

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI

**UZUN VADELİ KREDİ NOTLARININ GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELER VE BU ÜLKELERDEKİ BANKACILIK SİSTEMİ
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ**

Yüksek Lisans

TANSU KÜTÜK

İSTANBUL, 2019

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI

**UZUN VADELİ KREDİ NOTLARININ GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELER VE BU ÜLKELERDEKİ BANKACILIK SİSTEMİ
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ**

Yüksek Lisans

TANSU KÜTÜK

Danışman: Doç. Dr. MUSTAFA OKUR

İSTANBUL, 2019



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Uzun Vadeli Kredi Notlarının Gelişmekte Olan Ülkeler ve Bu Ülkelerdeki Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkilerinin Analizi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Tansu KÜTÜK

ANABİLİM DALI : Bankacılık

SAVUNMA TARİHİ : 05.03.2019

JÜRİ ÜYELERİ

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Doç.Dr.Mustafa OKUR

Üye

Prof.Dr.Murat AKBALIK

Üye

Prof.Dr.Handan YOLSAL

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
İÇİNDEKİLER	i
TABLolar LİSTESİ	iv
GRAFİKLER LİSTESİ	vi
KISALTMALAR LİSTESİ	viii
GİRİŞ	1

1. BÖLÜM DERECELENDİRME TANIMI, ÖZELLİKLERİ VE TARİHÇESİ

1.1. Derecelendirmenin Tanımı	4
1.2. Derecelendirmenin Kapsamı	6
1.3. Derecelendirme Çeşitleri	7
1.3.1. Vadesine Göre Derecelendirme	7
1.3.2. Döviz Cinsine Göre Derecelendirme	8
1.3.3. Not Verilen Kuruma Göre Derecelendirme	8
1.4. Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi	8
1.5. Risk Kavramı	11
1.5.1. Firma ve Kuruluş Riski	11
1.5.2. Ülke Riski	12
1.5.2.1. Politik Risk	14
1.5.2.2. Ekonomik Risk	15

2. BÖLÜM ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

2.1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları	16
2.1.1. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu	16
2.1.2. Standard and Poor's Kredi Derecelendirme Kuruluşu	19
2.1.3. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu	21
2.2. Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi	23
2.3. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Derecelendirme Yöntemleri	24
2.3.1. Moody's Ülke Derecelendirme Yöntemi	24
2.3.1.1. Ekonomik Güç	25
2.3.1.2. Kurumsal Güç	26
2.3.1.3. Mali Güç	26
2.3.1.4. Krizlere Karşı Duyarlılık	27
2.3.2. Standard and Poor's Ülke Derecelendirme Yöntemi	28
2.3.2.1. Politik Skor	28
2.3.2.2. Ekonomik Skor	29
2.3.2.3. Harici Skor	29
2.3.2.4. Mali Skor	30

2.3.2.5. Parasal Skor	31
2.3.3. Fitch Ratings Ülke Derecelendirme Yöntemi	32
2.3.3.1. Makroekonomik Politikalar	32
2.3.3.2. Politik ve Yapısal Riskler	32
2.3.3.3. Dış Finansman	33

3. BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDEKİ EKONOMİK GÖRÜNÜM VE MAKRO VERİLER

3.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Genel Ekonomik Görünüm	34
3.1.1. Brezilya	35
3.1.2. Güney Afrika	35
3.1.3. Hindistan	36
3.1.4. Meksika	37
3.1.5. Rusya	39
3.1.6. Türkiye	41
3.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Veriler	42
3.2.1. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	43
3.2.2. Enflasyon	46
3.2.3. Kişi Başına Düşen Milli Gelir	48
3.2.4. Cari İşlemler	50
3.2.5. Dış Borç	52
3.2.6. Döviz Rezervi	55

4. BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTU VE ÜLKELERDEKİ BANKACILIK HİSSELERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ

4.1. Kredi Temerrüt Takası (CDS) ile Derecelendirme Arasındaki İlişki	57
4.2. Bankacılık ve Kredi Derecelendirme	59
4.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Sektörü ve Kredi Derecelendirme Notları	60
4.3.1. Brezilya Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi	61
4.3.2. Brezilya Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri	65
4.3.3. Güney Afrika Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi	71
4.3.4. Güney Afrika Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri	75
4.3.5. Hindistan Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi	79
4.3.6. Hindistan Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri	82
4.3.7. Meksika Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi	87
4.3.8. Meksika Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri	90
4.3.9. Rusya Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi	93

4.3.10. Rusya Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri	96
4.3.11. Türkiye Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi.....	100
4.3.12. Türkiye Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri	104
SONUÇ	111
EKLER	116
KAYNAKÇA	134



TABLÖLAR LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1: Moody's Uzun Dönem Kredi Derecelendirme Notları	18
Tablo 2: Standard and Poor's Uzun Dönem Kredi Derecelendirme Notları	20
Tablo 3: Fitch Ratings Uzun Dönem Kredi Derecelendirme Notları	22
Tablo 4: Brezilya Uzun Vadeli Kredi Notları	62
Tablo 5: Banka Mercantil Kredi Notları	66
Tablo 6: Banka Bradesco Kredi Notları	68
Tablo 7: Güney Afrika Uzun Vadeli Kredi Notları	72
Tablo 8: Standard Bank Kredi Notları	75
Tablo 9: Nedbank Kredi Notları	77
Tablo 10: Firststrand Bank Kredi Notları	78
Tablo 11: Hindistan Uzun Vadeli Kredi Notları	80
Tablo 12: IDBI Bank Kredi Notları	82
Tablo 13: HDFC Bank Kredi Notları	84
Tablo 14: Axis Bank Kredi Notları	86
Tablo 15: Meksika Uzun Vadeli Kredi Notları	87
Tablo 16: Grupo Elektra Kredi Notları	90
Tablo 17: Grupo Financiero Banorte Kredi Notları	92
Tablo 18: Rusya Uzun Vadeli Kredi Notları	93
Tablo 19: Sber Bank Kredi Notları	97
Tablo 20: Vozrozhdenie Bank Kredi Notları	99
Tablo 21: Türkiye Uzun Vadeli Kredi Notları	101

Tablo 22: İş Bankası Kredi Notları	105
Tablo 23: Garanti Bankası Kredi Notları	107
Tablo 24: Akbank Kredi Notları	109



GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 1. Ülkelerin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Rakamları	43
Grafik 2. Ülkelerin Enflasyon Oranları	46
Grafik 3. Ülkelerin Kişi Başına Düşen Milli Gelir Rakamları	49
Grafik 4. Ülkelerin Cari İşlemler Rakamının GSYH'ye Oranı	51
Grafik 5. Ülkelerin Dış Borç Rakamlarının GSYH'ye Oranı	54
Grafik 6. Ülkelerin Döviz Rezerv Miktarları	56
Grafik 7. Brezilya Finans Endeksi ve CDS Primi (USD)	63
Grafik 8. Banka Mercantil Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı ..	66
Grafik 9. Banka Bradesco Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı ...	69
Grafik 10. Güney Afrika FTSE/JSE Bankacılık Endeksi ve CDS Primi (USD)	72
Grafik 11. Standard Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı ...	76
Grafik 12. Nedbank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	77
Grafik 13. Firststrand Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı ...	79
Grafik 14. Hindistan Nifty Bankacılık Endeksi ve Beş Yıllık Tahvil Faizi (USD)	80
Grafik 15. IDBI Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	83
Grafik 16. HDFC Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	85
Grafik 17. Axis Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	86
Grafik 18. Meksika S&P/BMV Finans Endeksi ve CDS Primi (USD)	88
Grafik 19. Grupo Elektra Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	91

Grafik 20. Grupo Financiero Banorte Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	92
Grafik 21. MSCI Rusya Finans Endeksi ve CDS Primi (USD)	94
Grafik 22. Sber Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	97
Grafik 23. Vozrozhdenie Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	99
Grafik 24. Türkiye BIST Bankacılık Endeksi ve CDS Primi (USD)	101
Grafik 25. İş Bankası Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	105
Grafik 26. Garanti Bankası Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	107
Grafik 27. Akbank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı	109

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı Geçen Eser
a.g.m.	: Adı Geçen Makale
ATB	: Ankara Ticaret Borsası
AU	: Afrika Birliği (African Union)
BBC	: Britanya Yayın Kuruluşu (British Broadcasting Corporation)
BCBS	: Basel Bankacılık Denetleme Komitesi (Basel Committee On Banking Supervision)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank of International Settlements)
BIST	: Borsa İstanbul
BMV	: Meksika Borsası (Bolsa Mexicana de Valores)
BRICS	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika
CDS	: Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap)
FTSE	: Financial Times Stock Exchange
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HDFC	: Toplu Konut Finansmanı Şirketi (Housing Development Finance Corporation)
IDBI	: Hindistan Sanayi Geliştirme Bankası (The Industrial Development Bank of India)
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İTÜ	: İstanbul Teknik Üniversitesi
JSE	: Joint Stock Company
KBMG	: Kişi Başına Düşen Milli Gelir

KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
NAFTA	: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
NRSRO	: Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of Petroleum Exporting Countries)
S&P	: Standard and Poor's
SADC	: Güney Afrika Kalkınma Topluluğu (South African Development Community)
SEC	: Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission)
SETA	: Siyaset Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı
SGP	: Satın Alma Gücü Paritesi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TETSIAD	: Türkiye Ev Tekstili Sanayicileri ve İşadamları Derneği
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
USD	: Amerikan Doları (United States Dollar)

GİRİŞ

1980’li yıllardan itibaren finans piyasalarında yaşanan liberalleşme süreci uluslararası işlemlerin kolaylaşmasına ve uluslararası sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Yine aynı dönemde büyüyen ülke ekonomileri için ulusal fonlar da yetersiz hale gelmeye başlamıştır. Ülkelerin arzu ettikleri refah seviyesine ulaşabilmeleri gerekli yatırımların yapılması ile mümkün olmaktadır. Bu da ülkedeki mevcut fonların yatırımlara aktarılmasına bağlıdır. Sermaye yetersizliği, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin amaçladıkları makroekonomik hedeflere ulaşmasının önündeki önemli bir engeldir. Bu noktada küresel sermayenin ülkeye çekilmesinin önemi ortaya çıkmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, uluslararası dolaylı ve doğrudan yatırımları kendi bünyelerine çekmeyi hedefler. Fonlarını uluslararası piyasalarda değerlendirmek isteyen yatırımcılar ise yatırım yapmadan önce yatırım yapacakları ülke ya da firma hakkında bilgi sahibi olmak ister; işte bu noktada uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları devreye girmektedir.

Derecelendirme; bir kuruluşun, yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz yerine getirebilmesine yönelik riski yansıtan görüş olarak tanımlanabilir. Derecelendirme işlemi sonucunda, kuruluşun belirlenen kredi değerliliği, evrensel ve anlaşılması kolay bir takım harf ve sayılardan oluşan sembollerle ilan edilir.

Kredi notunun kavram olarak ortaya çıkışı ise ABD’de John Moody tarafından risk unsurlarını ortaya koymak amacıyla 1905 yılında ilk derecelendirme kuruluşu olan Moody’s Yatırımcı Hizmetleri’ni kurmasına dayanır. Günümüzde dünya çapında birçok kredi derecelendirme kuruluşu faaliyette bulunsa da derecelendirme piyasasında söz sahibi olan ve dünya piyasasının yaklaşık %95’ine, ABD derecelendirme piyasasının ise %97’sine hakim olan yatırımcı davranışlarını önemli derecede etkileyen üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu vardır. Finans piyasalarında üç büyükler olarak da adlandırılan bu kuruluşlar, derecelendirme sektöründe oligopol bir yapının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu kuruluşlar: Moody’s Corporation Investors Service, Standard and Poor’s Rating Services, Fitch Ratings Corporation’dır.

