİ	68

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ İLE İLGİLİ MODEL ÇALIŞMASI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

4.1. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ İÇİN MODEL	71
4.1.1. Modelin Oluşturulması	71
4.1.2. Ülke Gruplarının Belirlenmesi	75
4.1.3. Modele Ait Kredi Notları	75
4.2. TÜRKİYE AÇISINDAN ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER	77
4.2.1. GSMH Büyümesi ve Üretim	77
4.2.2. Fiyat Hareketleri	78
4.2.3. Para Piyasaları	79
4.2.4. Ödemeler Dengesi	80
4.2.5. Dış Ticaret	82
4.2.6. Devlet Borçları	83
4.2.7. Ekonominin Genel Değerlendirilmesi	84
4.3. MODELİN TÜRKİYE İÇİN UYGULANMASI	88
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	91
EK-1	97
YARARLANILAN KAYNAKLAR	99

TABLOLAR DİZİNİ

	<u>Sayfa No :</u>
Tablo: 1.1. Politik Riskin Belirlenmesindeki Rehber	7
Tablo: 1.2. Politik Riskin Sınıflandırılması İçin Kriterler	8
Tablo: 1.3. Ödemeler Dengesi Ana Hesap Grupları	17
Tablo: 2.1. Rating Kuruluşları	26
Tablo: 2.2. Diğer Rating Kuruluşlarına Ait Kredi Notları	32
Tablo: 2.3. Varsayılan Hayali Zararlar	35
Tablo: 2.4. Ülke Riskinin Kalitatif Hale Getirilmesi	36
Tablo: 2.5. Ülke Notuna Göre Risk Grupları	37
Tablo: 2.6. Robinson'a Ait Değerlendirme Kriterleri	38
Tablo: 2.7. Borç Ödememe İhtimalinin Logit Analizde Tahmini	43
Tablo: 2.8. Logit Analiz Tahminine Dayalı I. ve II. Tip Hatalar	44
Tablo: 3.1. Aralık 1997 İtibariyle Türk Bankaları Ratingleri	67
Tablo: 4.1. Politik ve Transfer Riskini Oluşturan Faktörler	72
Tablo: 4.2. Ülke Riski Ölçüm Modeline Ait Kriterler	72
Tablo: 4.3. Modele Göre Ülke Gruplarının Belirlenmesi	75
Tablo: 4.4. Kişi Başına Düşen GSMH	77
Tablo: 4.5. TEFE ve TÜFE Aylık Değişim Yüzdeleri	78
Tablo: 4.6. Parasal Göstergeler	79
Tablo: 4.7. Ödemeler Dengesi	81
Tablo: 4.8. Dış Ticaret	82
Tablo: 4.9. İç Borçlanma	83
Tablo: 4.10. Dış Borçlanma	83
Tablo: 4.11. Rating Kuruluşları ve Yıllar İtibariyle Türkiye'nin Kredi Notu	87
Tablo: 4.12. Türkiye İçin Temel Veriler	88
Tablo: 4.13. Modelin Türkiye İçin Uygulanması	89

ŞEKİLLER DİZİNİ**Sayfa No :**

Şekil: 2.1. Borcun Ödenmemesine Ait Eğrisel Tahmin

42

Şekil: 3.1. Kredi Derecelendirmenin Önemi

60



KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
NAFTA	: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi
OECD	: İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
KEİP	: Karadeniz Ekonomik İşbirliği Projesi
Moody's	: Moody'e Ait Yatırım Servisi
Fitch	: Fitch Yatırım Servisi
S&P	: Standard ve Poor'a Ait Şirket
CBRS	: Kanada Bono Rating Servisi
Thom	: Thomson BankWatch
JBRI	: Japon Bono Rating Kuruluşu
MCM	: McCarty, Crisanti ve Maffei Şirketi
DBRS	: Dominion Bono Rating Servisi
IBCA	: Bağımsız Bono Kredibilite Ajansı
Duff	: Duff ve Phelps Kredi Rating Kuruluşu
JCRA	: Japon Kredi Rating Ajansı
NIS	: Nippon Yatırımcı Servisi Kuruluşu
SDR	: Özel Çekme Hakları

GİRİŞ

Ülkelerin doğrudan üyesi oldukları veya dolaylı olarak etkilendikleri bütünleşmelerin yer aldığı bir işbirliği sistemi olan dünyada, ülkeler birbirleri ile sıkı ilişki içindedirler. Bu nedenle ülkeler arasındaki ekonomik ilişkinin devamı için sermayenin serbest bir şekilde dolaşımı gereklidir. Global ekonomik sistem içinde, ülkelerin ekonomik işlevlerini devam ettirmek için ihtiyaç duydukları yabancı fonları, uluslararası piyasalardan temin etmeleri büyük ölçüde onların ülke riski notlarına bağlıdır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde yabancılar tarafından alınacak yatırım kararları o ülkenin ülke riskine göre değerlendirilmektedir. Ülke riski ekonomik, sosyal, politik ve çevresel faktörler dikkate alınarak belirlenmektedir. Ülke riskinin ölçülmesi rating kuruluşları tarafından bağımsız olarak yapılmaktadır. Bu nedenle rating kuruluşları tarafından verilen ülke riski puanları uluslararası finans kurumlarınca daima göz önünde bulundurulmakta ve uluslararası fon akımlarını etkileyen en önemli etkenlerden birisi olmaktadır.

Ülke riski bir ülkenin dış borçlarını ödeyebilme kapasitesi olarak ifade edilir. Uluslararası piyasalardaki kreditorler açısından en önemli risk, vermiş oldukları kredilerin geri veya zamanında ödenmemesidir. Bu nedenle kreditor ülkeler, kredi verdikleri veya verecekleri ülkelerin borçlarını geri ödeme kapasitesini öğrenmek isteyeceklerdir.

Ülke riski analizi, kredi açılacak veya yatırım yapılacak ülkenin hükümetinin izlediği mali, ekonomik, sosyal ve siyasal politikalar ile ülkenin; sosyal, politik ve ekonomik unsurlarının bir bütün olarak incelenerek ülkenin barındırdığı risk faktörlerini belirlemek ve böylece o ülkenin kredibilitesini ve borç servis kapasitesini değerlendirmek amacı ile yapılır¹.

Kreditor ülkelerin, uluslararası rating kuruluşlarının kararlarına göre hareket ederek fon akımına yön vermeleri Türkiye gibi kalkınmasını genelde yabancı sermayeye bağlamış olan ülkeleri önemli ölçüde etkilemektedir. Kredibilitesi azalan ülkelerin uluslararası finansal piyasalardan uygun koşullarda kredi temin etme özelliği giderek zorlaşmaktadır. Özellikle 1994 yılındaki ekonomik ve politik gelişmeler Türkiye'nin ülke riskinin önemli ölçüde düşmesine neden olmuş ve Türkiye'nin uluslararası piyasalardan kredi temin etmesi güçleşmiş ve temin edilen kredilerin de şartları ağırlaşmıştır.

¹ Fatoş Tuğay, *Ülke Riski*, Bankacılar, Sayı 5, (Temmuz 1991), s.31.

Ülke riskinin belirlenmesi konusunda ülkemizde bilebildiğimiz kadarıyla önemli bir çalışma bulunmamaktadır ve çalışılmak için de yeni bir sahadır. Bu çalışmanın amacı ise, ülke riskinin ölçülmesini teorik olarak incelemek ve ülke riskinin ölçülmesinde bir model geliştirmeye çalışmaktır. Çünkü ülke riskini belirleyen Moody's, Standard and Poor's gibi hiçbir kuruluş ülke riskini belirlemede takip ettikleri yöntemler konusunda bilgi vermemektedirler. Yayın taramalarında da böyle bir bilgiye ulaşamadık. Çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde; risk ve ülke riski kavramı üzerinde durulmuş, ülke riskinin kaynakları belirlenmiş, ülke riski sınıflandırılmaya tabi tutulmuş ve ülke riskini belirleyen etmenler analiz edilmiştir.

İkinci bölümde; ülke riskinin ölçülmesinde kullanılan değerlendirme kriterleri belirlenmiş, ülkelere ait kredi notu veren rating kuruluşları tanıtılarak bunların kredi notlarının ne anlama geldiği belirlenmiştir. Ülke riskinin ölçülmesinde kullanılan metodlardan en önemlileri olan; P. Nagy'a ait kalitatif model, J. N. Robinson'a ait kontrol listesi yöntemi, logit analizi, Euromoney tarafından kullanılan metod ve makro ekonomik metodlar incelenmiştir.

Üçüncü bölümde; belirlenen ülke riskinin makro ekonomik politikalar üzerine etkileri üzerinde durulmuş, ulusal ve uluslararası bankacılığın ülke riskinden hangi yönde etkilendiği belirlenmiş ve çok uluslu şirketlerin faaliyetleri üzerinde ülke riskinin ne gibi etkilerinin olduğu incelenmiştir.

Dördüncü bölümde; Türkiye'nin ülke riskini etkileyen faktörler son üç yıla göre analiz edilmiş ve genel bir değerlendirme yapılmıştır. Rating kuruluşlarının kullanmış oldukları metodların gizli tutulması nedeni ile ülke riskinin belirlenmesinde yeni bir model geliştirilmeye çalışılmış ve bu model Türkiye'ye uygulanarak elde edilen sonuç rating kuruluşlarının sonuçları ile karşılaştırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

RİSK VE ÜLKE RİSKİ

1.1. RİSK VE ÜLKE RİSKİ KAVRAMI

Risk, kelime anlamı olarak sözlükte; zarar, kayıp, tehlikenin açığa vurulması, karar verme sürecindeki potansiyel riziko olarak tanımlanmıştır². Ancak bu ifade bilim dallarına göre farklılık göstermektedir. Endüstri Mühendisliğinde risk; yatırım önerilerindeki değer ölçümleri için dağılım ihtimalleridir³. Bankacılık için ise; faiz ve sermayedeki güvenlik ve borçların söz verildiği şekilde ödenmeyebileceğidir⁴. Bankacılık için risk literatürde; likitide riski, faiz oranı riski, kredi riski ve sermaye riski olarak sınıflandırılmıştır. Sigortacılık alanında risk; ölçülebilen belirsizlik, objektif olasılıklarla ölçülebilen tehlikeler bileşimi olarak tanımlanmıştır⁵. Finansal yönetim alanında riski ise; elde bulundurulmuş güvenilir değerlerden beklenen getirilerdeki sapma ihtimalidir⁶.

Genel olarak risk; bir olayın gerçekleşme durumu ile, o olayın gerçekleşmesini istediğimiz durumu arasındaki sapma olarak tanımlayabiliriz.

Ülke riski; uluslararası alandaki kredi verme ilişkilerinde, kredi açılan ülkelerde meydana gelebilecek önemli olaylar neticesinde kayba uğrama olasılığı şeklinde tanımlanmıştır⁷. Ülke riski, ülkenin ödeme zorluğuna düştüğünü beyan etmesi veya belirli ülkelerin almış olduğu borçları şimdi ve gelecekte ödeyememesi nedeni ile ortaya çıkar ve gelecekte borç alma ihtimalini zorlaştırır ve kredi maliyetini yükseltir⁸.

² Collins English Dictionary, Wrotham: Harper Collins, 1992, s. 71.

³ John A. While, Marvin H. Agee ve Kenneth E. Case, *Principles of Engineering Economic Analysis*, Singapore: Willey, 1989, s.387.

⁴ George H. Hempel, Donald G. Simonson ve Alan B. Coleman, *Bank Management Text and Cases*, Singapore: Wiley, 1994, s.67.

⁵ İhracat Kredi Sigortası Semineri, Ankara: Ankara İ.T.İ.A. Bankacılık ve Sigorta Yüksekokulu, 1987, s.35.

⁶ James C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, U.S.A.:Prentice-Hall Inc., 1992, s.39.

⁷ İlker Parasız, Kemal Yıldırım, *Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama*, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994, s. 296.

⁸ Thomas E. Krayenbuehl, *Country Risk*, Second Edition, Cambridge: Woodhead- Faulher, 1988, s.40.

Ülke riskinin belirlenmesinin amacı; bir ülkede meydana gelen ekonomik sosyal ve siyasal olaylar nedeni ile borç vermedeki konulan sınırları aşılması sebebiyle uğranılan kayıpların belirlenmesidir. Bu olaylar belli bir oranda o ülkelerin hükümetlerinin kontrolleri altındadır. Ülkenin özel sektörünün ve şahısların kontrolünün altında değildir⁹.

1.2. ÜLKE RİSKİNİN KAYNAKLARI

Ülke riski, ülkenin borç yükümlülüklerini yerine getirme yeteneği ve yerine getirme isteği olarak gruplandırılmıştır. Yerine getirme yeteneği, transfer riski; yerine getirme isteği, politik risk olarak tarif edilmiştir¹⁰.

Ülke riskinin temel kaynağı o ülkenin borcudur. Bu borç kamu ve özel sektöre ait borçların tamamını ifade eder. Eğer bir borç var ise onun iki varyasyonu vardır: Borcun ödenmesi veya ödenmemesi. Sorun borcun ödenmemesi veya zamanında ödenmemesinden ortaya çıkmaktadır. Bu da ülke riskinin meydana gelmesindeki temel nedendir.

Ülke riskinin oluşumu iki ana kaynağa dayanır. Bunları içsel kaynaklar ve dışsal kaynaklar olarak ifade edebiliriz.

1.2.1. İçsel Kaynaklar

1970’li yıllardan beri kalkınmakta olan ülkelerin ekonomik göstergeleri incelendiği zaman kalkınma sürecindeki en büyük etkenlerin enflasyondaki ani yükselme, faiz oranları ve döviz kurlarındaki aşırı değişme olduğu görülmüştür.

İçsel kaynak faktörleri ülke riskinin belirlenmesinde göz önüne alınması derecesine göre bir ayırıma tabi tutulabilir¹¹:

⁹ Pancras J. Nagy. **Country Risk**, Great Britain: Euromoney Publications, 1984, s.1.

¹⁰ Onur Hakan Uluyol, **Ülke Riski Analizi**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1991), s. 6

¹¹ Nagy, a.g.e., s.6

Krayenbuehl, a.g.e., s.13.

Syed H. Akhter ve Yusuf A. Chouhry, “Forced Withdrawal From a Country Market: Managing Political Risk”, **Business Horizons**, Cilt 36, Sayı 3, (May/June, 1993), s.50.

Öztin Akgüç, “Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım: Makro-Ekonomik Finansman Oranı”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 22, Sayı 11, (Kasım, 1985), s 31.

Richard M. Hogetts ve Fred Luthans, **International Management, Second Edition**, U.S.A.: McGraw-Hill Inc., 1994, s.160.

Ufuk Apaydın ve Adil Ünlü Erdoğan, “Kredi Değerliliği”, **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, 1990/3, Sayı 7, (Kasım 1990), s 23.

a- Birinci Derece Faktörler:

- Finansal liberalizasyon
- Enflasyon oranı
- Kamu harcamaları
- Büyüme hızı
- Bütçe açığı
- Faiz hadlerindeki dalgalanmalar

b- İkinci Derece Faktörler

- Kişi başına düşen milli gelir
- İstihdam ve ücretler
- İşsizlik oranı
- Transfer harcamaları
- Satın alma gücü paritesi
- İç piyasaya borçlanma maliyeti
- Faiz ödemeleri
- Bankacılık sistemi
- Borsadaki gelişmeler
- Kapasite kullanımı
- Terör
- Nüfus artış hızı
- Özelleştirme

c- Üçüncü Derece Faktörler:

- Tarımsal üretim
- Siyasi partiler ve hedefleri
- Çeşitli etnik gruplar ve eylemleri
- Öğrenci eylemleri
- Trafik kazaları
- Çevre düzenlemeleri

Ülkenin siyasi ekonomik ve politik varlığında meydana gelen bu faktörler dönem içinde “Rating Kuruluşları” tarafından gözlenip puanlamaya temel teşkil etmektedir.

1.2.2. Dışsal Kaynaklar

Ülkelerin kalkınmasıyla birlikte artan ithalat ve ihracatları kamu kesimini ve özel kesimi diğer ülkelerin kamu ve özel kesimiyle belirli ilişkiler içine sokmuştur. Gelişmeler daha da ileriye giderek AB, NAFTA, OECD, KEİP, v.b.'de olduğu gibi belirli ülkeler itibariyle gruplaşmalar olmuş ve gruplar arası ilişkiler ön plana çıkmıştır.

Bu ilişkilerden kaynaklanan ülke riskini etkileyen faktörleri gruplandırmaya tabi tutarsak;

a- Birinci Derece Faktörler:

- Ülkenin diğer ülke grupları arasındaki yeri (AB, OECD, NAFTA v.b.),
- Komşularla olan ilişkiler,
- IMF kredileri ve bunların geri ödenme kabiliyeti,

b- İkinci Derece Faktörler:

- Diğer ülkeler ile yapılan ticari anlaşmalar,
- İthalat ve ihracata konan kotalar,
- Uluslararası entegrasyon,
- Yabancı sermaye girişine verilen izin,

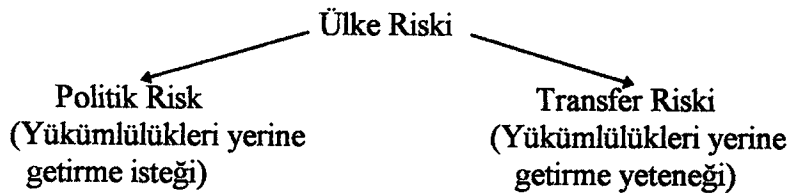
c- Üçüncü Derece Faktörler

- Ülkenin askeri gücü,
- Ekonomisinin bağımlı olduğu ülke veya ülke grupları,
- Ülkedeki göçmenler,
- Azınlık hakları.

Rating Kuruluşları ülke riskinin belirlenmesinde dışsal faktörler kadar içsel faktörlere de önem vermişlerdir.

1.3. ÜLKE RİSKİNİN SINIFLANDIRILMASI

Ülke riskini temelde, ülkenin yükümlülüklerini yerine getirme isteği olan politik risk ve ülkenin yükümlülüklerini yerine getirme yeteneği olan transfer riski olarak iki alt grupta inceleyebileceğimizi ifade etmiştik:



1.3.1. Politik Risk

Politik Risk; ülke hükümetlerinin uygulamaları sonucunda meydana gelmekte olup yatırım veya nakit pozisyonunun değerinde değişme ihtimali ortaya çıkaran durum olarak, tanımlanmıştır¹².

Savaşlar, askeri darbeler, iç ayaklanmalar, ülkedeki sosyal sınıf dengesizlikleri, gelir dağılımındaki bozukluklar, insanlar arası fikir ve ideoloji ayrılıkları ve bunlara ilişkin eylemler, ekonomik çıkarlar v.b. faktörler politik riski meydana getirir.

Hükümetlerin borçlarını ödeyememesinin politik tesirleri, proje getirilerinden yararlanma etkisi, para politikaları ve devalüasyonlar politik riskin oluşumunda hükümetçe yapılan etkilerdir¹³.

Politik riskin belirlenmesi aşağıdaki tablo ile daha açıklayıcı bir şekilde gösterilebilir¹⁴:

Tablo - 1.1: Politik riskin belirlenmesindeki rehber

Ülkelerin Etkilendiği Dış Faktörler:
Yabancılar ile çatışma ihtimali
Sınır ülkelerle ilişkiler
Bölgesel istikrarsızlık
Bölgesel güçler ile ittifak
Hammadde kaynakları
Büyük yabancı piyasalar
İç Gruplandırma:
Hükümetteki Güçler:
Anahtar ajans ve ofisler
Yasa ile korunmuş bürokrasi
Politikalar -ekonomik, sosyal, finansal, istihdam v.b.
Özelleştirme
Politik Partiler:
Siyasetçiler
Liderler ve aciliyetli personel
İç güç savaşları
Sektör ve alan kavgası
Emeklilikteki gelecek projeler

¹² Raif Parlakkaya, *İşletmelerde Mali Risk ve Riskin Muhasebeleştirilmesi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü 1996), s. 25.

¹³ Rita M. Rodriguez ve E. Eugene Carter, *International Financial Managament*, U.S.A.: Prentice-Hall Int. Ed., 1984, s. 507.

¹⁴ Hogetts and Luthans, a.g.e., s. 160.

Tablo- 1.1'in Devamı

<i>Diğer Önemli Gruplar:</i>	
	Halk ve işçi hareketleri
	Askeri ve özel tim
	Aileler
	İş ve finans kesimi
	Bilim adamları
	Öğrenciler
	Dini gruplar
	Sosyal ve çevresel aktiviteler
	Dış ilişkiler
	Potansiyel tüketici ve müşteri
Ülkelerin Etkilendiği İç faktörler:	
	Elit sınıflar arası güç savaşı
	Etnik konfigürasyon
	Dini savaşlar
	Ekonomik faktörlerin etkilediği denge
	Anti-demokratik hareketler

Verilen bu tablodaki göstergelerin bütün gelişimini tamamlamış, tam rekabetçi piyasaya sahip, finansal liberalizasyonu sağlamış, istikrarlı ekonomisi olan, GSMH yüksek gelişmiş ülkeler için geçerli olacağı çalışmada belirtilmektedir¹⁵. Kalkınmakta olan ülkelerde bu göstergelerin tamamının politik riskin belirlenmesinde rol oynamaz. O halde politik riskin sınıflandırılması az gelişmiş ülkelerde bu noktada önem arz etmektedir. Aşağıdaki tabloda bu sınıflandırma ve verilen puanlama ver almıştır¹⁶:

Tablo - 1.2 : Politik riskin sınıflandırılması için kriterler

Önemli Alanlar	Kriterler	Puan	
		Min	Max
Politik ve Ekonomik Çevre	1- Politik sistem dengesi	3	14
	2- Muhtemel iç çatışma	0	14
	3- Dış dünyadan gelen denge tehlikesi	0	12
	4- Ekonomik sistem kontrol derecesi	5	9
	5- Ticari ortaklar için ülke güvenliği	4	12
	6- Devamlı garantiler	2	12
	7- Devlet etkinliği	3	12
	8- Sosyal barış ve işçi ilişkileri	3	15

¹⁵ Hogetts and Luthans, a.g.e., s.163.

¹⁶ Hogetts and Luthans, a.g.e., s.165.

Tablo- 1.2'nin Devamı:

İç Ekonomik Durum	9- Nüfus	4	8
	10- GSMH	2	10
	11- 5 yıllık dönemdeki ekonomik büyüme	2	7
	12- Gelecek 3 yıllık büyüme tahmini	3	10
	13- Önceki 2 yıllık enflasyon	2	10
	14- Yabancıların iç sermaye piyasasına girebilirliği	3	7
	15- Yüksek kaliteli uzman işgücü	2	8
	16- Yabancılar için verilen istihdam ihtimali	2	8
	17- Enerji kaynaklarının elde edilebilirliği	2	14
	18- Çevre korunmasına ilişkin gerekli düzenlemeler	4	8
	19- Trafik sistemi ve iletişim	2	14
Dış Ekonomik İlişkiler	20- İthalattaki sınırlama	2	10
	21- İhracattaki sınırlama	2	10
	22- Yabancı yatırımlara sınırlama	3	9
	23- Başlangıç serbestliği ve ortaklık	3	9
	24- Mamul ve marka için koruma yasası	3	9
	25- Para transfer sınırlaması	2	8
	26- Önceki 5 yılda DM'e karşı fiyat ayarlaması	2	7
	27- Ödemeler dengesindeki gelişme	2	9
	28- Petrole ödenen nakit ve diğer enerji ithali	3	14
	29- Uluslararası finansal durum	3	8
	30- Döviz bozdurmadaki sınırlama	2	8

Tabloda görüldüğü gibi politik risk için her bir alt setin minimum alt sınırı ile maksimum üst sınırı sistem içerisinde gösterilmiştir. Çalışmayı yapan uzmanlar alt ve üst sınırlar içerisinde objektif olarak belirledikleri bir değeri her bir faktör için verebileceklerdir.

1.3.2. Transfer Riski

Hükümetler döviz sınırlamasına ait yasaklar koymuşlar ise transfer ödemeleri mümkün olmayacaktır. Bu, ülke riskinin özel sektör borçlularını ilgilendiren bir yönüdür. Eğer hükümetler yeterli döviz miktarına sahip olmadıkları için borç verme servisini yürütemiyorlarsa, bu risk temerrüt, yeniden pazarlık, borç erteleme veya teknik gecikme şeklinde ortaya çıkar¹⁷.

¹⁷ Nagy, a.g.e., s.6.

Transfer riski ülkenin üzerinden aktarılan nakit ile ilgilidir. Yani ülkenin ödemler dengesi ile bağlantılıdır. Transfer riskinin temel nedeni ülkenin borçlarıdır.

Transfer riskini, ülke hükümeti ve o ülkede faaliyet gösteren kurumların dış borçları oluşturur. Transfer riski özel ve kamu sektörüne ait borçların ödenmesi için yeterli döviz sağlanmasına ve yeni borç alınabilmesine bağlıdır¹⁸.

Transfer riskinin belirlenmesinde iki esas metod vardır¹⁹.

a- Ek Faiz Yükü Analizi (Spread Analizi) :

Bu yöntemle göre bankalar tarafından kredi faizi üzerine eklenen ve riske bağlı olarak değişen marjın esas alınarak risk tayin edilir. Bu yöntem ile çeşitli ülkelerin kredi faizleri arasındaki farklar ile ülkelerin içerdiği risk oranını belirlenmektedir.

b- Logit Analizi:

Burada ise amaç, belirlenen herhangi bir yılda temerrüte düşme ihtimalini veya borç ertelenmesi talebini tahmin etmektir. Aşağıdaki yedi ana ekonomik gösterge ile temerrüte düşme olasılığı arasındaki ilişki kurulmaktadır. Bunlar:

- Borç / hizmet,
- İthalat / rezervler,
- Amortisman / borç,
- Kişi başına düşen milli gelir,
- Sermaye girişi,
- GSMH büyüme oranı,
- İhracatın büyüme oranıdır.

Bu yedi gösterge ülkenin ödemeler dengesi analizinde esas alınmakta olup ülke dinamiğini belirlemek için gereklidir.

1.4. ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN ETMENLER

Bir ülkenin kredibilitesi, o ülkenin ekonomik, politik ve sosyal yapısına göre belirlenir. Özellikle sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde yabancılar tarafından yatırım kararlarının verilmesi ve kredi şartlarının belirlenmesi için ülkenin kredibilitesi büyük önem arz eder. Bu nedenle yatırım yapılacak ülkelerin kredibilitesi sürekli olarak takip edilir. Ülke riski belirlenirken ekonomik, politik ve sosyal yapıları belirleyen ve

¹⁸ Parlakkaya, a.g.e., s.26.

¹⁹ Tugay, a.g.m., s.30.

oluşturan göstergeler ve bunlar arası etkileşim incelenerek önem derecesine göre kaydedilir ve değerlendirilir.

Aşağıda ülke riskini artıran temel etmenler önem derecesine göre verilmiştir²⁰.

1- Aşırı olan gruplarca yönetime el konulması veya yabancı işgalinde olduğu gibi borçlu kimliğindeki değişme,

2/3- Kamulaştırma, millileştirme, kontrolün devlete geçmesi gibi nedenlerle borçlunun kimliğinde değişme. Ancak bu sadece devlet garantisi olmayan özel sektör borçlarını içerir,

4- Ülke kredibilitesinin düşmesinden dolayı IMF'den, uluslararası finans piyasasında faaliyet gösteren devletlerden ve diğer kuruluşlardan borç alma olanağının kalmaması,

5- İflaslar,

6- Savaş, iç savaş, karışıklık, ayaklanma gibi nedenlerle üretim kapasitelerinin veya varlıkların yok edilmesi,

7- Hükümetçe ekonominin iyi idare edilmemesi, maliyetlerin artması, grevler, kredi olanağının azalması gibi nedenlerle şirket gelirlerindeki büyümenin yavaşlaması veya düşmesi,

8- Enflasyon veya devalüasyon nedeni ile borçlardaki ani artış,

9- Hükümetçe yapılan döviz kontrolü.

1. durum hükümet borçları, 2, 3, 5, 7, 8, 9 hükümet garantisiz özel borçlar, 4 ve 6 ise her iki borç türü için geçerli durumu ifade eder.

Temel olarak belirtilen bu etmenler daha açık bir şekilde aşağıda incelenmiştir.

1.4.1. Ekonomik Etmenler

Yurt içi borçlanmanın tersine devletin dış borçlarını ödeyebilme kabiliyeti, ülkenin döviz elde etme ve dövize ulaşabilme kabiliyeti ile sınırlıdır. Bu sınırlılık derecesi ise büyük ölçüde ülke parasının konvertibilitesine bağlıdır. Ayrıca borçları zamanında geri ödeme kabiliyeti ülkenin dış ödemelerinin pozisyonuna, bu da uzun dönemde ülkelerin dışsatımına bağlıdır. Bir ekonominin döviz geliri elde etme kabiliyeti, ülkenin ekonomik yapısının, ekonomik büyümesinin ve idaresinin göstergesidir.²¹

²⁰ Nagy, a.g.e., s.23.

²¹ Ali Mert Sunar, *Türkiye'nin Kredi Değerliliği Analizi*, (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 1994), s. 14.

1.4.1.1. Borç Yüğü

Borç yükünün belirlenmesinde ilk adım ekonomik verilere göre dış borç miktarının hesaplanmasıdır. Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus vardır. Ülkenin dış borç miktarı belirlenirken objektif ve kesin sonuçları elde etmek için borçları hem kamu-özel sektör, hem de uzun vadeli-kısa vadeli olarak analiz etmek gerekir.

Ülkelerin son on yılda genelde şu amaçlar için borçlandıkları görülmüştür²².

- a- Petrol fiyatlarındaki artışların finansmanı için,
- b- Kalkınmaya harcamak için,
- c- Yurt içi fonlardan daha ucuz olduğu için,
- d- Borç stokunu azaltmak için.

Buradaki esas nokta bu harcamaların gerçekten rantabl ve gerekli olup olmadığının araştırılmasıdır. Eğer bu harcamalar verimli alanlar için yapılmış ise yapılan yatırım sonucu elde edilen nakit girişı borcu ödemeye yetecektir. Ancak, verimsiz yatırımlar ve gereksiz alt yapılar için yapılan borçlanma ülkenin dış borç yükünü artıracak ve ülke ekonomisi dar boğaza girecektir.

Ülkelerin dış borç imkanlarını politik ve ekonomik süreç içerisinde nasıl kullanabilecekleri aşağıda sıralanmıştır²³.

- Ülke yatırımlarının ve kapasite kullanımının artırılmasında,
- Döviz sağlama kapasitesinin artırılmasında, yani ihracatın artırılıp ithalatın düşürülmesinde,
- Doğrudan döviz sağlama kapasitesi olmayan yatırımlarda,
- Spekülatif amaçlı faaliyetlerin finansında,
- Politik amaçlar ve para spekülasyonu sonucu ortaya çıkan sermaye açığının telafisinde,
- Politik ve ekonomik değişikliklerin uygulanmasında, yurt içi talebin karşılanmasında, yerel sermaye piyasasının liberalleşme sürecinde karşılaşılan zorlukları aşmak için, yurtiçi tasarrufu desteklemek için, bütçe açıklarının kapatılmasına yardımcı olmak için,
- Tüketim harcamalarının desteklenmesinde, özellikle ithal mallara olan orta sınıf talebinin desteklenmesinde,

²² Uluyol, a.g.e., s.49.

²³ Uluyol, a.g.e., s.50.

- Askeri harcamaları finanse etmek için,
- Yüksek gelir getiren projelerde.

Genel olarak dış borç kriterine göre ülke riski belirlenirken aşağıdaki göstergeler esas alınır²⁴.