Bahsi geçen kredi derecelendirme kuruluşları her ne kadar birçok farklı finansal enstrüman için kredi derecelendirmesinde bulunsa da, özellikle ülkeler için yapılan kredi derecelendirmeleri yatırımcılar tarafından önemli ve öncelikli görülmektedir. Derecelendirme işleminin alt başlıklarından birini oluşturan ülke derecelendirmesi yerli para veya yabancı para cinsinden kısa veya uzun vadeli olarak yapılmaktadır. Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşları tarafından birtakım ekonomik ve politik faktör ışığında gerekli risk değerlendirmesi yapıldıktan sonra, uzun vadeli yabancı para cinsinden açıklanan alfa numerik sonuçlara kısaca Ülke Kredi Notu (Sovereign Credit Rating) adı verilmektedir. Bu çalışmada amaç, genel olarak uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları ülke kredi notlarının ve banka kredi notlarının güvenilirliğini, tutarlılığını ve geçerliliğini ortaya koymaktır.

Kredi derecelendirme kuruluşları verdikleri notların görüş niteliğinde olduğunu savunsa da dünya sermaye hareketliliği büyük oranda bu kuruluşların vermiş oldukları notlar yönünde oluşmaktadır. Son yıllarda sermaye hareketlerinin dünya ticaretine yön verici etkiye sahip olmasından dolayı bu kuruluşlar küresel ölçekte stratejik aktörler haline gelmişlerdir. Bu yüzden çalışmada kredi notlarının ne kadar gerçek durumu yansıttığı, şeffaflığı ve güvenilirliği araştırılmıştır.

Çalışmanın hipotezi; uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının özellikle gelişmekte olan ülkeleri ve bu ülkelerdeki bankacılık sektörünü değerlendirirken kullandıkları yöntemlerin objektif olmadığı şeklindedir. Hipoteze ulaşma aşamasında Brezilya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin aralarında olduğu altı tane gelişmekte olan ülke seçilmiştir.

Kredi notlarının etkisinin araştırılması amacıyla; ülkelerin makroekonomik verileri, CDS primleri ve bankacılık-finance endeksleri alınarak; notların değişim öncesi ve sonrası değerlendirilmiş, tablo ve grafikler yardımıyla analiz edilmiştir. Bu aşamada kredi notlarının bankacılık sektörüne etkisinin analizini gözlemlemek için; her ülkeden halka açık bankalar seçilmiş, bu bankaların hisse fiyatları ve mali oranlarındaki değişim incelenerek banka ve ülke notu birlikte dikkate alınarak değerlendirilmiştir. Çalışmada kredi derecelendirme notları yerine CDS primlerindeki hareketlerin dikkate alınmasının,

ülkenin ve bankanın kredi güvenilirliğini daha gerçekçi bir şekilde yansıttığına dair görüşler aktarılmıştır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; derecelendirmenin tanımı, kapsamı, çeşitleri ile tarihçesi anlatılmakta ve son olarak risk kavramına değinilmektedir. İkinci bölümde; üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu aktarılmış, ülkeler açısından önemi anlatılmış ve kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke derecelendirme yöntemlerine yer verilmiştir. Üçüncü bölümde; çalışma için seçilen gelişmekte olan ülkelerin ekonomik görünümü aktarılmış ve makroekonomik verileri grafiklerle anlatılmıştır. Son olarak dördüncü bölümde; CDS ve kredi derecelendirme arasındaki ilişki ile bankacılık ve kredi derecelendirme anlatılmıştır. Ülkelerin uzun vadeli notlarının analizi için; CDS primleri ve bankacılık-finance endeksi verileri alınarak not değişimlerinin öncesi ve sonrası incelenmiştir. Kredi notlarının bankacılık sektörüne etkisinin analizi için ise üçüncü bölümde incelenen gelişmekte olan ülkelere seçilen halka açık bankaların kredi derecelendirme notları mali oranlar yardımıyla yorumlanmıştır.

1. BÖLÜM

DERECELENDİRME TANIMI, ÖZELLİKLERİ VE TARİHÇESİ

1.1. Derecelendirmenin Tanımı

1980’li yılların başında finans piyasalarında ortaya çıkan liberalleşme süreci ile yeni finansman tekniklerinin gelişmesi, işlem hacminin artmasına ve kaynak ihtiyacının giderek büyümesine yol açtığından ulusal piyasalar yetersiz hale gelmeye başlamıştır.

Ülkelerin arzu ettikleri refah seviyesine ulaşabilmeleri gerekli yatırımların yapılması ile mümkün olacaktır. Bu da ülkedeki mevcut fonların yatırımlara aktarılmasına bağlıdır. Bir ekonominin belkemiğini oluşturan finans kesiminde yer alan kuruluşların temel amacı kaynakların rasyonel alanlara aktarılması sürecinde aracılık etmek suretiyle bu fonlara hareket kazandırmaktır. Özellikle az gelişmiş ülkelerin temel sorunlarından birisi büyümenin sağlanmasında esas faktör olan sermayenin kıt olması ve temin edilmesi aşamasında çeşitli sorunlarla karşılaşılmasıdır. Bu ülkelerde fon fazlası olan kesimin en temel çıkmazı; fon talebinde bulunanların geri ödeme gücünden yoksun olmaları veya geri ödeme aşamasında isteksiz davranmaları konusunda duydukları endişedir. Ayrıca fon arz edenler açısından, piyasadaki faiz, kur ve enflasyon gibi göstergelerde ortaya çıkan dalgalanmaların doğuracağı risk de dikkate alınması gereken diğer bir faktördür.¹

Bu nedenle, sermaye piyasası araçlarının finansman talebinde yaygın olarak kullanılması ve bu piyasaların genişlemeye başlaması, fon aktarımında bulunan bireysel ve kurumsal çok sayıda yatırımcının, yatırımlarının güvenli olması ve geri dönüşünün sağlamlığı açısından bilgilenmesini zorunlu kılmaktadır. Fon kullanıcıları ise ihtiyaçları olan finansmanı temin edebilmek ve mali güçlerini fon arzında bulunanlara göstermek için birtakım verilerin tarafsız kişi veya kuruluşlar tarafından kamuya duyurulmasına ihtiyaç duymaktadır. Fon talebinde bulunanlar ile fon arz edenler arasında ihtiyaç duyulan

¹ Şenol BABUŞCU, *Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması*, 1. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, s. 1.

bilgi akışının sağlanabilmesi derecelendirme diğer bir ifade ile rating firmalarının doğmasına neden olmuştur.²

19. yüzyılda, Amerika Birleşik Devletleri'nde borç talebinde bulunanlar ile bu kişilere fon temin edenler arasındaki ilişkilerin resmi bazda gelişmesini sağlamak amacıyla ortaya konulan bir enstrüman olan derecelendirme, iç piyasaların gelişmesine ve zamanla uluslararası alanda da sermaye piyasalarının hızlı bir büyüme trendine girmesine imkan tanımıştır. Piyasalarda ortaya çıkan çeşitlenme de derecelendirme işleminin giderek daha fazla kullanılmasına neden olmuştur.

Kredi derecelendirmesi, bir kişi, şirket veya bir ülkenin kredi itibarının belirlenmesidir. Kredi derecelendirmesi, bir borçlunun kredi geçmişi hakkında yapılan bir değerlendirme olabileceği gibi, potansiyel bir borçlunun borcunu geri ödeyebilme yeteneğinin değerlendirmesi de olabilir.³

Derecelendirme, açılacak kredilerin zamanında ve tam olarak geri ödenmesi ihtimali konusunda uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla bir borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde yatırımcının bundan dolayı üstleneceği riskin bulunmasına yardımcı olan önemli bir faktördür. Sermaye piyasasının en önemli özelliklerinden biri olan kamunun aydınlatılması ilkesinin işleminde önemli rol üstlenen derecelendirme, piyasalarda güvenin oluşmasında da etkili olmaktadır ve bu aşamada derecelendirme firmalarına büyük görevler düşmektedir. Kredi derecelendirmesi en basit tanımıyla, borçlunun kredi riski hakkında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından oluşturulmuş görüşlerdir.⁴

Finans piyasalarında faaliyet gösteren çeşitli derecelendirme firmaları da farklı derecelendirme tanımları yapmaktadır.

Standard and Poor's şirketine göre derecelendirme: Kredi notları, kredi riski konusundaki göstergelerdir. Derecelendirme notları, şirket, eyalet veya şehir yönetimi gibi finansal kuruluşların finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında karşılayabilme

² BABUŞCU, a.g.e., s. 2.

³Wikipedia, Kredi Derecelendirmesi, <https://webcache.googleusercontent.com> , (11/12/2017).

⁴ Belkıs SEVAL, **Kredi Derecelendirmesi Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları**, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 2017, s. 6.

kabiliyeti ve istekliliği hakkında görüşü ifade eder. Bununla birlikte kredi notları, kredi kalitesinin garantisi veya belirli bir ihraççının veya borç durumunun temerrüde düşme olasılığının kesin ölçümlerini vermemektedir.⁵

Bir diğer derecelendirme şirketi Moodies'e göre derecelendirme: Bir ihraççının borcundan doğan anapara ve faizi eksiksiz ve vadesinde ödeyebilme yeteneğine ilişkin görüşü yansıtır.⁶

Uluslararası derecelendirme şirketlerinden Fitch Ratings'e göre derecelendirme: Bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız görüşü yansıtır.⁷

Genel olarak getirilen tanımlar incelendiğinde, derecelendirme işleminin, ihraç edilen menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmamasının getireceği risk ile bu riskin, diğer firmaların çıkarmış oldukları menkul kıymetlerin taşıdığı risklerle karşılaştırılmasının yapılmasını kapsadığı görülmektedir. Ancak finans sektöründen fon talebinde bulunan tek kesim menkul kıymet ihracında bulunan şirket ve kuruluşlar olmamaktadır. Bankalar ve diğer bir takım kurumlar ve de ülkeler finans sektöründen finansman temininde bulunan birimler olarak ortaya çıkmaktadırlar.⁸

1.2. Derecelendirmenin Kapsamı

Derecelendirme işlemi; ülke, sektör, firma, banka ve ihraç edilen menkul kıymetler için ayrı ayrı gerçekleştirilebilir. Ülke kredi notu diğer kredi derecelendirmelerini de etkilediğinden en önemli ve en kapsamlı işlem olarak görülmektedir. Şirketlerin ve ülkelerin derecelendirme notlarına önem vermelerinin nedeni; yüksek kredi notu düşük faiz ödemesi gerektirirken, düşük kredi notu ise yüksek faiz ödemesi getirmektedir. Aynı zamanda yüksek derecelendirme notları kredibilitiyi arttırmaktadır.

⁵ S&P Global Ratings, What Are Credit Ratings?, https://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings, (12/12/2017).

⁶ Melek ACAR BOYACIOĞLU, **Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma**, İlk Baskı, İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı, 2005, s. 56.

⁷ Fitch Ratings, About Fitch Ratings A.Ş., <https://www.fitchratings.com/site/turkey>, (13/12/2017).

⁸ BABUŞCU, a.g.e., s. 7.

Ülke derecelendirmesinde; ülkelerin yabancı para cinsinden borçlanması ve yabancı paraya dayalı ekonomik faaliyetleri nedeniyle ortaya çıkması muhtemel risk unsurları dikkate alınıp, ülkenin yabancı para cinsinden borçlarını ve finansal yükümlülüklerini zamanında geri ödeme durumu ve istekliliği ölçülür. Kurumsal derecelendirmede, kurumların bilançoları esas alınarak yapılan derecelendirme, kurumların borçlanmadan doğan yükümlülüklerini yerine getirme gücünü ölçer. İhraç edilen menkul kıymetin derecelendirmesinde şirketin ihraç ettiği menkul kıymet değerlendirilir. Proje derecelendirilmesi ile proje için gerekli fonlama koşullarına katkıda bulunulmakta, orta ve uzun vadede fonlama sağlanmaktadır.⁹

1.3. Derecelendirme Çeşitleri

Derecelendirme çeşitleri üç gruba ayrılır. Bu grupları; vadelerine, döviz cinsine ve not verilen kuruma göre derecelendirme olarak sınıflandırabiliriz.

1.3.1. Vadesine Göre Derecelendirme

Vadesine göre derecelendirme notları, ileriye dönük kanaatlerin ve risklerin süresine göre uzun vadeli derecelendirme notu ve kısa vadeli derecelendirme notu olarak ikiye ayrılmaktadır. Uzun vadeli derecelendirme daha genel kriterleri göz önüne almaktadır. Uzun vadeli derecelendirme notu, ülke veya şirketin kendisi ve içinde bulunduğu bölgenin/sektörün başarısı, temel ekonomik göstergeler, konjonktürel gelişmeler, teknolojik durum ve yasal düzenlemeler çerçevesinde uzun süreli anapara ve faiz gibi yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilip getirilemeyeceğini ifade eder. Kısa vadeli rating ise bir yıldan kısa süreli anapara ve faiz gibi yükümlülüklerin yerine getirilmesinde para ve sermaye piyasalarına erişim, likidite ve sermaye elde edilmesi durumunu ölçmektedir.¹⁰

⁹ Nesrin ŞİRVAN, **Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi**, İlk Baskı, İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, 2004, s. 4.

¹⁰ Yavuz AKBULAK, “Kredi Derecelendirmesi Veya Rating: Kavram Ve Ölçütler” **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 111, 2012, s. 171-172.

1.3.2. Döviz Cinsine Göre Derecelendirme

Derecelendirme işlemini döviz cinsine göre ayırdığımızda ise üç farklı derecelendirme söz konusudur.

Uluslararası döviz cinsinden derecelendirmede kurumun döviz cinsi yükümlülüklerini döviz yaratarak ödeyebilme yeteneğine bakılır. Konvertibilite dahil tüm ülke riskleri göz önüne alınır. Uluslararası yerel para cinsinden derecelendirmede kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme yeteneğine uluslararası ölçütlere göre bakılır. Konvertibilite hariç tüm ülke riskleri göz önüne alınır. Yabancı para cinsinden riskler için kullanılır. Ulusal yerel para cinsinden derecelendirme ise; kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme yeteneğine ulusal ölçütlere göre bakılır. Ülke riskleri göz önüne alınmadan yapılır.¹¹

1.3.3. Not Verilen Kuruma Göre Derecelendirme

Verildiği kuruma göre derecelendirme notları; ülke notu, şirket notu ve banka notu olarak üçe ayrılmaktadır.

Ülke notu, bir ülkenin borç yükümlülüğünü tam ve vadesinde yerine getirebilme kapasitesini ölçmektedir. Uluslararası fon akımlarını etkileyen en önemli etkenlerden birisi olduğu için uluslararası finans kuruluşları tarafından dikkate alınır ve takip edilir. Şirket notu ise, şirketlerin yatırımcılar açısından risk derecesini yansıtır. Şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyeti ve ihraç ettikleri menkul kıymetlerin kalitesi hakkında görüş belirtir. Banka notu hesaplanırken incelenen kriterler ise sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, yönetim, karlılık ve likiditedir. Değerlendirme sonucunda ortaya çıkan derece notu ile bankanın kredibilitesine ulaşılmış olunur.¹²

1.4. Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi

Derecelendirme kavramı ilk olarak reel sektör talepleriyle doğmuştur. 1830'lu yıllardan günümüze kadar geçen süreçte finans sektörünün gelişimi ve küreselleşme sonucu derecelendirme kavramı önem kazanmıştır. 1837 yılında ABD ekonomisinde

¹¹ AKBULAK, a.g.m., ss. 175.

¹² BOYACIOĞLU, a.g.e., s. 57.

yaşanan büyük krizin ardından, firmalar ekonomik açıdan zorluğa girmiştir.¹³ Bu krizden etkilenen manifaturacı olan Louis Tappan müşterilerinin ekonomik durumunu tespit etmek için değerlendirmeler de bulunmuştur. İş adamları tarafından gelen taleple 1841 yılında bu sahadaki ilk şirketi olan Tüccarlar Ajansı'nı kurmuştur. Şirket 1859 yılında ilk değerlendirme kılavuzunu yayınlamıştır.¹⁴ Şirket bu değerlendirmelerde simge kullanmamış belirli dönemlerde üyelerine derecelendirme raporları sunmuştur. Daha sonra ABD'nin geneline yayılarak 1885 yılında "R.G. Dun and Company" ismini almıştır. Müşteri portföyü yedi bin düzeyinden on yıl içinde kırk bin düzeyine ulaşmış ve yirminci yüzyılın başında bir milyonu aşmıştır. Tappan'ın ardından profesyonel olarak derecelendirmeye yaklaşan ikinci isimse avukat olan John Bradstreet'tir. 1849 yılında New York'ta "Bradstreet Company" adında bir şirket kurmuştur. Tüccarların sorumluluklarını yerine getirebilme yeteneğini ölçen ve tüccarlar hakkında bilgi toplayıp 1857 yılında ilk ticari derecelendirme kılavuzunu yayımlayıp 1933 yılında R.G. Dun and Company ile iş birliğine girerek "Dun and Bradstreet" adı altında birleşmişlerdir. 1962 yılında da John Moody'nin 1909 yılında faaliyete başlayan derecelendirme kuruluşunu bünyelerine alarak "Moody's Investors Service" adını almışlardır.¹⁵ Devlet tahvillerinin değerlemesi ilk kez Moody's tarafından yapılmıştır.

Kredi notunun kavram olarak ortaya çıkışı ise ABD'de John Moody tarafından risk unsurlarını ortaya koymak amacıyla 1905 yılında ilk derecelendirme kuruluşu olan "Moody's Yatırımcı Hizmetleri"ni kurmasına dayanır. 1909 yılında "Demiryolları Yatırımlarının Analizi" adlı kitabında ilk derecelendirmeleri yayınlamış ve "Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities" isimli el kitabında ilk harflendirme sistemini kullanarak derecelendirme yapmıştır.¹⁶

Moody's Yatırımcı Hizmetleri'nin ardından "Poor's Publishing Company" ilk kredi derecelendirmesini 1916 yılında, "Standard İstatistik Şirketi" 1922'de, "Fitch Publishing Company" ise 1924'te gerçekleştirmiştir. 1941 yılında Standard Statistics

¹³ ŞİRVAN, a.g.e., s. 3.

¹⁴ Richard Prentice ETTINGER ve David Edwin GOLIEB, **Credits and Collections**, United States: Nabu Press, 2010, s. 119-120.

¹⁵ Ömer ALP, "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi Gelişimi", <http://blog.milliyet.com.tr/kredi-derecelendirme-kuruluslarinin-tarihi-gelisimi/Blog/?BlogNo=68805>, (15/12/2017).

¹⁶ Berra KILIÇ, "Derecelendirme (Rating) İşlemi, ABD'de Tahvil Derecelendirme Süreci", İstanbul, **SPK Araştırma Raporu**, 1989, s. 28.

Company ve Poor's Publishing Company birleşip "Standard and Poor's" adını almıştır. Derecelendirme sektöründe öncü olmuş ve çalışma alanında genişleme sağlamıştır.¹⁷

Fitch Ratings, Jogn Knowles Fitch tarafından 1913 yılında "Fitch Publishing Company" adıyla kurulmuş ve ABD'de yatırımcılar tarafından büyük ilgiyle karşılanarak tüm dünyada yankı uyandırmıştır. Derecelendirme işlemlerine AAA'dan D'ye kadar not sınıflandırmasıyla yeni bir tanımlama getirmiştir.

1970'li yıllarda finans piyasalarında hacim olarak büyümeyle beraber kredi derecelendirme kuruluşları sayısında da artış yaşanmıştır. Derecelendirme kuruluşlarına ilişkin ilk yasal düzenlemeler ABD'de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission-SEC) tarafından yapılmıştır. SEC, derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerini düzenlemek amacıyla 1975 yılından itibaren piyasalar tarafından güvenilirliği teyit edilmiş kuruluşlara "Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları" adını vermektedir.¹⁸

Büyüyen tahvil ihraç piyasasıyla birlikte, 1970'li yıllardan 21. yüzyıla kadarki dönemde kredi derecelendirme kuruluşları küresel ekonomide çok önemli mesafe kat etmişlerdir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel sistemdeki gücünü yansıtan bir ifade de ünlü gazeteci ve ekonomist Thomas Friedman tarafından 1996 yılında bir röportajında şu şekilde ifade edilmiştir:¹⁹

Bana göre dünyada iki büyük süper güç var. Birisi Birleşik Devletler, diğeri ise Moddy's Tahvil Derecelendirme Servisi. Birleşik Devletler sizi bomba atarak, Moody's ise kredi notlarınızı düşürerek mahvedebilir. İnanın ki, bazen hangisi daha güçlü bilemiyorum.

Tarihçesi verilen üç büyük derecelendirme kuruluşu dünya çapında en büyük oyuncular olarak görülmektedir. ABD merkezli Standard and Poor's, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşları dünya tahvil piyasasının yaklaşık %95'ini kontrol etmektedir. Başka kredi derecelendirme kuruluşları olsa da bu üçü ve özellikle de %80

¹⁷ Fatih Bahadır HASPOLAT, "Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi" İlk Baskı, Ankara: T.C. Kalkınma Bakanlığı 2015, s. 10-11.

¹⁸ TCMB, Bülten Haziran 2010, Sayı 18 <http://www.tcmb.gov.tr>, (15/12/2017) s. 3.

¹⁹ HASPOLAT, a.g.e., s. 14.

pazar payına sahip olan S&P ve Moody's tarafından verilen notlar tüm finansal sistemi hatta ülkeleri etkilemektedir.