1- Toplam Dış Borç / Dışsatım Gelirleri: Bu oran, ekonominin sağlayabildiği döviz gelirine göre borçlandığı miktarın ağırlığının ne oranda olduğunu yansıtır. Bu oranının giderek büyümesi, ülkenin mal ve hizmet dışsatımının borçları karşılama gücünün azaldığını gösterir.

2- Toplam Dış Borç / GSMH: Bu oran ekonominin faaliyetler sonucu meydana getirdiği değere göre borçlandığı miktarın ne büyüklükte olduğunu belirlemek için kullanılır. Toplam dış borçların GSMH'ya oranının giderek büyümesi, ülkenin borç yükünün buna bağlı olarak borç stokunun ve dışarıya bağımlılığının arttığının göstergesidir.

3- Toplam Borç Servisi / Dışsatım Gelirleri: Borç servisi, bir ülkenin bir yıl içerisindeki “ana para + faiz” olarak ifade edilen toplam dış ödemeleridir. Bir ülkenin bir yıl içindeki ana para + faiz olarak ifade edilen toplam dış borç ödemelerinin toplam mal ve hizmet dışsatımı oranına “Borç Servisi Oranı”da denilmektedir. Bu oran ülkenin bir yıl içinde elde ettiği dışsatım gelirlerinin ne kadarının borçların ödenmesine ayrıldığını gösterir ve son derece pratik bir ölçüdür. Oranın yüksekliği borçlu ülke üzerindeki borç servisi baskısı ile paralellik göstermektedir. Ancak bu oran kısa dönem için kullanılmaktadır. Bu oranın yüksekliği, borçlu ülkenin esneklikten yoksun borç yükümlülüğünü kısa dönemde yerine getiremeyecek durumda olduğunu, ekonominin aniden karşı karşıya kalabileceği nakit sıkıntısının bir göstergesidir. Kısaca borç servisi oranı, belli dönemlerdeki dış ödemelerde meydana gelebilecek problemlerin açığa çıkarılması için bir göstergesidir.

4- Toplam Borç Servisi / GSMH: Bir ekonominin bir yılda sağladığı üretim değerine göre ne oranda dış borç ödemesi yaptığını belirlemek için kullanılır. Bu oranın yükselmesi, ülkenin bir yılda sağladığı değerlerin yurt dışına transfer edildiğini ve ülke ekonomisinin zayıfladığını göstermektedir.

²⁴ Emel Yurt, “1980 ve Sonrasında Türkiye’nin Dış Borçlanmasında Ülke Riskindeki Gelişmeler”, Banka ve Ekonomik Yorumlar, Yıl:30, Sayı:1/2, (Ocak-Şubat 1993), s.59.

5- Dış Borç Faizleri / Dışsatım Gelirleri: Bu oran, bir ülkenin dışsatım gelirlerinin ne kadarının sadece dış borç faiz ödemelerinde kullanıldığını ve dış borç faiz yükünü göstermektedir.

6- Dış Borç Faizleri / GSMH: Bu oran, bir ekonominin bir yılda meydana getirdiği katma değer ne kadarlık bölümünün faiz ödemesi olarak dışarıya transfer edildiğini göstermektedir.

7- Rezervler / Dışalım Giderleri: Bu oran, rezerv tutarının dışalım giderlerini ne ölçüde karşıladığının bir göstergesi olup ekonominin dış ödeme kapasitesinin bir ölçüsüdür.

8- Rezervler / Toplam Dış Borç: Bir ülkenin sahip olduğu döviz, altın ve SDR toplamının, o ülkenin dış borca oranıdır. Bu oranın yüksekliği, ülkenin borç yükünü karşılayacak rezervlerin olduğunu ve riskin az olduğunu gösterir.

Bir ülkenin ödemeler dengesi ve bunun sonucu olarak ülkenin dış kaynak ihtiyacı ve almış olduğu borçları ödeme kabiliyeti dünya ekonomisini yakından ilgilendirmektedir.

Bir ülkenin dış borç kredibilitesinin ölçüsü olan ek göstergeler aşağıda daha ayrıntılı olarak incelenmiştir²⁵:

Makro Ekonomik Göstergeler:

- a- Gayrı Safi Yurt İçi Yatırım / /GSMH
- b- Belli Dönem İçin Gayrı Safi Sermaye Yatırımı / GSMH'deki değişme
- c- i) Net Sermaye İthalatı / Gayrı Safi Yurt İçi Sermaye Yatırımı,
- ii) Gayrı Safi Yurt İçi Tasarruf / GSMH,
- iii) Gayrı Safi Yurt İçi Tasarruf / Gayrı Safi Yurt İçi Sermaye Yatırımı
- d- Genel Hükümet Açığı / GSMH
- e- Yıllık Ortalama Emisyon Artışı (M₂)

Ödemeler Dengesi İle İlgili Göstergeler:

- a- İthalattaki Yüzde Artış / GSMH'deki Yüzde Artış
- b- Başlıca Müşteri Ülkelere İhracatı Yapılan Mallardaki Yüzde Artış / Başlıca müşteri ülkelerin GSMH'deki yüzde artış
- c- Satın alma paritesine temel olan döviz oranının yüzde olarak aşırı değerlendirilmesi.

²⁵ Nagy, a.g.e., s.60.

d- Mal ve Servis İthalı / GSMH

e- “Temel Olmayan” Tüketici Mal ve Hizmet İthalı / Toplam Mal ve Hizmet İthalı

f- Başlıca Müşterilere Yapılan İhracat / Toplam Mal İhracatı

g- Temel Malların İhracatı / Toplam İhracat

h- Dış Rezervler / Mal ve Hizmetlerin Yıllık İhracatı

Dış Borç İle İlgili Göstergeler:

a- Dış Borç Ödeme Düzeyi / GSMH

b- Net Dış Borç Ödenmesi / İhracat Geliri

c- Dış Borçların Servis Ödemesi / GSMH

d- Net Uzun Dönem Sermaye Transferi / Gayrı Safi Yurt İçi Yatırım

e- Ticari Bankalara Gayrı Safi Dış Borç / Toplam Gayrı Safi Dış Borç

f- Kısa Dönem Gayrı Safi Dış Borç / Toplam Gayrı Safi Dış Borç

g- i) Dış Borç Servis Ödemeleri / Dış Borç Düzeyi

ii) Yıl Sonu Ödenecek Borç Miktarı / Müteakip Yılın Anapara Ödemeleri

iii) Dış Borç Faiz Ödemeleri / Önceki Yıl Sonu Ödenecek Dış Borç Tutarı

h- i) Dış Borç Servis Ödemeleri / Gayrı Safi Dış Borçlanma

ii) Gayrı Safi Dış Borçlanma / Mal ve Hizmet İhracatı

ı- Dış Borçların Servis Ödemesi / İhracat Geliri

j- Kısa Dönemli Borç / İhracat Geliri

k- Dış Borç Faiz Ödemesi / İhracat Geliri

l- Elde Edilebilir Likit Yabancı Döviz Gelir ve Kaynakları / Toplam Dış Ödemeler

m- Toplam Elde Edilebilir Potansiyel Yabancı Döviz Gelir ve Kaynakları /

Toplam Dış Ödemeler

Dış borçlarla ilgili borç stoku ve borç yükü kavramları önemli kavramlardır. Bu sebeple borç stoku ile borç yükünün ödemeler dengesine olan etkisini ayrı ayrı belirtmek faydalı olacaktır.

Bir ülkenin borç stoku o ülkenin herhangi bir dönemdeki iç ve dış borçlarının toplam miktarıdır. Borç yükü ise, bir ülkenin belirli bir dönemdeki toplam borç stokunun ilgili dönemdeki GSMH'ye oranıdır. Borç yükü ve borç stoku kavramları yalnızca borçların anapara yükümlülükleri ile ilgilidir. Yani faizler bu iki kavram ile ilgili değildir.

Bunun nedeni ise borçlanma faizlerinin bir gider kalemi olarak kabul edilmesidir. Kısaca borç stoku ve borç yükü kavramlarını şu şekilde formüle edilebilir²⁶ :

$$\text{Toplam Borç Stoku} = \text{İç Borç Stoku} + \text{Dış Borç Stoku}$$

$$\text{Toplam Borç Yükü} = \text{Toplam Borç Stoku} / \text{GSMH}$$

1.4.1.2. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi bir ülkenin bir yıl içerisinde diğer ülkelere yaptığı ödemeler ile, diğer ülkelerden ilgili ülkeye yapılan ödemeleri içeren ve daima denk olması gereken bir tablodur. Ödemeler dengesi, ülkenin dış borç ve varlıklarındaki değişmelerin bir göstergesi olup ülkenin diğer ülkelerle olan ekonomik ilişkilerindeki boyutların gerçekçi şekilde analiz edilmesini sağlar. Ülkelerin ödemeler dengesi, ülkelerin dış ekonomik ilişkilerinin bir ölçüsü olurken aynı zamanda ülkenin makro ekonomik göstergeleri olan, enflasyon oranı, kalkınma hızı, GSMH, döviz kuru, gelir dağılımı ile de sıkı bir ilişki içerisinde. Hükümetlerce uygulanan mali ve ekonomik politikaların belirlenmesi ve analiz edilmesinde veya özel sektörün kendi politikalarını belirlemede de, ödemeler dengesi bir araç olarak kullanılmaktadır²⁷.

Ülke riskinin belirlenmesinde ödemeler dengesinin esas etkisi “esneklik” açısından ortaya çıkmaktadır. Ödemeler dengesinde ifade edilen esneklik; dünya ekonomisinde meydana gelen değişim ve gelişmelere ilgili ülke ekonomisinin ne derece uyum gösterebileceğidir. Bu uyum doğal olarak ülke hükümetinin ekonomiyi idare tarzına ve değişime paralel olarak politikalar üretebilmesine ve bunların uygulanmasına bağlıdır. Hükümetlerin ödemeler dengesinde esneklik sağlayabilmeleri ödemeler dengesi kalemlerindeki yapılacak ayarlamalar ile mümkündür.

Ödemeler bilançosuna kaydedilen işlemlerin içeriğini ülkede yerleşik olarak bulunan kişi veya kurumlar ile yabancılar arasında meydana gelen münasebetler oluşturur. Ülkedeki kişi veya kurumların yabancılarla yaptıkları işlemler ülkeleri açısından ekonomik işlem niteliği taşır. Tüm işlemler parasal nitelikte olsun veya olmasın alacaklı ve borçlu diye ikiye ayrılmakta olup, alacaklı işlemler ülkeye döviz girişi sağlarken, borçlu işlemler ise ülkeden bir döviz çıkışı meydana getirirler²⁸.

²⁶ Mahfi Eğilmez, *Hazine*, İstanbul: Finans Dünyası-3, 1996, s. 82.

²⁷ Zafer Tunca ve Arzu Bayer, *Ödemeler Dengesi, Para ve Finans Ansiklopedisi*, İstanbul: Creative, 1996, s.1241.

²⁸ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, İstanbul: Güzem, 1994, s.38.

Ödemeler dengesindeki ana hesap grupları ve bunları açıklayıcı bilgiler aşağıda verilmiştir²⁹:

Tablo - 1.3: Ödemeler Dengesi Ana Hesap Grupları

A. Cari İşlemler
I- Dış Ticaret
a- İhracat (FOB)
b- İthalat (CIF)
II- Görünmeyen İşlemler
- Dış Turizm
- Yabancı Sermaye Gelir ve Giderleri
- Uluslararası Bankacılık ve Sigorta Hizmetleri
- Uluslararası Ulaşım Hizmetleri
- İşçi Gelirleri
- Özel Hizmetler
III- Tek Yanlı Transfer Hesabı
- Cari İşlemler Dengesi
B. Sermaye Hareketleri
1. Uzun Vadeli Sermaye İthalı
2. Uzun Vadeli Sermaye İhracı
3. Kısa Vadeli Sermaye İthalı
4. Kısa Vadeli Sermaye İhracı
C. Resmi Rezerv Hesabı
1. Döviz Hareketleri
2. Altın Hareketleri
3. IMF Rezerv Pozisyonu
D. Net Hata ve Noksan

Ödemeler dengesinin en önemli kısmı cari işlemler hesabıdır. Bu hesap ülkenin ihracat ve ithalatı sonucunda sağlanan döviz giriş ve çıkışlarının net sonucunu göstermektedir³⁰.

²⁹ Tunca ve Bayer, a.g.e., s.1242.

³⁰ Rıdvan Karluk, Uluslararası Ekonomi, İstanbul: Bilim Teknik Yay., 1987, s.423.

Dış ticaret kaleminde ülkenin mal alım ve satımı sonucunda elde edilen döviz giriş ve çıkışları yer almaktadır. Bu kalem ithalat ve ihracat olmak üzere iki alt gruba ayrılmıştır.

Görünmeyen işlemlerde, cari işlemler hesabı içinde yer alan fiziki mal alım ve satımı dışındaki hizmet ihracat ve ithalatı gösterilmektedir. Bu hesap sonunda elde edilen veri; yapılan hizmet ithalat ve ihracatının dolar cinsinden değeri üzerinden bir denge hesabı ifade etmektedir. Bu hesabın pozitif olması demek, mal ve hizmet gelirlerinin hizmet giderlerinden fazla olduğu, negatif olması demek ise tersi durumu ifade etmektedir.

Ülkeler arasında karşılığında hiçbir ödeme yapılmadan gerçekleşen bağış, hibe, yardım şeklindeki tüm işlemler, tek yanlı transfer hesabında görünmektedir. Sermaye hareketleri hesabında yer alan işlemler ise kişi ve kuruluşların yabancı ülkelerde gerçekleştirdikleri fiziki yatırımlarla ilgili ülkeler arasında gerçekleşen mali kaynak transferini içermektedir.

Resmi rezerv hesabı, bir ülkenin altın, döviz ve SDR'den oluşan uluslararası rezervlerin yapısındaki artış veya azalışı göstermektedir. Buradaki azalma ülke döviz gelirlerinin döviz giderlerini karşılayamadığını veya merkez bankasının piyasaya ulusal para karşılığı döviz dengesi için müdahale ettiğini gösterir.

Ödemeler dengesinde dış ticaret dengesinin (+) olması, görünmeyen işlemlerin (+) olması, sermaye hareketlerinin (+) olması ve rezervlerin çokluğu ülkenin ekonomik bakımdan güçlü olduğunu gösterir ve ülke riskinin az olduğunu ifade eder. Bu kalemlerdeki değişikliklere göre ülke riski az veya çok artmış yada azalmış olur.

1.4.1.3. Döviz Yönetimi

Herhangi bir ülkenin parası ile diğer ülkelerin paraları arasındaki değişim oranları (pariteleri), ülke ekonomisinin dış dünya ile çeşitli alanlarda bağlantılar kurmak gibi çok önemli bir fonksiyona sahiptir. Farklı paralarla ifade edilen ulusal ve uluslararası fiyatların karşılaştırılıp uluslararası ekonomik işlemlerin ortaya çıkması ulusal para ile yabancı paralar arasında bir değişim oranının mevcut olmasını gerektirir. Döviz kuru olarak bilinen bu değişim oranı uluslararası ekonomik ilişkiler ulusal ve uluslararası ekonomik denge açısından büyük önem taşımaktadır. Uluslararası denge ile ulusal denge arasındaki karşılıklı etkileşim dikkate alındığında döviz kuru ve yönetiminin ekonominin temel yapı

taşlarından biri olarak değerlendirilmesi mümkündür³¹. Bir ülke döviz yönetimi ile dış borç riskini önemli ölçüde azaltma imkanına sahip olur.

Ülkenin döviz yönetiminin iyi olması ödemeler dengesinde bir sıkıntı olduğu zaman bu durumu daha kolay aşabilmek için bir kaynak güç niteliği taşır.

Bir ülkenin döviz sağlama gücü ülke riski açısından son derece önem arz etmektedir. Çünkü bu, ülkenin dış kredi sağlamasında kullanılan bir kriterdir. Ülkelerin döviz sağlama sürecindeki karşılaştıkları sorunlar aşağıda gösterilmiştir³²:

1- İç ekonomik dengelerdeki bozulma ve bu bozulma sonucu önlem alınmaması nedeni ile döviz sağlama sürecinin uzamasıdır.

2- Dış borç servis oranının yüksek olmasıdır. Bu yükseklik ülke kredibilitesini azaltacak ve dış borçlanma imkanlarını sınırlandıracaktır.

3- Ülkeye giren kısa vadeli dövizlerin yüksek olmasıdır. Bir ülkeye yapılan kısa vadeli sermaye akımındaki temel neden, o ülkedeki kısa vadeli borçlanma araçları faizlerinin diğer ülkelere göre daha yüksek olmasıdır. Çünkü sermaye en çok kar edeceği yere akar.

1.4.2. Politik Etmenler

Ülke riskinin belirlenmesindeki önemli kriterlerden birisi de o ülkenin politik istikrarıdır. Hükümetin şekli, çalışma prensipleri, devlet birimleri arası ilişkiler ve uyum, sosyal durum gibi etmenler önemli göstergelerdir.

Bir ülkenin politik istikrarı o ülkenin kredibilitesini önemli ölçüde etkilemektedir. Burada iki türlü risk vardır. Birincisi ülkenin sosyal, politik ve ekonomik yaşamı karşılıklı etkileşim içindedir. Ülkede varolan politik istikrarsızlık, ekonomik yaşamı etkileyerek ülkenin borç yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesini engelleyebilir. İkincisi ise politik istikrarsızlık sonucu ülkedeki iktidar el değiştirebilir. İktidarı devralan hükümetler borcu benimsememek, borç şartlarını yeniden pazarlıkla belirlemek, borç ertelemek gibi yollar seçebilirler³³.

Politik etmenleri belirleyen göstergeler aşağıdaki şekilde sıralanmıştır:

- Hükümet partisinin programı

³¹ Nevzat Güran, *Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge*, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi, 1987, s. 5.

³² Eğilmez, a.g.e., s. 171.

³³ Hayri Kozanoğlu, *Ülke Riski*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü [t.y.]), s.23.

- Sistemin işleyiş özellikleri
- Diğer siyasi partiler ve programları
- İktidar partisinin vermiş olduğu sözler ve gerçekleştirme oranları
- Komşu ülkeler ile olan ilişkiler
- Ülkedeki askeri güç ile iktidar partisinin ilişkileri
- Etnik grupların siyasetteki etkinliği
- Kanunlar ve uygulanabilirliği
- Ülkede iç savaş ihtimali
- Yabancı yatırımcılara karşı olan tutum
- Ülkenin stratejik durumu
- Alternatif sistemler ve uygulanabilirliği
- Uluslararası entegrasyon
- Komşu ülkeler ile askeri güç arasındaki denge
- Özelleştirme politikaları

Verilmiş olan bu göstergeler Rating kuruluşları tarafından önem derecesine göre sıraya konulmakta ve puanlamaya tabi tutulmaktadır. Burada Rating kuruluşlarınca dikkat edilen en önemli husus halkın yönetime katılma oranıdır.

1.4.3. Sosyal Etmenler

Ekonomik ve politik etmenler ülkenin borç yükümlülüğü ile ilgilidir. Ancak sosyal etmenler ülkenin belirlemiş olduğu toplumsal istikrar ile ilgilidir.

Sosyal etmenler temelde aşağıdaki gibi sıralanmıştır³⁴:

- Nüfus yoğunluğu
- Demografik denge
- Eğitim düzeyi
- Aile yapısı
- Etnik yapı
- Dini yapı
- İşgücü ve sendikalar
- Gelir dağılımı

³⁴ Kozanoğlu, a.g.e., s.27.

Son yıllarda Rating kuruluşları tarafından doğum ve ölüm oranları ile nüfus planlamasının sosyal etmenler arasına dahil edildiği görülmüştür³⁵. Bu etmenler arası ilişki ve uyum olumlu yönde ise ülke riskinin düşük olacağı muhakkaktır. Nüfus ile yerleşik hayatı orantılı olan bir ülkenin risk derecesi tersi olan bir ülkeyle bariz şekilde farklı olacaktır. Eğitim düzeyi yüksek olan ülkelerde insanların görüş açıları geniş olacağı için olayların olumlu yönde gelişmesi temin edilecek ve sosyal huzursuzluk meydana gelmeyecektir. Bütün insanlarına istihdam sağlamış veya istihdamını garanti altına almış olan bir ülkede gelir dağılımı dengeli olacak ve kişilerin geçim sıkıntısı olmayacağı için iç savaş, karışıklıklar, siteme baş kaldırma gibi eylemler ile hükümet uğraşmak zorunda kalmayacaktır. Dolayısı ile hükümet ülke için daha önemli olan faaliyetler ile iştigal edecek ve fonları bu alanlara aktaracaktır. Doğaldır ki böyle bir ülkenin de ülke riski düşük olacaktır.

Çalışmanın bu bölümünde, risk hakkında genel bilgi verildikten sonra, ülke riski tarif edilmiştir. Ülke riskinin kaynakları belirlenmiş ve ülke riski sınıflandırılmıştır. Ülke riskinin belirlenmesinde önem arz eden ekonomik, politik ve sosyal etmenler ayrı ayrı incelenmiştir. İkinci bölümde ise ülke riskinin ölçülmesi üzerinde durulacak rating kuruluşları ve ülke riskini ölçmede kullandıkları yöntemler incelenecektir.

³⁵ The World Bank, The World Bank Annual Report 1996, Washington D.C.: Aug. 1996.

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ

2.1. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİNDEKİ DEĞERLENDİRME KRİTERLERİ

Bir ülkenin ülke riskini ölçmek ve analizini yapmak oldukça güç ve uzmanlık isteyen bir iştir. Bu zorluk ülke riski ölçülürken onu etkileyen ekonomik, sosyal ve siyasal değişkenlerin analizinin güçlüğünden kaynaklanmaktadır. Ancak yapılan çok sayıdaki ülkeye ait değerlendirmeler için güçlüğüne belirtmekle birlikte, mevcut değişkenlere ait bir standart kriterin ortaya çıkmasına yardımcı olmuş ve gerekliliğini ortaya koymuştur.

Ülke riski ölçülürken dikkate alınan ekonomik, politik ve çevresel faktörler aşağıda liste halinde verilmiştir³⁶:

A- Politik ve Çevresel Etmenler

1- Politik Durum

- a) İktidar Partisinin programı ve amaçları
- b) İktidar Partisinin gelecek seçimlerdeki şansı, iktidarda kalabilme süresi
- c) Ülkenin siyasi ve etnik atmosferi

2- Kurumsal İlişkiler

- a) Para politikası uygulaması konusunda Merkez Bankasının gücü
- b) Maliye politikasının kullanılması
- c) Hükümetin finansal kurumlar, bankacılık sistemi ve iş alemi ile ilişkileri

3- Ülkenin Endüstriyel Özellikleri

- a) Başlıca Hammaddeler
- b) Üretim bileşimi, başlıca ürünler
- c) Teknolojik seviye ve yeterlilik

³⁶ Öztin Akgüç, "Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım, Makro Finansman Oranı", *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, Yıl 22, Sayı 11, (Kasım, 1985), s.29.

4- Ekonomik Durum

- a) İşsizlik
- b) Kapasite kullanım oranı
- c) Enflasyon hızı
- d) Ekonomik büyüme
- e) Döviz kuru

5- Hükümetin verdiği öncelikler(enflasyonun düşürülmesi veya işsizliğin azaltılması veya büyüme hızının artırılması veya dış açığın azaltılması, cari işlemler dengesinin sağlanması v.b.)

6- Amaçlara ulaşmak için hükümetin izlediği politikalar, kullandığı araçlar

- a) Para politikası
- b) Maliye politikası

B- Dış Ticaret Durumu: Dışsatım ve Dışalım

1- Mal grupları itibariyle dışsatım ve dışalımın kompozisyonu

2- İhraç ve ithal mallarının fiyat ve gelir esnekliği

3- Başlıca ticaret yapılan ülkeler

4- Nisbi fiyatlar

- a) Arz-talep dengesi, arza göre talep
- b) Ücretler

- i. İşçi örgütleri
- ii. İşsizlik oranı
- iii. Gelecekteki işgücü talebi
- iv. Grevler greve ilişkin bekleyişler

c) Verimlilik

- i. Teknolojik gelişmeler
- ii. İşgücü becerisi
- iii. Sabit sermaye yatırımları

d) Hükümet politikaları

- i. Genişletici veya istikrara dönük olması
- ii. Dışsatımcıların politikaların oluşmasında etkinliği, dışsatım lobisinin önemi
- iii. Dış satım teşvikleri, sübvansiyonlar

5- Nisbi Gelirler - Gelir Dağılımı

- a) Ulusal gelir artış hızı
 - i. Tüketim harcamaları
 - ii. Yatırımlar
 - iii. Kamu harcamaları
- b) Gelir dağılımı, tüketim kalıpları
- c) Hükümetin gelirler politikası

C- Cari İşlemler Dengesinde Hizmetler Hesabı (Görünmeyen Kalemler)

- 1- Varsa önemli hizmet gelirleri
- 2- Önemin nedeni
- 3- Hizmet gelirlerinin sürekliliği

D- Tek Yönlü veya Karşılıksız Transfer

- 1- Ülke açısından önemli olup olmadığı
- 2- Karşılıksız veya tek yönlü transferlerin sürekliliği

E- Uzun Süreli Sermaye Hareketleri

- 1- Sermaye girişinin hangi ülkelerden yapılacağı
- 2- Dolaysız yabancı sermaye yatırımları
- 3- Portföy yatırımları
 - a) Pay senedi piyasası
 - b) Uzun vadeli faiz hadleri
 - c) Karlara ilişkin bekleyişler
 - d) Özel ve kamu kesiminin fon talebi
 - e) Birikimlerin oluşumu ve dağılımı
 - f) Uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin kontroller

F- Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

- 1- İlgili ülkeler
- 2- Dış ticaretin finansmanına yönelik kısa süreli dış krediler
- 3- Para politikası, para arzı ve faiz hadleri
- 4- Kamu ve özel kesimin kısa süreli fon talebi
- 5- Spekülasyon amaçlı sermaye girişleri
- 6- Birikimlerin dağılımı
- 7- Kısa süreli sermaye hareketleri üzerinde kontroller

G- Altın - Döviz Rezervi ve Rezerv Hareketleri

- 1- Ödemeler dengesi sonucuna göre rezervlerde değişimler
- 2- Döviz kurunu korumak için hükümetin kambiyo piyasalarına müdahaleleri sonucu rezervlerdeki değişimler
- 3- Hükümetlerin hangi sık aralıklarla döviz piyasalarına müdahale ettikleri
 - a) Rezerv düzeyi ve borçlanma potansiyeli
 - b) Ekonomik sonuçlar

2.2. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ VE ÖLÇÜM KURULUŞLARI

Risk ölçümü tarih süreci içerisinde ilk olarak tahviller üzerinde gerçekleştirilmiştir. Ancak zaman içerisinde uluslararası sermaye piyasasında Euro bond, Junk tahviller gibi menkul kıymetlerin yaygınlaşması ile, ülkelerin sahip oldukları bu menkul kıymetlerin derecelendirilmesi, nedeniyle ülkenin derecelendirilmesi ile eşdeğer hale gelmiştir.

Derecelendirilmesinin tarihi 1. Dünya Savaşı öncesine kadar uzanmakta olup, yapılan derecelendirmenin amacı, şirket tahvillerinin kalitesi hakkında güvenilir ve tarafsız bir görüş sağlamaktır. Roger Babson, Freeman Rutney, Jr ve John Moody gibi bilim adamları risk derecelendirmeleri konusunda ilk çalışmaları yapmışlardır. 1909 yılında John Moody tarafından yapılan ilk derecelendirme “Demiryolu Yatırımlarının Analizleri” adlı eserinde yayınlanmıştır. Rutney ise 1916 yılında Poor’s Yayıncılık Şirketinin şirket tahvillerinin derecelendirilmesi konusundaki çalışmalarını geliştirmeye başlamıştır³⁷.

Derecelendirme kuruluşları özel sektör, kamu sektörü ve bunlara ait menkul kıymetlerin risklerini ölçmekte ve ilgililer için belirli dönemler itibarıyla sonuçları yayınlamaktadır. Günümüzdeki derecelendirmeler ise genellikle şu kuruluşlar tarafından yapılmaktadır³⁸.

³⁷ Aykan Üreten, Risk Derecelendirilmesi, (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Proje Değerlendirme Müdürlüğü, 1990), s.17.

³⁸ Richard Cantor ve Frank Packer, “The Credit Rating Industry”, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Sayı 19, No 2, (Yaz, 1994), s.2.

Tablo- 2.1: Rating Kuruluşları

Kuruluş Yılı	Rating Kuruluşu	Ait Olduğu Ülke
1909	Moody's Investor Service (Moody's)	U.S.
1922	Fitch Investors Service (Fitch)	U.S.
1923	Standard and Poor's Corporation (S&P)	U.S.
1972	Canadian Bond Rating Service (CBRS)	Canada
1974	Thomson Bank Watch (Thom)	U.S.
1975	Japanese Bond Rating Institute (JBRI)	Japan
1975	McCarthy, Crisanti and Maffei (MCM)	U.S.
1977	Dominion Bond Rating Service (DBRS)	Canada
1978	IBCA Ltd. (IBCA)	U.K.
1980	Duff and Phelps Credit Rating Co. (Duff)	U.S.
1985	Japanese Credit Rating Agency (JCRA)	Japan
1985	Nippon Investors Service Inc. (NIS)	Japan

Derecelendirme firmalarının ilk kuruluşu ve gelişimi ABD'de olmakla birlikte sermaye piyasasının gelişimine paralel olarak 1970'li yıllardan sonra diğer ülkelerde de hızla derecelendirme firmaları kurulmaya başlanmıştır. Bu firmalar incelendiğinde ABD'de yer alan derecelendirme firmaları dışında kalan derecelendirme firmalarının tamamının 1970 yılından sonra ve özellikle de 1985 yılından sonra kurulduğu görülmüştür³⁹. Bu firmaların çoğu yeni kurulmuş olmalarından dolayı sadece ulusal düzeyde şirketlere ait menkul kıymetleri derecelendirmektedirler. Moody's ve Standard and Poor's firmaları derecelendirdikleri menkul kıymet sayısı ve çeşidi, ülke riski notu verdikleri ülke sayısı, kullandıkları göstergelerin çokluğu, sonuçları periyodik olarak yayınlama, pazardaki güçleri ve önemleri açısından hem ABD'de hem de dünyadaki en önemli iki derecelendirme firmasıdır⁴⁰.

Türkiye için ilk derecelendirme rating kuruluşlar tarafından 1988 yılında yapılmıştır. Önce Standard and Poor's ve daha sonra da Moody's Türkiye için kredi notu

³⁹ Cantor ve Packer, a.g.m., s.3

⁴⁰ Üreten, a.g.e., s.18.

vermeye başlamıştır. Türkiye açısından ilk derecelendirme askeri borçların vadesinin uzatılması sırasında yapılmıştır⁴¹.

2.3. ÜLKE RİSKİ ÖLÇÜM KURULUŞLARINA AİT KREDİ NOTLARI

Ülke riski ölçüm kuruluşları dünya sermaye piyasasında bağımsız olarak faaliyet gösterip bankalara, yerel yönetimlere, özel ve kamu kuruluşlarına ve ülkelere ait derecelendirme yaparlar. Bunların en önemlileri S&P ve Moody's tir.

2.3.1. Moody's Investors Inc.'nun Kredi Notları

Moody's Investors Service risk derecelendirmesi konusundaki en eski firmadır. Şirket 20. yy.'nin başında John Moody tarafından kurulmuş ve yaptığı ilk derecelendirmeleri de 1909 yılında John Moody tarafından "Demiryolları Yatırımlarının Analizleri" adlı eserde yayınlanmıştır. John Moody tarafından yayınlanan bu eserde ilk defa kullanılan "Aaa, Aa, Ba,.....C" semboller daha sonra uluslararası alanda ülkelerin kredibilitesinin ölçülmesi sürecinde kullanılır hale gelmiştir⁴².