1.5. Risk Kavramı

Risk, beklentiler dışında gelişen ve sonucunda olumlu ya da olumsuz bir duruma yol açan olaydır. Ekonominin her kolunda olduğu gibi sermaye piyasalarında da bir takım riskler bulunmaktadır. Özellikle uluslararası fonların bu denli serbest dolaştığı günümüz finansal piyasalarında risk faktörü önemini arttırmakta ve ölçümlerine yönelik profesyonel analizler gerekmektedir. Bu noktada karşımıza temel işlevleri kredi risklerini belirlemek olan kredi derecelendirme kuruluşları çıkmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, kredi risklerini belirlerken farklı yöntemlere başvururlar. Bu kuruluşlardan bazıları analistler yardımıyla kredi notlarını belirlerken, bazıları ise matematiksel modellerle ölçüm yaparlar. Bir kısmı ise her iki yöntemi harmanlayarak bir yöntem oluştururlar. Derecelendirme kuruluşlarının kullandığı modeller, kuruluşların derecelendirme kriterleri, değerlendirme süreçleri ve not tanımlarına göre farklılık göstermektedir. Riskler belirli kriterler çerçevesinde belirlenerek not derecelendirmeleri yapılmaktadır. Bu kriterler sonucunda ulaşılan riskleri, firma ve kuruluş riski ile ülke riski olmak üzere iki alt başlığa indirmek mümkündür.

1.5.1. Firma ve Kuruluş Riski

Firma ve kuruluşlara yönelik derecelendirmeler için aşağıdaki kriterler göz önünde bulundurulmaktadır.²⁰

- Sermaye piyasasındaki kuruluşların organizasyon yapıları
- Mali yükümlülükleri karşılayabilme kapasitesi
- Şirket riskleri
- Üretime konu olan mal ve hizmetler

²⁰ Beyhan YASLIDAĞ, **Kredi Derecelendirme Sistemi SPK Lisanslama Sınavına Hazırlık Soru Örnekleri**, 1. Baskı, Literatür Yayınları, 2007, s. 47.

- Hammadde teminleri
- Pazar payı
- Maliyetler
- Şirketin sektördeki yeri
- Rekabet
- Üretim kapasitesi
- Dağıtım sistemi
- Pazarlama
- Finansal yönetim ve pazarlama politikaları
- Şirketin geleceğini etkileyecek yönetsel ve sermaye yapısı değişiklikleriyle yatırımlardaki değişiklikler

Söz konusu bu kriterler çerçevesinde bir firma veya kuruluşun kredibilitesi hesaplanarak not değerlendirilmesi yapılmaktadır.

1.5.2. Ülke Riski

Şirket veya kuruluşun üstlendiği yükümlülükleri yerine getirebilme gücünün değerlendirilmesi esnasında faaliyette bulunulan ülke veya ülkelerin de borçlarını tam ve zamanında ödeme gücü ve niyeti bir bütün olarak dikkate alınır. Ülkelere verilecek risk dereceleri aynı zamanda bu ülkede döviz cinsinden borçlanan firmalar için de genellikle alabilecekleri en üst derecede olmaktadır. Ülke riski belli bir ölçüde ülke yönetiminin kontrolünde olduğu kabul edilen hususlar sebebiyle uğranabilecek zarar ihtimalidir.²¹

Derecelendirme firmalarının ilgili şirket veya kuruluşların yükümlülüklerini değerlendirme aşamasında ülke genel yapısını değerlendirmeleri bir noktada döviz cinsinden olan borçlarda transfer riskine ait endişelerden meydana gelmektedir. Transfer riski; ihraç edilen menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerinin zamanı geldiğinde,

²¹ Cansun MANÇER, “Uluslararası Kredi Piyasaları ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Kredi Değerliliği Sorunu”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 1978, s. 57-69.

ülkedeki döviz yetersizliği veya döviz uygulamaları nedeniyle ihraççı kuruluşun yurtiçi parayı ihtiyaç duyulan dövize çevirmeme olasılığıdır.²²

Bir ülkenin dış borçlarını tam ve zamanında ödeyebilmesi, uzun dönemde ihracat gelirlerini arttırmasına bağlıdır. Bu amaca yönelik politikaların temelinde en geniş anlamıyla ülkenin genel ekonomik yapısı, büyüme hızı ve ülke idaresi gelir.²³

Kambiyo düzenlemelerine göre dövizli işlemlere devlet denetiminin uygulandığı ülkelerde kredi verilirken, devlet güvencesi de istenmektedir. Bu durumda ülkenin kredi değerliliği ülkenin dış ticaret verileri, ödemeler bilançosu, enflasyon oranı, borç karşılama oranı gibi göstergeler alınarak belirlenmektedir. Sayısal göstergelerle hesaplanan kredi değerliliği geçmiş ve mevcut durum hakkında daha fazla bilgi vermesi açısından önem taşır.²⁴

Sübjektif bir unsur olan ülkenin borçlarını geri ödeme isteğini oraya koyabilmenin çeşitli yolları vardır. İç borçlarda olduğu gibi dış borçların ödenmesinde de ülkede geçerli olan ekonomik politikaların, istikrarın ve diğer ülkelerle olan ilişkilerinin de önemli rolü vardır. Bu nedenle bir ülkenin kredi değerliliğinin ölçülmesinde birbiriyle bağlantılı sosyal, ekonomik ve politik nitelikli bazı faktörlerin bir arada birleşmesi gerekmektedir. Bu birleşim de ülkenin net döviz yaratma kapasitesi ve bunun dış borç ödemesine katkısı ile ölçülür. Bu aşamada ortaya iki tür belirsizlik çıkar. Bunlardan birincisi; ülkenin taahhütlerini karşılamada gösterdiği kararlılığın derecesi olan politik risk, ikincisi ise ülkenin dış ödeme taahhütlerini karşılamak için gerekli döviz sağlayabilme yeterliliği olan ekonomik risktir.

Bu iki unsur genellikle birbiriyle ilişkili olmaktadır. Ekonomik riskin artması genellikle siyasi eğilimlerin yarattığı borç ödemedeki çekimserliği desteklemektedir. Aksi yöndeki etkileşim ise politik değişiklikler ekonomik güçlüklerle ve dolayısıyla dış ödeme sorunlarına yol açmaktadır. Dış şartlar, dış pazarların ve dünya ekonomisinin ülke üzerindeki etkilerini gösterir. Burada temel mal fiyatları, ticaret şartlarındaki

²² Ali Osman GÜRBÜZ, “Uluslararası Kredi Değerliliği ve Türkiye’nin Durumu”, **Yeni İş Dünyası Dergisi**, Sayı 7, 1984, s. 23-41.

²³ Mehmet Aydın KARAÖZ, “Kredi Değerliliğinin Tespiti (Rating)”, **Hazine Dış Ticaret Dergisi**, Sayı 1, 1990, s. 5-10.

²⁴ Ufuk APAYDIN ve Adil Ünlü ERDOĞAN, “Kredi Değerliliği”, **HDTM Dergisi**, Sayı 7, 1990, s. 3-10.

değişiklikler, faiz oranları, dünya ekonomisinin büyümesi, ülkenin dünya ekonomisindeki yeri ve entegrasyonu gibi faktörler ele alınmaktadır.²⁵

Performans göstergeleri ise ülkenin ekonomik ve yapısal gücünü tanımlamaktadır. Bu göstergeler içerisinde en önemlileri gayrisafi milli hasıla büyümesi, yatırımların gayri safi milli hasılaya oranı, enflasyon oranı, kaynakların dağılımı, ticaret dengesidir. Borç ve likidite göstergeleri ise mevcut borç durumunu, geri ödeme takvimi, mevcut serbest rezervlerle ithalatın ne ölçüde gerçekleştirilebileceğini göstermektedir.

1.5.2.1. Politik Risk

Politik risk değerlendirmesi ülkelerin dış borçlarını ödeme imkan ve isteğine etkide bulunan sosyal ve politik faktörlerle ilgilidir. Ülkenin yükümlülüklerini karşılamak konusunda gösterdiği isteklilik ve kararlılığın kullanılmasında çeşitli göstergeler mevcuttur. Bunlar;

- İktidar partisinin programı ve iktidarda kalabilme süresi
- Politik sistemin karakteri
- Siyasi partiler açısından ülkenin içinde bulunduğu durum
- Ülke halkının beklentilerinin gerçeklerle karşılaştırılması
- Ülkeye etki eden ve edebilecek durumda olan dış siyasi güçlerin varlığı
- Organize dini gruplar ile etnik grupların siyasetteki etkinliği
- Ülkenin kanun ve düzen geleneği
- Ülkenin stratejik önemi
- Yabancı iş adamlarının muhatap olacağı bürokrasinin kalitesi
- Ülkenin uluslararası entegrasyonu
- Ülkenin komşularıyla ve öncelikli ticaret ortaklarıyla olan ilişkileridir.

Bu göstergeler ülkenin politik ve ekonomik yönden kapalı veya açık olup olmaması, ideolojik yapısı, hükümetin etkisi ve zihniyeti ile ilgilidir.

²⁵ APAYDIN ve ERDOĞAN, a.g.m., ss. 13.

1.5.2.2. Ekonomik Risk

Ekonomik risk, bir ülkenin dolayısıyla ekonomide faaliyet gösteren şirket veya kuruluşların borçlarını ödeme kabiliyetlerini belirlemede son derece etkili olduğundan, derecelendirme kuruluşları için önem taşımaktadır. Burada ülkenin mevcut dış borçları ile yakın bir gelecekte alması beklenen borçlarını karşılayabilme kapasitesinin analizi söz konusudur. Bu nedenle öncelikle ülkenin dış borç yükü bulunarak, elde edilen verilerin genel döviz pozisyonu ve ödemeler dengesi esnekliği ile karşılaştırılması gerekmektedir.²⁶

²⁶ BABUŞCU, a.g.e., s. 43.

2. BÖLÜM

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

2.1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirilmenin tarihi 1. Dünya Savaşı öncesine kadar uzanmakta olup, yapılan derecelendirmenin amacı, şirket tahvillerinin kalitesi hakkında güvenilir ve tarafsız bir görüş sağlamaktır. Derecelendirme kuruluşları özel sektör, kamu sektörü ve bunlara ait menkul kıymetlerin risklerini ölçmekte ve ilgililer için belirli dönemler itibarıyla sonuçları yayınlamaktadır.

Günümüzde dünya çapında birçok kredi derecelendirme kuruluşu faaliyette bulunsa da derecelendirme piyasasında söz sahibi olan ve dünya piyasasının yaklaşık %95'ine, ABD derecelendirme piyasasının ise %97'sine hakim olan yatırımcı davranışlarını önemli derecede etkileyen üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu vardır.²⁷

Bu kuruluşlar: Moody's Corporation Investors Service, Standard and Poor's Rating Services, Fitch Ratings Corporation'dır.

2.1.1. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları arasında ilk kuruluş 1909 yılında John Moody tarafından kurulan ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihçesinde de bahsedilen ilk aşamada devlet demir yolları tahvillerini derecelendirerek faaliyete başlayan Moody's derecelendirme kuruluşudur.

Moody's iki farklı alanda uzmanlaşmış bölümüyle hizmet vermektedir. Moody's Comporation borçlanma araçları ve menkul kıymetleri kapsayan kredi derecelendirmeleri ve araştırmaları yapan Moody's Investors Service kuruluşunun ana şirketidir. Moody's Analytics ise kredi ve ekonomik analiz ile finans için önde gelen yazılım, danışmanlık

²⁷ Ömer AKÇAYIR ve Zafer YILDIZ, "Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi", **Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 40, 2014, s. 7.

hizmetleri ve araştırmalar sunmaktadır. 2016 yılında 3,6 milyar dolarlık gelir bildiren şirket, dünya genelinde yaklaşık 11.700 kişiye istihdam sağlamakta ve 41 ÷lkede varlığını sürdürmektedir.²⁸ Global anlamda etkin bir konuma sahip olan Moody's dünyaya açılmak isteyen büyük şirketlerin kredi değerliliğini öğrenmek için başvurdukları kurumdur.