Moody's ilk olarak demiryolu yatırımlarını derecelendirme ile işe başlamış, daha sonra hem özel hem de kamu sektörünün ihraç ettiği tahvilleri derecelendirmiştir. 1974'de ilk olarak imtiyazlı hisse senedini derecelendiren Moody's halen özel ve kamu kurumlarına, belediyelere, bankalara ve devlete ait menkul kıymetlerin derecelendirmesini yapmakta ve sonuçlarını periyodik olarak yayınlamaktadır⁴³.

Moody's tarafından verilmiş olan ratinglerdeki mantık dört ana grupta toplanmıştır⁴⁴:

- 1- Önemli miktarlarda yatırım yapan yatırımcının rating sahasını genişletmek için yapılan baskı,
- 2- Yeni pazarlardaki ratingler için piyasanın bilincini artırmak,
- 3- Bono, banka sertifikası gibi borç kağıtlarının kredi kalitesinin yanlış anlaşılmasını düzeltmek,
- 4- Daha geniş karşılaştırılabilir amaçlar için geniş kapsamlı rating örnekleri sunmak.

⁴¹ Üreten, a.g.e., s.16

⁴² Üreten, a.g.e., s.19.

⁴³ Üreten, a.g.e., s.19.

⁴⁴ Roger P. Nye, "İstenmeyen Ratingler", *Finans Dünyası*, Sayı 82, (Ekim,1996), s.38.

Moody's Investor Inc. Kuruluşunun ülkelere ait kredi notları aşağıda verilmiştir⁴⁵:

Aaa : Bu gruptaki ülkeler en güvenilir ülkelerdir. Yabancı yatırımcılar açısından bu ülkelere minimum risk düzeyinde yatırım yapılabilir ve birinci sınıftır. Ülkenin anapara ve faiz ödemelerinde çok güçlü bir kapasiteye sahip olduğunu gösterir. Ekonomik yapısında bir değişiklik olsa bile bu notu alan ülkelerin güçlü yapısının etkilenmeyeceği, ülkenin anapara ve faiz ödemelerinde bir sıkıntı ile karşılaşmayacağı kabul edilir. Verilebilecek en yüksek kredi notudur.

Aa : Bu gruptaki ülkeler çok güçlü bir anapara ve faiz ödeme kapasitesini gösterirler. Aaa grubunda yer alan ülkelerle birlikte güvenilir olarak değerlendirilir. Ancak bu ülkelerin koruma marjı Aaa grubundaki ülkelere göre daha düşük olduğu için veya koruyucu unsurlardaki dalgalanmalardan daha çok etkilendiğinden ya da uzun vadeli riskin belli yere kadar yüksek olmasından dolayı Aaa derece grubunda yer alan ülkelere göre daha düşük olarak derecelendirilir.

A : Bu derece grubunda yer alan ülkeler yatırım yapılabilmesi açısından güvenilirdir. Bu ülkeler orta düzeyin üzerinde bir dereceye sahiptir. Anapara ve faiz ödemelerinin yeterli düzeyde güvenilir olduğu kabul edilir. Ancak güvenilirliği bozabilecek unsurların ortaya çıkma ihtimalinin de göz önüne alınması gerektiğini ifade eder. Yani ekonomik değişikliklere karşı temkinli olunması gerektiğini gösterir.

Baa : Bu grupta yer alan ülkeler orta derecede güvenilir olarak kabul edilmiştir. Bu ülkelerin anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirliği ne son derece zayıf, ne de son derece güçlüdür. Ancak anapara ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahiptirler. Ekonomik koşullara göre ödemede gecikme riskinin olabileceği göz önüne alınmalıdır. Yani güvenilirliği sağlayan unsurların uzun dönemde azalması veya ortadan kalkması ihtimali vardır. Bu ülkeler yatırımcılar açısından spekülasyon karaktere sahiptirler.

Ba : Bu gruptaki ülkeler spekülasyon unsurlara sahiptirler ve gelecekleri hakkında önceden bir tahmin yapılamamaktadır. Anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirlik

⁴⁵ Moody's Investors Service Global Credit Research, Global Short-Term Market Record, Cilt 16, Sayı 6, (Haziran, 1996), s.4.

Üreten, a.g.e., s.20.

A.Sennur Yüksel, "Rating Kuruluşları ve Türkiye", Dış Ticaret Dergisi, Yıl 2, Sayı 4, (Ocak, 1997), s.86

genelde orta düzeyde olup ılımlı bir yapıya sahiptir. Bu güvenilirlik gelecekte hem iyi hem de kötü koşullarda korunmayabilir. Gelecek tamamen belirsizdir.

B : Bu gruptaki ülkelerde uygun yatırım imkanı genellikle azdır. Bu ülkelerde borç ödeme kapasitesi zayıf karakterlidir. Anapara ve faiz ödemelerinin veya diğer şartların yerine getirilme imkanı uzun dönemde çok düşüktür. Gelecekte risk çok fazladır.

Caa : Bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme yeteneği son derece düşük olarak kabul edilir. Geri ödememe riski çok yüksektir. Mevcut durumda geri ödememeyi gösteren işaretler vardır. İçinde bulunulan durumda risk çok fazladır.

Ca : Bu gruptaki ülkelerin özelliği spekülâtif karakterli olmalarıdır. Bunlar genellikle anapara ve faizleri geri ödemezler.

C : Bu gruptaki ülkeler ise en düşük borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. Bu ülkelerde yatırım yapılabilme özelliğinin olduğu kabul edilemez. Maksimum riski ifade ederler.

1,2,3 : Moody's ülkelere kredi notu verirken Aa'dan B'ye kadar olan her derecelendirme grubunda 1, 2, 3 gibi sayısal semboller kullanmaktadır. 1 sembolü; derecelendirme grubundaki en iyi, 2 sembolü; derecelendireme grubundaki orta, 3 sembolü; not grubundaki borç ödeme kapasitesi en zayıf ülkeler ifade etmektedir.

Moody's kamu kuruluşlarına, özel kuruluşlara, yerel yönetimlere ait menkul kıymetleri derecelendirirken ülkeler için vermiş olduğu notları burada da kullanır. Değerlendirme kriterleri aynıdır. Menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödeme yeteneği analiz edilir ve derecesi belirlenir. Moody's tarafından güçlü ve zayıf ayırımı ve kullandığı semboller aşağıda verilmiştir:

Güçlülük	
Rating	Finansal Güvenirlilik
Aaa	Olağanüstü
Aa	Mükemmel
A	İyi
Baa	Uygun
Zayıflık	
Rating	Finansal Güvenirlilik
Ba	Şüpheli
B	Zayıf
Caa	Çok Zayıf
Ca	Aşırı Derecede Zayıf
C	En Düşük

Aaa ve Aa notları yüksek dereceyi, A ve Baa notları orta dereceyi, Ba ve B notları spekülâtif dereceyi, Caa, Ca ve C notları da borçların ödeme riskinin çok yüksek olduğu dereceyi ifade eder.

2.3.2. Standard & Poor's 'un Kredi Notları

Standard & Poor's, Poor's Publishing Company ve Standard and Statistics adlı firmaların birleşmesiyle kurulmuştur. 1966 yılına kadar kamuya ait bir kuruluş olan Standard & Poor's'un tüm hisselerini ABD'de başlıca yayın kurumlarından birisi olan McGraw-Hill satın almıştır. Standard & Poor's bugün tamamıyla McGraw-Hill'in bir kuruluşu olmakla beraber kredi analizi ve derecelendirmesi konusunda McGraw-Hill'den tamamen bağımsız olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Standard & Poor's 1923 yılında şirket tahvillerini, 1940 yılında belediyelere ait tahvilleri ve 1969 yılında da finansman bonolarını derecelendirmeye başlamıştır⁴⁶.

Standard & Poor's rating kuruluşunun politikası ise, piyasalardan borç alan kurumların sadece arzuları üzerine rating yapılması şeklindedir⁴⁷.

Standard & Poor's kuruluşunun ülkelere ait kredi notları aşağıda verilmiştir⁴⁸:

AAA : Standard & Poor's tarafından verilen en yüksek not grubu olup, bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme kapasiteleri ileri derecede yüksektir. Bu, ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinin ekonomik şartlar değişse dahi aksamayacağı anlamına gelir. Güçlü bir yapıyı ifade eder.

AA : Bu not çok güçlü anapara ve faiz ödemelerini göstermekte olup, en üst düzeydeki gruptan çok küçük bir derece ile ayrılmaktadır. Bu notu alan ülkelerin, anapara ve faizleri ödenme yeteneği de son derece güçlüdür.

A : Bu gruptaki ülkelerin de anapara ve faizlerin ödenme yeteneği güçlüdür. Ancak bunlar meydana gelebilecek ekonomik değişikliklere karşı daha duyarlıdır. Yani anapara ve faiz ödeme yeteneğinin ekonomik ve politik etmenlerden dolayı belli bir riski vardır. Bu değişikliklere karşı duyarlı olunması gerekmektedir.

BBB : Bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme gücü açısından yeterli bir kapasiteye sahip olduğu kabul edilir. Bu ülkeler yeterli ödeme gücüne sahip olsa da,

⁴⁶ Üreten, a.g.e., s.25.

⁴⁷ Nye, a.g.m., s.39

⁴⁸ Standard & Poor's, Rating Performance 1995, Stability & Transition, (May, 1996)

Üreten, a.g.e., s.26.

Sunar, a.g.m., s.53.

Yüksel, a.g.m., s.86.

ekonomik şartlarda meydana gelebilecek negatif değişmelerden ödeme gücünün zayıflayabileceği ihtimali yüksektir. Ülkeler meydana gelebilecek ekonomik değişmelere karşı önceki gruba göre daha duyarlıdır. Burada borcun ödenmeme riski daima göz önünde bulundurulmalıdır.

BB : Bu gruptaki ülkeler en düşük spekülatif dereceye sahip ülkelerdir. Borcun zamanında ödenebilmesi ancak ülkedeki ekonomik koşulların uygun ortamı devam ettirmesi halinde mümkündür. Burada ülkeler anapara ve faiz ödemelerinde ılımlı bir korumaya sahiptirler.

B : Bu gruptaki ülkelerin borç ödeme kapasitesi zayıf karakterde olup, borcun geri ödenme riski fazladır. Borçlu ülkenin borcunu uzun vadede bile geri ödeyebileceği kuşkuludur.

CCC : Bu, borç ödeme kapasitesinin zayıf olduğu ülkeler için verilecek bir nottur. Ülkede geri ödemeye ait risk yüksektir. Anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmaması muhtemeldir.

CC : Bu gruptaki ülkelerin spekülatif özelliği çok yüksektir. Ekonomik koşullarda meydana gelebilecek değişmeler karşısında büyük belirsizlikler ve riskler taşırlar. Anapara ve faiz ödemelerinde çok ciddi sorunlar ile karşılaşabilecekleri muhtemeldir.

C : Bu not genellikle anapara ve faiz ödemeyen ülkeler için kullanılır. Verilen borcun ülke tarafından anapara ve faizinin geri ödenmeyeceğini gösterir.

D : Bu derece verilebilecek en kötü nottur. Geri ödemenin imkansız olduğu durumu ifade eder. Borç ödeme kapasitesi olmayan ülkeler için kullanılır.

+, -, ± : Standard & Poor's derecelendirme sisteminde "AA" ile "CCC" arasında "+" veya "-" işareti koyarak derecelendirmeyi çeşitlendirmektedir. Meselâ, "A"nın sağına (+) konması ("A+") o ülke notunun "AA"dan aşağıda olmakla beraber "A"nın da biraz üzerinde olduğunu ifade eder. (-) konması ise kredi notunun "BBB"den daha iyi ancak "A"dan da biraz aşağıda olduğunu ifade etmektedir.

Standard & Poor's tarafından verilen kredi notları itibariyle; AAA ve AA yüksek dereceyi, A ve BBB orta dereceyi, BB ve B spekülatif dereceyi, CCC, CC, C ve D ise borçların ödenme riskinin çok yüksek olduğu durumları ifade etmektedir.

2.3.3. Diğer Kuruluşların Kredi Notları

Vermiş oldukları kredi notları ile önem arz eden diğer rating kuruluşları ve kredi notları ise şöyledir⁴⁹ :

Tablo- 2.2: Diğer Rating Kuruluşlarına Ait Kredi Notları

Fitch	McCarty, Crisanti & Maffei	Duff & Phelp	
AAA	MCM - Aaa	1	Anapara ve faiz ödemelerinde çok güçlü bir kapasiteyi gösterir. Verilebilecek en yüksek nottur.
AA	MCM - Aa	2, 3, 4	Yüksek gruptaki ülkeleri ifade eder. Anapara ve faiz ödemelerindeki güçlü yapıyı gösterir.
A	MCM - A	5, 6, 7	Bu gruptakiler güçlü bir borç ödeme yapısına sahiptirler. Ekonomik olumsuzluklara karşı ülkelerin geri ödemesi açısından temkinli olunması gerekir.
BBB	MCM - Bbb	8, 9, 10	Anapara ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahip olduğunu fakat olumsuz ekonomik koşullarda ödemenin gecikmesi riskinin göz önüne alınması gerektiğini ifade eder.
BB	MCM - Bb	11, 12, 13	Anapara ve faiz ödemelerinde sadece ılımlı bir korumaya sahip olduğunun göstergesidir.
B	MCM - B	14	Zayıf karakteri ifade eder. Geri ödemelerde risk fazladır.
CCC	MCM - DP	15	Kalite zayıftır. Risk yüksektir.
CC	MCM - DP	16	Oldukça yüksek riski ifade eder.
—	—	17	En düşük kaliteye verilen nottur. Kreditorlerin üstlendiği risk çok yüksektir.
C	—	—	Ülkelerin anapara ve faiz geri ödemesi yapmayacağını gösterir.
DDD	—	—	Verilecek en kötü nottur. Geri ödemeler imkansızdır.
DD	—	—	—
D	—	—	—

⁴⁹ Yüksel, a.g.m., s 86.

Üreten, a.g.e., s 32.

Rating kuruluşlarından Fitch, McCarty, Crisanti&Maffei ve Duff&Phelp değerlendirdikleri ülkelerin az sayıda olması, derecelendirmelerinin devamlılık göstermemesi ve ülkeler için bütün verileri kullanmamalarından (Sadece enflasyon, işsizlik v.b. için not vermeleri) dolayı uluslararası piyasalarda S&P ve Moody's kadar önem arz etmemektedirler. S&P ve Moody's'in devamlı olarak ülkeleri geniş bir yelpaze içinde derecelendirmeye tabi tutmaları ve sonuçları periyodik olarak rapor halinde yayınlamaları S&P ve Moody's'i diğer rating kuruluşlarına göre daha önemli hale getirmiştir.

Japon rating kuruluşu olan JCR'nin, derecelendirme yaparken, hangi verileri esas aldığını gizli tutması JCR'nin diğer rating kuruluşları kadar önemli olmasını önlemektedir.

2.4. ÜLKE RİSKİNİ ÖLÇMEDE KULLANILAN METODLAR

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının son 12 yılda yaklaşık 10'a katlanarak 1 trilyon dolardan 10 trilyon dolara yükselmesi bazı gelişmekte olan ülkelerin borç ödemede karşılaştığı güçlükler, borcu borçla ödeme politikalarının gündeme gelmesi, borç ödemelerinin durması veya yavaşlaması sonucu uluslararası bankacılık sisteminde meydana gelebilecek bir bunalım, uluslararası finans kurumlarını ülkelerin kredibilitelerinin belirlenmesi konusunda daha duyarlı olmaya ve dolayısıyla ülke riskini ölçmede yeni yöntemler geliştirmeye zorlamıştır⁵⁰.

Rating Kuruluşları tarafından yapılan kredi derecelendirilmesinde kullanılan metodlar kesin olarak bilinmemektedir.^(*) Rating Kuruluşları tarafından uygulanan metodun gizli olması Türkiye'nin ağırlıklı olarak hangi risk grubu içine girdiğinin belirlenmesine engel olmuştur. Ülke riskinin ölçümünde kullanılan bazı önemli metodlar aşağıda verilmiştir.

⁵⁰ Akgüç, a.g.m., s.33.

(*)Bu çalışma yapılırken, Rating Kuruluşlarına fax ve e-mail aracılığı ile ulaşılmış, ülke riskinin belirlenmesi sırasında hangi kriterleri esas aldıkları öğrenilmek istenmiştir. Ancak verilen cevaplar, bu konuların şirketlerin gizli bilgileri içine girdiği ve dolayısıyla ayrıntılı bilgi verilemeyeceği şeklindedir. Rating Kuruluşları tarafından sadece yıllık raporlar ve kredi notlarının hangi anlamları ifade ettiğine dair bilgiler gönderilmiştir.

2.4.1. Pancras J. Nagy' a Ait Kalitatif Metod

Kalitatif olarak risk, potansiyel zarar ve bu zararın meydana gelme ihtimalinin bir bileşimidir. Kalitatif hale getirmedeki ilk adım, maksimum potansiyel zararı bulmaktır. Burada zarar beklenen (tahmini) net gelir ile gerçekte meydana gelen (fiili) net gelir arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Bankalar açısından beklenen net gelir, borç karşılığı elde edilen faizlerin net toplamından, borç verebilmek için toplanan mevduatların faiz ödemeleri ile ana paranın tahsil edilemeyen bölümünün çıkarılmasıyla elde edilir. Beklenen net gelir daima pozitif olur. Gerçekte ise net gelir, faiz ödemeleri ve anaparanın tahsil edilemeyen kısmı, faiz gelirlerinden fazla ise negatif olabilir. Burada bir karşılaştırma imkanının olması için zarar yüzde ifade ile verilmiştir. Paranın zaman değeri de dikkate alınmıştır. Bu durumda, zarar; belli bir dönemde beklenen ve gerçekleşen net gelir akımlarının belli bir oran üzerinden iskonto edilmiş şimdiki değerleri arasındaki farkın, aynı dönemdeki beklenen nakit akımlarının şimdiki değerine yüzdesi olarak ifade edilmiştir⁵¹.

Bu konuyu örnekle açıklamak gerekirse; 10 yıllık 200 dolarlık bir borç için üç ilgili değişkenin iskontolu yüzde değerleri şöyle olsun:

Beklenen net gelirin iskontolu yüzde değeri	36 dolar
Gerçekleşen net gelirin iskontolu yüzde değeri	-18 dolar
Beklenen nakit akımlarının iskontolu yüzde değeri	163 dolar

$$\text{Zarar} = \frac{36 - (-18)}{163} 100 = \% 33 \text{ bulunur.}$$

Kalitatif bir yaklaşım için şu sorulara cevap vermek gerekir⁵²:

a- Borcun tekrar incelenmesi, temerrüt, yeniden pazarlık, borcun ertelenmesi (moratoryum) ve transfer imkansızlığı durumlarında bankalar açısından ortaya çıkması muhtemel olan maksimum zarar miktarı nedir?

b- Bu zarar borç süresince olayların gelişimine göre nasıl değişir?

c- Bu zarar borçluya göre (devlet borcu, özel sektör borcu) nasıl değişir?

Bu soruların cevaplanması için çok sayıda örnek olaya ve bunların incelenmesine ayrıca katılan zararın hesap edilmesine gerek vardır. Bu çalışmanın yerine borcun temerrütü, moratoryum v.b. durumların 1, 2, 3, ...v.b. yıllarda meydana gelmesi halinde

⁵¹ Nagy, a.g.e., s.139.

⁵² Nagy, a.g.e., s.140.

katlanılan zararı belirtmek için hayali durumlar ortaya konulur. Bunlar tablo 2.3'de gösterilmiştir⁵³:

Tablo- 2.3: Varsayılan hayali zararlar

<u>Banka 5 yıllık bir borç verirse ve borçlu,</u>					
		<u>Tekrar Pazarlık</u>		<u>Borcun ertelenmesi</u>	
	<u>Temerrüt</u>	<u>Devlet</u>	<u>Özel Sektör</u>	<u>Moratoryum, teknik</u>	<u>Transfer</u>
				<u>nedenlerle ödeyememe</u>	<u>Zorlukları</u>
durumunda kalırsa varsayılan zararlar (Beklenen nakit akımlarının iskonto edilmiş bugünkü değerinin yüzdesi olarak):					
1. Yıl	144	53	92	20	32
2. Yıl	107	40	67	16	28
3. Yıl	73	29	46	12	24
4. Yıl	47	18	30	9	17
5. Yıl	23	9	14	5	9

Maksimum zararın kalitatif hale getirilmesi için şu beş soruya cevap verilmesi gerekir⁵⁴:

- 1- Ters bir olayın meydana gelme olasılığı nedir?
- 2- Bu olay en büyük ihtimalle ne zaman meydana gelir?
- 3- Eğer bu olay olursa riskin meydana gelme olasılığı nedir?
- 4- Temerrüt, tekrar pazarlık, v.b. olayların ayrı ayrı meydana gelme olasılığı nedir?

5- Temerrüt, tekrar pazarlık, v.b. olaylar en yüksek olasılıkla ne zaman meydana gelecektir?

Bu sorulara cevap bulunduktan sonra bunlar bir tablo halinde düzenlenir. Burada en genel olaylar ele alınmıştır. Ülkenin yapısına göre diğer olaylar da eklenebilir. Bulunan bu olasılıklar borca ait temerrüt, devlet ve özel sektörün tekrar pazarlık yapması, moratoryum ve transfer ödemelerinin imkansızlığı konularındaki bulunan zararlar ile oranlanarak yeni bir tablo oluşturulur ve ilgili ülkenin, ölçeğe göre notu belirlenmeye çalışılır.

⁵³ Nagy, a.g.e., s.141.

⁵⁴ Nagy, a.g.e., s.147.

Tablo- 2.4: Ülke riskinin kalitatif hale getirilmesi

Ülke : X

Tarih: 25 Şubat 1997

Borçlu : Devlet veya devlet garantili borç

Riskin Oluştugu Yıl	Borcun Temerrüdü	Tekrar Pazarlık			Borç Erteleme Moratoryum Teknik Neden		Transfer İmkansızlığı
		Devlet		Özel Sektör			
1. Yıl	144	53		92	20		32
		.30	16		.70	14	
2. Yıl	107	40		67	16		28
		.30	12		.32	5	
3. Yıl	73	29		46	12		24
		.30	9		.41	5	
4. Yıl	47	18		30	9		17
					.90	8	
5. Yıl	23	9		14	5		9
					.90	5	
5 Yıl Ortalaması (0 -100)			7,4			7,4	
Risk Düzeyi (1-100)							14,80

(Not: Tablodaki değerler % olarak verilmiştir.)

Örneğimizde 1. yıl için hükümetin tekrar pazarlığını % 30, çeşitli nedenlerle borcun ödenmemesini % 70; 2. yıl için hükümetin tekrar pazarlığını % 30, teknik nedenlerle ödememeyi % 32; 3. yıl için hükümetin tekrar pazarlığını % 30 ve teknik nedenlerle ödememeyi % 41, 4. yıl için teknik nedenlerle ödememeyi % 90 ve 5. yıl için teknik nedenlerle ödememeyi % 90 ihtimal dahilinde görürsek, tablo 2.4’de bütün bunlar gösterilmiştir⁵⁵:

Buraya kadar yapılan hesaplamalar ülke riski faktörünün 14.80 olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, ülke riskinin değerlendirilmesi ve ölçek içindeki yerinin saptanması için diğer ülkelerin risk faktörleriyle bir karşılaştırılma yapılması gerekmektedir. Bunun için tablo 2.5’de bir sistem geliştirilmiştir⁵⁶.

⁵⁵ Nagy, a.g.e., s.148.⁵⁶ Nagy, a.g.e., 145.

Tablo-2.5: Ülke Notuna Göre Risk Grupları

Risk Düzeyi		Risk Ölçümü (0 - 100)
AAA	Hemen hemen risksiz	0 - 0.5
AA	Risk ihtimali olabilir	0.5 - 1
A	Az derecede risk	1 - 2
BBB	Orta derecede risk	2 - 5
BB	Önemli derecedeki risk	5 - 10
B	Dikkate değer derecede risk	10 - 20
C	Yüksek risk	20 - 40
D	Kabul edilemez risk	> 40

Bu ölçeğe göre X ülkesinin riski dikkate değer ölçüdedir. Mevsimlik ve ekonomik dalgalanmalardan etkilenme olasılığı yüksek bir ekonomik yapıya sahiptir. Ancak bu değerlendirme kriterleri de devamlı olarak değişen dünyanın ekonomik yapısı içinde ülkelerin risk düzeylerini ölçmek için objektif nitelik taşımamaktadır.

2.4.2. J.N. Robinson'a Ait Kontrol Listesi Yöntemi

Bu değerlendirme kriteri J.N. Robinson tarafından geliştirilmiştir. Kontrol listesi üç bölümden oluşmaktadır⁵⁷.

Birinci bölümde hukuki yapı ele alınarak yerel mahkemeler, bunların işleyişi, güvenilirliği, davaları sonuçlandırma süreleri, karar aşamasında yapılan herhangi bir tarafsızlık olup olmadığı, ülkedeki yabancılar açısından davaların sonuçları ve bu kesime karşı olan tutum gibi sorular ele alınmış olup bütün listedeki ağırlığı % 10 olarak saptanmıştır.

İkinci bölümde ülkenin politik yapısı ele alınarak, ülkenin sahip olduğu politik sistem, hükümete sağlanan destek ve muhalefet, hükümetlerin devralmış oldukları borçlar ve bunlara karşı tutumu, hükümetin döviz politikası, ücret politikası, yatırımlar gibi sorular cevaplanmaya çalışılarak bütün listedeki ağırlığı % 25 olarak belirlenmiştir.

Son bölümde ise ekonomik yapı esas alınarak, ülkenin döviz durumu, şimdiki ve geçmişteki borçların ödenmesine ait samimiyet, dış ticaret dengesi, cari işlem hacmi, konjonktürel değişimlere karşı duyarlılık, ekonomik istikrar gibi konular ele alınarak listede % 65'lik bir ağırlığa yer verilmiştir.

⁵⁷ Krayenbuehl, a.g.e., s.69.

Tablo- 2.6: Robinson'a Ait Değerlendirme kriterleri

		Yaklaşık Ağırlık
A. Hukuki Yapının Değerlendirilmesi		% 10
B. Politik Yapı Üzerine Düşünceler		% 25
C. Ekonomik Yapı Üzerine Düşünceler		
- Hükümetin ekonomi politikalarını uygulama gücü		% 6
- Ekonomide uygulanan kısa süreli planların değerlendirilmesi. Gelişme planlarının uygunluğu, darboğazlar,. Doğal ve beşeri kaynak durumu.		% 15
- Ekonominin şimdiki durumunun beyanı		
GSMH gelişimi	0.3	
Enflasyon hızı	0.6	
Hükümetin bütçe durumu	0.6	
Para arzının artması	0.3	
Cari ödemeler dengesi	0.3	
İşsizlik	0.6	
Dış-borç düzeyi	1.2	
Borç-servis oranı	1.2	
İstatistiki raporların durumu	0.9	% 6
- Şimdiki politika ve trendlerin devamı durumunda geleceğe ait beklentiler		
GSMH artışı	0.7	
Enflasyon oranı	1.3	
Hükümetin bütçe durumu	2.0	
Para arzındaki gelişmeler	0.7	
Cari ödemeler dengesi	2.0	
İşsizlik	1.3	
Dış borç düzeyi	2.5	
Borç servis oranı	2.5	% 13
- Ülkenin ekonomisindeki bozuklukları düzeltme ve ani şoklara karşı dayanabilme gücü		
GSMH'nın yüzdesi olarak ithalat	0.7	
GSMH'nın yüzdesi olarak ihracat	0.7	
İthalatın sektörel ve coğrafi dağılımı	4.6	
İhracatın sektörel ve coğrafi dağılımı	4.6	
İhracata konabilecek sınırlamalar	6.4	
Ülkenin temel ithalat ve ihracat fiyatlarının değişimine ülkenin dayanması, enerji bağımlılığı	8.0	% 25
		% 100

Tablodaki verilerin değerlendirilmesi ile bulunan ülkeye ait notun diğer ülkelerin risk faktörleriyle değerlendirilip, risk sıralaması içindeki yerinin tesbit edilmesi gerekir. Bunun için Nagy'a ait metodda olduğu gibi ülkelerin içinde bulunduğu risk derecesine göre bir ölçek hazırlanır. Bu skala çok sayıda ülkenin derecelendirilmesi sonucu sinama-yanılma yolu ile tesbit edilir.

2.4.3. Makro Ekonomik Modeller

Makroekonomik modeller ülke riskinin belirlenmesinde ekonomik faktörlerin değerlendirilerek ülke risk notunun belirlenmesi esasına dayanır. Temelde iki metod vardır.

2.4.3.1. Makro Ekonomik Likitide Oranı

Bu oran (macro-economic liquidity ratio- MELR) F.A. Von Dewall tarafından geliştirilmiş olup makro ekonomik likitide oranı, bir ülkenin gelecek dönemlerde dış borç ödeme gücünü veya kaabiliyetini ölçmede kullanılacak bir göstergedir. Bu oran bir ülkenin dış ödemelerde kullanabileceği kısa süreli finansman kaynakları ile, anapara ve faiz ödemesinden oluşan dış borç yükümlülüğünü kapsamaktadır⁵⁸.

$$MELO = \frac{\begin{array}{cccc} \text{Brüt resmi} & + & \text{Uluslararası} & + & \text{Ulusal bankacılık} & \pm & \text{Cari işlemler} \\ \text{döviz rezervi} & & \text{banka kredileri} & & \text{net döviz varlığı} & & \text{fazlası (veya açığı)} \\ \text{açığı veya fazlası} & & & & & & \end{array}}{\text{Dış borç anapara ve faiz}}$$

Makro ekonomik likitide oranı bazı bankalar tarafından ülke riski analizinde kullanılmaktadır. Ancak bu bankalar bazı eksikliklerinin olduğunu ve bunların yanlış değerlendirmelere yol açtığı ileri sürülmektedir. Dış borç faizlerinin oranın hem payında hem de paydasında yer alması bu eleştirilerden birisidir. Oranın payında cari işlemler dengesine yer verilmesi bu dengenin dış borç faiz ödemelerini de kapsadığını göstermektedir. Eğer bir ülkenin dış borç faizleri ithalatına kıyaslandığında önem arz etmiyor ise, borç faiz ödemelerinin, oranın hem payında hem de paydasında yer alması durumu fazla sorun teşkil etmeyeceği şeklinde düşünülebilir. Ancak oranın payında yer alan ve borç ödemede kullanılabilecek kaynaklar niteliğinde olan bazı pasif veya gider karakterli yada kullanım kalemlerinin yer alması çok daha önem arz etmektedir. Payda

⁵⁸ Akgüç, a.g.m., s.33.

yer alan cari işlemler dengesi kalemi, ihracatla birlikte görünmeyen hizmet giderlerini de kapsamaktadır. Beklenen cari işlemler açığı ile resmi döviz rezervi, bankacılık sisteminin net döviz varlığı ve kullanılmamış dış kredi olanakları arasındaki farkın cari işlemler açığı lehinde olması halinde payın tutarı ve oranın değeri de negatif olacaktır⁵⁹.

2.4.3.2. Makro Ekonomik Finansman Oranı

Makro ekonomik likitide oranına ilaveten makro-ekonomik finansman oranı (macro-economic financing ratio-MEFR) kullanılmaktadır. Bu oranın makro ekonomik likitide oranından farkı, dış ödemelerde kullanılabilecek imkanların ve kaynakların oranın payında yer alması, buna karşılık toplam dış finansman gereksinimlerinin de paydada yer alması olarak ifade edilebilir. Bu oranda döviz gelirlerine payda, döviz giderlerine de paydada yer verilmektedir. Böylece kullanılacak imkanlar ve kaynaklar, toplam dış finansman ihtiyacına oranlanmaktadır⁶⁰.

$$MEFO = \frac{\begin{array}{c} \text{Brüt} \\ \text{Döviz} \\ \text{Rezervi} \end{array} + \begin{array}{c} + \\ \text{Bankaların net} \\ \text{döviz} \\ \text{tutarı} \end{array} + \begin{array}{c} + \\ \text{Bankalardan} \\ \text{sağlanmış kredi} \\ \text{veya bakiyeleri} \end{array} + \begin{array}{c} + \\ \text{Dışsatım} \end{array} + \begin{array}{c} + \\ \text{Görünmeyen} \\ \text{gelirler} \end{array}}{\begin{array}{c} \text{Dış borç} \\ \text{anapara taksitleri} \end{array} + \begin{array}{c} + \\ \text{Dış borç} \\ \text{faiz ödemeleri} \end{array} + \begin{array}{c} + \\ \text{Dışalım} \end{array} + \begin{array}{c} + \\ \text{Görünmeyen} \\ \text{giderler} \end{array}}$$

Bu oranın eksik yönü ise, yıl içinde olması muhtemel kısa süreli dış borçların, kabul kredileri gibi ticari kredilerin dikkate alınmamasıdır. Kısa süreli dış kredilerin bir sorun teşkil etmeyeceği kabul edilmektedir. Borçlarını ödeme güçlüğü içine giren, likitide sorunları ağırlaşan yani kredibilitesi düşen ülkelere açılan kısa süreli ticari kredilerin yenilenme olasılığı yüksektir. MEFO'nun 1'den büyük olması; ülkenin mevcut döviz stokunun, ihracat giderleri ile dış borç anapara ve faiz ödemelerini karşıladığını ifade etmektedir. Oranın 1'den küçük olması döviz girdilerinin döviz çıktılarını karşılamada yetersiz kaldığını ifade eder. Ancak bu durum her zaman ilgili ülkenin dış borç yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği anlamına gelmeyebilir. MEFO bir ülkenin yıl içinde kreditorlerden sağlayabileceği kredileri hesaplama yaparken dikkate almamaktadır⁶¹:

⁵⁹ Akgüç, a.g.m., s.33.

⁶⁰ Akgüç, a.g.m., s.34.

⁶¹ Akgüç, a.g.m., s.34.

2.4.4. Logit Analizi

G Feder ve R. E. Just tarafından geliştirilen bu model ülke riskinin ölçülmesinde kullanılan bir metoddur. Bu metod belirlenen yıllarda borçlara ait yapılan yeni ödeme planındaki ödeme ihtimalinin ölçülmesini esas alır. Bu model 1970’li yılların başları ve 1960’lı yılların sonlarını içeren süreç içerisindeki yeni ödeme planının geniş ölçüde uygulanması esasına dayanır. Ödememe ihtimali olan 11 ülkede 21 gözlem yapılmıştır. Buna ilaveten 1972-65 yıllarındaki ödenen 217 hesap da kullanılmaktadır. Bütün gelişmekte olan ülkelerin ödediği toplam borcun % 85’inin hesaplandığı dönemde 41 ülkeden 238 gözlem örneğe temel teşkil etmektedir. Bu model, transfer riskinin ölçülmesinde kullanılan temel ekonomik göstergelere geri dönmektedir. Logit analizi örnekler arası nihai korelasyona dayanır. Dünya Bankası, IMF’de olduğu gibi kaynaklardan elde edilen 9 gösterge test edilmektedir⁶².

Birinci gösterge, borç servis oranıdır. Bu oran analizlerde en yaygın bir şekilde kullanılmakta olup yüksekliği yüksek risk anlamına gelmektedir.

İkinci gösterge, kısa dönemde önem taşıyan, dış alım / döviz rezervleri dir. Bu oran döviz rezervlerinin döviz kazançlarındaki dalgalanmalara karşı tampon görevini gösterir.

Üçüncü gösterge, ortalama vadeyi gösteren amortizasyon / borç oranıdır. Bu oran uzun vadede anlam ifade eder.

Dördüncü gösterge, sermaye girdilerinin önemini yansıtan sermaye akımları / borç servis oranıdır. Sermaye akımları; borçlar, yardımlar, direkt yatırımlar ve transfer ödemeleri olarak ortaya çıkar. Sermaye akımları kısa vadede borç ödeme güçlüğü azaltıcı bir etken olarak kendisini gösterir. birinci ve dördüncü göstergeler birlikte “değiştirilmiş borç servis oranı” olarak değerlendirilebilir.

Beşinci gösterge, sermaye akımı / borç servis oranıdır. Bu oran uzun ve kısa vadede önem arz eder. Özellikle ülkelerin anapara ve faiz geri ödemelerinde bir gösterge olarak değerlendirilir.

Altıncı gösterge, GSMH’deki büyüme oranıdır. Bu oran ülke ekonomisinin genel yapısı hakkında bilgi veren önemli oranlardandır. Reel iktisadi büyümesinin bir göstergesi olarak değerlendirilir.

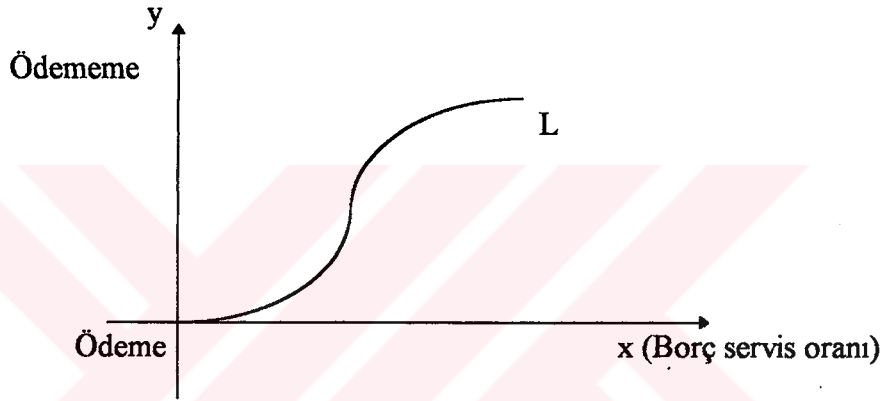
⁶² Krayenbuehl, a.g.e., s.63

Yedinci gösterge, ihracattaki artış oranıdır. Bu oran ülkenin ödemeler dengesinin yapısını ne olduğu hakkında bilgi verir. Ülkenin borçlarını geri ödeme gücünün bir göstergesidir.

Sekizinci ve dokuzuncu gösterge olabilirlik oran indeksi ve olabilirlik oran istatistiğidir.

Matematiksel olarak bu metod, borç servis oranı (x)'in fonksiyonu olan ödememe ihtimali (Y), arasındaki fonksiyonel ilişkiyi gösterir⁶³.

$$Y = \frac{e^{\beta x}}{1 + e^{\beta x}}$$



Şekil 2.1- Borcun ödenmemesine ait eğrisel tahmin

β , L eğrisinin eğimi olarak tanımlanabilir.

Bu metod, farklı ekonomik göstergelerin kullanımı ile logit katsayısı ihtimalinin simülasyonu ile genişletilebilir. Burada değişik ihtimaller sonucu farklı değişkenler elde edilir. Bu süreç aşağıda verilmiştir⁶⁴. Sonuçlara göre tablo 2.4 düzenlenmiştir⁶⁵.

(a) denemesinde GSYİH dışındaki bütün değişkenler % 5 güvenirlilik derecesinde (tek taraflı test için) olumlu sonuç vermişlerdir. Olabilirlik oran indesi % 92'nin üzerindedir ve olabilirlik oran istatistiği de logit model regresyonunun yüksek önem derecesine sahip olduğunun göstergesidir.

(b) denemesinde, GSYİH dışındaki 6 ekonomik değişken temelinde analiz yapılmıştır.

⁶³ a.g.e., s.64.

⁶⁴ Kozanoğlu, a.g.e., s. 62.

⁶⁵ Krayenbuehl, a.g.e., s.64.

(c) denemesinde yukarıda sayılan sakıncalardan amortizasyon / borç oranı dışlanmış ve tek taraflı testte en az % 7.5 önem derecesine sahip değişken katsayı tahminleriyle analiz yapılmıştır.

(d) denemesinde ise GSYİH dışlanmıştır. Her iki durumda da olabilirlik indeksi % 90'ın üzerindedir.

Tablo- 2.7: Borç ödememe ihtimalinin logit analizde tahmini

Değişken	Olay			
	(a)	(b)	(c)	(d)
Borç servis oranı	53.6619 (2.5731)	59.2085 (3.2864)	35.9826 (3.3768)	38.0096 (3.6181)
İthalat / Rezervler	0.3946 (1.8323)	0.3867 (1.7877)	0.3614 (1.8622)	0.3535 (1.7895)
Amortizasyon / Borç	-34.6172 (1.6535)	-39.6368 (2.1808)		
Kişi Başı Yıllık Gelir	-0.0116 (2.4708)	-0.0124 (2.8337)	(0.0113) (3.0333)	(0.0142) (3.5523)
Sermaye Akımı/Borç Servisi	-2.6685 (2.9576)	-2.8591 (3.3930)	-2.1301 (3.4862)	-2.2730 (3.6666)
GSMH Artışı	-18.1495 (0.4011)		-50.3238 (1.4274)	
İhracattaki Artış	-44.8634 (1.7120)	-52.6046 (2.7077)	-30.5812 (1.6159)	-47.3640 (2.8498)
Olabilirlik Oran İndeksi	0.9222	0.9217	0.9086	0.9019
Olabilirlik Oran İstatistiği	304.2605	304.0954	299.7940	297.5613

(Parantez içindeki rakamlar t değerlerini göstermektedir)

a, b, c, d kolonları ekonomik göstergelerin farklı kombinasyonlarından elde edilen logit tahmini içermektedir.

Gözlem sonucu, dışsıtım gelişme katsayısının GSYİH'nın dışlanmasıyla arttığı görülmektedir. Bu, az gelişmiş ülkelerde dışsıtım ile GSYİH arasındaki yüksek bir korelasyon bulunmasının bir sonucudur. Bu nedenle GSYİH'nın artışının dolaylı yoldan borç ödeme kapasitesini arttırdığı söylenebilir. Borcunu ödemeyen belirli ülkeler için elde edilen tahminlere ilave olarak farklı ekonomik göstergelerin değerleri, logit tahmini ile aşağıdaki formül kullanılarak birleştirilebilir⁶⁶.

⁶⁶Krayenbuehl, a.g.e., s.65.

$$Y = \frac{e^{\beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \dots}}{1 + e^{\beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \dots}}$$

β_1 = Borç servis oranı değişkeni için logit tahmin

x_1 = Belirlenen ülkenin borç servis oranı

β_2 = İthalat / rezervler oranı için logit tahmin

x_2 = Belirlenen ülke için ithalat / rezervler oranı

β_3 = İhracattaki büyüme oranı değişkeni için logit tahmin

x_3 = Belirlenen ülke için ihracattaki büyüme oranı

Her bir ülke için 0 ile 1 arasındaki değerler analiz edilir ve benzer hesaplar yapılabilir. Ödenmeme olayı 1 ve ödenme olayı 0 olarak gösterilmektedir.

Yeni ödeme planı için verilen kritik ihtimal değerleri (P^*)'ne göre; büyük ihtimalle bütün ülkeler için kredi reddedilirken, diğer bütün ülkeler için hala yüksek kredibilite mevcuttur. Bu görüşe göre, iki hata tipinin ihtimali vardır. Ülkenin P^* borç ödeme ihtimalinden daha düşük ihtimali olan I. tip ve daha yüksek ihtimali olan II. tiptir. Yapılan 238 gözlem içindeki hatalar aşağıdaki tabloda verilmiştir⁶⁷:

Tablo- 2.8: Logit Analiz Tahminine Dayalı I. ve II. Tip Hatalar

P^*	Durum (b)		Durum (c)	
	I. Tip Hata	II. Tip Hata	I. Tip Hata	II. Tip Hata
	Sayısı	Sayısı	Sayısı	Sayısı
0.10	0	10	0	11
0.20	0	6	1	8
0.30	1	6	2	7
0.40	1	5	3	6
0.50	2	4	4	6
0.60	3	4	4	2
0.70	5	1	5	1
0.80	5	1	6	1
0.90	7	1	8	1

Eğer P^* nisbeten büyük olursa II. tip hata az olurken, I. tip hata önem kazanır. P^* küçük olursa tersi olur. Burada optimum bulunamaz. Ancak eğer bulunana değer 0.65 veya daha yüksek ise bu, ülkeler için iyi bir şanstır⁶⁸. Bu ülkeler borçlarını geri ödemek için yeni bir borç geri ödeme planı hazırlayabilirler.

⁶⁷ a.g.e., s.65.

⁶⁸ a.g.e., s.66.

Logit analizi yaklaşımı bugün transfer riskini ölçmek için kullanılmaktadır. Ancak logit analizinin kullanımı için yeterli bilgisayar ekipmanı kadar profesyonel ekonomik kadroya da ihtiyaç vardır.

2.4.5. Euromoney Dergisi Tarafından Kullanılan Metod

IMF yayını olan Euromoney dergisi tarafından hesaplanmakta olan indeks, piyasada işlem gören bütün europazar kredilerine ilişkin bilgilerin toplanması ve değerlendirilmesi sonucu oluşmaktadır. Euromoney tarafından kullanılan indeks, uluslararası kredi piyasalarında, kredi koşullarını göstermek bakımından önemlidir. Ek faiz yükü (spread) ve vadenin ne yönde, ne miktarda değiştiğini bu indeks sayesinde belirlenmektedir. Elde edilen indeks değerleri pazarda kredi alma şartlarının hangi yönde değiştiğini göstermektedir. İndeks europazarlardan borç talep edenlere kendi finansman koşullarını ve pazar koşullarını karşılaştırma imkanı verir. Bu indeks bankalara, borçlulara ve ilgili diğer kurum ve kuruluşlara pazarda meydana gelen hareketlerin ölçülmesinde ve bu ölçüm sonucuna göre borç kararlarının alınmasında yol göstermektedir.⁶⁹

Pazardan borç sağlama olanakları zorlaştıkça indeks yükselmektedir. yani indeks ile alınan borçlar doğru orantılıdır. Borç sağlama kolaylaştığında ise, indeks düşer. İndeks ek faiz yükü ile ortalama sürenin paralel ve aynı yönde hareket ettikleri zaman önem taşır. Ek faiz yükünün düşmesi borçlanma şartlarının hafiflediğine, ortalama borç süresinin düşmesi ise, borçlanma şartlarının ağırlaştığı ifade etmektedir. Bu iki faktörün birlikte ortaya çıkması halinde ise genel piyasa koşullarının ne yönde değişeceği indeks tarafından gösterilmektedir⁷⁰.

İndeks, ilk olarak 1979 yılındaki ortalama indeks değeri 100 kabul edilerek hesaplanmıştır. İndeks LIBOR'a göre verilen borçları kapsamakta olup, sabit faizli borçlanmaları kapsamamaktadır. Ülkeler Dünya Bankasının ekonomileri sınıflandırma esasına göre 5 gruba ayrılmıştır. Her grup için indekste ayrı ayrı ağırlıklar verilmektedir⁷¹.

I. Grup: Sanayileşme sürecini tamamlamış ülkeler, uluslararası etkin kuruluşlar (AET v.b.) ve bölgesel kalkınma bankaları,

II. Grup: GSMH'ı 1136 \$'ın üzerinde olup gelişmekte olan ülkeler,

⁶⁹ Kozanoğlu, a.g.e., s.86.

⁷⁰ Krayenbuehl., a.g.e., s.80.

⁷¹ Kozanoğlu., a.g.e, s.87.

III. Grup: GSMH'ı 281-1135 \$ arasında yer alan ve düşük gelire sahip ülkeler,

IV. Grup: Düşük gelirli ülkeler (GSMH'ı 280 \$'ın altında olanlar),

V. Grup: Merkezi planlama ekonomileri (Kapalı ekonomiler).

Her grubun geçmiş yıllarda europazarlardan toplam borçlanma içindeki payı % olarak belirlenmiştir. Bulunan bu değer grubun indeks ağırlığını göstermektedir.

Gruplara göre indeks ağırlıkları şöyledir⁷²:

I. Grup:	% 32.7
II. Grup:	% 28.5
III. Grup:	% 27.0
IV. Grup:	% 3.1
V. Grup:	% 8.7

Gruplandırmadaki temel amaç, kısa dönemde pazarda meydana gelebilecek borçlanmaların indeks ağırlığını yapay olarak etkilemesini önlemektir. İndeks temel olarak ek faiz yükünün ağırlıklı ortalamasının borçlanma süresinin ağırlıklı ortalamasına oranıdır. Ek faiz yükleri ve borçlanma süreleri, her ülkenin içinde bulunduğu grup ve gruba ait sabit indeks ağırlıkları göz önüne alınarak bulunur. Euromoney indeksi formülü şöyledir⁷³:

$$\frac{\sum_i W_i \frac{\sum_{sv} v}{v}}{\sum_i W_i \frac{\sum_{mv} m}{m}} = \frac{\text{Ağırlıklı ek faiz}}{\text{Ağırlıklı süre}}$$

i : Borçlu grubu,

W_i : Her grup için belirlenen sabit ağırlık (Önceki yıllarda Euro-kredi pazarından alınan krediler içindeki payı gösteren),

$\sum$: Her grubun toplam borçlanmaları,

s : Ek faiz,

v : Borç miktarı,

m : Süre.

⁷² Krayenbuehl, a.g.e, s.81.

⁷³ Kozanoğlu, a.g.e., s.87.

Yıllara göre farklı ek faiz yükü olan borçlar için tek bir ağırlıklı faiz bulunur. Meselâ, 5 yılı 6/9, sonraki 8 yılı 3/5 ek faizli 13 yıllık bir borçlanmanın ek faiz yükü:

$$[(6/9 \times 5) + (3/5 \times 8)] / 13 = 0.63$$

İndekste her grup için bir alt indeks hazırlanarak farklı şartlarda bulunan grupların gelişmeleri gözlenebilir. İndeks bütün devlet, devlet garantili ve özel sektör borçlarını içerecek şekilde hazırlanmaktadır. Ülkelerin risklilik tablosu Euormoney indeksi kullanılarak aşağıdaki formülle hesaplanır⁷⁴:

$$\text{Euromoney İndeksi} = \frac{\sum \frac{\text{Borç Miktarı} \times \text{Ek Faiz Yükü}}{\text{Euromoney İndeksi}}}{\sum \text{Borç Miktarı} \times \text{Süre}}$$

Bu formül ile her ülkenin tek tek indeksi hesaplanır. Hesaplama sonucu bulunan en düşük değer en yüksek kredibilitayı, en yüksek değer ise en düşük kredibilitayı ifade etmektedir. Bulunan bu değerler periyodik olarak periyodik olarak Euromoney dergisi tarafından yayınlanır.

2.4.6. Yüksek Enflasyonlu Ülkelerin Kredibilite Analizinde Pierre-Richard Agénor ve Mark P. Taylor Tarafından Geliştirilen Metod

Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde kredibilite ölçülürken deneme-yanılma metodu kullanılmaktadır. Resmi döviz kuru ve karaborsa (veya serbest piyasa) döviz kuru arasındaki farktan yaralanan bu model, iki anahtar varsayıma dayanmaktadır. Birincisi; enflasyonun, enflasyonist baskılarla (toplu sözleşmeler, ücret artışları v.s.) ilişkili bir süreç olduğudur. Ücret ve fiyatlar hükümetin enflasyonu kontrol etmedeki becerisine göre belirlendiğinden enflasyon sürekliliğinin kredibilite politikası ile ters ilişkili olduğu varsayılır. Para ve döviz politikalarındaki sıkılık ile enflasyonun sürekliliği arasındaki olumsuz ilişki Alogoskoups tarafından 2. Dünya Savaşı sonrası dönemdeki OECD ülkeleri ekonomileriyle ilgili veriler ve Fischer-Taylor çeşitliliği ile üstüste gelen ücret kontratlarından faydalanan serbest ekonomiye sahip bir makroekonomik model ile gösterilmiştir⁷⁵.

⁷⁴ Kozanoğlu, a.g.e.

⁷⁵ Pierre-Richard Agénor ve Mark P. Taylor, "Analysing Credibility in High-Inflation Countries: A New Approach" The Economic Journal, Cilt 103, Sayı 417, (Mart, 1993), s.329.

İkinci varsayım ise, bir istikrar programının kredibilitesini ölçen uygun bir yakınsamanın, paralel pazar piyasasının “temel unsurlarının” hareketlerine dik olan paralel piyasa değerlerinin bir bölümü olduğudur. Bir anti-enflasyonist programın kredibilitesi yoksa piyasadaki enflasyonda artış beklenir. Bu yüzden reel para dengeleri üzerinde enflasyonun vergilendirme yapısını önlemek için dövize endeksli menkul değerlere dönülür. Verilen bir kaynak için, paralel piyasa döviz kurları inerken asıl değerler artar, diğerleri eşit kalır. Ancak “asıl değer” bir değişkendir ve düzeyini temel piyasa unsurlarının fiyatları belirler. Bu özelliği açıklamak için bu değişkeni düzenlemek çok önemlidir. Paralel piyasa değeri, şu andaki ve gelecekteki hükümet politikalarını da göz önünde bulundurulan piyasa beklentilerine aşırı duyarlıdır. Bu özelliği sayesinde de kredibilite etkilerinin incelenmesinde tercih sebebidir.

Paralel piyasa değerlerindeki hareket, ana piyasa temel unsurlarının hareketleri ile açıklanamıyorsa bu artık değişme miktarının, kredibilite politikasının algılanan derecesinde meydana gelen değişmelerden dolayı oluştuğu varsayılmaktadır. Paralel piyasa değerindeki değişimin, kredibilite politikasının kredibilite endeksini etkileyeceği ölçüde değerlendirebileceğidir. Bu endeksin yararlılığı enflasyonun sürekliliği derecesi ile ters ilişkili olup olmadığına bakılarak bulunabilir⁷⁶.

İlk adım paralel piyasa priminin ayırt edilmesi için denemenin yapılması, ρ_t , kredibilitenin ölçülmesi için temel teşkil eden önemli olan veya önemli olamayan parçaları içerir. z_t değişkenlerinin önceden tanımlanan vektörlerindeki önemli faktörleri kapsayan regresyon çatısı kullanılır⁷⁷.

$$\gamma(L) \rho_t = \delta(L) z_t + u_t$$

$$\delta(L) = \delta_1 L + \delta_2 L^2 + \dots \delta_n L^n,$$

$$\gamma(L) = 1 + \gamma_1 L + \gamma_2 L^2 + \dots \gamma_n L^n,$$

γ_1 skalar katsayı, δ_1 katsayı vektörleri, L borç gecikme operatörü, u_t ise artık süreci temsil eder. Denklem (γ) , ρ_1 ve z_1 'in bir vektörel otoregresif sistemi içindeki ilk denklem olarak yorumlanabilir. Kredibilite değişkeni c_t , u_t cinsinden bulunur.

$$c_t = -u_t$$

⁷⁶ Michael Melvin ve Don Schlagenhauf, “A Country Risk Index: Econometric Formulation and Application to Mexico”, *Economic Inquiry*. Sayı 23. (Ekim 1985), s. 608.

⁷⁷ Agénor, ve Taylor, a.g.m., s. 330.

Formüllerinin oluşması itibariyle birinci formülden kalanların ortalaması tahmin periyodu boyunca 0 dır. Bu sebeple kredibilite değişkenine yersiz kısıtlamalar koymamak için yeterince geniş bir örnekleme almak çok önemlidir. İkinci bir önemli nokta ise, gözlenebilir bir değişkenin sistematik veya sistematik olmayan bileşenlerine ayrılmasının bilgi kümesinin seçimine bağlı olduğudur. Şartlama değişkeni z_t 'nin seçimi ile bilgi kümesi üzerindeki “white noise” tahmin edilir. “White noise” kalanlarını veri tutarlılığının bir kriteri olarak kullanmak için tek ve kesin bir yol yoktur. Ancak otoregresif, dağılmış borcun gecikmesine ait parametreler üzerinde fazla kısıtlamalar koymadan çevreyi kontrol etmemizi sağlar⁷⁸.

İkinci adım ise, Kalman Filtre Yaklaşımı'nı kullanarak bu paralel piyasa değerinin temel unsuru olmayan bileşkelere bağlı olarak değişen, geçmişe dönük bir sürecin enflasyon için tahmin edilmesidir. Enflasyon π_t birinci düzen otoregresif süreç tarafından güdüldüğü varsayılırsa, tahmin edilecek sistem⁷⁹,

$$\pi_t = \alpha_t + \pi_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\alpha_t = \alpha_{t-1} + \gamma c_t + n_t$$

$$\begin{bmatrix} \varepsilon_t \\ n_t \end{bmatrix} \sim N \left\{ \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \end{bmatrix}, \begin{bmatrix} \sigma_{\varepsilon}^2 & 0 \\ 0 & \sigma_n^2 \end{bmatrix} \right\}$$

ve π_t ortalama sapma şeklindedir. Kalman Filtre yaklaşımı durum değişkeni dizisi (α_t)'nin eski optimal tahminlerine uygulanabilir. Sonuçta γ için bulunan tahmini değer negatif olmalıdır. Kredibilite ne kadar yüksek olursa, enflasyon üzerindeki değişim etkisi de o kadar azalır. Bu yüzden α_1 katsayısı kredibl bir anti-enflasyon programın yerine getirilmesiyle azalır.

Brezilya Crusado Planının Kredibilitesi

Şubat 1986'da duyurulan bu plan, genel olarak ücretlerin, maaşların, fiyatların ve döviz kurunun dondurulmasından oluşmaktadır. Enflasyon % 20'nin üzerine çıktığında ücret ve maaşlar otomatik olarak yeniden ayarlanacaktır. Fakat önceden planlandığı gibi planın uygulanmasından önce önemli kamu sektörü fiyatları (elektrik hariç) ve kontrol

⁷⁸ Agénor, ve Taylor, a.g.m.

⁷⁹ Agénor, ve Taylor, a.g.m.

edilen özel sektör fiyatları ayarlanamamıştır. Planın ilk ayları oldukça başarılıydı. Aylık enflasyon % 1 ve % 2 dolaylarında ve endüstriyel üretim Şubat-Ekim 1986 arasında % 4 artmıştı. Kasım 1986'da reel ücretler, 1985 ortalamasından % 9 daha yüksekti. Fakat Ağustos 1986'da plan artık yürütülemez hale gelmişti. Fiyat dondurulması, maaş ve ücretlerin artmasıyla ortaya çıkan talep artışı ve kamu sektörünün GSMH'nın % 0,5'i olarak planlanan ancak % 3,7 olarak gerçekleşen bütçe açıklarıyla çelişir durumda idi. Mal ve iş piyasalarında aşırı bir talep olmuş idi. İthalat büyük oranda artmış, ihracat azalmış, dış ticaret fazlası Eylül 1986'da yok olmuş idi. Aşırı talep ve bu talep ile bağdaşmayan devlet kontrolü altındaki fiyatlar ve büyük kamu açığı, bu istikrar hareketini başarısızlığa uğratan makro ekonomik dengesizliklere neden olmuştur. Aralık 1986'da fiyat kontrollerinden vazgeçilmiş, ve enflasyon Mart 1987'de % 10-15 Nisan'da ise ortalama aylık % 26 olmuştur. Bunsan sonra Bressner planının uygulanmasına başlanmıştır. Bu politikanın ışığında ve daha önce belirtilen teknikle, anketlerin ortaya çıkardığı Cruzado planının uygulanmasıyla kredibilitenin hızla arttığı ve bunu takip eden aylarda hızla azaldığı şeklindeki sonuç aşağıda analiz edilmiştir⁸⁰:

Gerekli zaman aralıkları için aylık veriler Ocak 1982 ve Aralık 1989 arasındaki periyod için temin edilmiştir. ARDL (Autoregressive Distributed Lag) tahminine göre ele alınan değişkenler; para stokunun büyüme hızı, üretimdeki değişimler, içteki ve ABD'deki enflasyon oranları resmin ve serbest piyasa döviz kuru arasındaki kur makasıdır. Dönemlik önemsiz değişkenler bağımsız değişkenler olarak regresyona ilave edilir. Cruzado planının terkedilmesine adapte olma dönemini de kapsayan dönem için her iki ölçü de benzerlik gösterir. Programın uygulanmasıyla kredibilite artmış ve devan eden aylarda hızla azalmıştır. 1. Düzen ARDL sistemlerinden elde edilen kredibilite endeksi kullanılarak model 3-5'in parametrelerinin maksimum benzerlik tahminleri aşağıdaki gibidir. (Standart hata parantez içindedir.)

$$1 = - 0.00035, \sigma^2_{\varepsilon} = 0.0015, \sigma^2_{\pi} = 0.0029$$

Modelin öngördüğü γ katsayısı negatiftir. Yine analizin gösterdiği gibi enflasyonun 1986'ten 1986'a kadar hızla artan süreklilik etkisi Cruzado planının çökmesi ile Haziran 1987'e kadar hızla azalmış ve sonra plan öncesi değerine yükselmiştir.

⁸⁰ Agénor ve Taylor, a.g.m., s.332.

Böylece kredibilitenin düşük olduğu zamanlarda fiyatların patlayacağı yansıtılmış olmaktadır.

Sonuç olarak anti-enflasyonist politikalar bağlamında kredibilite faktörlerinin boyutlarını ve dağılma etkilerini bulmaya yarayan bu, yeni ve basit bir metoddur. Bu metod, paralel döviz piyasası ana değerinin temel bileşen ve temel olmayan bileşen olarak ayrıştırılmasına dayanır. Enflasyonun süreklilik derecesiyle ters ilişkili olduğu kabul edilen bu temel olmayan bileşenin kredibilite değişkeni olarak kullanılabileceği esas bu metodun temelini teşkil etmektedir.

Türkiye ile Brezilya 1990'lı yıllarda kredibilite olarak aynı değerlere sahip ülkeler olduğu için Cruzado planına benzer ancak istikrarlı ve devamının sağlanacağı bir plan Türkiye açısından uygulanabilir.

2.5. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİNE YARDIMCI OLAN KURUM VE GÖSTERGELER

Ülke riskinin belirlenmesinde, bazı kurum ve kuruluşların sağlamış oldukları veriler ve göstergeler "Rating Kuruluşları" tarafından yapılan analizlerin daha sağlıklı, gerçekçi ve tarafsız olmasını sağlar. Ülke riskinin ölçülmesine veri ve gösterge sağlayan bazı kurum ve kuruluşları aşağıda incelenmiştir:

2.5.1. İş Çevresi Risk Bilişim Enstitüsü (Business Environment Risk Information, BERİ)

Bu enstitünün kurucusu Prof. F.T.Haner dir. Haner 1960'ların sonunda ülkelerin ekonomik ve politik durumlarını yansıtan ve 50 ülkeyi kapsayan ilk ülke riski analiz raporlarını yayınlamıştır. Bugün ise BERİ Enstitüsü orjinal BERİ endeksi ile beraber ülke risk analiz raporları ve uluslararası kreditorler için ülke riski tahminleri hazırlamaktadır. Orjinal BERİ endeksi 48 ülkeyi kapsamakta ve yılda 3 defa yayınlanmaktadır. Bu endeks ülke riskinin üç elemanını -yabancılar için iş çevresinin durumu, politik istikrar ve geri ödeme risklerinin değerlendirilmesini- içermektedir. BERİ Enstitüsü ülke riski raporlarını üç kategoride sınıflandırmıştır⁸¹:

- Orjinal BERİ endeksi
- Ülke tahmin raporları

⁸¹ Krayenbuehl, a.g.e., s.77

- Uluslararası borçlanmalar için ülke riskinin tahmini

BERİ Enstitüsü ülkenin kredi değerliliğini ölçerken niceliksel ve niteliksel metotlardan faydalanarak, foreland sistemini uygulamaktadır. Sistemde niteliksel, niceliksel ve çevresel dereceleme olmak üzere 3 alt endeks vardır. Niceliksel dereceleme yapılırken gözönünde bulundurulan esaslar; ülkenin tüm dış borçlarına hizmet edebilme kapasitesi, ülkenin döviz kazancı, dış borç durumu, döviz rezervlerinin miktarı ve hükümetin kullandığı finans metodlarıdır. Değişik ağırlıklara sahip 4 alt endeksin belli ağırlıklarla toplama dahil edilmesiyle hesaplanan niceliksel derecelemenin toplam dereceleme etkileme oranı % 50 civarındadır. Toplam kredibilitiyi % 25 civarında etkileyen niteliksel derecelendirmede ise göz önüne alınacak faktörler, ülkede uygulanan ekonomik politikalarının başarısı, dış borç yapısı, yurt dışına para transferine olanak tanıyan yasalar, ihtilal olasılığı ve hükümetin dış borç ödeme politikasının ciddiyeti gibi etkenlerdir. Tüm bu faktörler 1'den 5'e kadar derecelerin yer aldığı bir endekse göre değerlemeye tabi tutulduktan sonra bulunan değişik ağırlıklar toplam niteliksel dereceleme oranının hesaplanmasında kullanılır. Son endeks olan çevresel dereceleme ise toplamı

% 25 civarında etkilemektedir. Bu hesaplama sırasında ise, bir ülkenin dış borçlarına hizmet etmesine imkan veren, döviz kazanmasına olanak tanıyan ihraç mallarının üretimini etkileyen ülkedeki şartlar gibi faktörler incelenir. Bu 3 dereceleme toplamı ise ilgili ülkenin genel kredibilite notunu verir. Forland sistemi ilgili ülkenin gelecek 5 yıl içindeki yukarıdaki faktörleri içeren performansını incelemektedir⁸².