Tablo 1'de Moody's tarafından verilen derecelendirme notları semboller ve açıklamalarıyla ayrıntılı olarak gösterilmiştir. Kredi dereceleri, derecelendirme sembolleri ile gösterilir; her sembol, kredi özelliklerinin genelde aynı olduğu bir grubu temsil eder. Uzun dönem ÷lke derecelendirilme aşamasında sonuçları en yüksek olan Aaa düzeyi ve en alt sınır olan yani minimum güven düzeyine sahip C düzeyi arasında ifade edilmektedir. Moody's ÷lkelere 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 ÷lkeleri ifade etmektedir.

²⁸ Moody's, Moody's Corporation, <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>, (19/12/2017).

Tablo 1: Moody's Uzun Dönem Kredi Derecelendirme Notları

Seviye	Not	Uzun Dönem Not Açıklamaları
Yatırım Seviyesi	Aaa	Bu gruptaki ülkeler ekonomik riskin en az olduğu derecelendirme açısından en güvenilir ülkelerdir. Dolayısıyla ülke, yabancı yatırımcılara cazip geleceğinden ülkeye yabancı sermaye girişi yoğun olmaktadır. Yabancı yatırımcılar açısından bu ülkelere minimum risk düzeyinde yatırım yapılabilir ve birinci sınıftırlar. Ekonomik yapısında bir değişiklik olsa bile bu notu alan ülkelerin güçlü yapısının etkilenmeyeceği, ülkenin anapara ve faiz ödemelerinde bir sıkıntı ile karşılaşmayacağı kabul edilir. Bu not ile değerlendirilen ülke ya da şirket yüksek düzeyde güven oluşturmaktadır.
	Aa1	Bu gruptaki ülkeler çok güçlü bir anapara ve faiz ödeme kapasitesini gösterir. Ülke tüm standartları bakımından yüksek kalitelidir. Fakat en iyi derece olan Aaa düzeyinin bir alt düzeyi olduğundan bir derece daha riskli yatırımları ifade etmektedir. Çok düşük risk düzeyini göstermektedir. Bu notu alan ülkelerin, anapara ve faizleri ödeme yeteneği de son derece güçlüdür. Aa1 sembolü uzun vadede ortaya çıkabilecek gelişmeler doğrultusunda ülke notunun artacağını ifade ederken, Aa2 ülke notunun durağan olduğunu ve Aa3 ise ülke notunun herhangi bir olumsuzluk karşısında düşürüleceğini belirtmektedir.
	Aa2	
	Aa3	
	A1	Bu gruptaki ülkelerin de anapara ve faiz ödeme yeteneği güçlüdür. 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 anapara ve faiz ödemelerini yerine getirmede ekonomik ve politik etmenlerden dolayı belli bir riski içermektedir.
	A2	
	A3	
	Baa1	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 dalgalanmalar sonucu güvenilirliği sağlayan unsurların uzun dönemde azalması veya ortadan kalkması ihtimali vardır. Bu ülkeler yatırımcılar açısından spekülasyon yapıya sahiptirler.
	Baa2	
	Baa3	
Spekülasyon Seviyesi	Ba1	Bu gruptaki ülkeler spekülasyon unsurlara sahiptirler ve gelecekleri hakkında önceden bir tahmin yapılamamaktadır. Anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirlik genelde orta düzeyde olup ılımlı bir yapıya sahiptir. Bu güvenilirlik gelecekte hem iyi hem de kötü koşullarda korunmayabilir.
	Ba2	
	Ba3	
	B1	Spekülasyon nitelikte olan bir nottur. 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. Piyasadaki herhangi bir sorunun tüm ekonomiye yayılabilme riskini taşır. Gelecekte risk çok fazladır.
	B2	
	B3	
	Caa1	Bu gruptaki ülkelerde uygun yatırım imkanı genellikle azdır, borç ödeme kapasitesi zayıf karakterlidir. Anapara ve faiz ödemelerinin veya diğer şartların yerine getirilme imkanı uzun dönemde çok düşüktür. Yükümlülüklerini yerine getirmeme riski çok yüksektir. Piyasanın yapısı değişimde büyük rol oynamaktadır. Mevcut durumda ve gelecekte risk çok fazladır.
	Caa2	
	Caa3	
	Ca	Bu gruptaki ülkelerin özelliği spekülasyon karakterli olmalarıdır. Bunlar genellikle anapara ve faizleri geri ödemezler. Düşük güven düzeyi ve yüksek riski ifade etmektedir.
Çöp	C	Bu gruptaki ülkeler ise en düşük borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. Bu ülkelerde yatırım yapılabilme özelliğinin olduğu kabul edilemez. Maksimum riski ifade eder. Ödeme yapılamayacağı ya da iflas durumunu ifade etmektedir.
	D	Ülkenin iflası (temerrüt) kesindir ve borçlarını ertelemeyen ödeyebilmesi imkânsızdır.

Kaynak: ATB, <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> ; Moody's, <https://www.moody's.com/Pages/amr002002.aspx>, (27/01/2018)

2.1.2. Standard and Poor's Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Merkezi New York'ta (ABD) bulunan uluslararası kredi değerlendirme kuruluşu Standard & Poor's, 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından kurulmuştur. S&P en büyük üç kredi derecelendirme kuruluşu içinden Moodies'ten sonra ikinci büyüklükte bir derecelendirme şirkettir.

S&P Global Ratings ve selefi kuruluşları 150 yılı aşkın bir süredir faaliyet göstermektedir. Hükümet, kurumsal, finansal sektör ve yapılandırılmış finans şirketleri ve menkul kıymetler üzerinde 1 milyondan fazla kredi notu vardır. Derecelendirme notları, büyümeyi sürdürmek, şeffaflık sağlamak ve piyasa katılımcılarını eğiterek, kararlar alabilmelerine yardımcı olmak için kılavuz olarak yayınlanmaktadır. Dünyadaki 28 ülkede, analistler, yöneticiler ve ekonomistler kredi değerliliğini etkileyen faktörleri ve eğilimleri değerlendirmektedir. Kredi görüşlerini bilgilendirmek için, üst düzey yöneticiler ve sektör liderleri ile sık sık diyalog kuran şirket analizlerinde, işletme durumu ve endüstrisindeki konumu ile dünyanın çeşitli bölgelerindeki ekonomik sağlık alanlarını kapsamaktadır.²⁹ Tablo 2'de Standard and Poor's tarafından verilen derecelendirme notları semboller ve açıklamalarıyla ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

S&P'nin uzun vadeli ülke ve şirket tahvillerine yönelik derecelendirme notu, en yüksek notu ifade eden "AAA" ile başlayıp "D" ile bitmektedir. AAA, AA, A ve BBB notları yatırım yapılabilecek güven düzeylerini ifade ederken; bu düzeyin altındaki notlar ise spekülasyon seviyesinde gösterilir. Son olarak da kullanılan C ve D notları iflas ve ödeme yapılamayacak durumların göstergesidir. Bunun yanı sıra, notların yanında artı ve eksi sembollerini kullanmıştır. Bu semboller, ülkenin ilerleyen yıllarda nasıl bir görünüm sergileyeceğini ifade etmektedir. Hareketli görünüm ise, derecenin düşebileceğini ya da artabileceğini ifade etmektedir.

²⁹ S&P Global Ratings, What We Do, https://www.spratings.com/en_US/what-we-do, (31/12/2017).

Tablo 2: Standard and Poor's Uzun Dönem Kredi Derecelendirme Notları

Seviye	Not	Uzun Dönem Not Açıklamaları
Yatırım Seviyesi	AAA	Bu nota sahip olan ülkeler borcunun anaparası ve faizini ödemede çok yüksek bir geri ödeme kapasitesine sahiptir. Standard & Poor's tarafından verilen en yüksek not grubu olup, 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 ödeme yeteneği de son derece güçlüdür.
	AA	
	AA-	
	A+	Bu gruptaki ülkelerin de anapara ve faizleri ödeme 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.
	A	
	A-	
	BBB+	Bu nota sahip olan ülkeler borç ödemesinde yeterli kapasiteye sahiptir ancak ortaya çıkabilecek ufak bir belirsizlikte üstteki nota sahip ülkelere göre çok çabuk ve fazla etkilenir. Bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme gücü açısından yeterli bir kapasiteye sahip olduğu kabul edilir. Bu ülkeler yeterli ödeme gücüne sahip olsa da, ekonomik şartlarda meydana gelebilecek negatif değişimlerden ödeme gücünün zayıflayabileceği ihtimali yüksektir. Ülkeler meydana gelebilecek ekonomik değişimlere karşı önceki gruba göre daha duyarlıdır. Burada borcun ödenmeme riski daima göz önünde bulundurulmalıdır.
	BBB	
	BBB-	
Spekülatif Seviye	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.
	BB	
	BB-	
	B+	Bu gruptaki ülkelerin borç ödeme kapasitesi zayıf karakterde olup, borcun geri ödenmeme riski fazladır. Borçlu ülkenin borcunu uzun vadede bile geri ödeyebileceği kuşkuludur.
	B	
	B-	
	CCC+	Borç ödeme kapasitesinin zayıf olduğu ülkeler için verilecek bir nottur. Ülkede geri ödememeye ait risk yüksektir. Anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmaması muhtemeldir.
	CCC	
	CCC-	
	CC	Bu gruptaki ülkelerin spekülatif özelliği çok yüksektir. Ekonomik koşullarda meydana gelebilecek değişimler karşısında büyük belirsizlikler ve riskler taşır. Anapara ve faiz ödemelerinde çok ciddi sorunlar ile karşılaşabilecekleri muhtemeldir.
Çöp	C	Bu not genellikle anapara ve faizi ödeyemeyen ülkeler için kullanılır. Verilen borcun ülke tarafından anapara ve faizinin geri ödenemeyeceğini gösterir.
	D	Bu derece verilebilecek en kötü nottur. Geri ödemenin imkansız olduğu durumu ifade eder. Borç ödeme kapasitesi olmayan ülkeler için kullanılır.

Kaynak: ATB, <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e>; Standard and Poor's, https://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#secondPage, (27/01/2018)

2.1.3. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Fitch Rating kuruluşu, 24 Aralık 1913 tarihinde John Knowles tarafından New York'ta Fitch Yayıncılık Şirketi adı altında kurulan ve mali istatistikleri yayınlayarak kısa sürede lider statüsü kazanan öncü şirketlerden biridir. 1975'te Moody's ve S&P ile birlikte NRSRO (Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları) kuruluşlarından birisi olmuştur. İlk uzmanlık alanı bankaların derecelendirmesi olan Fitch, daha sonraları diğer sektördeki işletmelerin derecelendirmesine de başlamıştır. Fitch, 1989 yılına gelindiğinde sermaye yapısını yeniden düzenlemiş ve yönetim ekibini şekillendirmiştir.³⁰ Şirket ABD'de genel kabul görmüş ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşudur. S&P ve Moody's den sonra derecelendirme piyasasının üçüncü büyük aktörüdür. Asıl merkezi Londra ve New York'tur. En büyük şubeleri ise Tokyo, Paris ve Barselona'da bulunmaktadır. Fitch Grubunun %20'si Paris merkezli Fimalac SA, %80'i ise Hearst Corporation şirketlerine aittir ve ortaklaşa çalışmaktadırlar. Fitch, bir ülkeye ait risk algısını belirlerken, 4 temel başlık altında birçok farklı iktisadi ve politik değişkeni incelemektedir. Tablo 3'te Fitch tarafından verilen derecelendirme notları semboller ve açıklamalarıyla ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

³⁰Erdinç TUTAR, Filiz TUTAR ve Mehmet Vahit EREN, "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye" **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı 25, Temmuz-Ağustos 2011, s. 3-11.