2.5.2. Euromoney Dergisi

Euromoney dergisi yıllık olarak ülkelere ait risk değerlemeleri yaparak bunları yayınlar. Ülkelerin uluslararası mali piyasalardaki performansının dikkate alındığı değerlendirmeler yapılırken göz önünde bulundurulan etkenler arasında, mali piyasalara başvurma kolaylığı, kredilerin vadeleri ve piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin başarı derecesi bulunur. Euromoney endeksinde politik istikrarın payı % 20, ekonomik riskin payı %15, ve ekonomik göstergelerin payı da % 15 olarak kabul edilir. Endekste kredi göstergeleri % 20 uluslararası piyasalardaki göstergeler ise % 30'luk paya sahiptir. Ayrıca Euromoney endeksi 116 ülkeyi aldıkları sayısal değere göre sıralamaktadır⁸³.

⁸² Tuğay, a.g.m., s.35.

⁸³ Tuğay, a.g.e., s.35.

1986 yılında Euormoney tarafından yayınlanan rapora göre ülkelerin politik risk dağılımı şöyledir⁸⁴ :

Politik risk	% 20
Pazara giriş	% 20
Ülkede uygulanan forfaiting	% 10
Ödeme (zamanında veya geç)	% 15
Borçlardaki azalma	% 30
Yeni borç ödeme programındaki zorluk	% 5

Ratingi yapılan 119 ülkenin her birisi için bu derecelendirme yüzdesel olarak hazırlanmaktadır

2.5.3. Kurumsal Yatırımcı

Kurumsal Yatırımcı (Institutional Investor) ise 2 yıl ara ile uluslararası niteliği olan bankalara bir anket yollayarak ülkeleri 1'den 100'e kadar derecelendirmelerini ister. 0, en fazla risk taşıyan ülkeleri göstermekte; 100, ise kredi değerliliği en yüksek olan ülkeler için kullanılmaktadır. Gelen cevapların bir formülle birleştirilmekte ve analiz edilmektedir. Çıkan sonuçlar uluslararası bankacılık ve ticaret alanında, o ülke hakkında meydana gelen görüşü yansıtmaktadır⁸⁵.

Euromone ve Kurumsal Yatırımcı tarafından yapılan derecelendirmedeki en önemli fark; Euromoney tarafından yapılan derecelendirme daha çok doğu-pazarları ile ilgili iken Kurumsal Yatırımcı tarafından yapılan derecelendirme önemli bankaların rating sistemlerine göre de daha basittir⁸⁶.

2.5.4. Uluslararası Ülke Risk Kılavuzu

Bu yayın ABD'de Uluslararası Rapor Grubu tarafından aylık raporlar halinde yayınlanmaktadır⁸⁷.

Bilgi kaynaklarının toplanmasında yatırım yapılacak ülkelerde birçok araştırma ve etüdler yapılmaktadır. Bu araştırmalar ve etüdler genel olarak yatırım yapılacak ülkeye ziyaret yoluyla başlamaktadır. Bu ziyaretlerdeki amaç; ev sahibi ülkenin mevcut koşullarını daha yakından izleme imkanı sağlamaktır. Bu ziyaretler daha önceki araştırmalardan elde edilen verilerin ve tahminlerin ne ölçüde doğru olduğunu görmek ve

⁸⁴ Krayenbuehl, a.g.e., s.80

⁸⁵ Tuğay, a.g.e., s.35.

⁸⁶ Krayenbuehl, a.g.e., s.81.

⁸⁷ Krayenbuehl, a.g.e., s.84.

önceki durum ile şimdiki durum arasında analitik bir karşılaştırma yapılması için de önemlidir. Rakiplerin belirlenmesi, pazar koşulları hakkında bilgilerin toplanması gibi araştırma faaliyetleri kişisel beceriler ile gerçekleşir. Bu araştırmalar yatırımların cinsine ve kapasitelerine göre birbirinden farklılık gösterebilir. Yatırımların kapasitesi, karlılıkları, maliyetleri ve riskleri arttıkça onlara verilen önem de artmaktadır. Bu tür araştırmaların maliyetleri oldukça yüksek olmakta ve zaman açısından da hayli uzun bir süreyi kapsamaktadır⁸⁸.

Bu bölümde, ülke riskinin ölçülmesinde esas alınan değerlendirme kriterleri belirlenmiş, ülke riski ölçüm kuruluşları ve bunların kredi notlarının ne anlama geldiği incelenmiştir. Derecelendirme sürecinde kullanılan modeller analiz edilmiştir. Dördüncü bölümde ise derecelendirme süreci sonunda bir ülke için belirlenen kredi notunun o ülkenin makroekonomik yapısı bakımından, ulusal ve uluslararası bankalar açısından ve çok uluslu şirketler açısından etkileri belirlenecektir.

⁸⁸ Yonca Acar, “Çokuluslu İşletmelerin Yatırım Kararlarını Etkileyen Çevresel Faktörler ve Ülke Riski”, (Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1993), s. 222.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN BELİRLENMESİNİN EKONOMİK VE FİNANSAL ETKİLERİ

3.1. MAKROEKONOMİK AÇISINDAN ÜLKE RİSKİNİN ETKİLERİ

Ülkelerin dış borç problemleri ve yabancı yatırımcılar açısından kredi değerliliği yüksek bir hassasiyete sahip olup, olmaması makroekonomik bir olgudur. Kredi değerliliği ile ilgili tüm göstergeler, ülkenin dış borçlarından doğan anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği üzerinde yoğunlaştığını belirtmiştik. Dış borcun ekonomiye katkı sağlayacak şekilde yani artık katma değer meydana getirecek şekilde kullanılması gerekir. Böylece marjinal tasarruf oranı arttıkça ülke dış borç servisini daha kolay yerine getirebilecek ve yatırımlar ile tasarruflar arasındaki fark kapanmış olacaktır. Yatırımlardan elde edilen gelirler arttıkça yeni yatırım alanlarını finanse etme olanağı ortaya çıkmış olacak böylece dış borç servisi için kaynak meydana getirilecektir⁸⁹.

Politik istikrarın sağlandığı ve serbest piyasa ekonomisinin olduğu ülkelerde ekonomik büyümenin reel olarak sağlanması, ülkelerin iç ve dış yatırıma elverişli hale getirilmesi ile mümkündür. Dış yatırım ise ülkenin rating kuruluşlarından alacağı kredi notuna bağlıdır⁹⁰.

Bir ülkenin ekonomisi ne kadar gelişmiş olursa, hükümetler kriz döneminde istikrar tedbirleri almakta ve uygulamakta o derece başarılı olurlar⁹¹. Ülkelerin ekonomik yönden gelişmişlik düzeyini ve krizlere karşı direnme gücünü uluslararası arenada kredi notu belirlemektedir.

Ülkelerin dış borçlarını ödeyebilme kabiliyeti döviz elde etme yeteneğine bağlıdır. Bu ise ülkenin ulusal parasının konvertibl olması demektir. Döviz elde etme yeteneği

⁸⁹ Sunar, a.g.e., s. 6.

⁹⁰ Meral Varış Tezcanlı, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İstanbul, İMKB Araştırma Müdürlüğü, 1994, s.35

⁹¹ M Aydın Karaöz, "Kredi Değerliliğinin Tesbiti" *Hazine ve Dış Ticaret Dergisi*, 1990/1, Sayı 5, s.36.

ülkenin mali, ekonomik ve sosyal gücünü göstermektedir. Bu faktörlerin ise kredi notunun belirlenmesinde esas alındığını önceki bölümlerde belirtmiştik.

Makroekonomik açıdan dış borç servisi iki noktada önemlidir⁹²:

- a- Ekonomik kalkınma seviyesi,
- b- Ürün farklılaştırma derecesi.

Ekonomik kalkınma ve ürün farklılaştırma açısından bakıldığında zaman, sanayileşmiş ve kalkınma hızları yüksek ülkelerin ödemeler dengesinde meydana gelebilecek bozulmaları daha rahat düzeltebildikleri görülmektedir. Çünkü ülkeler almış oldukları yüksek kredi notu sonucu ülkeye akacak yabancı sermaye ile borç ödeme gücünü yükseltecekler istihdamı ve ihracatı artıracaklardır.

Ülkeler yapılan derecelendirme sonucunda çeşitli imkanlar sağlamış olur. Yapılan derecelendirme sonucunda ülke;

- Ülke ekonomisini faiz oranlarının kredi notuna göre farklılaştığı,
- Borçlanma kalemlerinin kolaylaştığı,
- Çeşitli dengelerin kurulduğu,
- Yatırımcıların güveninin sağlandığı,
- Borçlanma kalitesiyle birlikte işlem hacminin istikrarlı şekilde geliştiği,

bir yapıya kavuşur.

Uzun dönemde ülkenin döviz elde etme kabiliyeti, yurt içi kaynaklarının varlığına ve yurt dışı imkanlardan sağlayacağı fon miktarları ile bu kaynakları kullanmak için sahip olduğu ülkedeki mevcut kalifiye işgücü ve sermaye birikimine bağlıdır. Ülkelerin bu faktörleri kullanma kapasitesi GSMH'nın büyümesi oranı ile paraleldir. Bir ülkenin dış borçlarını geri ödemelerini finanse edebilmesi, doğrudan mal ve hizmet ihraç edebilme kapasitesine ve yeteneğine bağlıdır. Yani yüksek bir "İhracat / GSMH" oranı yüksek bir borç geri ödeme kapasitesi ve yeteneği ile birlikte dışa açık bir ekonomiyi gösterir⁹³.

Ekonominin daha verimli olmasında piyasayı düzenleyen, ihracatın artmasını sağlayan etkili faktörler, özelleştirme gibi yapısal değişimlerdeki başarıya da bağlıdır. Uluslararası alanda bu başarının göstergesi o ülke için verilen kredi notunu etkiler. Makroekonomik istikrar açısından mali durum, ekonomiyi dünyaya entegre etmek için

⁹² Sunar, a.g.e., s. 12

⁹³ Sunar, a.g.e., s.22.

gerekli olan yapısal reformların yapılması ve başarı sağlanması ülke ekonomisinin gelişim düzeyini artıracak ve dünya ekonomik bütünleşmesine katılımı hızlandıracaktır⁹⁴.

Derecelendirme ülkeler için borçlanma işleminde maliyet tasarrufu da sağlar. Bu tasarrufun ne kadar olacağı ise verilen derecelere bağlıdır. Kredi notu yüksek olan ülkelerin finansman maliyetlerinde önemli azalma olur ve risk primleri düşer.

Uluslararası piyasalardan temin edilen kredilerdeki azlık veya çokluk derecesinin ülkenin ödemeler dengesinde neden olduğu makroekonomik finansal gelişmeler her ülke için farklılık göstermektedir. Ülkeler arasında görülen bu farklılaşma; yalnızca ülkeler arasındaki nakit akımından değil aynı zamanda politik, bölgesel ve demografik gelişmelerden kaynaklanmaktadır⁹⁵.

Ülke riskinin belirlenmesinde önemli bir paya sahip olan ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi, açık bütçe ve iç borçlanma, düşük yurt içi tasarruf oranları, spekülasyon faaliyetleri ve makroekonomik dengesizliğin etkisiyle yükselen faiz hadleri gibi faktörler ülkedeki döviz kuru değişimlerine uzun süre imkan vermemekte ve dışa açık, yüksek faiz ve spekülasyon kar beklentisiyle içeri giren fonlar sayesinde sürdürülmektedir⁹⁶. Bu durum Türkiye örneğinde olduğu gibi ekonomiye ağır bir maliyet getirmektedir. Normal şartlarda "Libor+risk primi" oranını birkaç kez katlayan döviz bazında faizler dışarıya ödenmektedir. Bu sebeple ülke ratinginin yüksekliği milli ekonomik açıdan çok önemlidir.

Eğer ülkeler ödemeler dengesinde problem yaşıyorlarsa, ödemeler dengesinde meydana gelen sorunu çözmek için IMF ile Stand-By anlaşması yaparlar. Bu anlaşma ile ülkede uygulanacak bir ekonomik program üzerinde IMF ile görüş birliğine varılmış olur. Buradaki amaç, ülkenin içine düştüğü borç ve ödeme krizinden dolayı ödemeler dengesinde meydana gelen bozuklukların düzeltilmesinin sağlanmasıdır⁹⁷.

IMF ödemeler dengesinde bozulmaların ilgili ülkelerin ekonomilerinde meydana getirdiği sorunları önleme çabasıyla yola çıkmış ve ortaya çıkan değişimler çerçevesinde yeni imkanlar meydana getirmeye çalışarak dünya ekonomik sorunlarına çözüm arayan bir yapı içine girmiştir⁹⁸. Özellikle düşük kredi notundan dolayı uluslararası finansal

⁹⁴ Tezcanlı, a.g.e., s. 57.

⁹⁵ Sadi Uzunoglu, Kerem Alkin ve Can Fuat Gürlesel, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İstanbul: İMKB, 1995, s.64.

⁹⁶ Uzunoglu, Alkin ve Gürlesel, a.g.e., s.73.

⁹⁷ International Monetary Fund, *Annual Report*, Washington, D.C., 1996, s. 25

⁹⁸ Mahfi Eğilmez, *IMF Dünya Bankası ve Türkiye*, İstanbul: Finans Dünyası, 1996, s.51.

piyasalarda kredi itibarını kaybetmiş ve dolayısıyla borç ödeme zorluğuna düşmüş ülkeler için özel krediler sağlamaktadır.

IMF uluslararası bir banka olarak kurulmamış, fakat 1969 yılından itibaren SDR (Özel Çekme Hakları) adı verilen bir uluslararası likitide meydana getirerek, uluslararası bir merkez bankası olmaya yönelmiştir. IMF'nin temel amacı; üye ülkelerin kredi notunun düşüklüğünden dolayı meydana gelen ödemeler dengesi sorunlarını, uluslararası refahı bozacağı varsayılan ticareti kısıtlayıcı önlemler almak yerine, ülkelere mali destek sağlayarak çözüm için yardımcı olur. Bu amaç çerçevesinde IMF üye ülkelere aşağıda sayılan imkanları sunar⁹⁹:

1- Dilimi politikaları

a) Rezerv dilimi pozisyonu

b) Kredi dilimi politikaları

- Birinci kredi dilimi

- Üst kredi dilimi

c) Süresi uzatılmış fon kolaylığı

2- Özel imkanlar

a) Telif edici ve olağanüstü finansman kolaylığı

b) Tampon stok finansman kolaylığı

c) Yapısal uyum kolaylığı

d) Güçlendirilmiş yapısal uyum kolaylığı

3- Geçici imkanlar

Bu imkanları kullanana üye ülkelere sağlanan geri ödeme süresi 5 1/2 - 10 yıldır.

Gelişmiş ülkelere, kredi notu düşük, borç bulma imkanı zayıf ve ekonomisi gelişmekte olan ülkelere mali imkanları kanallı ederek gelişmekte olan ülkelerdeki yaşam standartlarının artırılmasına yardımcı olan diğeri bir kuruluş da Dünya bankasıdır¹⁰⁰.

Dünya Bankası, uluslararası ticareti geliştirmek ve ödemeler dengesi istikrarını sürdürebilmek için kalkınma amaçlı yatırımları özendirir (Kredi notu düşük ülkeler dahil), özel sermayenin yetersiz olduğu yerlerde kendi kaynaklarını kullanmak suretiyle

⁹⁹ Eğilmez, IMF Dünya Bankası ve Türkiye, s.21.

¹⁰⁰ The World Bank, Annual Report 1996, Washington, D.C., 1996, s.6.

yatırımları artırmak ve yatırımlara garanti vermek gibi işlevlere sahiptir. Dünya Bankasının ülkelere sağladığı imkanlar aşağıda verilmiştir¹⁰¹:

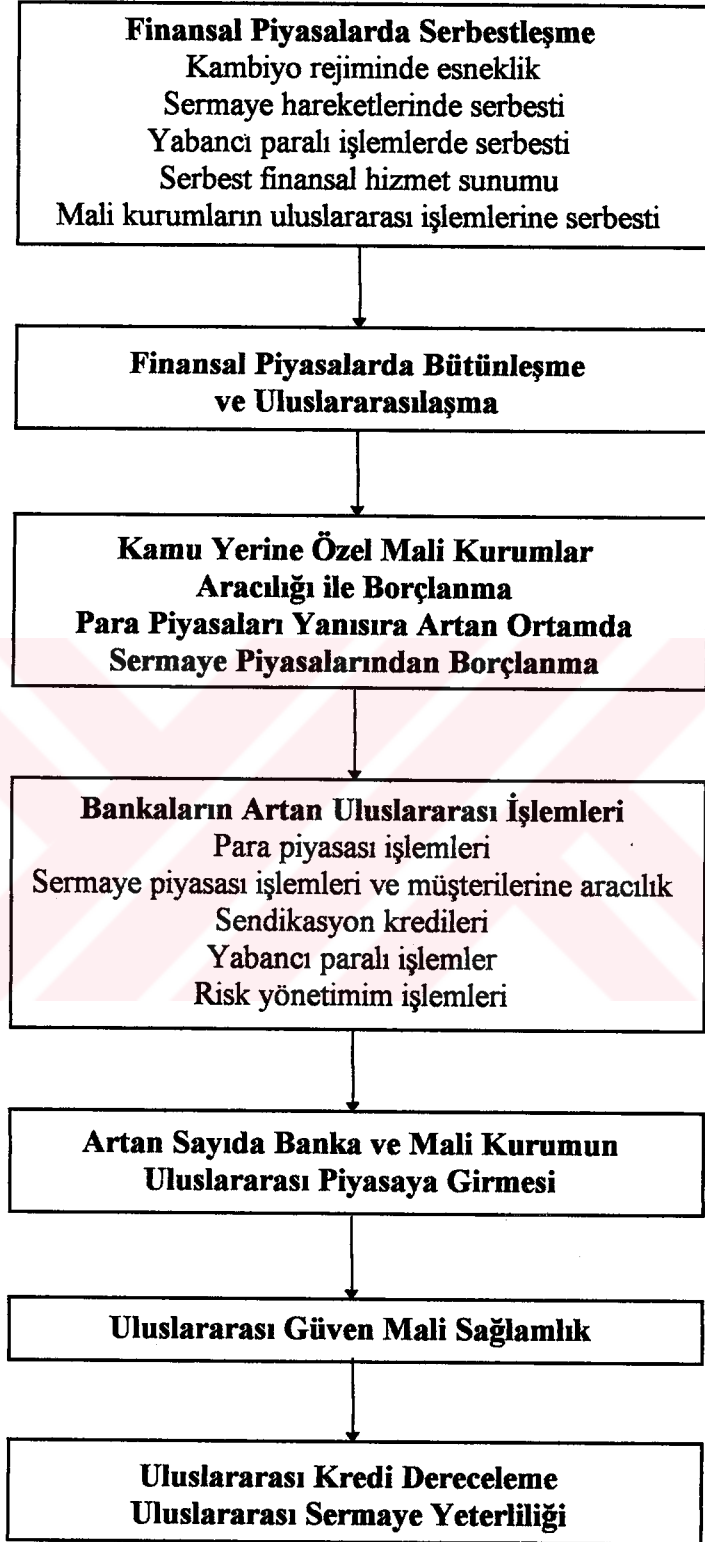
- 1- Yatırım kredileri,
- 2- Uyum kredileri,
 - a) Yapısal uyum kredileri,
 - b) Sektörel uyum kredileri,
- 3- Karma krediler,
- 4- Proje hazırlama,

Kredi değerliliğinin ülke açısından önemi aşağıdaki şekilde sistematik olarak anlatılmıştır¹⁰²:



¹⁰¹ Eğilmez, IMF Dünya Bankası ve Türkiye, s.65.

¹⁰² Can Fuat Gürlesel, “Kredi Derecelendirmenin Uluslararası Bankacılık Üzerine Etkileri”, **Finans Dünyası**, Sayı 88, (Nisan, 1997), s.59.



Şekil- 3.1: Kredi derecelendirmenin önemi

Bir ülkenin kredibilitesinin yükselmesi hükümetlerin başlıca amacıdır. Kredibilitenin yükseltilebilmesi ekonomik, mali, siyasi istikrarın sağlanmasına; ödemeler dengesinin teminine ve borç servis oranının yeterliliğine bağlı olduğundan ülke bu dengeleri sağlayacak ekonomik, mali ve siyasi istikrar tedbirleri alma yolunda özen gösterirler. Aksi halde dış kaynak bulmakta zorlanabilecekleri gibi borçlanmanın maliyeti de yüksek olacaktır.

3.2. ULUSAL VE ULUSLARARASI BANKALAR AÇISINDAN ÜLKE RİSKİNİN ETKİLERİ

Son yıllarda finansal risk yöneticilerinin ilgi alanlardan birisi de bankacılıkta ortaya çıkan risklerdir. Bu riskler iç ve dış kredi verilmesinden meydana gelmekte olup dış kredilere yabancı firma kredileri ve devlet kredileri de dahildir. Ancak bazı finansal risklerin büyük bankalar tarafından küçük bankalara oranla daha iyi kontrol altında tutulduğu, risk yönetiminin önemini küçük bankalar açısından daha güncel hale getirmiştir. Banka uzmanları ve risk analistlerince incelemeye tabi tutulan kredi riski ve bunun getirdiği problemler 1980 ve 1990 yıllarında daha ön plana çıkmıştır. Son yıllarda finansal risk yöneticilerinin dikkatini çeken alanlardan en önemlisi piyasa riskidir. Bununla beraber piyasa riski kültürünü bir araya getirerek ticari bankacılık ve yatırım bankacılığının sistemli bir şekilde birleştirildiği ve sigortacılık faaliyetlerinin içine dahil edildiği universal bankacılık yapısında doğru hızla gidildiği görülmektedir. Ancak son yıllarda bankalar ilgi alanlarını sermaye ile ilişkili riskler ve sermayeden kaynaklanan bu risklerin yönetim metodları, büyük miktarlardaki ödemeler ile ilişkili riskler, OTC (Over-the-Counter) alanındaki riskler, giderek artış gösteren kurumsal düzenlemelerden ve bürokrasiden kaynaklanan riskler ve türev ürünlerinin ortaya çıkardığı risklere yönlendirdikleri izlenmektedir¹⁰³.

Bankacılık sisteminde karşılaşılan bu riskler nedeni ile ortaya çıkacak bir krizin meydana getireceği makro ekonomik etkiler aşağıdaki gibi sıralanabilir¹⁰⁴:

- 1- Emisyonda meydana gelebilecek artış,
- 2- Kredi hacminde olabilecek daralma,

¹⁰³ Yener Altunbaş, Ayhan Sarısu, "Bankacılık Sistemdeki Riskler ve Gelecekteki Risk Beklentileri", *Hazine Dergisi*, 1997/1, Sayı 5, (Ocak, 1997), s.1.

¹⁰⁴ Ali İhsan Karacan, *Bankacılık ve Risk*, İstanbul: Finans Dünyası, 1996, s.72

- 3- Faizlerde yükselme,
- 4- Harcanabilir gelir ve talebin düşmesi,
- 5- Üretim ve istihdamın azalması,
- 6- Kamu maliyesinde meydana gelebilecek olumsuz etkilere neden olmaktadır.

Ülkenin kredibilitesinin düşmesi aşağıda sayılan nedenlerden dolayı bankacılık sisteminde hızlı bir şekilde yayılır ve diğer sektörlerle göre en geniş biçimde etkilenir¹⁰⁵ :

- a- Banka kredilerinin piyasadaki gerçek değerinin bilinmesindeki zorluk
- b- Banka varlıklarının değerindeki düşmelere paralel olarak pasiflerinde herhangi bir düşüşün meydana gelmemesi
- c- Banka mevduatının geri çekilme maliyetinin nisbeten, mevduatın anapara değerindeki düşüşün olası maliyete kıyasla daha az olması.

Ulusal ve uluslararası bankacılık işlemlerinde yoğunlaşan bankaların uluslararası platformda güven ve mali sağlamlığını tanımlayan göstergeden birisi uluslararası sermaye yeterliliğidir. Kredi derecelendirmede bankaların sermaye yeterliliği oranları önemli bir kriter ve gösterge olmaktadır. Bankalar için yapılan bu derecelendirme ülke ekonomisini ve dolaylı olarak da o ülkenin kredi notunu etkilemektedir. Uluslararası rating kuruluşunun ülkeler için yapmış oldukları kredi derecelendirmeleri bankalar üzerinde doğrudan ve dolaylı etkileri gibi gruplandırılmıştır¹⁰⁶ :

3.2.1. Bankaların Fonlama Maliyetleri ve Borçlanma Aracının Seçimi

Bankaların kaynakları özkaynaklar ve yabancı kaynaklar olarak ikiye ayrılmaktadır. Derecelendirme yapılırken özellikle dış kaynak temininde önemli etkileri dikkate alınmaktadır. Bu etkiler kredi temini ve maliyeti ile menkul kıymet ihracı açısından özellik gösterir¹⁰⁷ :

3.2.1.1. Kredi Temini ve Maliyeti

Giderek artan sayıda banka, daha iyi bankacılık hizmeti verebilmek için uluslararası piyasalardan kredi teminine yönelmekte böylece aktiflerini yüksek göstermekte dolayısı ile uluslararası para piyasalarında finansal açıdan güçlü bankaların önderliği ile düzenlenen ve bankalara kullandırılan sendikasyon kredilerinin hacmi de buna bağlı olarak artmaktadır. Sendikasyon kredilerinin limiti, kullandırma şartları,

¹⁰⁵ Karacan, a.g.e., s.65.

¹⁰⁶ Gürlesel, a.g.m., s.59.

¹⁰⁷ Gürlesel, a.g.m.

vadeleri ve maliyetleri büyük ölçüde bankaların kredi dereceleri ile ülke risk derecesine göre belirlenmektedir¹⁰⁸. Kredi derecesi belirlediği bankanın içine girdiği risk grubu itibari ile krediyi kullanacak olan bankaların kredi şartlarını da belirlemektedir. Kredi notu yüksek banka ve mali kurumlar daha uygun uluslararası piyasalardan sendikasyon kredisi temin etme imkanına sahiptirler¹⁰⁹.

3.2.1.2. Menkul Kıymet İhracı

Bankalar uzun vadeli tahviller, banka bonoları, aktife dayalı menkul kıymetler gibi finansal araçları ihraç ederek uluslararası sermaye piyasalarından değişik vadelerde fon toplama gibi bankacılık fonksiyonlarını yerine getirirlerken menkul kıymetleri ihraç eden bankaların kredi dereceleri faaliyet gösterdikleri ülkenin ülke risk dereceleri menkul kıymetlerin ihraç maliyetlerinde, limitlerinde, garantili ihraç edilip edilmeyeceğine ve vadelerinde etkili olmaktadır.

Kredi derecesi yüksek bankalar kredi derecesi düşük bankalara kıyasla daha düşük maliyetle, daha uzun vadeli, daha uygun ve garantisiz menkul kıymetler ihraç edebilirler. İlk ihraçların yanı sıra ihraç edilen menkul kıymetlerin ikincil piyasa işlemlerindeki fiyatları da bankaların kredi derecelerine ve ilerleyen süre içerisinde alacakları kredi derecesine bağlı olarak hareket etmektedir.

3.2.2. Mevduat Toplama ve Para Piyasası İşlemleri

Uluslararası bankacılık işlemlerini geniş bir hacim ile yürüten bankaların önemli bir bölümü Londra, Hong Kong, Bahreyn, Frankfurt gibi finansal merkezlerde faaliyet göstermekle birlikte buralarda bankalararası para piyasalarına katılmaktadırlar. Bu piyasada 1-12 ay vadeli olmak üzere bankalar birbirlerine mevduat yapmaktadırlar. Bu tip yapılan mevduatlar bankalar arası alanda bankaların en önemli kaynaklarından. Bu tip mevduatlar “toptancı piyasalar” adı verilen piyasalarda oluşur. Bankaların faaliyet gösterdikleri ülkelerin almış oldukları ülke riski notları bankaları, dolayısı ile bankaların aldıkları kredi dereceleri de uluslararası toptancı mevduat piyasasında mevduat miktarını mevduatların fiyatlarını ve şartlarını etkiler. Genellikle 3 aydan daha kısa vadelerde derecelendirmelerin etkisi az iken bu süreden uzun vadelerde mevduat toplama limitleri ve mevduat faiz oranları verilen kredi derecelerine göre belirlenmektedir. Perakende

¹⁰⁸ Thomas Brewer ve Pietra Rivoli. “Politics and Perceived Country Creditworthiness in International Banking”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Cilt 22. Sayı 3., (Ağustos, 1990), s. 359.

¹⁰⁹ Suat Eğilli, “Thomson BankWatch Bir Yıldır Türkiye’de”, *Finans Dünyası*, Sayı 94. (Kasım, 1997), s. 53.

piyasadaki mevduatlar ise uluslararası nitelik taşımadığı için kredi derecelendirmelerden daha az etkilenmektedir¹¹⁰.

3.2.3. Dış Ticaretin Finansmanı İşlemleri

Bankalar uluslararası bankacılık işlemlerinde önceliği dış ticaretin finansmanı işlemlerine vermektedirler. Bankalar müşterilerinin ihracat ve özellikle ithalat işlemlerinin finansmanına ve aracılık işlemlerine leasing, factoring, forfaiting gibi işlemler aracılığı ile yönelmektedir. Bu işlemlerin kabul gören bir şekilde yapılması ve bankanın uluslararası piyasalarda temin ettiği garantilerin kabul görmesi büyük ölçüde bankaların itibari ve mali yapıları ile ilgilidir ve bunu da en iyi belirleyen ülkenin ve bankaların kredi dereceleridir¹¹¹.

3.2.4. Sermaye Piyasası İşlemleri

Bankalar hızlı bir şekilde büyüyen ve rağbet gören uluslararası sermaye piyasası işlemlerine yönelmektedirler. Uluslararası sermaye piyasalarında bankaların verdikleri hizmetler ise menkul kıymet ihraçlarına aracılık etmek, menkul kıymet yatırımları yapmak fon ve portföy yönetimi hizmetlerinde bulunmaktır. Bankalar müşterileri adına bu hizmetleri uluslararası sermaye piyasalarında gerçekleştirirken genellikle faaliyetlerin gösterildiği ülkelerde bulunan diğer yabancı bankalar ve mali kurumlar ile işbirliğine gitmektedirler. Yurtiçi piyasalarda ise kendi ülkelerinde yatırım yapacak yabancılara yönelik hizmetler vermektedirler. Bankaların bu piyasada verdikleri garantilerin kabul görmesi, menkul kıymet ihraç konsorsiyumlarına katılımı ve buradaki etkinliği, yabancılara ait fon ve portföylerin yönetimi ve diğer sunulan hizmetlerde müşteri taleplerinin belirlenmesi, piyasada kabul görülmesi ve hizmet fiyatlarını belirlemede bankaların kredi dereceleri önemli ölçüde rol oynar. Bu ise o bankanın bulunduğu ülkenin alacağı kredi notu ile doğru orantılıdır¹¹².

Şirketlerin menkul kıymet ihraçlarında bankaların aracı kurum olarak yer alması bu alanda üstlendiği yüklenimleri bankalara önemli gelir sağlamaktadır. Ancak yabancılar açısından bankaların verdikleri bu garantinin itibar görmesi bankanın yüksek kredibilitesi olması ve ülke risk derecesi ile yakından ilgilidir¹¹³.

¹¹⁰ Gürlesel, a.g.m., s.59.

¹¹¹ Gürlesel, a.g.m.

¹¹² Gürlesel, a.g.m.

¹¹³ Hempel, Simonson ve Coleman, a.g.e., s.124.

3.2.5. Yeni Finansman Teknikleri

Bankaların uluslararası bankacılık işlemleri arttıkça faaliyet alanlarındaki hizmet çeşitliliği arttıkça üstlendikleri riskler de artmaktadır. Özellikle çeşitli para birimleri ile işlem yapılması ve fon kullanılması bankalar açısından kur ve faiz risklerini ortaya çıkarmaktadır. Artan bu riskler karşısında bankaların riski minimize etmek için uluslararası piyasalarda çeşitli işlemler yapmaktadırlar¹¹⁴.

Başta swap işlemleri olmak üzere kendileri ve müşterileri adına yaptıkları ve çeşitli vadeli piyasa işlemlerinde fiyatlama ve maliyetlerde yine bankaların kredi dereceleri ile bankaların ait oldukları ülkelerin ülke kredi derecesi önem kazanmaktadır. Kredi dereceleri yüksek bankalar bu piyasalarda aracı olarak daha çok faaliyet göstermekte, aynı zamanda yüksek gelir elde edip, risklerini minimum maliyetler ile karşılamaktadırlar¹¹⁵.

3.2.6. Banka Karlılıkları Üzerine Etkileri

Daha yüksek kredi derecesine ve ülke kredibilitesine sahip bankalar, diğer bankalara nazaran piyasaların kendilerine sağladıkları avantajlar ile daha yüksek karlılık düzeylerine ulaşabilirler. Bankaların karlılıklarına doğrudan etkisi açısından kredi derecelendirme, özellikle bankaların kaynak maliyetleri ve uluslararası alanda etkinliği konusunda kendisini göstermektedir. Özkaynak finansmanı ile birlikte sendikasyon kredileri kullanılan ve menkul kıymet ihraçlarında maliyet avantajına sahip olan yüksek dereceli bankalar aktif getirilerine de bağlı olarak daha yüksek faiz marjlarına ve net faiz gelirlerine sahip olmaktadır¹¹⁶.

Yüksek kredi derecesine sahip bankalar uluslararası bankacılık işlemlerinde daha etkin olmakta ve bu alanda limitleri daha yüksek olduğundan dolayı işlem maliyetleri daha düşük gerçekleşmektedir. Bu bankalar gerek dış ticaretin finansmanı gerekse sermaye piyasası işlemlerinde etkin bir şekilde yer alarak önemli işlem gelirleri elde etmekte, bu da bankaların karlarını doğrudan olumlu etkilemektedir. Dolayısı ile yüksek karlılık yüksek kredi notu sağlamaktadır. Yüksek dereceli bankalar karlılık stratejilerini giderek komisyon bazlı işlemler üzerine kurmaya başlarlar. Bankalar uluslararası piyasalarda sağladıkları itibar ve güvenle daha geniş bir müşteri kitlesine hitap ederek

¹¹⁴ Sandy McKenzie, *Risk Management With Derivates*, New York: Mcmillan Ltd., 1992, s. 17.

¹¹⁵ Gürlesel, a.g.m.

¹¹⁶ Gürlesel, a.g.m.

hizmet ağırlıklı gayri nakdi esaslı işlemlere dayalı ürünler sunarak fonlama maliyetlerini minimum düzeye indirmekte ve yüksek hizmet ve komisyon gelirleri elde etmektedirler. Bu alanda bankalar üzerine ülke riskinin getirdiği maliyet dezavantajı önemli olmaktadır.

Bankalar işlem yaptıkları piyasalarda kendilerine sağlam bir yer edinmek için çeşitli politikalar gütmektedirler.

Bankalara uygulanacak olan ratinge karşı bankaların nasıl bir tutum içinde bulunmaları şu şekilde açıklanmıştır¹¹⁷:

1- Ratingin global ekonomi içindeki yeri bankalar tarafından kesinlikle kabul edilmelidir. AB ile birlikte ticari işlemlerin gelişmesinden dolayı karşı taraf kiminle iş yaptığını bilmek isteyecektir. Bu nedenle ticari mal piyasaları ve kredi piyasalarının ilgili tüm taraflara daha fazla bilgi vermesi için bir baskı uygulanacaktır. Buradaki en elverişli yöntem ise ratingdir. Bu açıdan bankalar politikalarını buna göre belirlemelidirler.

2- Bankalardaki uluslararası ilişkiler, hazine ve mali kontrolden sorumlu müdürler, şirketler hakkında yapılan incelemelerin uluslararası rating kuruluşları tarafından başlatıldığını kabul etmeli ve bu rating kuruluşlarını görmezlikten gelmemelidirler.

3- Bankalar kendileri için verilen kredi derecelendirilmesinin karlılığını olumlu bir şekilde arttıracasına inanmalıdırlar. Bankanın interbank piyasalarında uzun vadeli borç alıcısı olmamasına rağmen mevduat veya para piyasasındaki kullanılan senetleri gibi kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamada yardımcı olabilir. Bankaya uluslararası görünürlülük sağlayabilir. Bu ise yapılacak rating ile sağlanacaktır.

4- Bankalar kendileri için hangi tip ratingin uygun olacağını belirlemelidirler. Daha sonra hangi rating ajansı ile çalışacaklarını belirlemelidirler.

5- Yöneticiler rating işleminin zor ve gizemli olduğu bilincine varmalıdırlar. Ajans kriterleri, metodları, gündemleri ve bankalardan beklentileri hiç bir zaman açık değildir. Dolayısı ile bankalar yaptıkları işlemler sonucunda alacakları kredi notunun gizli ve hassas bir ölçüm metodu ile yapıldığını bilmelidir.

6- İşlem üzerinde kontrolü elinde bulundurmak için bankalar insiyatif sahibi olmalıdırlar. Rating şirketlerini kendileri aramalılar ve bu şirketlerin bir toplantı tarihi

¹¹⁷ Roger P.Nye, "Rating Mücadelesi: Bankalar Nasıl Karşılık Vermelidirler?", *Finans Dünyası*, Sayı 80, (Ağustos, 1996), s.48.

belirlemesinden önce davranarak rating hakkında bilgi edinmelidirler. Yani ratingi kabul etmelidirler.

7- Ülke riskinin kendileri üzerinde oluşturacak menfi baskıyı azaltıcı yöntemlere yönelmeli ve düşük dereceli ülkede güvenilir banka imajını sağlamalıdır.

Rating, bankalar açısından hemen veya zaman içindeki borç ödemelerine ait profesyonel bir fikri temsil etmektedir. Bu amaçla Türkiye'deki kamu ve özel bankalar için Moody's ve Thomson BankWatch tarafından verilen banka ratingleri Aralık 1997 itibariyle aşağıda görülmektedir¹¹⁸:

Tablo 3.1- Aralık 1997 İtibariyle Türk Bankaları Ratingleri

	(Moody's) Finansal Güç Ratingi	(Thomson BankWatch) Ülke İçi Ratingi
Akbank	C	A
Garanti Bankası	C	A
T. Ekonomi Bankası	D+	A/B
Körfez Bankası		A/B
İş Bankası	D+	B
Toprakbank	D	B
Finansbank	D	B
Demirbank	D	B
İktisat Bankası	D	
Koçbank	D	B
Vakıflar Bankası	D	B
Dışbank	E+	B/C
Ekspresbank		B/C
İktisat Bankası		B/C
Pamukbank	E+	B/C
Tekfenbank		B/C
Halk Bankası		C
Yaşarbank		C/D
Emlak Bankası	E+	C/D
Ziraat Bankası	E+	C/D

Moody's tarafından verilen finansal güç ratingleri banka finansal güç ratingleri A'dan E'ye kadardır ve global bir bazda bir mali kuruluşun içi gücünü hükümetin veya banka sahiplerinin dışarıdan verdikleri desteği dikkate almadan puanlandırır. Thomson

¹¹⁸ Roger P. Nye, "Rating'in Doğruluğu Nasıl Anlaşılır", *Finans Dünyası*, Sayı 97, (Ocak, 1998), s.80.

BankWatch tarafından verilen ülke için ratingleri ise, her bankanın finansal performans değeri ve yerel piyasanın gündeminde zorunlulukların yerine getirilme kabiliyetidir¹¹⁹.

Rating kuruluşları tarafından bankalara kredi notu verilirken ilk adımda, bankaların uluslararası finansal güç ratingi ile ülke içi ratingi karşılaştırılır. Her bir durum ayrı ayrı değerlendirilerek not verilir. İkinci adımda ise uluslararası finansal güç ratingi ile ülke içi ratingden elde edilen ortak değerlendirme sonucu bankanın bulunduğu ülkenin kredi notu ile karşılaştırılır. Aralarındaki etkileşim birlikte değerlendirilerek bankaya ait kredi tavanı veya miktarı belirlenir.

3.3. ÇOKULUSLU ŞİRKETLER AÇISINDAN ÜLKE RİSKİNİN ETKİLERİ

İkinci Dünya savaşı sonrasında ortaya çıkan en önemli özelliklerden birisi üretim sürecinin uluslararası nitelikte olmasıdır. Bu aynı malın üretiminin çeşitli aşamalarının farklı coğrafik alanlarda gerçekleşmesi demektir. Dünya ekonomisi İkinci Dünya Savaşı öncesi dönem ile karşılaştırılacak olursa, ikibine iki kala daha çok karmaşık ilişkilere ve yapılanmalara, daha sert rekabetlere, insiyatifin daha az olduğu bir manzara arz etmektedir. “Yerli üretim”, “İç pazar” gibi kavramlar sönük bir hale gelmiş durumda kalırken “uluslararasılaşma”, “ülke ötesi” ve onun getirdiği “globalleşme” ile tüm pazarlama faaliyetlerinin küreselleşmesi önem kazanmaktadır. Bu noktada çok uluslu işletmeler teknolojik imkanlarını zor şartlar nedeni ile başta işgücü olmak üzere düşük maliyetli girdiler ile birleştirme yollarını arayıp bulmaktadırlar¹²⁰.

Uluslararası alanda faaliyet gösteren bir ülkenin veya bir ülkeye ait firmaların dış borç problemlerini ortadan kaldırabilmesi için yabancı yatırımcılar açısından yüksek bir kredi değerliliğine sahip olması gerekmektedir. Çünkü kredi değerliliği o ülkede faaliyet gösteren uluslararası işletmeler için tüm göstergelerin bir kaynağı durumundadır. Bu noktada uluslararası rating kuruluşlarının ilgili ülke için vereceği kredi notu ülke ekonomisi için hayati önem taşımaktadır. Yabancı sermayenin ülke açısından en büyük rolü sermaye birikiminin oluşması esnasında yerli kaynaklara destek sağlamasıdır.

¹¹⁹ Nye, a.g.m.

¹²⁰ Ömer Akat, “Çok Uluslu İşletmeler ve Faaliyet Sebepleri”, *Demokrasi Gündemi*, Konuk Yazarlar, 1994 / III-IV, s. 47.

İşletmelerin uluslararası alanda faaliyet göstermesi halinde yerel, çevresel koşulların yanı sıra, yatırım yaptıkları ülkelerin çevresel faktörleri de yatırımları etkileyici bir role sahip olmaktadır. Bu ise işletmelerin yatırım yapacakları ülkedeki çevresel koşullar ile uyum sağlayamaması halinde büyük bir risk ile karşı karşıya geldiği anlamındadır. İşletmelerin uluslararası faaliyetlerde karşılaştıkları riskler kendi ülkeleri içinde yaptıkları faaliyetler sırasında karşılaştıkları risklerden tür ve derece bakımından farklılık göstermektedirler. Bu riskler aşağıda verilmiştir¹²¹:

- 1- Hukuki (Anayasal Düzenleme) Risk
- 2- Döviz Kuru Riski
- 3- Kapital Kontrol Riski
- 4- Kredi Riski
- 5- Yatırım Riski
- 6- Egemenlik Riski veya Politik Risk

Bu risk çeşitleri ülke riskinin alt parçalarını oluşturmaktadır. Uluslararası faaliyette bulunan bütün firmalar yatırım yaptıkları ülkelerde birbirinden farklı yasal düzenlemelerle karşı karşıya kalmaları doğaldır. Bu ise firmanın yatırımının karlılığı açısından bir risk meydana getirmektedir. Bundan dolayı uluslararası yatırımlarda karşılaşılan hukuki risklerden yatırımcıların kendilerini bertaraf etmeleri için ilgili ülkeye ait düzenlemelerin önceden belirlenmesi gerekir.

Döviz kuru riski uluslararası alanda döviz değerlerindeki meydana gelen değişimler sonucu oluşmaktadır. Uluslararası yatırımcılar için yapılan yatırımların ilgili ülkedeki gerçek değeri ile değerlendirilmesi için döviz kurunda meydana gelecek menfi değişimler büyük önem arz eder. Ayrıca uluslararası yatırımlarda yine uluslararası sermaye piyasalarından sağlanan fonların şartları bunlara ait geri ödemeler gibi konular döviz kurunda meydana gelen değişimlerden etkilendiğinden nominal faiz oranının ve döviz kuru riskinin iyi analiz edilmesi gerekir¹²²:

Para ve sermayenin kontrol edilmesinde yatırımcı tarafından bunun yönlendirilmesinde karşılaşılan riskler genel olarak portföy yatırımlarında ve uluslararası alanda kredi veren bankaların karşılaştığı riskler ile benzer nitelik göstermektedir. Bu tip

¹²¹ Acar, a.g.e., s.182.

¹²² Acar, a.g.e., s.184

riskler yatırım yapılan ülkedeki uygulanan muhasebe kuralları vergi kanunları ekonomik tedbirler ve tahvillerin değerlerindeki belirsizlik sonucu ortaya çıkar.

Kredi riskleri genelde uluslararası ticari bankalar tarafından karşılaşılan risklerdir. Kredi riski kredi verilen tarafın iflas etmesi veya ödeyememe durumuna düşmesi gibi nedenlerle kredi sözleşmesinde belirtilen taahhütlerini yerine getirememesi veya yerine getirmek istememesinden kaynaklanır. Bu tip riskler daha çok diğer bankalar ve onların muhatapları arasında meydana gelir¹²³.

Dolaysız yatırımlar uluslararası alanda en fazla risk taşıyan yatırım şeklidir. Bu tip yatırımlar sırasında genellikle ilgili ülkeye bağlı olunmakta ve uzun bir dönemi kapsamaktadır. Burada yatırım yapılan ülkenin almış olduğu kredi notu yani ülkenin kredibilitesi dolaysız yatırımlar üzerindeki risklerde en önemli etkidir. Dolaysız yatırımlar, diğer yatırım şekillerine göre daha fazla risk taşımaları, daha karmaşık yapıya sahip olmaları, düzenlemelerinin zor olmaları yanında ayrıca politik çevre koşullarının oluşturduğu risklerden de daha fazla etkilenmektedirler.

Buraya kadar ülke riskinin ve ülke riskiyle birlikte bankaların ve çok uluslu şirketlerin karşılaştıkları riskleri bir ölçüde sunmuş ve ülke riskinin hem makroekonomik, mali ve siyasal politikalar üzerindeki etkilerini hem de para ve sermaye piyasası kuruluşları olan bankalar üzerindeki etkileri ile çok uluslu şirketlerdeki etkilerini ifade etmeye çalıştık. Ülkenin ve bankanın derecesi yüksek ise bu durum ulusal ve uluslararası arenada bu bankaya önemli avantajlar sağlamaktadır. Ülkenin derecesi düşüğe banka derecesini yükselterek uluslararası mali piyasalarda bir ölçüde de olsa, ülke derece notunun menfi tesirlerini azaltmaya çalışır.

Çok uluslu şirketler ise ülke derecesi düşük ülkelerde mali işlemlerinde hedging politikalarına ağırlık verirler¹²⁴.

Burada önemli olan konu, uluslararası rating kuruluşlarının derecelendirme prosedürünü açıklamamaları sebebiyle, ülkemizle ilgili bir derecelendirme modeli geliştirmektir.

¹²³ Acar, a.g.e., s. 187

¹²⁴ McKenzie, a.g.e., s.124.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ İLE İLGİLİ MODEL ÇALIŞMASI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Ülke riskinin ölçülmesi ile ilgili olarak, rating kuruluşları gizli olduğu gerekçesi ile bilgi vermemektedirler. Ancak teorik olarak ülke riski ölçüm metodları incelendiği zaman bu metodların her birinin ayrı faktörleri ele aldığı görülmektedir. Bu nedenle önceki bölümlerde incelenen teorik modellerden faydalanarak yeni bir model oluşturmaya çalışılacaktır.

4.1. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ İÇİN MODEL

Ülke riskinin ölçülmesinde her kuruluş kendisine göre bir model ve politika belirlemiştir. Bu çalışma yapılırken Rating Kuruluşları ile irtibata geçilmiş, kullandıkları ülke riski ölçüm yöntemleri gizli bilgi olduğu gerekçesi ile elde edilememiştir. Ancak ülke riskinin ölçülmesine yardımcı olan kurumların (BERİ Enstitüsü, EIU, Eourmoney v.b.) periyodik olarak yayınladıkları göstergeler¹²⁵ dikkate alınarak en çok önem verilen kriterler esas olmak suretiyle puanlama yöntemi ve J.N. Robinson'un geliştirdiği ülke riski ölçüm modelindeki değerlendirme baz alınarak aşağıda yeni bir metod geliştirilmeye çalışılmıştır.

4.1.1. Modelin Oluşturulması

Ülke riskinin politik ve transfer riski olarak ikiye ayrıldığını önceki bölümlerde belirtmiştik. Bu nedenle ülke riskinin belirlenmesinde ilk adım, politik ve transfer riskinin toplam ülke riski içindeki alacağı puanların belirlenmesi olacaktır. Burada Institutional Investor, Euromoney ve Economic Intelligence Unit tarafından bu faktörlere verilen yüzde ağırlıklar dikkate alınmıştır¹²⁶.

¹²⁵ The Economic Intelligence Unit, **Country Report, Turkey**, U.K. : 1995, s. 19-24
Krayenbuehl, a.g.e., s.77-85

¹²⁶ Nadeem Ul Haque, Donald Matheison ve Nelson Mark, "Rating the Raters of Country Creditworthiness", **Finance&Development**, Cilt 34, Sayı 1, (Mart, 1997)

Buna göre, alacağı maksimum puanlar itibariyle politik risk faktörleri % 30 ve transfer risk faktörleri de % 70 olarak belirlenmiştir.

Ülke riski hesaplanırken politik ve transfer riski oluşturan alt faktörlerin belirlenmesi ikinci adımdır. Burada politik ve transfer riski oluşturan faktörler yüzdesel olarak tablo 4.1'deki şekilde belirlenmiştir¹²⁷:

Tablo 4.1:- Politik ve Transfer Riskini Oluşturan Faktörler

	<u>Alacağı Puan</u>	<u>Toplam Puan</u>
Transfer Risk Faktörleri		70
- Finansal Faktörler	50	
- Ekonomik Faktörler	20	
Politik Risk Faktörleri		30
- Politik İstikrar	10	
- Sosyal Göstergeler	10	
- Dış İlişkiler	10	

Üçüncü aşama ise, risk faktörlerini belirleyen etmenlerin alt gruplarının oluşturulmasıdır. Burada alt gruplar puan aralığına tabi tutularak içinde bulundukları kategoriye göre puanlanacaklardır. Burada kullanılan oranlarda P. Nagy tarafından belirlenen ülke kredibilitesi göstergeleri esas alınmıştır¹²⁸. Modele ait kriterlerin iskelet yapısının oluşturulmasında ABD Eximbank tarafından kullanılan model esas alınmıştır¹²⁹. Bu durum tablo 4.2'de gösterilmiştir

Tablo- 4.2:- Ülke riski ölçüm modeline ait kriterler

	<u>Aralık</u>	<u>Puan</u>	<u>Ağırlık</u>
A. Transfer Riski Faktörleri			
I- Finansal Faktörler			50
1- Dış Borç / Dışsatım (% değişme)	0 - 1	10	
	1 - 2	8	
	2 - 3	6	
	3 - 4	4	
	4 - 5	2	
	> 5	0	

¹²⁷ Erol Koç, "Ülke Riski Nasıl Belirlenir", *Finans Dünyası*, Sayı 55, (Temmuz, 1994), s. 85.

¹²⁸ Nagy, a.g.e., s.60.

¹²⁹ Bülent Ece, Taner Sayar, *Orta ve Uzun Vadeli Ülke Risk Değerlendirmesi*, Türk Eximbank, 1990.

Tablo- 4.2'nin devamı

2- Toplam Dış Borç / GSMH (% değişme)	0 - 10	10
	11 - 20	8
	21 - 30	6
	31 - 40	4
	41 - 50	2
	> 50	0
3- İhracat(FOB) / İthalat(FOB) (% Değişme)	100 - 90	10
	89 - 70	8
	69 - 50	6
	49 - 30	4
	29 - 10	2
	< 10	0
4- Uluslararası rezervler / Toplam Dış Borç (%)	100 - 85	10
	84 - 60	8
	59 - 45	6
	44 - 30	4
	29 - 15	2
	< 15	0
5- Ödemeler Dengesindeki Cari Açık / GSMH (%)	0 - 2	10
	2 - 4	8
	4 - 6	6
	6 - 8	4
	8 - 10	2
	(-) değer veya >10	0
II- Ekonomik Faktörler		30
1- Kişi başı GSMH (\$)	> 5000	5
	4000 - 4999	4
	3000 - 3999	3
	2000 - 2999	2
	500 - 1999	1
	499 - 0	0
2- Ortalama Enflasyon Oranı (% Son 3 yıl ortalaması)	0 - 5	5
	5 - 10	4
	10 - 25	3
	25 - 50	2
	50 - 75	1
	> 75	0
3- Reel İktisadi Büyüme (% Son 3 Yıldaki GSYİH ort.)	> 5	5
	3 - 5	4
	1 - 3	2
	0'a eşit veya küçük	0

Tablo- 4.2'nin devamı

4- Emisyon Hacmi / GSMH (% Son 3 Yıl ort.)	< 3	5
	4 - 6	4
	7- 10	3
	11 -14	2
	15 -18	1
	> 19	0
5- Ortalama İhracat Büyüme Oranı (%)	> 15	5
	12 - 15	4
	6 - 12	3
	3 - 6	2
	1 - 3	1
	< 0	0
6- Enerji Üretimindeki Artış (% Son 3 Yıl Ort.)	> 10	5
	7 - 10	4
	5 - 7	3
	3 - 5	2
	1 - 3	1
	0 veya (-)	0
B. Politik Risk Faktörleri^(*)		30
1- Politik Sistem	10	
- Hükümet şekli		
- Siyasi istikrar		
- Merkezi yönetim		
- Koalisyonlardaki ilişkiler		
- Politik sorumlulukların yerine getirilmesi		
- Politikaların uygulanma hızı		
2- Sosyal Göstergeler	10	
- Gelir seviyesi,		
- Yaşam standartları		
- Gelir dağılımı		
- Bölgesel sosyal statü farklılıkları		
- Toplumun etnik yapısı		
- Nüfus artış hızı		
- Eğitim düzeyi		

^(*) Politik risk faktörüne ait notlar belirlenirken 8 politikacı, 8 öğretim üyesi, 8 işadamı, 8 üniversite öğrencisi ve 8 adet Finansal Kurum Yöneticisine anket uygulanmış ve anket sonuçlarının ortalama değeri alınmıştır.

Tablo- 4.2'nin devamı

- Dış İlişkiler (10 tam puan)	10
- Ticari ilişki içinde olunan komşular	
- Komşular ile genel ilişkiler	
- Ülkenin üye olduğu uluslararası iktisadi kuruluşlar	
- Ülkeye yapılan baskılar (ambargo v.b.)	
	<u>100</u>

4.1.2. Ülke Gruplarının Belirlenmesi

Yukarıda açıklanan yöntemle göre ülkeler, aldıkları puanlar itibarıyla gruplandırmaya tabi tutulmuştur. Bu gruplandırma P. Nagy tarafından geliştirilen kalitatif model esas alınmıştır. Verilen notlar ve ne anlama geldikleri tablo 4.3'de görülmektedir.

Tablo- 4.3: Modele Göre Ülke Gruplarının Belirlenmesi

Grup Adı	Tanımı	Puan Aralığı
A1	Son derece güvenilir	90-100
A2	Güvenilir	80-89
A3	Risksiz	70-79
B1	Risk ihtimali var	58-69
B2	Çok az riskli	49-57
B3	Orta Derecede riskli	40-48
C1	Riskli	30-39
C2	Çok riskli	15-29
C3	Aşırı derecede riskli	10-14
D4	Güven sınırları dışında	0-9

4.1.3. Modele Ait Kredi Notları

Geliştirilen ülke riski ölçüm modelinde uygulanan süreç sonunda bir ülke için elde edilen puanlar A1, A2, A3, B1, B2, B3, C1, C2, C3, D gibi sembollerle belli puan aralığında gösterilecektir. Rating kuruluşlarının da böyle semboller kullanarak kredi notu vermelerinden dolayı, bu modelde verilen kredi notunun sembolize edilmesi yoluna

gidilmiştir. Bu sembollerin ülke için ne anlama geldiği rating kuruluşlarındakine paralel olarak aşağıdaki açıklanmıştır:

A1 : Verilebilecek en yüksek not grubu olup, bu gruptaki ülkeler anapara ve faiz ödemelerini ileri derecede garanti altına almışlardır. Bu, ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinin ekonomik şartlar değişse dahi aksamayacağı anlamına gelir. Ülkelerin güçlü bir ekonomik yapıya sahip olduğunu ifade eder.

A2 : Bu not ülkenin çok güçlü bir şekilde anapara ve faiz ödemelerini yapabileceğini göstermekte olup, A1 grubundan çok küçük bir derece ile ayrılmaktadır. Bu notu alan ülkelerin, anapara ve faizleri ödeme yeteneği güçlüdür.

A3 : Bu ülkeler de anapara ve faizlerin ödenmesinde güçlü yeteneğe sahiptirler. Ancak bunlar meydana gelebilecek ekonomik değişikliklere karşı daha hassastırlar. Yani anapara ve faiz ödeme yeteneğinin ekonomik ve politik etmenlerden dolayı belli bir riski vardır. Bu değişikliklere karşı temkinli olunması gerekmektedir.

B1 : Bu notu alan ülkeler anapara ve faiz ödeme gücü açısından yeterli bir kapasiteye sahiptirler. Bu ülkeler yeterli ödeme gücüne sahip olsa da, ekonomik şartlarda meydana gelebilecek negatif değişimler ödeme gücünün olumsuz yönde zayıflatabilir. Ülke, meydana gelebilecek ekonomik değişimlere karşı önceki gruba göre daha duyarlıdır. Burada borcun ödenmeme riski mevcuttur.

B2 : Bu ülkeler en düşük spekülâtif dereceye sahiptirler. Borcun zamanında ödenebilmesi ancak ülkedeki ekonomik koşulların uygun ortamı devam ettirmesi halinde mümkündür. Bu gruptaki ülkeler anapara ve faiz ödemelerinde ılımlı bir korumaya sahiptirler.

B3 : Bu gruptaki ülkelerin borç ödeme kapasitesi zayıf yapıdadır. Borcun geri ödenme riski fazladır. Borçlu ülkenin borcunu uzun vadede bile geri ödeyebileceği kuşkuludur.

C1 : Bu, borç ödeme kapasitesinin zayıf olduğu ülkeler için verilecek bir nottur. Ülkenin borcu geri ödemesine ait riski yüksektir. Anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılması muhtemeldir.

C2 : Bu gruptaki ülkelerin tamamen spekülâtif özelliğe sahiptirler. Ekonomik koşullarda meydana gelebilecek değişimler karşısında büyük belirsizlikler ve borcun ödenmesine ait büyük riskler taşırlar. Anapara ve faiz ödemelerinde çok ciddi sorunlar ile karşılaşabilecekleri muhtemeldir.

C3 : Bu not genellikle anapara ve faiz ödemeyen ülkeler için kullanılır. Verilen borca ait anapara ve faizinin ülke tarafından geri ödenmeyeceğini gösterir. Çok küçük de olsa borcun ödeneceğine dair bir ihtimal vardır.

D4 : Bu derece verilebilecek en kötü nottur. Geri ödemenin imkansız olduğu durumu ifade eder. Borç ödeme kapasitesi olmayan ülkeler için kullanılır. Bu ülkelere borç vermek ve uluslararası yatırımcılar açısından yatırım yapmak güven sınırları içerisinde değildir.

4.2. TÜRKİYE AÇISINDAN ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Geliştirilmeye çalışılan modelde, uygulama sürecinde kullanılan göstergelerin yıllar itibariyle gösterilmesi ve yıllara göre değişimin hangi yönde olduğunun belirlenmesi faydalı olacaktır. Çünkü analiz sırasında kullanılan göstergelerin alt faktörlerinin bu göstergeleri nasıl ve ne yönde etkilediğinin bilinmesi sonucun sıhhati açısından önemli olacaktır. Modelde kullanılan veriler ilgili ekonomik raporlar doğrultusunda son üç yıla göre verilmiş, alt faktörleri incelenmiş ve yine ilgili ekonomik raporlar doğrultusunda yorumları yapılmaya çalışılmıştır.

4.2.1. GSMH Büyümesi ve Üretim

“1995 yılını ikinci çeyreğinden itibaren tekrar büyüme sürecine giren ekonomi bu eğilimi 1996 yılının ilk yarısında da devam ettirmiş ve GSMH sabit fiyatlarla % 10.3 oranında büyümüştür. Yılın ilk yarısındaki GSMH büyümesi sanayi ticaret ve ulaştırma sektörlerindeki üretim artışından kaynaklanmıştır.”

Tablo- 4.4: Kişi başına düşen GSMH

	1994	1995	1996
Yıl Ortası Nüfus (000)	60.576	61.644	62.697
Cari Fiyat (TL)	64.182.233	127.423.385	241.241.076
Sabit Fiyat (TL)	1.514.346	1.606.454	1.704.887
Dolar	2.184	2.759	2.928

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 1997.

Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1997.

“Tarım sektörü katma değeri 1996 yılını ilk yarısında % 1.7 oranında artmıştır. Bu dönemde çiftçilik kesimin üretimi % 3.2 oranında artarken hayvancılık kesimi % 1.0 civarında gerilemiştir. Yılın ilk yarısında ormancılık kesimi üretimi % 2.3 oranında gerilerken balıkçılık kesimi % 8.0 oranında artmıştır.

Yılın ilk yarısında sanayi sektöründe % 8.1 oranında bir büyüme olmuştur. Aynı dönemde imalat sanayi katma değerindeki artış % 8.0 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk yarısında hizmetler sektörünün büyümesi % 10.7 oranında olmuştur. Bu dönemde inşaat sektörü katma değeri geçen yılın aynı dönemindeki seviyesinde kalırken katma değer artış hızı % 13.2 olarak ticaret sektöründe olmuştur.