Tablo 3: Fitch Ratings Uzun Dönem Kredi Derecelendirme Notları

Seviye	Not	Uzun Dönem Not Açıklamaları
Yatırım Seviyesi	AAA	En yüksek kredi kalitesi: “AAA” notu kredi riskinin en düşük beklentisini gösterir. Bu not yalnızca finansal taahhüdün zamanlı ödemesi için istisnai çok yüksek kapasite durumunda uygulanır. Bu kapasitenin öngörülebilir olaylarla ters şekilde etkilenmesi yüksek derecede muhtemel değildir.
	AA+	Çok yüksek kredi kalitesi: “AA” notu çok düşük kredi riski beklentisini gösterir. Finansal taahhütlerin zamanlı ödemeleri için yüksek kapasiteyi gösterir. Bu kapasite öngörülebilir olaylara büyük ölçüde açık değildir. Risk düzeyinin düşük, kredi kalitesinin yüksek olduğu ülkeleri ifade etmede kullanılır. Ülkenin güçlü bir mali yapısı olduğunu ifade etmektedir.
	AA	
	AA-	
	A+	Yüksek kredi kalitesi: “A” notu düşük kredi riski beklentisini gösterir. Kredi kalitesi olan ve mali yapıları biraz daha hassas ve ekonomik koşullardan etkilenme olasılığı olan ülkeleri ifade etmektedir. Finansal taahhütlerin zamanlı ödenmesi kapasitesi güçlü düşünülür.
	A	
	A-	
	BBB+	İyi kredi kalitesi: “BBB” notu şimdiki durumda düşük kredi riski beklentisi olduğunu gösterir. Finansal taahhütlerin zamanında ödenmesi kapasitesi yeterlidir. Fakat şartlardaki ya da ekonomik koşullardaki ters değişimin bu kapasiteye zarar vermesi daha muhtemeldir. Risk değerinin düşük olduğu fakat ekonomide oluşabilecek herhangi bir sorun karşısında ülkenin olumsuz etkilenme olasılığı olan ve en düşük düzeydeki yatırım yapılabilir düzeyi ifade etmede kullanılan semboldür.
	BBB	
	BBB-	
Spekülatif Seviye	BB+	Spekülatif: “BB” puanı özellikle zamanla ters ekonomik değişimin sonucu olarak kredi riskinin gelişim olasılığının var olduğunu gösterir. Spekülatif notlar kapsamındaki en düşük risk unsuruna sahip sembol niteliğindedir. Ülkenin geri ödeme yükümlülüğü, ülkenin ekonomik şartlardan etkilenir. Kredi imkânı mevcuttur.
	BB	
	BB-	
	B+	Önemli ölçüde spekülatif: “B” notu önemli kredi riskinin mevcut olduğunu fakat sınırlı bir korumanın olduğunu gösterir. Finansal taahhütler halihazırda karşılanmaktadır fakat devam edecek ödeme kapasitesi sürdürülebilirliği iş ve ekonomik çevreye bağlıdır. Geri ödenme riskinin yüksek olduğunu ifade etmektedir ve belirgin bir kredi riski bulunmaktadır.
	B	
	B-	
	CCC	Yüksek ödememe riski: Ödememe gerçek bir olasılıktır. Finansal taahhütleri karşılama kapasitesi sadece devam edebilir iş ve ekonomik gelişmeye dayanır. CC seviyesinde temerrüde düşme olasılığı vardır. C seviyesi yatırım yapılamaz ve maksimum riski ifade eden bir semboldür. Ülkenin geri ödeme gücü bulunmamaktadır.
	CC	
	C	
Çöp	DDD	Temerrüt: Ülkenin iflası kesindir ve borçlarını ertelemekten ödeyebilmesi imkansızdır.
	DD	
	D	

Kaynak: Fitch Rating, <https://www.fitchratings.com/site/definitions>, (27/01/2018)

2.2. Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi

Günümüzde uluslararası fonun hangi ülkelere yönlendirileceğini belirleyen ekonomik ve siyasi faktörlerden biri kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke riskini ölçmeye yönelik verdiği notlardır.³¹

Finansal sistemde yaşanan hareketlilikleri ve sermaye akışının yönünü kredi derecelendirme kuruluşları belirlemektedir. Ülkenin derecelendirme hizmeti satın alması sonucu, elde edeceği kaliteli bir kredi notu ülkeye birçok fırsat yaratmaktadır. Ekonomik olarak büyümek ve uluslararası sistemde söz sahibi olmak her ulusun hedeflerindendir. Büyüme; yaşam standartlarını artırmak, ulusal güvenliği temin etmek ve uluslararası alanlarda prestij sağlamak gibi birçok imkan oluşturmaktadır.³² Derecelendirme, ülkeler için borçlanma işleminin maliyetini ve risk primlerini düşürme yöntemidir. Derecelendirme neticesinde faiz hadlerinde yaşanan değişimler sebebiyle, sermaye hareketliliği yaşanmaktadır. Bu sebeple ülke notunun yüksek olması ekonomik açıdan çok önemlidir.

Kredi derecelendirme işlemi, her ne kadar bir görüş niteliğinde olsa da verilen notların, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde ciddi etkileri bulunmaktadır. Yerli ve yabancı yatırımcılar kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdikleri notlardan etkilenmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarının ülkeler üzerindeki etkisi şirketler üzerindeki etkisinden daha fazladır. Çünkü ülke notu şirket notu için tavan oluşturmaktadır.⁷⁹ Böyle bir kriter ulusal yada uluslararası ölçekteki şirketler için önemli kısıtlamaları beraberinde getirmektedir. Ülke notunun tavan oluşturması durumu; mali yapısı, yönetim yapısı ve sektörel konumu tatminkar bir ölçüde olsa dahi ülke notu yatırım yapılabilir bir seviyede olmadığı için şirketin zarara uğraması ihtimalinin çok yüksek olmasıdır. Buradan ülke notunun şirket notuna göre çok daha kritik bir değerlendirme sistemi olduğu anlaşılmaktadır.

³¹ Engin ERDOĞAN ve Meliha ENER, “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küresel Boyutlu Finansal Yönelimlerdeki Rolü ve Türkiye Değerlendirmesi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 15, Sayı 168, s. 29-39.

³² Zeynel DİNLER, **İktisada Giriş**, 17. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2011, s. 617.

Bugün özellikle hükümetler ve ekonomi camiası bu durumu bildikleri için tatmin edici olmayan ülke notlarına aşırı tepki göstermektedirler.

Gelişme yolundaki ülkeler kalkınmalarını finanse ederken, öz kaynaklarındaki yetersizliklerden dolayı uluslararası fonlara ihtiyaç duymaktadır. Bu şekilde finansman olanakları araştıran ülkeler, kamu kuruluşları, özel sektör kuruluşları ve finansal kuruluşlar ile yatırımcıların bir araya geldikleri uluslararası piyasalarda, borç talep eden kuruluşların kredibilitesinin doğru tespiti büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle kredi notları, düzenleme ve risk yönetimi sürecinde oldukça sık kullanılan bir gösterge haline gelmiştir.³³

2.3. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Derecelendirme Yöntemleri

Ülkelerin kredi derecelendirmesi (sovereign credit rating), bir ülkedeki yatırım ortamının risk seviyesini ifade eder. Derecelendirmeden çıkan analizler yabancı ülkelerde yatırım yapacak yatırımcılar tarafından kullanılır. Kredi analizi, derecelendirmesi yapılacak olan ülkenin ekonomik ve siyasi performansının geçmişine ve mevcut durumuna bakılarak yapılır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları bir ülkenin kredi notunu belirlerken bazı kriterleri kullanırlar. İlgili kriterler üç büyük derecelendirme kuruluşu için bu bölümde açıklanacaktır.

Kredi derecelendirmeleri yatırımcıya bir ülke hakkında ileriye yönelik bilgi vermek için yapılır. Derecelendirme analizlerinin bir parçası olarak, güncel ve geçmişten gelen bilgiler yardımıyla gelecekteki öngörülebilir olayların muhtemel etkileri değerlendirilir.

2.3.1 Moody's Ülke Derecelendirme Yöntemi

Moody's, ülke kredi notlarını nasıl belirlediğine dair kılavuzu son olarak 22 Aralık 2016 tarihinde güncellenen “Notlandırma Metodolojisi” başlıklı bir çalışma ile kamuoyuyla paylaşmıştır. Yayımlanan en son kılavuza göre Moody's ülke kredi notlarını

³³ Timur Han GÜR ve Hüseyin ÖZTÜRK “Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler”, *Sosyoekonomi Dergisi*, Cilt 2, s. 69-92.

ekonomik güç, kurumsal güç, mali güç ve krizlere karşı duyarlılık olmak üzere dört ana faktöre göre belirlemektedir. Kuruluş belli ekonomik, sosyal ve finansal göstergelere dayanarak kredi notu oluşturmakta ve dünya ekonomisinde yaşanan yapısal değişiklikleri dikkate alarak metotlarını belirli aralıklarla revize etmektedir.³⁴

2.3.1.1. Ekonomik Güç

Moody's tarafından ilk olarak değerlendirmeye alınan ekonomik güç; büyüme potansiyeli, ekonomik çeşitlilik, rekabetçilik, milli gelir ve büyüklük olarak değerlendirilmektedir. Ekonomik güç, kısa ve orta vadede ülkenin gelir oluşturma ve borcunu geri ödeme kapasitesini belirlemektedir. Ekonomik zayıflık ise geçmiş dönemlerde yaşanmış olan temerrüt durumlarının en önemli nedenidir. Moody's tarafından yapılan analizlere göre geçmiş temerrütlerin büyük bir bölümü uzun dönemli ekonomik durgunluk nedeniyle yaşanmıştır. Ekonomik güç üç ana alt başlık altında değerlendirilmektedir.

Büyüme Dinamikleri: Borcun sürdürülebilirliğine dair en önemli göstergelerden biri olan ekonomik büyüme dinamiğinin ölçülebilmesi için; geçmiş dönem ve orta vadeli büyüme oranı, geçmiş dönem reel büyüme oranının dengesizliği ve ekonominin rekabetçilik durumuna bakılmaktadır.

Ekonominin Büyüklüğü: Ekonomik büyüklük konjonktürel dalgalanmalara karşı dayanıklılığı artırmaktadır. Ekonomik açıdan zengin ama küçük ölçekli ekonomiler dış şoklara karşı oldukça duyarlıyken büyük ölçekli ve üretim çeşitliliği olan ekonomiler daha istikrarlı büyüme yapısına ve gelir oluşturma kapasitesine sahiptir.

Milli Gelir: Kişi başına düşen milli geliri yüksek olan ekonomiler yüksek borç ödeme kapasitesine sahiptirler. Kişi başına düşen milli gelirin yüksek olması dış finansmana ihtiyacı da azaltmaktadır.

³⁴ Moody's, Ratings, https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1044859, (31/01/2018).

2.3.1.2. Kurumsal Güç

Moody's kurumsal gücü ülkelerin borçlarını ödemeyebilmeleri amacıyla hükümetlerin ve devlet kurumlarının ekonomik büyümeyi desteklemek ve refahı artırmak için sağlam politika çerçeveleri oluşturma kapasitesi olarak tanımlanmaktadır. Aynı zamanda merkez bankalarının kredibilitesi, hükümetlerin kredi geçmişi de önem arz etmektedir. Derecelendirilen ülkelerde hukukun üstünlüğü, şeffaflık, köklü demokratik geçmişe sahip demokrasilerin üst düzey notlara sahip olduğu görülmektedir. Kurumsal gücü belirleyen iki temel unsur bulunur. Bunlar; kurumsal çerçeve ve etkinlik ile politikaların kredibilitesi ve etkinliğidir.

Kurumsal Çerçeve ve Etkinlik: Hükümetin etkinliği, hukukun üstünlüğü ve yolsuzluğun önlenmesi başlıkları incelenmektedir. Verilen kamu hizmetlerinin siyasi etkilerden bağımsız bir şekilde verilmesi ve bütçe disiplinin sağlanması kurumsal etkinliğin önemli belirleyicileridir. Hukuk sisteminin bağımsızlığı ve güvenilirliği güven ortamının oluşmasının temel şartı olarak kabul edilmektedir. Hesap verebilirliğin ve şeffaflığın olmaması ülke riskini arttıran önemli diğer hususlardır.

Politikaların Kredibilitesi ve Etkinliği: Enflasyon performansı ve enflasyon oynaklığı ele alınmaktadır. Fiyat istikrarı olmadan, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme yakalama ve rekabetçiliği koruma imkanı yoktur. Merkez bankalarının finansal krizlere müdahale edebilme kapasitesi ülke riskini azaltır ve düşük faiz oranları merkez bankalarına bu konuda yardımcı olmakta ve politika esnekliği sağlamaktadır. Fiyat artışlarının istikrarsız yapısı merkez bankalarının kurumsal güçleri hakkında sinyaller vermektedir. Enflasyondaki oynaklık para politikasının belirsizliğine işaret etmekle birlikte ekonomideki yapısal sorunların da bir göstergesidir.

2.3.1.3. Mali Güç

Mali güç, genel anlamda kamu maliyesinin sağlıklı oluşu olarak tanımlanmaktadır. Mali güç, kamunun borç yükü ve borçların sürdürülebilirliği alt başlıkları altında ele alınmaktadır.

Kamu Borç Yüğü: Ülke için risk faktörü oluşturan esas durum genel devlet borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranıdır. Her yüksek borç oranı temerrüde yol açmamaktadır fakat temerrütlerin çıkış noktası olarak öngörölür. Borçların GSYH'ye oranı ülkenin borcunu ödeme kapasitesi hakkında bilgi vermektedir. Bu oranın yüksek olması ülkenin mali yetersizliğini göstermektedir.

Borçların Sürdürülebilirliği: Geri ödemelerin vaktinde ve tam gerçekleştirilebilmesi için ülkelerin gelir oluşturma kapasitelerinin yeterli olması gerekmektedir. Bu yeterliliğin göstergelerinden biri genel devlet faiz ödemelerinin gelirlerine oranıdır. Bu oranın yüksekliği, bütçe açığını arttırmanın yanı sıra kamu yatırımlarının da kısıtlı miktarda yapılmasına neden olarak ekonomik büyümeye engel teşkil eder. Borç finansmanı gücünü gösteren diğör bir unsur ise genel devlet faiz ödemelerinin GSYH'ye oranıdır.

2.3.1.4. Krizlere Karşı Duyarlılık

Ülkelerin üç temel alanda yaşanabilecek ani şoklara karşı dayanıklılıkları değerlendirilmektedir. Ele alınan üç temel başlık politik risk, likidite riski ve dış kırılganlık riskleridir.

Politik Risk: Ülkeler, yerel huzursuzluklar ve bölgesel problemlerden dolayı jeopolitik risk unsurları yaşayabilmektedir. Hem yerel hem bölgesel risk unsurları kredi notunu olumsuz etkilemektedir. Örneğın, Orta Doğı'da yaşanan toplumsal olaylarla birlikte politik çalkantılar ve yönetim istikrarsızlıkları ülkelerin yerel politik risklerini arttırarak kredi notlarını olumsuz etkilemektedir.

Likidite Riski: Genel anlamda hükümetlerin borçlarını geri ödeme konusunda yaşadıkları finansman sıkıntısını ifade etmektedir. Finansmanını yerel bankalardan, şirketlerden ve hane halklarından sağlamayı başarabilen ülkeler likidite riskini düşük seviyede tutabilmektedirler. Bankacılık yapısının dayanıklılığı ve finansman yapısı da ülkelerin likidite riskini etkilemektedir.

Dış Kırılganlık Riskleri: Döviz cinsinden yapılan borçlanmaların yükümlölüklerini yerine getirebilmek için ülkelerin yabancı paraya ihtiyacı olmaktadır.

Dış ticarete açık veren ülkeler döviz ödemelerinde zorluklar yaşamaktadır. Bu durumun sonucu olarak da döviz kurunda değer kaybı ve uluslararası rezervlerde azalma meydana gelmektedir.

2.3.2. Standard and Poor's Ülke Derecelendirme Yöntemi

S&P, ülke kredi notlarını nasıl belirlediğine dair kılavuzu son olarak 18 Aralık 2017 tarihinde yayımladığı “Rating’s Direct” adlı ülke kredi notu belirleme rehberinde ülke riskini beş ana başlık altında belirlemektedir. S&P ülke kredi notları, analistler tarafından oluşturulan kredi derecelendirme modeli ile belirlenmektedir.³⁵

S&P, kredi notu belirleme sürecinde ülkenin derecelendirme notunu, politik skor, ekonomik skor, harici skor, mali skor ve parasal skor olmak üzere beş kriter doğrultusunda birleştirilerek ülke ekonomisinin dayanıklılığı, kamu kurumlarının güçlü yapısı ve etkili karar alma etkinliği gibi faktörleri kapsayan devlet borçlarına yönelik “politik ve ekonomik profili” ile mali denge ve borç yükünün sürdürülebilirliği gibi faktörlerden oluşan “esneklik ve performans profili” oluşturulmaktadır. Bu iki profil daha sonra bir “gösterge niteliğinde kredi derecelendirme seviyesi” belirlemek için kullanılmaktadır.³⁶

2.3.2.1. Politik Skor

Politik skor, kurumların sürdürülebilir kamu maliyesinin sağlanması, dengeli ekonomik büyümenin desteklenmesi ve ekonomik ve politik şoklara karşı direnç göstermedeki genel başarısı olarak tanımlanmaktadır.

Ülkenin kurumsal yapısının geçmiş dönemlerdeki politik, ekonomik ve finansal krizlerden çıkma başarısı ve dengeli büyüme gerçekleştirebilme kapasitesi, ülkelerin ekonomik sıkıntı dönemlerindeki dengesizlikleri gidermek için doğru tedbirler almalarını sağlamakta ve uzun dönem büyüme performansının sürdürülebilirliğini artırarak ülke

³⁵

S&P

Global,

Methodology,

https://www.standardandpoors.com/ja_JP/delegate/getPDF?articleId=1975930&type=COMMENTS&subType=REGULATORY, (31/01/2018).

³⁶ Erdal Tanas KARAGÖL ve Ülkü İstiklal MIHÇIOKUR, “ Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar” SETA Rapor, http://file.setav.org/Files/Pdf/20121126124257_seta-kredi_derecelendirme_kuruluslari-alternatif_arayislar.pdf, (20/11/2017) s. 13.

notunu olumlu etkilemektedir. Kurumlar arası kontrol mekanizmasının varlığı, ülkedeki kurumsal sapmaları engelleyerek hem olası yolsuzlukların önüne geçmekte hem de kurumların yetki aşımalarını engelleyerek politikaların devamlılığını sağlamaktadır. Kanun ve kuralların tarafsız bir şekilde uygulanması istatistik kurumlarının ve medyanın bağımsızlığı, ülkedeki ekonomik ve siyasi gelişmelerin uluslararası yatırımcılar tarafından doğru değerlendirilmesini ve güven ortamını oluşturmaktadır. Büyük miktarlarda ve uzun süreli birikmiş borç stoku, ülkelerin borç ödeme konusundaki isteksizliğini ortaya koymakta ve kredi notunu olumsuz etkilemektedir. Ülkenin diğer bir ülkeyle yaşadığı tansiyon uzun süredir devam ediyor ve savaş ihtimali taşıyorsa bu durum daha çok kurumsal ve yönetim kapasitesi kanalıyla kredi notunu etkilemektedir. Ancak, yaşanan tansiyon kısa zaman içerisinde yükselmiş ve savaş riski taşıyorsa ülke kredi notunu doğrudan etkilemektedir.³⁷

2.3.2.2. Ekonomik Skor

Ülke kredi notunun ekonomik performans kısmının temel başlıkları; gelir düzeyi, büyüme beklentisi, ekonomik çeşitlilik ve istikrar olarak görülmektedir.

Gelir düzeyinin ölçüsü olarak, kişi başına düşen milli gelir verileri kullanılmaktadır. Kişi başına düşen gelirdeki artışla ülkeler daha yüksek vergi toplayabilmekte ve hane halkının tasarruf miktarının artmasıyla da geniş bir fon arzı oluşmaktadır. Ülkenin geçmişinde istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme oranına sahip olması ve bunun geleceğe de yansması ülke kredi notunu belirleyen en önemli ekonomik faktörlerden biridir. S&P analistlerine göre ekonomik çeşitliliği sağlayamayan, üretim yapısını birkaç alanda yoğunlaştıran ülkeler bu alanlarda yaşanabilecek sorunlarda ekonomilerinde çeşitlilik sağlamış olan ülkelere göre çok daha fazla etkilenmektedirler.

2.3.2.3. Harici Skor

Ülkenin dış finansal ilişkilerindeki başarısı ülkenin rekabetçiliğini, döviz kurunu, yatırımcıların ülkeye bakışını ve ülkenin alım ve ödeme gücünü etkilemektedir. Ülkenin para biriminin uluslararası işlemlerde sıklıkla kullanılıyor olması para birimine

³⁷ HASPOLAT, a.g.e., s. 40.

duyulan güvene işaret etmektedir. Bir ülkenin para biriminin rezerv para olarak kullanılması o ülkenin politikalarının ve kurumlarının güvenilirliğine, finansal sistemlerinin güçlülüğüne ve ülkenin büyük bir sermaye piyasasına sahip olduğunu göstermektedir.