Bu gelişmeler sonucu 1996 yılının ilke yarısında GSMH büyüme hızı % 9.1 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk yarısında net dış alem faktör gelirlerindeki artış hızı % 97.2 olmuş ve GSMH büyümesinde 1.2 puanlık bir artış sağlamıştır.”

4.2.2. Fiyat Hareketleri

“Türkiye ekonomisinde son iki yılın fiyat hareketleri göz önüne alındığında 1995 yılı TEFE ve TÜFE oranlarıyla 1996 yılı oranları hemen hemen aynı kalmıştır. 1996 yılı Ocak ayında % 9.8 ve % 8.3 olarak gerçekleşen TEFE ve TÜFE oranları yaz aylarına doğru % 2.5’ inmiştir.

1996 yılı TEFE artışı % 75,9 olarak gerçekleşmiştir. 1996 yılı Aralık ayı ve 1995 yılı Aralık ayı karşılaştırıldığında TEFE % 84.9 oranında artarken, sektörler itibariyle, en yüksek artış % 129.9 ile Elektrik, Gaz ve Su sektöründe ve en düşük artış ise % 80.6 oranında imalat sektöründe olmuştur.”

Tablo- 4.5: TEFE ve TÜFE aylık değişim yüzdeleri (% Değişim)

	TEFE		TÜFE	
	1996	1997	1996	1997
Ocak	9.8	5.6	8.3	5.9
Şubat	5.8	6.2	4.5	5.7
Mart	7.0	6.0	5.6	5.4
Nisan	8.1	5.5	6.7	6.6
Mayıs	4.1	5.2	4.5	4.7
Haziran	2.7		2.5	
Temmuz	2.4		2.1	
Ağustos	3.8		4.8	
Eylül	5.1		6.1	
Ekim	5.5		6.5	
Kasım	5.1		5.2	
Aralık	3.9		3.4	

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 1997.

Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1997.

“TÜFE ise 1996 yılı 12 aylık ortalamalara göre artış hızı % 80.4 olarak gerçekleşmiştir. 1996 yılı Aralık ayında bir önceki aya göre TÜFE “Ana Harcama Grupları” itibariyle en fazla artışın % 12.0 ile çeşitli mal ve hizmet grubunda, en düşük artışın ise % 1.3 ile Gıda, İçki ve Tütün grubunda olduğu görülmektedir. 1996ve 1995 yılı Aralık ayı karşılaştırıldığında % 79.8 olarak hesaplanan Kentsel Yerler Tüketici Fiyat Endeksi artışının bölgeler itibariyle % 81.6 ile Ege Bölgesinde en yüksek, % 73.6 ile Doğu Anadolu Bölgesinde en düşük seviyede gerçekleşmiştir.

1997 yılı Mayıs ayında TEFE bir önceki aya göre % 5.2 bir önceki yılın aynı ayına göre % 74.6, 12 aylık ortalamalara göre % 78.5 oranında artış göstermiştir. % 5.2’lik artışın % 0.7’si Tarım, Avcılık, Ormancılık ve Balıkçılık sektöründen, % 0.1’i Madencilik ve Taşocağı Sektöründen, % 4.3’ü İmalat sanayi sektöründen ve % 0.1’i Elektrik, Gaz ve su sektöründen kaynaklanmaktadır.

TÜFE artış oranı bir önceki aya göre % 4.7, bir önceki yılın aynı ayına göre % 77.5, 12 aylık ortalamalara göre % 78.9 olarak gerçekleşmiştir. Bu artışa en çok % 1.2 ile Gıda, İçki ve Tütün grubunun, % 0.1 ile Eğlence ve Kültür grubunun etkisi olmuştur. En fazla artış ise Giyim ve Ayakkabı grubunda görülmüştür.”

4.2.3. Para Piyasaları

“25 Haziran 1997 tarihinde 541.633 milyar TL olan emisyon hacmi, 1996 sonuna göre % 41.6’lık bir artış göstermiştir.”

Tablo- 4.6 : Parasal Göstergeler (Milyar TL)

	1994	1995	1996
Rezerv Para	185.738	343.484	618.329
Emisyon Hacmi	120.212	223.934	359.018
Altın ve Döviz Mevcudu	331.200	842.896	1.910.642
İç Krediler	160.530	206.126	361.888
Açık Piyasa İşlemleri	16.749	37.426	101.807
Tedavüldeki Banknotlar	120.212	223.934	395.018
M1	230.846	396.047	831.415
M2	630.348	1.270.423	2.801.675
M2Y	1.195.353	2.414.579	5.504.597
M3	668.533	1.353.195	3.017.282
Kredi Hacmi	180.878	1.386.813	3.188.988

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 1997.

Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1997.

“T.C. Merkez Bankası 1995 itibariyle aşağıdaki para arzı tanımlarını benimsemiştir:

$M1 = \text{Dolaşımdaki para} + \text{vadesiz mevduat}$

$M2 = M1 + \text{Vadeli mevduat}$

$M2y = M2 + \text{Döviz tevdiat hesapları}$

$M3 = M2 + \text{Resmi kuruluşlar mevduatı} + \text{TCMB'deki diğer mevduat}$

$M3Y = M3 + \text{Döviz tevdiat hesapları}$

Döviz kurları 1995 yılı içinde genellikle istikrarlı bir yapı izlemişlerdir. Bu yapı Aralık ayının son günlerindeki hareketlenmeler hariç 1996 Ocak-Şubat aylarında ve Mart ayının ilk iki haftasında sürmüştür. 1995 Aralığında artış giderek serbest piyasada 65.000 TL.'ye yükselen dolar, 1996 yılı Ocak ayının ilk günlerinde 59.000 TL.'ye gerilemiştir. Merkez Bankasının resmi kur olarak da 9 Ekim 1996 ve 4 Aralık 1996 itibariyle 93.157 ve 103.511 TL.'ye yükselmiştir. Uluslararası piyasalarda ABD dolarının Alman Markı karşısında değerlendirilmesi gerçekçi bir kur politikasına uygun biçimde Merkez bankasının dolar devir kurunu düşürmesi veya yükseltmesi bu hareketliliğe etki eden sebepler olarak görülmektedir.

6 Haziran 1997 tarihi itibariyle M1 para arzı 7 Haziran 1996 tarihine göre % 127.6 artmıştır. Bu artış oranı yıllık, yıl sonu ve üç aylık oranları ifade etmektedir. M1 para arzı 6 Haziran 1997 gününde 1.842.995 milyar TL., 27 Aralık 1996 gününde 831.415 milyar TL., 28 Mart 1997 gününde 997.629 milyar TL. olmuştur. M2 para arzı 6 Haziran 1997'de 3.639.083 milyar TL. olmuştur. Bu rakam 27 Aralık 1996 tarihine göre % 29.8 oranında artmıştır. M2Y para arzı 6 Haziran 1997 tarihinde 27 Aralık 1996 tarihine göre % 31.0 oranında artmıştır. M2Y tutarı ise 6 Haziran 1997 tarihinde 7.214.474 milyar TL.dir.

Kredi hacmi 6 Haziran 1997 itibariyle 4.889.593 TL.'ye düşmüştür. 6 Haziran 1997 tarihli haftalık geçici verilere göre uluslararası standartta ola altın ve serbest döviz rezervlerinden oluşan Merkez bankası brüt rezervi 6 Haziran 1997 tarihine göre 24.639 milyon dolar olmuştur.”

4.2.4. Ödemeler Dengesi

“Ödemeler dengesinin gelişimine baktığımız zaman 1994 yılında 2.631 milyon dolar fazla veren cari işlemler dengesinin 1995 yılında 2.339 dolar açık verdiği

görülmektedir. 1996 yılında ise bavul ticareti yansıtılmış cari işlemler dengesi 4.393 dolar açık vermiştir.

1995 yılı Ocak ve Aralık döneminde görünmeyen hizmet ve karşılıksız transferlerden sağlanan gelirler 20.590 dolara yükselirken giderler ise 9.717 dolar olarak gerçekleşmiştir. 1996 Ocak -Aralık aylarında aynı değerler 19.075 ve 10.893 dolar olarak gerçekleşmiştir.

1995 yılında görünmeyen kalem gelirleri içerisinde önemli yer tutan turizm gelirleri 1994 yılına göre % 14.7 oranında artarak 4.957 dolara yükselmiştir. 1996 yılında ise bu gelirler 5.650 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

1994 yılında 3.092 milyon dolar olan karşılıksız transferler 1995 yılında 4.496 milyon dolar, 1996 yılı Ocak - Aralık aylarında ise 4.447 dolar olarak gerçekleşmiştir.

1995 yılı doğrudan yatırımları 772 milyon dolar değerindedir. 1994 yılı aynı dönemi ise 559 milyon dolar değerindedir. 1996 yılı doğrudan yatırımları geçen yılın aynı dönemine göre % 20.7 oranında bir düşüşle 612 milyon dolar olmuştur.”

Tablo- 4.7: Ödemeler Dengesi (Milyon \$)

	1994	1995	1996
A.Cari İşlemler Dengesi	2.631	-2.339	-4.393
1.Dış Ticaret Dengesi	-4.216	-13.212	-18.474
a- İhracat (FOB)	18.390	21.975	23.461
b- İthalat (FOB)	-22.606	-35.187	-41.935
2.Diğer mal ve Hiz. Deng.	3.755	6.377	9.634
3.Karşılıksız Transfer	3.092	4.496	4.447
B.Sermaye Hareketleri	-4.194	4.643	9.740
C.Net hata ve Noksan	1.769	2.354	-802
D.Öd. Deg. Finansmanı	0	0	0
E:Karşılık Kalemleri	0	0	0
Genel Denge	206	4.658	4.545
F.Rezerv Hareketleri	-206	-4.658	-4.545

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 1997.

Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1997.

“1995 yılı 4.126 dolar olan orta ve uzun vadeli kredi kullanımları ise 1996 yılında 6.048 milyon dolara ulaşmıştır. 1995 yılı 5.667 milyon dolar olan orta ve uzun vadeli dış borç ana para ödemesi 1996 yılında 5.685 olarak gerçekleşmiştir.

1994 yılı kısa vadeli sermaye hareketlerinde 5.127 milyon dolar bir yükseliş gerçekleşirken 1995 yılında tersi bir akış olarak 3.713. dolar olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri 1996 yılında 5.922 dolara ulaşmıştır.”

4.2.5. Dış Ticaret

“1996 yılı dış ticareti incelendiğinde 1995 yılına göre % 18’lik bir artış olduğu görülür. Bu artıştaki asıl payın ithalatta olduğuna dikkat edilmelidir. 1996 yılı ihracatı 23.082 milyon dolar olarak gerçekleşirken aynı yıla ait ithalat ise 42.463 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. İthalattaki artış nedeniyle 1995 yılı % 60.6 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 1996 yılında % 54.4’e düşmüştür.

1996 yılının ilk dokuz ayında dış ticaretimizde ilk altı sırayı alan ülkeler sırasıyla Almanya, ABD, İtalya, Rusya Federasyonu, İngiltere ve Fransa olmuştur.”

Tablo- 4.8: Dış Ticaret (Milyon \$)

	1994	1995	1996
İhracat	18.105,9	21.635,9	23.082,1
İthalat	23.270,0	35.709,0	42.463,8
Dış Ticaret Açığı	-5.164,1	-14.073,1	-19.381,7
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (%)	77.8	60.6	54.4

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 1997.

Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1997.

“1996 yılı ihracatımızın 6.097 milyon dolar ile dokumaya elverişli madde ve mamüller ile ilk sırada yer alırken, bunu 1.657 milyon dolar ile demir çelik mamülleri, 1.398 milyon dolar ile gıda sanayi ürünleri, 828 milyon dolar ile elektrikli ve elektronik eşya izlemektedir. Aynı dönemde ithalatımızda ise ilk sırayı 5.438 milyon dolar ile makina ve cihazlar alırken, bunu 3.311 milyon dolar ile kimya sanayi mamülleri, 3.104 milyon dolar ile taşıt araçları malzeme ve parçaları ve 2.445 milyon dolar ile demir ve çelik mamülleri izlemektedir.

İhracatın sektörel dağılımına bakıldığında ise 1996 yılı 14.525 milyon dolar ile sanayi sektörü ilk sırayı almaktadır. Sanayi sektörü geçen yıla göre % 7.5 oranında bir artış kaydetmiştir. Tarım ve madencilik sektöründe ise % 13.4 ve % 5 oranında bir artış kaydedilmiştir. İthalatımızda ise geçen yıla göre % 24.3 oranında sanayi sektörü en fazla artışı göstermiştir. Bunu % 14.8 ile madencilik ve % 36.2 ile tarım sektörü izlemektedir.

Dış ticaretimizin ülke gruplarına göre dağılımı ise, 1996 yılı itibarıyla Avrupa Birliği ülkelerinin hem ihracatımızda hem de ithalatımızda ilk sıraları aldığı gözlenmiştir.”

4.2.6. Devlet Borçları

“Pratikte borçsuz devlet yoktur. Ancak ülkelerin kredibilitesi için var olan bu borçların miktar ve yapıları önemlidir. Borçlanmada iki husus önem arz eder:

a- Kullanış Yeri: Rantabl yatırımlar ekonomik büyümeyi sağlar. Bu maksatla yapılan iç ve dış borçlanma yerinde ve gereklidir.

b- Borcun Taşıma Yüğü: Faiz ve ödeme şartlarının müsait olması ve ödeme planının elde edilecek gelirle bir uyum göstermesi gerekir.

Türkiye örneğinde birinci şartın olup olmadığı tartışılır. Çünkü borçlanma kısmen cari giderleri karşılamak için yapılmaktadır. Kendi kendini ödeyecek bir borçlanma sistemi uygulanmamaktadır. İkinci olarak iç borçlarda taşıma yükü yani “anapara + faiz” ödemeleri çok yüksektir ve yeniden borçlanma ile karşılanabilecektir. Bütçede borç faizlerini de kapsayan transfer bölümü bütçenin % 60’ına yaklaşmaktadır.”

Tablo- 4.9 : İç Borçlanma (Milyar TL)

	1994	1995	1996
İç Borç Stoku	799.309	1.361.006	3.148.984
Ödemeler	818.027	1.672.272	4.724.555
- Anapara	588.115	1.199.468	3.389.039
- Faiz	229.912	472.804	1.335.516
Toplam Borçlanma	1.030.076	1.761.165	5.148.848

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 1997.

Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1997.

Tablo- 4.10: Dış Borçlanma (Milyon \$)

	1994	1995	1996
Dış Borç Stoku	65.601	73.278	79.767
A.Orta-Uzun Dönem	54.291	57.577	59.231
- Konsolide Bütçe	30.416	31.095	30.230
- Diğer Kamu Sektörü	17.731	18.863	18.585
- Özel Sektör	6.144	7.619	10.416
B.Kısa Dönem	11.310	15.701	20.536
- Merkez Bankası	828	993	984
- Ticari Bankalar	4.684	6.659	8.822
- Diğer Sektörler	5.798	8.049	11.030

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 1997.

Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1997.

“Son yıllarda uygulanan politikaya göre iç borçlanma vadelerinin kısalığı ve faiz oranının % 100’ü aşması iç borç stokunu yıldan yıla geometrik olarak artırmaktadır. Buradaki faiz haddinin yüksekliği enflasyona yol açan başlıca faktörlerden birisidir.

1996 yılında 4 kat artan bütçe açığını kapatma zorunluluğunun yanısıra iç borç ödemelerini karşılamak için 1995 yılından 3 kat fazlasıyla 5 katrilyon TL. 149 trilyon TL. yeni borçlanma mecburiyetinde kalınmıştır. Bunun 3.4 katrilyon TL.’si vadesi gelen borç anaparalarının ödenmesinde kullanılmıştır. Ayrıca geçen yılın 3 katına yakın 1.335 trilyon TL. faiz ödenmiştir. Bu rakamların 1997 yılında aynı oranda katlanması ihtimali kamu finansmanı bakımından endişe vericidir. Tabi ki bu gelişmeler Rating Kuruluşlarının da dikkatini çekmektedir. Faiz oranlarının düşürülmüş olması ve 1996 ikinci yarısından itibaren borç vadelerinin uzatılabilmesi 1997’yi atlatma imkanı verirse de köklü çözüm yapısal vergi düzenlemesi ve özelleştirme.

Yıllardan beri kayıt dışı gelir ve arazi rantlarının vergilendirilmesini sağlayacak bir vergi reformu yapılamaması sebebi ile özelleştirmeden gelecek paraya bel bağlamak üzüntü vericidir. Siyasi istikrarsızlık acil sorunların ele alınmasına engel teşkil etmektedir.

Döviz rezervlerinin yeterliliği dolayısıyla dış borç ödemelerinde güçlükle karşılaşılmaması, diğer taraftan iç borç büyüklüğünün problemi karşısında onun gölgede kalması, dış borçların ekonomik sayfalarındaki yerini geri plana itmiştir. 1994’deki düşüşten sonra 1995 ve 1996 yılları için dış borç stokunda hızlı bir artış görülmüştür.

Dış borçlardaki bu artışın temel nedeni ödemeler dengesindeki açıktır. Diğer bir önemli neden ise, çapraz kurlardaki değişimlerdir. O yıllarda Doların Mark ve Japon Yeni’ne karşı değer kaybetmesi, dolar dışı borçların dolarla ifadesinin artmasına ve toplam miktarının büyümesine neden olmaktadır.”

4.2.7. Ekonominin Genel Değerlendirmesi

Ekonominin genel değerlendirilmesi, ilgili dönemin Maliye Bakanının ekonomiyi değerlendirme açıklamaları esas alınarak yapılmaya çalışılmıştır¹³⁰.

“Tüm ekonomik dengelerin kriz boyutunda bozulduğu 1994 yılında Türkiye uluslararası piyasalarda güvenilirliğini kaybetmiştir. Bunun temel nedeni ise ekonomik bunalımın ardından 5 Nisan Kararları altında uygulanmaya başlayan paket ve 1995’te yapılan erken seçim nedeni ile bunu ortada bırakılmasıdır. 1995 yılında 70 milyar dolar

¹³⁰ “Türkiye Kaderini Değiştiriyor mu?”, *AD Business*, S. 1, (Aralık, 1997), s.14.

düzeyinde dış borç ve milli gelirin % 8'i oranında iç borç mevcuttur. Ancak hükümet bunlara karşı dış kredi bulamadığı için hazinenin iç borçlanma yolu ile finansman sağlaması politikası, yüksek iç borç stokuna ve bütçe açığı milli gelirin % 10 düzeylerine kadar çıkmasına ve faiz oranlarının % 100'ün altına düşmemesine neden olmuştur.

Kamu açıklarının giderek büyümesi Hazinenin artan borç nedeni ile finansman ihtiyacı ve buna bağlı olarak artan faiz oranları sonucu cari işlemler dengesindeki meydana gelen bozulma enflasyon için temel teşkil etmektedir. Türkiye faiz batağına saplanmışken yeni gelen hükümetlerin buna karşı almış oldukları önlemler son yıllar içindeki erken seçimin fazla olması nedeni ile uygulanmaya tam olarak alınamamış ve hükümetlerin ne derece başarılı oldukları hakkında tam bir neticeye varılamamıştır. Özellikle son hükümeti kurulmasının ardından uygulanan ekonomik politikalar uluslararası piyasalarda huzursuzluk meydana getirmiş ve Türkiye için kredi olanakları geri çekilmiş ve Türkiye 1996 yılını bıçak sırtında kapatmıştır.

1997 yılının sonunda enflasyonun tüketici fiyatlarında % 90'lara ulaşması beklenirken, % 6 oranında meydana gelen büyüme, 20 milyar dolara ulaşan dış ticaret açığı ve 2.6 katrilyon TL ile milli gelirin % 9'una ulaşan bütçe açığıyla ekonomi yeniden tehlike sinyalleri vermeye başlamıştır. 80 milyar dolarlık dış, 5 katrilyon TL'yi aşan iç borç stokuna karşı uluslararası piyasalardan borç alma ihtimalini kaybeden hükümet üç haneli rakamlara doğru hızla yol alan enflasyon ortamında ekonomiyi bir dengeye oturtmak için çeşitli istikrar programları aramaya başlamıştır.

1998-2000 yıllarını kapsayan yeni programın ilk hedefi Hazinenin iç borçlanma ihtiyacı azaltmak ve Kamu açıklarını aşağıya çekmektir. Böylece yüksek olan faiz oranlarını ve enflasyon rakamını aşağıya çekmek amaçlanmaktadır. Kamu harcamalarının azaltılarak kamu gelirlerinin artırılması temeline dayanan bu program çerçevesinde 1998 yılı için 14.7 katrilyon TL'lik harcama ve 10.8 katrilyon TL'lik gelir hedeflenmiştir. Hükümet 5.9 katrilyon TL'lik bütçe payının % 40'lık bölümünü hazinenin iç ve dış borçlarını ödemede kullanmayı amaçlamaktadır.

Bütçe dışında 4 katrilyon TL'lik iç ve dış borç anapara ödemesi yapmak zorunda olma hükümet yatırım, alt yapı ve personel hizmetleri için 7.9 katrilyon TL'lik bir bölüm tahsis etmiştir. Bu amaçla 1998 bütçesinde yatırıma 1 katrilyon TL ile % 7 oranında pay ayrılırken sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transfer harcamaları % 1 ile sınırlı

tutulmuştur. Bu zaman içinde işçi, memur ve emekli eylemlerine neden olmakta böylece Türkiye'nin ülke riski puanında bir düşüş olmaktadır.

Hazinenin 4 katrilyon TL'lik bütçe açığı ile sınırlı tutulan iç borç limitleri, Merkez Bankası tarafından yürütülen para programında para arzını daraltıcı önlemler ilk sıralarda yer almaktadır. Harcama sınırlarını yasayla sınırlayan hükümet akaryakıt, enerji, şeker, çay ve tekel ürünlerine düzenli zam yapmanın dışında gelirlerini artırmak için 1999-2000 yıllarında sonuç vermeye başlayacak olan Özelleştirme ve vergi reformu politikaları önemli yer tutmaktadır.

Tüm bu alına önlemlerin yanısıra IMF ile anlaşma sağlanarak uluslararası alanda kaybedilen güvenin yeniden kazanılması için hükümet dış piyasalardan yaklaşık 7.5 milyar dolarlık bir borç bulmayı hedeflemiştir.

Programa göre 1998 sonunda enflasyon % 50, 1999 sonunda % 35 ve 2000' de % 5 olarak gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. Ancak öngörülen bu hedefler IMF tarafından yeterli görülmemiştir. IMF hükümetin istediği stand-by kredi anlaşması için radikal ve sert önlemler içeren, enflasyonun % 20 düzeyine indirilmesine sıkı bir para politikası şartını koymaktadır. Ancak bu paket kamuoyuna IMF'nin istediğinden daha yumuşak bir şekilde yansıtılmaya çalışılmaktadır.

Hükümet programının ana hatlarını, sıkı bir para politikası, KİT ürünlerine yapılacak olan düzenli zam, tüketim ve yatırımların kısıtlanması, borçlanma ve kamu harcamalarının azaltılması ve kamu gelirlerinin artırılması gibi konular oluşturmaktadır.

Türkiye ile son üç yılda üç adet stand-by anlaşması yapan ancak erken genel seçimler nedeni ile vaat edilen önlemlerin uygulanmaması kaygısı IMF tarafından hala gündemde tutulmaktadır. IMF tarafından paket istikrarlı bulunurken bunu uygulayacak siyasi istikrarın olası bir politik anlaşmazlık veya erken seçim durumunda ne gibi tavizler vereceği bilinmemektedir. Bu ise bir gerginlik meydana getirmektedir.

Enflasyonun % 100 oranının üzerine çıkan, dış borç yükü 80 milyar dolara yaklaşan, milli gelirin % 10'u kadar yüksek bir bütçe açığı bulunan, 5 katrilyon TL'lik iç borç yükü tehlikesi nedeniyle ekonominin yeni istikrar programlarıyla dengeye gelip gelmeyeceği, getirilmesi için katlanılacak sıkıntıların toplumun hangi kesimine fatura edileceği büyük bir soru işaretidir.”

Türkiye'nin ekonomik durumu, siyasi, politik istikrarı, dış ticaret dengesi, enflasyon durumu v.b. esas alınarak verilmiş olan kredi notları Rating Kuruluşları itibariyle tablo 4.11'de görülmektedir¹³¹:

Tablo- 4.11: Rating Kuruluşları ve Yıllar İtibariyle Türkiye'nin Kredi Notu

	IBCA	D&P	JCR	MOODY'S	S&P
Ocak 1994			BBB	BA1	BBB-
Mart 1994					BB
Nisan 1994					B+
Haziran 1994				BA3	
Ağustos 1994	B		BB+		B+
Haziran 1995		BB			
Temmuz 1995					B+
Temmuz 1996	BB+	BB			B+
Aralık 1996			BB		B
Temmuz 1997			BB-		B
Aralık 1997	B+			B1	B-

1997 yılında ise S&P Türkiye'ye iki defa uyarı vermiş, Moody's ise bir defa uyarı vermiştir. Ancak 1997 yılı sonu itibariyle yeni hükümet tarafından IMF'e sunulan istikrar paketi IMF tarafından sıcak karşılandığı için 1998 yılı başında Rating Kuruluşları tarafından verilecek olan kredi notu geciktirilmiştir. Ancak verilen uyarılar Türkiye'nin kredi notunun 1998 yılı başlarında Rating Kuruluşları tarafından aşağıya indirileceği yönünde bir işarettir.

1997 yılının ekonomik hedeflerinin inandırıcı bulunmaması ve IMF ile uzlaşma sağlanamamasından dolayı uluslararası kredi kurumları rahatsız olmaya başlamışlardır. IMF görüşmeleri ile birlikte rating kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu düşürmeye başlamışlardır. Rating kuruluşları ve IMF tarafından yayınlanan ortak rapora göre Türkiye için¹³²:

- Kamu kesimi mali yapısının bozukluğu,
- Borçlanma gereğinin yüksekliği,
- Uygulanan popülist ve genişletici politikalar,
- Reform ve özelleştirmenin yapılmamış olması,
- 1997 ekonomik hedeflerinin inandırıcı olmaması,

¹³¹ Yüksel, s.89.

Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü

¹³² Fuat Gürlesel, "Türkiye'nin Uluslararası Kredibilitesi", Finans Dünyası, Sayı 85, (Ocak, 1997), s.53.

- Enflasyon ile mücadeleden vazgeçilmiş olmasının olumsuz yönleri üzerinde durulmakta ve kararlı güçlü bir siyasi otorite ile, yapısal reformları gerekliliğinden bahsedilmektedir.

4.3. MODELİN TÜRKİYE İÇİN UYGULANMASI

Puanlama esasına göre kurulan bu model, Türkiye açısından 1996 yılı itibariyle uygulanmaya çalışılmış, ve yüzde değişimler son üç yılın ortalaması olarak alınmıştır. Türkiye'ye modelin uygulanmasında kullanılan veriler aşağıda tablo 4.12'de gösterilmiştir.

Tablo- 4.12: Türkiye için temel veriler

	1994	1995	1996
1.Dış Borç (Milyon \$)	65.601	73.278	79.767
- Uzun - Orta Dönem	54.291	57.577	59.231
- Kısa Dönem	11.310	15.701	20.536
2.GSMH			
- Yıl Ortası Nüfus (000)	60.576	61.644	62.697
- Cari Fiyat (TL)	64.182.233	127.423.385	241.241.076
- Sabit Fiyat (TL)	1.514.346	1.606.454	1.704.887
- Dolar-\$	2.184	2.759	2.928
3.İhracat (Milyon \$)	18.105,9	21.635,9	23.082,1
4.İthalat (Milyon \$)	23.270	35.709	42.463,8
5.Uluslararası Rezervler			
(milyon \$)	16.514	23.923	27.735
6.Öd. Den. Cari Açık	2.631	-2.339	-4.393
7. Ort. Enflasyon Oranı			
- TEFE	149.6	65.6	84.9
- TÜFE	125.5	76.0	79.8
8. GSYİH (Milyar TL)	84.404	89.472	95.686
9.Emisyon Hac.(Milyar TL)	120.212	223.934	395.018
10.Elektrik Üretimi (Gwh)	78.322	86.247	94.862

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 1997.

Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1997.

Tablodaki verilerin üç yıllık ortalaması model için esas alınmıştır. Tablodaki değerler tablo 4.2’de yerine konmuş ve karşılığına tekabül eden puan değerlendirme için esas alınmıştır. Sadece politik risk faktörleri için yapılan anketin ortalama sonuçları puanlamaya yansıtılmıştır. Böylece tablo 4.13 düzenlenmiştir. Tablo 4.13’de görüldüğü gibi Türkiye’nin puan toplamı 38 olmuştur.

Tablo- 4.13: Modelin Türkiye için uygulanması

Risk Faktörlerini Belirleyen Etmenler	(%) Değer	Alacağı Puan	Ağırlık
A.Transfer Riski Faktörleri			
1. Finansal Faktörler			
Toplam Dış Borç / Dış Satım	3.45	4	
Toplam Dış Borç/ GSMH	43.9	2	
İhracat(FOB) / İthalat(FOB)	54.4	6	
Uluslararası rezervler / Toplam Dış Borç	0.32	4	
Öd. Den. Cari Açık / GSMH	-2.4	0	
			16
2.Ekonomik Faktörler			
Kişi Başı GSMH(\$)	2928	2	
Ort. Enflasyon Oranı	100.3	0	
Reel İktisadi Büyüme	3.2	4	
Emisyon Hacmi / GSMH	0.15	1	
Ort. İhracat Büyüme Oranı	10.8	3	
Enerji Üretimindeki Artış	-0.08	0	
			10
B.Politik Risk Faktörleri (Kişisel gözlem sonucu olarak)			
1.Politik Sistem		3	
2.Sosyal Göstergeler		5	
3.Dış İlişkiler		4	
			12
ÜLKE RİSKİ PUANI			38

Çalışmadaki ikinci aşama alınan bu puanın Türkiye'yi hangi ülke grubuna dahil ettiğinin belirlenmesidir. Türkiye bu puan ile C1 ülke grubuna girmektedir. Bu gruba göre;

Türkiye, borç ödeme kapasitesi zayıf ülkeler arasındadır. Ülkenin borcu geri ödemesine ait riski yüksektir. Anapara ve faizlerini yeniden borçlanarak ödeme ihtimali kuvvetli ülkeler arasındadır. Ülke ekonomisine ait veriler incelendiği zaman bunun doğru olduğu görülecektir. Bu nota göre Türkiye'nin zamanında, borcuna ait anapara ve faizlerini ödememe riski yüksektir. Türkiye'nin son yıllarda yapmış olduğu borç ertelemeleri bu riski doğrular derecededir.

Uluslararası Rating Kuruluşlarından olan Standard & Poor's ise son olarak Türkiye'ye B- notu vermişti. Yani, Standard & Poor's 'a göre Türkiye borç ödeme kapasitesi zayıf ülkeler arasındadır. Borcun uzun vadede bile geri ödenebileceği şüphelidir. Borcun geri ödenmeme riski çok yüksektir.

Moody's ise Türkiye'ye ülke bazında son olarak B1 notu vermişti. Yani, Moody's 'e göre Türkiye son derece spekülâtif ülkeler arasındadır ve uygun yatırım imkanı azdır. Gelecek hakkında önceden bir tahmin yapılamamaktadır ve risk çok fazladır. Anapara ve faiz ödemelerinin veya diğer şartların yerine getirilme imkanı uzun dönemde çok düşüktür.

Uluslararası Rating Kuruluşlarının Türkiye için vermiş oldukları ülke riski notları, tarafımızca hazırlanan metodun uygulanmasıyla elde edilen Türkiye için ülke riski notu ile çakışmaktadır. Böyle bir sonuç geliştirdiğimiz modelin uygulanabilirliğini test etmiş olmaktadır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Uluslararası sermaye pazarlarının devamlı olarak genişlemesi ve buna bağlı olarak az gelişmiş ülkelerin sürekli artan fon ihtiyaçları dünya piyasalarında yeni eğilimler meydana getirmiştir. Özellikle az gelişmiş ülkelerin borçlarını genellikle tekrar borçla geri ödeme istekleri uluslararası kredi piyasalarında ülke riskini ön plana çıkarmıştır.

Risk; genel olarak gerçekleşen bir olay ile onun gerçekleşmesini beklediğimiz olasılıkla arasındaki sapma olarak tanımlanmaktadır. Ülke riski ise, uluslararası kredi işlemlerinde kredi verilen ülkelerde meydana gelebilecek olaylar sonucunda kredi veren açısından kayba uğrama olasılığı olarak tanımlanır. Ekonomik, siyasi, sosyal ve politik faktörler ülke riskini belirleyen etmenlerdir. Ekonomik faktörler belirlenirken ülkenin borç yükü, ödemeler dengesinin durumu ve döviz yönetimi esas alınır.

Uluslararası piyasalarda verilen kredilerin ödenmesindeki belirsizlik ülke riskinin kaynağını oluşturduğuna göre, ülke riski kredi verilen ülkenin yükümlülüklerini yerine getirme isteği (politik risk) ve yükümlülüklerini yerine getirme yeteneği (transfer riski) olarak ortaya çıkmaktadır. Politik risk ülke hükümetinin politikaları sonucu yapılan yatırımlar veya nakit akımlarında meydana gelen değişimlerdir. Savaşlar, askeri darbeler, iç ayaklanmalar, ülkedeki sosyal sınıf dengesizlikleri, gelir dağılımındaki bozukluklar, insanlar arası fikir ve ideoloji ayrılıkları ve bunlara ilişkin eylemler, ekonomik şartlar v.b. faktörler politik riski meydana getirmektedir. Transfer riski ise, ülke hükümeti veya ülkede faaliyet gösteren kurumların meydana getirdikleri nakit akımları sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu risk, hükümet veya kuruluşların borçlarını zamanında ödememesi, borç erteleme, teknik gecikme veya borca ait yapılan yeni ödeme planı şeklinde ortaya çıkar. Transfer riski, spread analizi ve logit analizi olmak üzere iki metodla hesaplanır. Spread analizi, bankaların kredi faizi üzerine eklediği riske bağlı olarak değişen marjine bakılarak tayin edilir. Logit analizinde amaç ise, belirlenen bir yılda ülkenin temerrüte düşme olasılığını veya borç erteleme talebini tahmin etmektir.

Ülkelere ait derecelendirmeler Moody's, Standard and Poor's gibi bağımsız kuruluşlar tarafından yapılmaktadır. Rating kuruluşları ülkelerin yanı sıra, özel ve kamu kuruluşları, yerel yönetimler, bankalar gibi kuruluşlar hakkında da rating yapmaktadır. Rating kuruluşları tarafından ülke riskini belirlenirken; ülkenin politik durumu, kurumsal ilişkileri, endüstriyel özellikleri, ekonomik durumu, hükümetin politikalarında verdiği öncelikler ve bunlara ulaşmak için kullandığı araçlar, para ve maliye politikaları, dış ticari

durumu, başlıca ticaret yapılan ülkeler, fiyat hareketleri, ücretler, verimlilik, gelir dağılımı, sermaye hareketleri, piyasa müdahaleleri, altın ve döviz rezervi ve rezerv hareketleri gibi konular esas alınarak bir süreç içerisinde değerlendirilir. Ülkelere ait yapılan derecelendirmede rating kuruluşları sonuçları AAA, AA, BB, C, Aaa, Baa, Ca gibi sembollerle ifade ederek açıklamaktadırlar. Bu semboller ülkeler için içinde bulundukları ekonomik yapıyı ifade edici yorumlar içermektedir.

Ancak rating kuruluşları tarafından yapılan ülke derecelendirmelerinde kullanılan metodlar kesin olarak bilinmemektedir. Bu sebeple, teorik olarak yazında yer alan modellerin üzerinde durulmuştur. Bu modellerin önemlileri ise; P. Nagy'a ait kalitatif model, J.N. Robinson'a ait kontrol listesi yöntemi, makro ekonomik modeller, logit analizi, Euromoney tarafından kullanılan modeldir.

Kalitatif modelde risk; potansiyel zarar ve bu zararın meydana gelme ihtimalinin bileşimidir. Bu modelde ilk olarak maksimum potansiyel zarar bulunur. Modelde gelirler ile giderlerin karşılaştırılması için paranın zaman değeri dikkate alınır. Kalitatif modelin uygulanması için;

- Borca ait ortaya çıkacak maksimum zarar miktarının,
- Bu zararın borçlunun cinsine göre nasıl değiştiğinin bilinmesi gerekmektedir.

Modelde verilen bir borca ait temerrüt, yeniden pazarlık, erteleme, transfer zorlukları gibi ihtimaller değerlendirilerek hayali zararlar tesbit edilir. Bunların gerçekleşme yüzdeleri bulunduktan sonra yıllar itibarıyla dağılımı yapılarak ülke riski hesaplanır.

Kontrol listesi yönteminde, ülkenin hukuki yapısı altında işleyiş ve güvenilirlik, davaların sonuçlanma süreleri incelenerek listede ağırlığı % 10 olarak saptanmıştır. Politik yapı içerisinde ise, sahip olunan politik sistem, hükümete sağlanan destek ve muhalefet, hükümetin döviz politikası, gibi konular incelenerek listedeki ağırlığı % 25 olarak saptanmıştır. Ekonomik yapı değerlendirilirken, ülkenin döviz durumu, şimdiki ve geçmişteki borçlarına ait tutum, ithalat ve ihracat dengeleri, cari işlem hacmi, konjonktürel durum gibi konular ele alınır. Listedeki ağırlığı % 65 dir. Ele alınan bu kriterler objektif bir şekilde değerlendirilerek ülkeye ait risk notu verilir.

Makro ekonomik modelden makro ekonomik likitide oranı; bir ülkenin yakın gelecekte dış borç ödeme gücünü ve potansiyelini ölçmek amacı ile kullanılır. Bu oran bir ülkenin dış ödemelerde kullanabileceği kısa süreli kaynaklarla, anapara ve faiz

ödemesinden oluşan borç yükümlülüğünü kapsamaktadır. Makro ekonomik likitide oranından farklı yön ise, dış ödemelerde kullanılan olanak ve kaynaklar açısından.

Logit analizinde, belirlenen yıllarda borçlara ait yeni ödeme planlarındaki ödeme ihtimalinin ölçülmesi esastır. Burada 41 ülkeden 238 gözlem yapılmış ve 9 adet gösterge elde edilmiştir. Bunlar; borç servis oranı, ithalat/rezervler, amortizasyon/borç, kişi başı yıllık gelir, sermaye akımı/borç servisi, GSMH'daki artış, ihracattaki artış, olabilirlik oran indeksi ve olabilirlik oran istatistiğidir. Bu göstergeler kullanılarak yapılan çok sayıdaki denemeler sonucu çeşitli katsayılar elde edilir. Bu katsayılar yardımı ile ülke riski belirlenir.

Euromoney ise bir indeks kullanmaktadır. Kullanılan bu indeks, uluslararası kredi pazarlarında kredi koşullarını yansıtmak bakımından ek faiz yükü ile vadenin ne yönde ve ne miktarda değişeceğini göstermektedir. Bu indeks IMF yayını olan Euormoney dergisi tarafından yayınlanmaktadır. İndeks eorupazarlardan borç alanlara kendi finansman koşullarını pazardaki koşullarla karşılaştırma olanağı vermektedir. Pazardaki ortalama borç şartları ağırlaştığı zaman indeks değeri yükselmektedir. İndeks LIBOR'a göre verilen borçları içermekte ve sabit faizli borçlanmaları dışlamaktadır.

Rating kuruluşları ülkeler için derecelendirme yaparken BERİ Enstitüsü, Euromoney, Institutional Investor, The International Country Risk Guide gibi kuruluşlar tarafından ilgili ülkenin hakkında yayınladıkları göstergelerden faydalanırlar. Bu kuruluşların periyodik yayınları ülkelerin ekonomik, siyasi, sosyal, çevresel, demografik ve politik bütün göstergelerini içermektedir. Bunlar bu kuruluşların ilgili ülkelere ait uzmanları tarafından hazırlanmaktadır.

Ülke riskinin belirlenmesinden sonra verilen kredi notunun ilgili ülkede ne gibi etkiler meydana getireceğinin ayrıca incelenmesi gerekir. Özellikle ülke hükümetlerinin uyguladığı makroekonomik politikalar, mali kurumlar ve ülkede faaliyet gösteren yabancı yatırımcılar açısından verilen ülke riski önem arz etmektedir. Politik istikrarın sağlandığı ve serbest piyasa ekonomisinin olduğu ülkelerde ekonominin reel olarak büyümesi, ülkenin iç ve dış yatırımlara elverişli hale getirilmesi ile mümkündür. Dış yatırımlar ise ülkenin rating kuruluşlarından alacağı kredi notuna bağlıdır. Ülkelerin ekonomik yönden gelişmişlik düzeyini ve krizlere karşı direnme gücünü uluslararası alanda kredi notu belirler. Ülkelerin dış borçlarını ödeyebilme kabiliyeti döviz elde etme yeteneğine bağlıdır. Bu ise ulusal paranın konvertibilitesinin bir sonucudur.

Ülkede politik istikrarın sağlanması, yatırımların artırılması, GSMH'nın yükseltilmesi, reel olarak büyümenin sağlanması ve yabancı sermaye için ülkenin elverişli bir duruma getirilmesi alınacak yüksek ülke kredi notu ile mümkündür. Ülke kendisine yapılan derecelendirme ile, faiz oranlarının riske göre farklılaştığı, borçlanma kalemlerinin kolaylaştığı ve çeşitli dengelerin kurulduğu, yatırımcıların güveninin sağlandığı, işlem hacminin geliştiği bir yapıya kavuşmuş olur. Derecelendirme ile ülkenin borçlanma maliyeti ve risk primi düşer.

Ülkenin risk puanı yüksek, ekonomik dengeleri bozuk ve ödemeler dengesinde problemler yaşıyorsa bu sorunları çözmek için IMF ile Stand-By anlaşması yaparlar. Buradaki amaç ülkenin içine düştüğü borç ödeme krizinden dolayı ödemeler dengesindeki bozukluğun giderilmesidir.

Ülkede faaliyet gösteren mali kurumların para piyasasındaki işlemleri, sermaye piyasasındaki işlemleri ve müşterilerine aracılık, sendikasyon kredileri, yabancı paralı işlemler ve risk yönetimi işlemlerinde rating kuruluşlarının hem kendileri için hem de ülke için verdikleri kredi notunun bu faaliyetlerin yerine getirilmesindeki önemi büyüktür. Son yıllarda bankalarda kredi riski kültürü gelişmiş ve gerekli politikalar ve tedbirler alınmaya başlanmıştır.

Kredisi yüksek bankalar daha düşük maliyetle daha uzun vadeli menkul kıymet ihraç edebileceklerdir. Uluslararası piyasalardan temin edilen garantilerin kabul görmesi bankaların mali yapısı ve itibarı ile ilgilidir. Bunu belirleyen ise ülkenin ve bankanın kredi notudur. Yine bankaların verdiği garantilerin de sermaye piyasasında itibar görmesi ülke ve bankanın kredi notu ile ilgilidir.

Yüksek kredi derecesine sahip bankalar dış ticaret işlem hacimlerini daha yüksek tutmakta, uluslararası alanda limitleri daha fazla olmakta ve işlem maliyetleri de daha düşük gerçekleşmektedir. Bu ise bankaların karlılıklarını doğrudan etkilemektedir.

Uluslararası nakit akışı sonucu ülkeye gelen yabancı sermaye ve ülkede bulunan çok uluslu şirketler faaliyet gösterdikleri ülkelerin kredi notundan etkilenmektedirler. Ülke ekonomisinden doğan risklere karşı kendilerini hedging yapmaktadırlar.

Ülke hükümeti, mali kurumları ve yabancı sermaye açısından bu kadar önemi haiz olan ülke riskinin belirlenmesinde rating kuruluşlarının kullandıkları modeller hakkında bilgi vermediklerinden bir model tarafımızdan geliştirilmeye çalışılmıştır.

Modelimizde ülke riski faktörlerinin ağırlıklarının belirlenmesinde Institutional Investor, Euromoney ve Economic Intelligence Unit'in yayınları esas alınmıştır. Risk faktörlerini belirleyen etmenlerde J. N. Robinson tarafından geliştirilen kontrol listesi yöntemi, transfer riskinin belirlenmesinde kullanılan oranlar için Euromoney ve Economic Intelligence Unit tarafından yayınlanan ülke raporları esas alınmıştır. Transfer risk faktörleri aralığa tabi tutulmuş ve her bir aralık için puan verilmiştir. Politik risk faktörleri ise, yapılan anket sonuçlarının aritmetik ortalaması ile belirlenmiştir.

Modelde elde edilen puanların hangi risk aralığına girdiğinin belirlenmesinde Nagy'a ait kalitatif model esas alınmıştır. Hesaplanan ülke risk puanı A1, A2, C3 gibi sembollerle ifade edilerek ülke grupları belirlenmiştir. Daha sonra verilen bu sembollerin ne anlam ifade ettiği açıklanmıştır.

Modelde Türkiye için kullanılacak veriler 3 yıl itibariyle bir değerlendirmeye tabi tutulmuştur.

Modelimizin uygulanması sonucu Türkiye'nin kredi notu 38 olarak hesaplanmıştır. Bu puan C1 ülke grubuna girmektedir. Buna göre, Türkiye'nin borç ödeme kapasitesi düşüktür. Türkiye'nin vadesinde borcuna ait anapara ve faizlerini ödememe riski yüksektir. Anapara ve faizlerini yeniden borçlanarak ödeme ihtimali kuvvetli ülkeler arasındadır. Ülke ekonomisine ait veriler incelendiğinde modelin işlediği görülmektedir. Türkiye'nin son yıllarda yapmış olduğu borç ertelemeleri ve borcun borçla ödenmesi politikaları tesbitin doğru olduğunun göstergesidir.

Standard and Poor's tarafından Temmuz 1997 tarihinde verilen kredi notu B dir. Buna göre; ülkenin borç ödeme kapasitesi zayıf olup, borcun geri ödenmeme riski fazladır.

Moody's tarafından verilen kredi notu ise, Ba3 tür. Buna göre, Türkiye spekülâtif unsurlara sahip bir ülkedir ve geleceği hakkında tahmin yapılamamaktadır. Anapara ve faizlerinin ödenmeme ihtimali yüksektir. Ülkenin kamu kesimi verimsiz çalışmaktadır. Borçlanmalar çok yüksek reel faizler ile yapılmaktadır.

Görüldüğü gibi modelimiz ile Standard and Poor's ve Moody's'in ulaştığı sonuçlar aşağı yukarı çakışmaktadır. Sonuçta Türkiye riskli bir ülkedir.

1997 yılının ekonomik hedeflerinin inandırıcı bulunmaması ve IMF ile uzlaşma sağlanamamasından dolayı uluslararası kredi kurumları rahatsız olmaya başlamışlardır. Rating kuruluşları ve IMF tarafından yayınlanan ortak rapora göre Türkiye için;

- Kamu kesimi mali yapısının bozukluğu,
- Borçlanma gereğinin yüksekliği,
- Uygulanan popülist ve genişletici politikalar,
- Reform ve özelleştirmenin yapılmamış olması,
- 1997 ekonomik hedeflerinin inandırıcı olmaması,

- Enflasyon ile mücadeleden vazgeçilmiş olmasının olumsuz yönleri üzerinde durulmakta ve kararlı güçlü bir siyasi otorite ile, yapısal reformları gerekliliğinden bahsedilmektedir.

Rating kuruluşlarının vermiş oldukları bu uyarılar kredi notunun düşürüleceği yönündedir.

Elde edilen sonuçlar ışığında Türkiye'nin kısa vadede ülke riskini azaltması için;

- GSMH'yi süratli bir şekilde arttırmak,
- Sanayi alanındaki yatırımları arttırarak işsizliği azaltmak,
- İthalattaki korumacı politikaları uygulamamak,
- Enflasyon oranını hızlı bir şekilde düşürmek,
- Özelleştirmeyi çabuklaştırmak,
- Kamu harcamalarını kısmak,
- Konvertibilitiyi sağlamak,
- Kaynaklar arası dengeyi gerçekleştirmek,
- Dış ticarete liberalleşme politikalarını hızlandırmak gerekecektir.

Bunun için de kısa, orta ve uzun vadeli ekonomik politikalara ihtiyaç vardır. Aksi halde Türkiye'nin dışarıdan borç bulması hem zorlaşacak ve hem de pahalı bir borçlanma olacaktır.

EK- 1:**ANKET FORMU**

Sayın İlgili,

Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim dalında yapılan yüksek lisans çalışmasında “Ülke Riskinin Ölçülmesi ve Türkiye Örneği” konulu araştırma tezi çerçevesinde; sizin Türkiye’de yaşayan, belirli bir eğitim düzeyine sahip bir kişi olarak ülkemizin sosyal yaşam düzeyini, politik gelişmelerini ve dış ilişkilerini sıkı bir şekilde takip ettiğiniz inancındayım.

Çalışmanın daha gerçekçi sonuçlara ulaşması için aşağıda verilen sorulara objektif şekilde her birisi için 10 tam puan üzerinden cevap vermeniz arzu edilmektedir. İlginize şimdiden teşekkür ederim. (Not: 1 en kötü, 10 en iyi durumu göstermektedir.)

Verilen Puan**Politik Sistem**

- 1- Hükümet şeklinin anayasal düzenlemeye uygunluğu
- 2- Ülkede sağlanan siyasi istikrarın derecesi
- 3- Hükümetin yönetimde başarı derecesi
- 4- Siyasi partilerin hedeflerini gerçekleştirme başarısı
- 5- Siyasi partilerin sahip olduğu sosyal sorumluluk
- 6- Kurulan koalisyonlardaki ilişkilerin işlerliği
- 7- Hükümetlerin politikalarını uygulama hızı
- 8- Liderler arası güç kavgasının yokluğu

Sosyal Göstergeler

- 1- Ülkedeki gelir seviyesinin yüksekliği
- 2- Ülkedeki gelir dağılımındaki adalet
- 3- Nüfustaki artış hızının düşüklük derecesi
- 4- Ülkedeki eğitim düzeyinin yüksekliği
- 5- Ülkedeki eğitimin yaygınlık derecesi
- 6- Ülkedeki azınlıklara verilen haklar
- 7- Ülke iletişim ağının yeterliliği
- 8- İnsanların yerleşik hayat düzenine geçiş hızı
- 9- Ülkenin gelişmiş ülkelere göre GSMH’nın artış hızı
- 10- Bölgeler arası statü farklılığının yansımaları
- 11- Trafik kazalarındaki durum

Dış İlişkiler

- 1- Komşu ülkeler ile olması gereken ticaret hacminin yokluğu
- 2- Komşu ülkeler ile var olan askeri ve siyasi gerginlik
- 3- Savaş çıkma ihtimali
- 4- Ülkenin uluslararası iktisadi kuruluşlardaki itibarı
- 5- Ülkeye uygulanan baskılar (ambargo v.b.)
- 6- Ülkenin üye olduğu veya olması gereken kuruluşlar
- 7- Sınır ticaretinin ülke ekonomisindeki yeri
- 8- Ülkenin bölgesel barışa katkısı
- 9- Ülkeye gelen mültecilere karşı tutum
- 10- Dışişlerinin diğer ülkelerle olan ilişkileri ve etkinliği

Adınız :

Soyadınız :

Öğrenim Durumunuz :

YARARLANILAN KAYNAKLAR

KİTAPLAR

Cangöz, M. Coşkun. **Company Risk Management Under International Uncertainties**. Ankara: Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 1997.

Donaldson, T.H. **Credit Risk and Exposure in Securitization**. Hampshire: The macmillan Press Ltd., 1988.

Ece, Bülent ve Taner Sayar. **Orta ve Uzun Vadeli Ülke Risk Değerlendirmesi**. Ankara: Türk Eximbank, 1990.

Eğilmez, Mahfi. **Hazine**. İstanbul: Finans Dünyası, 1996.

Eğilmez, Mahfi. **IMF Dünya Bankası ve Türkiye**. İstanbul: Finans Dünyası, 1996.

Erdoğan, Niyazi. **Uluslararası İşletmelerde Mali Risk Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri**. Ankara: Mü-ka Matbacılık, 1993.

Ergin, Feridun. **Uluslararası Ödemeler**. İstanbul: Filiz Kitabevi, 1978.

Gerni, Cevat. **Dış Ticaretin Finansmanı**. Ankara: TOBB, 1990.

Güran, Nevzat. **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Yay., 1987.

Hempel, George H., Donald G. Simonson and Alan B. Coleman. **Bank Management: Text and Cases**. 4th edition. Singapore: John Wiley&Sons Inc., 1994.

Hodgetts, Richard M. and Fred Luthans. **International Management**. 2nd edition. New York: McGraw-Hill, Inc., 1994.

Huang, Shumin. **Determinants of Country Creditworthiness: An Empirical Investigation, 1980-1989**. Bank of Finland Discussion Papers. 1993/1.

Karacan, Ali İhsan. **Bankacılık ve Kriz**. İstanbul: Finans Dünyası, 1996.

Karayalçın, Yaşar. **Risk-Sigorta-RiskYönetimi**. Ankara: T. İş Bankası ve Tic. Araştırma Enst., 1984.

Karluk, Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi**. 3. Baskı. İstanbul: Bilim Teknik Yayıncılık, 1987.

Krayenbuehl, Thomas E. **Country Risk**. 2nd edition. Cambridge: Woodhead-Faulkner, 1988.

Madura, Jeff. **Financial Markets and Institutions**. 2nd edition. Saint Paul: West Publishing Co., 1992.

Mengütürk, Muhsin. **International Finance**. 2nd edition. İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1995.

McKenzie, Sandy. **Risk Management With Derivates**. New York: Mcmillan Ltd., 1992.

Nagy, Pancras J. **Country Risk**. London: Euormoney Publications., 1984.

Parasız, İlker ve Kemal Yıldırım. **Uluslararası Finansman**. 1. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994.

Pekiner, Kamuran. **Sigorta İşletmeciliği**. İstanbul: Formül Matbaası, 1981.

Rodriguez, M. Rita and E. Eugene Carter. **International Financial Management**. 3rd. edition. New Jersey: Prentice-Hall Int. Inc., 1984.

Root, R. Franklin. **International Trade and Investment**. 8th edition. Ohio: South-Western Publishing Co., 1990.

Rose, Peter S. **Money and Capital Markets**. 5th edition. Boston: Irwin, 1994.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası Finansman**. İstanbul: Güzem Yay., 1994.

Solberg, Ponaldd L. **Country-Risk Analysis A Handbook**. London: Routledge, 1992.

Solberg, Ronald. **Sovereign Rescheduling Risk and Portfolio Management**. London: Unwin Hyman Ltd., 1988.

Uzunoğlu, Sadi., Kerem Alkin ve Fuat Gürlesel. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**. İstanbul: İMKB, 1995.

Van Horne, James C. **Financial Management and Policy**. 9th edition. New Jersey: Prentice-Hall Int. Inc., 1992.

Varış Tezcanlı, Meral., Sibel Kumbasar Bayraktar, Oral Erdoğan, Handan Görgünay, Ebru Tan ve Esfer Uytun. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**. İstanbul: İMKB, 1994.

White, John A., Marvin H. Agee and Kenneth E. Case. **Principles of Engineering Economic Analysis**. 3rd.edition. Singapore: John Wilwy&Sons Inc., 1989.

MAKALELER

Agénor, Pierre-Richard and Mark Taylor. "Analysing Credibility in High-Inflation Countries: A New Approach", **The Economic Journal**. Vol 103., Num 417. (March 1993), 329-335.

Akat, Ömer. "Çokuluslu İşletmeler ve Faaliyet Sebepleri", **Demokrasi Gündemi**. 1994/III., 47-51.

Akgüç, Öztin. "Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım: Makro Ekonomik Finansman Oranı", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**. Yıl 22., Sayı 11. (Kasım 1985), 29-36.

Akhter, Syed and Yusuf A. Choudhry. "Forced Withdrawal From a Country Market: Managing Political Risk", **Business Horizons**. Vol 36., Num 3. (May/Juna 1993), 47-54.

Altunbaş, Yener ve Ayhan Sarısu. "Bankacılık Sistemindeki Riskler ve Gelecekteki Risk Beklentileri", **Hazine Dergisi**. 1997/1., Sayı 5. (Ocak 1997), 1-26.

Apaydın, Ufuk ve Adil Erdoğan. "Kredi Değerliliği", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**. 1990/3., Sayı 7, (Kasım 1990), 10-26.

Bolak, Mehmet. "Ülke Riskimiz Yükseliyor", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**. Yıl 33., Sayı 9. (Eylül 1996), 47-54.

Brewer, Thomas L. And Pietra Rivoli. "Politics and Perceived Country Creditworthiness in International Banking", **Journal of Money, Credit and Banking**. Vol 22., Num 3. (Aug 1990), 357-366.

Cantor, Richard and Frank Packer. "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", **Economic Policy Review**. (Oct. 1996), 37-53.

Cantor, Richard and Frank Packer. "The Credit Rating Industry", **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**. Vol 19., Num 2. (Summer 1994) 1-26.

Citrón, Joel-Thomas and Gerald Nickelsburg. "Country Risk and Political Instability", **Journal of Development Economics**. Num 30. (1987), 385-392.

Eaton, Jonathan., Mark Gersovitz and Joseph E. Stiglitz. "The Pure Theory of Country Risk", **European Economic Review**. Num 30. (1986), 481-513.

Eğilli, Suat. "Thomson BankWatch Bir Yıldır Türkiye'de", **Finans Dünyası**. Sayı 94. (Kasım 1997), 52-54.

Erçel, Gazi. "Moody's ve Türkiye" **Finans Dünyası**. Sayı 47., (Kasım 1993), 19-21.

Guesnerie, R. "The Pure Theory of Country Risk", **European Economic Review**. Num 30. (1986), 515-519.

Gürlesel, Can Fuat. "Kredi Derecelendirmenin Uluslararası Bankacılık Üzerine Etkileri", **Finans Dünyası**. Sayı 88., (Nisan 1997), 59-61.

Gürlesel, Can Fuat. "Türkiye'nin Uluslararası Kredibilitesi", **Finans Dünyası**. Sayı 65., (Ocak 1997), 53-57.

Hellwig, Martin. "The Pure of Country Risk", **European Economic Review**. Num 30. (1986), 521-527.

Karaöz, Aydın. "Kredi Değerliliğinin Tesbiti (rating)", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**. 1990/1., Sayı 5. 29-38.

Koç, Erol. "Ülke Riski Nasıl Belirlenir?", **Finans Dünyası**. Sayı 55., (Temmuz 1994), 84-86.

"Management of Banks International Lending: Country Risk Analysis and Country Exposure Measurement and Control", **Committee On Banking Regulations and Supervisory Practices**. (March 1982).

Melvin, Michael and Don Schlagenhauf. "A Country Risk Index:Econometric Formulation and Application to Mexico", **Economic Inquiry**. Vol XXIII., (Oct 1985), 601-617.

Nye, Roger P. "İstenilmeyen Ratingler", **Finans Dünyası**. Sayı 82., (Ekim 1996), 38-41.

Nye, Roger P. "Ratingin Doğruluğu Nasıl Anlaşılır?", **Finans Dünyası**. Sayı 97. (Ocak 1998), 80-82.

Nye, Roger P. "Türkiye'nin Kredi Ratingleri", **Finans Dünyası**. Sayı 74. (Şubat 1996), 72-75.

Nye, Roger P. "Rating Mücadelesi: Bankalar Nasıl Karşılık Vermeliler?", **Finans Dünyası**. Sayı 80. (Ağustos 1996), 48-59.

Nye, Roger P. "Artık Bahane Yok!", **Finans Dünyası**. Sayı 84. (Aralık 1996), 80-81.

Tuğay, Fatoş. "Ülke Riski", **Bankacılar**. Sayı 5. (Temmuz 1991), 30-35.

Ul Haque, Nadeem., Donald Mahieson and Nelson Mark. "Rating the Raters of Country Creditworthiness", **Finance and Development**. (March 1997), 10-13.

Vernon, Raymond. "Çokuluslu Şirketler", Feyza Atabek, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**. Yıl 28., Sayı 8, (Ağustos 1991), 43-48.

Yurt, Emel. "1980 ve Sonrasında Türkiye'nin Dış Borçlanmasında Ülke Riskindeki Gelişmeler", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**. Yıl 30., Sayı 1/2. (Ocak/Şubat 1993), 59-68.

Yüksel, Sennur. "Rating Kuruluşları ve Türkiye", **Dış ticaret Dergisi**. Yıl 2., Sayı 4. (Ocak 1997), 86-89.

DiĞER KAYNAKLAR

Acar, Yonca. "Çokuluslu İşletmelerin Yatırım Kararlarını Etkileyen Çevresel Faktörler ve Ülke Riski". (Basılmamış Doktora Tezi, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1993).

A.İ.T.İ.A. Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu. **İhracat Kredi Sigortası Semineri**. Ankara: A.İ.T.İ.A., 1981.

Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü. **İhracatımızın Geleceği Üzerine Bir Çalışma**. Ankara: 1996.

Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü. **Uluslararası İktisadi Kuruluşlar**. Ankara: 1997.

Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü. **Türkiye'nin Dış Ticareti**. Ankara: 1997.

Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü. **Başlıca Ekonomik Göstergeler**. Ağustos 1997.

Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü. **Ekonomik Bülten**. Temmuz 1997.

Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı. **Temel Ekonomik Göstergeler**. Temmuz 1997.

Collins English Dictionary. Wrotham:Harper Collins, 1992.

Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı. **Konjonktür Değerlendirme Raporu**. Ankara: Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 1997.

The Economic Intelligence Unit. **Country Report Turkey**. London: E.I.U. 1995

“Türkiye Kaderini Değiştiriyor mu?”, **AD Business**, Sayı 1, Aralık 1997.

Gökçe, Deniz. **Para ve Finans Ansiklopedisi 3 Cild**. İstanbul: Creative, 1996.

International Monetary Fund. **Annual Report**. Washington D.C.: 1996.

İstanbul Ticaret Odası. **Ekonomik Rapor**. İstanbul: 1997.

Kozanoğlu, Hayri. “Ülke Riski”. (Basılmamış Yüksek Lisan Tezi, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü,).

Maliye Bakanlığı. **1997 Yıllık Ekonomik Rapor**.

Moody’s Investors Service. **Global Short-Term Market Record**. New York: 1996.

Parlakkaya, Raif. “İşletmelerde Mali Risk ve Riskin Muhasebeleştirilmesi”. (Basılmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. 1996).

Standard and Poor’s. **Ratings Performance 1995 Stability&Transition**. New York: 1996.

Sunar, Ali Mert. “Türkiye’nin Kredi Değerliliği Analizi”. (Basılmamış Uzmanlık Tezi, Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 1994).

Uluyol, Onur Hakan. “Ülke Riski Analizi”. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü. 1991).

Üreten, Aykan. “Risk Derecelendirmesi (rating)”. (Basılmamış Uzmanlık Tezi, Türkiye Kalkınma Bankası. 1990).

The World Bank. **Annual Report**. Washington D.C.: 1996.

Yılmazcan, Mahmut. “Dış Finansman Kaynaklarından Yararlanma ve Türkiye’nin Kredi Değerliliğinin Analizi”. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniv. Sosyal Bilimler Enstitüsü. 1992).

Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1996-2000). **1997 Yılı Programı**.

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