Ticaret açığı olan ve dış borç stoku yüksek olan ülkelerin dış finansman ihtiyacı yüksek olmaktadır. Dış finansman ihtiyacının fazla olması ülkeler için risk oluşturmakta ve kredi notuna olumsuz yansımaktadır. Ülkelerin aktif kullanılan para birimlerine sahip olması ve cari fazla vermesi ülke notunu artıran önemli nedenlerdendir. Ülkelerin ihracatının ve ithalatının belli ürünler üzerinde yoğunlaşması, yoğunlaşılacak sektörlerdeki herhangi bir olumsuzlukta fazla etkilenmelerine yol açmakta ve bunun sonucunda dış ticaret dengesinde belirsizliklere neden olarak ödemeler dengesi riskini artırmaktadır. S&P ortak para kullanan ülkelerin para birimlerinin daha istikrarlı olduğuna ve kur istikrarının daha kolay sağlanmasıyla da kredi notu üzerindeki kur riskinin azaldığına işaret etmektedir. Ülkelerin aldıkları uluslararası yardımlar, S&P tarafından verilen kredi notlarını etkileyen diğer hususlardan biridir. Ülkelerin dış hesaplarındaki veri eksikliği ve tutarsızlığı ülkenin dış finansman ihtiyacını ve ödeme kapasitesini belirlemede problemler oluşturmaktadır. Oluşan belirsizlik durumu ise notlara negatif yansımaktadır.³⁸

2.3.2.4. Mali Skor

S&P mali skor kriterinin alt başlıklarında ülkenin mali performans ve esnekliği ile borç yükü verilerini incelemektedir. Ülke kredi notlarını belirleyen unsurlardan birisi genel devlet borçlanma ihtiyacının gayri safi yurt içi hasılaya oranıdır. Sonucun yüksek çıkması ülke notunu olumsuz etkiler. Kamu harcamalarının gelirlerinden fazla olmasıyla ortaya çıkan borçlanma ihtiyacı faiz ödemelerini artırmaktadır. Kredi notunu etkileyen diğer bir mali konu ise mali esnekliktir. Mali esneklik ülkelerin ekonomik kriz dönemlerinde ya da ekonomiye gelen bir şokta mali dengeyi tekrar kurma kapasitesini ifade etmektedir.

³⁸ S&P Global, How We Rate Sovereigns, <https://www.spratings.com/documents/20184/774196/How+We+Rate+Sovereigns.pdf/a9419c9e-eb76-4283-83a6-34d0e8b13112>, (31/01/2018).

Ülke kredi notunu belirleyen en önemli mali unsur ise ülkenin borç yüküdür. Borç yükünün yüksek olması ülkenin gelirlerinin önemli bir kısmını faiz ödemelerine ayırması anlamına gelmektedir. Yüksek borçluluğa sahip ülkelerde, ekonomik daralma dönemlerinde gelirlerin azalması borçlanmaların oluşturduğu yüksek miktardaki faiz ödemelerini de güçleştirmektedir. Bu durumun sonucunda da temerrüt riski ortaya çıkmakta ve ülke riskini artırmaktadır.

2.3.2.5. Parasal Skor

Ülkenin parasal durumu ve para otoritelerinin görevlerini yerine getirebilme kapasitesi S&P tarafından dikkate alınmaktadır. Aynı zamanda para otoritelerinin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi destekleme ile ekonomik ve finansal şokları hafifletebilme yeteneğini de ölçmektedir. Para otoriteleri ekonomiyi dengede tutmak ve herhangi bir şokta yeniden dengeyi sağlamak için para politikası gibi önemli bir araca sahiplerdir. Para politikasının başarılı olması ile döviz kuru rejimi arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Para birimleri rezerv para olarak kullanılan ülkeler para politikasının etkinliği noktasında en avantajlı ülkeler olarak nitelendirilmektedir.

S&P'ye göre sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi, para politikası kararlarının reel ekonomiye yansımaları açısından oldukça önemli bir unsurdur. Para politikası araçları hane halkının ve sektörlerin borçlanma maliyetlerini etkileyerek reel ekonomiye yön vermektedir. Para otoritelerinin uyguladığı para politikası kararlarının etkili olabilmesi için öncelikle kendilerinin kredibilitesinin olması şarttır. Para otoritesinin kredibilitesini sağlayabilmesinin yolu ise hukuki, yönetim, operasyonel ve bütçe bağımsızlığı ile mümkündür. Para politikasının etkinliğinin göstergesi ise fiyat istikrarı ve düşük enflasyon oranıdır. Fiyat istikrarsızlığı ve yüksek enflasyon oranı, reel döviz kuru yoluyla ticareti etkilemesiyle beraber, yerel para biriminin tasarruf aracı olmaktan çıkmasına neden olur ve finansal piyasaların derinleşmesini engellemektedir. Merkez bankaları etkin para politikası uygulamalarıyla sermaye piyasaları ve finansal sistemde güven ortamı oluşmasına imkan sağlamaktadır.

2.3.3. Fitch Ratings Ülke Derecelendirme Yöntemi

Fitch Ratings ülke kredi notunu belirlerken ülkelerin ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilme yeteneğini; makroekonomik politikalar, politik ve yapısal riskler ile dış ticaret ve cari dengenin sürdürülebilirliğini göz önünde bulundurarak vermektedir.³⁹

2.3.3.1. Makroekonomik Politikalar

Kamu sektörü, makroekonomik performansı ve istikrarı etkilemesi nedeniyle güvenilir uygulamalarla sağlam para ve maliye politikaları yürütmelidir. Çünkü Fitch Ratings tarafından kamu sektörü ekonominin en önemli aktörü olarak gösterilmektedir. Fitch Ratings, makroekonomik dalgalanmaları ölçmek için GSYH, TÜFE ve reel döviz kurunun son on yıl için yıllık artışlarının standart hatalarını kullanmaktadır.

2.3.3.2. Politik ve Yapısal Riskler

Fitch Ratings bu başlık altında ekonominin dış şoklara dayanıklılığı ile makroekonomik ve mali istikrarın sağlanması konusunda politik ve yapısal riskleri dikkate almaktadır. Fitch Ratings makroekonomik istikrarı, ülke riskinin ölçümünde tek belirleyici olarak görmemekte ekonominin yapısal dinamiklerini ve siyasi riskleri de dikkate almaktadır. Genellikle yüksek tasarruf oranına sahip ülkelerin şoklara karşı dayanıklı olduğu, etkin hukuki ve kurumsal mekanizmalarla kaynaklarını da doğru alanlara yönlendirdikleri görülmektedir. Kişi başına düşen milli gelir yapısal özellikleri açıklamada önemli bir değişken olarak kabul edilmektedir. Politik risk, ülkelerin borçlarını geri ödemede siyasi kapasite ve kaynaklarını kullanma istekliliğinin seyrini göstermektedir. Ülkede gelir dağılımındaki adaletsizlik, din, ırk ve bölgesel farklılıklar ülke kredi notu üzerinde olumsuz etki yapan faktörlerdir. Fitch Ratings, ülkenin siyasi durumunu ve yönetim kapasitesini ölçmek için Dünya Bankası'nın Dünya Yönetim Göstergelerini kullanmaktadır. Aynı zamanda, IMF ve uluslararası kalkınma bankalarıyla olan ilişkiler de ülkelerin kredi notunu etkileyen faktörler arasında yer almaktadır.

Ülke riskini etkileyen önemli ekonomik faktörlerden bir tanesi ise bankacılık sektörünün durumudur. Tasarrufların nasıl değerlendirildiği ve yatırımların nasıl finanse

³⁹ Fitch, Sovereign Rating Criteria, <https://www.fitchratings.com/site/re/901261>, (31/01.2018).

edildiđi űlkenin makroekonomik istikrarını etkilemektedir. Gűçlű bankacılık sektűrű merkez bankasının finansal piyasaları dűzenlemesi ve kriz durumlarında etkin műdahale edebilme yeteneđi, finansal sektűrűn istikrarını arttırmaktadır. Fitch Ratings bankacılık sektűrűnűn durumunu Fitch Banka Sistemik Riski (Fitch's Bank Systemic Risk) gűstergesiyle deđerlendirmektedir.

Ŭlkelerin mali durumu űlçűlűrken kamu brűt ve net borç stoku verileri ana gűsterge olarak kabul edilmektedir. Bu gűstergelerde borçların vade uzunluđu önemli bir kriter olarak deđerlendirilmektedir. Uzun vadeye yayılmış kamu borçları űlkenin borç sűrdűrűlebilirliđini arttırmakta ve finansal űoklara karřı hassasiyetini azaltmaktadır.

2.3.3.3. Dış Finansman

Fitch Ratings tarafından dış finansman ve yűkűmlűlűkler bařlıđı altında; yurtdışı yerleşiklerin kredi verme ve varlık alma istekliliđi, ihracatın ve yurtdışı gelirlerin dış borcu karřılama oranı, dış varlık ve yűkűmlűlűklerin vade ve para birimi kompozisyonu ile dış varlık ve yűkűmlűlűklerin sektűrel dađılımı alt detaylarıyla incelenmektedir.

3. BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDEKİ EKONOMİK GÖRÜNÜM VE MAKRO VERİLER

3.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Genel Ekonomik Görünüm

Ülkeler gelişmişlik bakımından genel anlamda gelişmiş-gelişmekte olan ve az gelişmiş olarak gruplandırılır. Bu gruplandırmada elbette pek çok faktör etkilidir. Ülkenin ekonomik düzeyinden sağlık ve eğitim şartlarına, teknolojik gelişmelere, yaşam standartlarına kadar pek çok kriter göz önüne alınır. Burada en önemli kriter gayri safi milli hasıla (GSMH) ve kişi başına düşen yıllık gelir miktarıdır. Nitekim o ülkenin refah düzeyi gayri safi milli hasılası incelenerek ortaya konur.

Gelişmekte olan ülkeler genelde iklim şartları elverişsiz ve yer altı - yer üstü kaynakları bakımından sıkıntılı olan Güney yarımküredeki ülkelerdir. Gelişmekte olan ülkeler ekonomik düzeylerinin düşük olması nedeniyle gelişmiş ülkelere borçlanırlar.

Az gelişmiş ülke olarak da adlandırılan gelişmekte olan bir ülke, az gelişmiş endüstrisi ve diğer ülkelere oranla düşük bir İnsani Gelişme Endeksi olan ülke veya egemen devlettir. Bununla birlikte, 1990'ların sonlarından bu yana gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere göre daha yüksek büyüme oranları göstermektedirler.

Bir ülkeyi, gelişmiş veya gelişmekte olan ülke olarak sınıflandırabilecek dünya çapında kabul edilmiş kesin bir kriter yoktur, ancak bir ülkenin kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasılasının diğer ülkelerle karşılaştırılması gibi genel referans noktaları vardır.

Dünya Kalkınma Göstergelerinin 2016 baskısında Dünya Bankası, verilerinin yayınlanmasında "gelişmiş" ve "gelişmekte olan" ülkeler arasında ayrım yapmama kararı aldı. Baştan beri bu terimlerin tanımını hiç kimse kabul etmemektedir. Birleşmiş Milletler sisteminde, "gelişmiş" ve "gelişmekte olan" ülke veya bölgelerin tanımlanması için alınmış herhangi bir karar mevcut değildir.

3.1.1. Brezilya

Brezilya'nın, Rusya, Hindistan ve Çin (BRIC Ülkeleri) ile beraber 2050'li yıllarda dünyanın ekonomik kaderini belirleyecek ülkelerden biri olacağı tahmin edilmektedir. Yeni petrol rezervleri bulunan ve gelecekte petrol devi olması beklenen Brezilya'nın krize rağmen BRIC ülkeleri arasında varlığını sürdürmesinde, tedarikçi ülke olması ve zengin doğal kaynaklarının rolü unutulmamalıdır. Brezilya'da hizmetler sektörü ağırlık taşımakta olup, öne çıkan sektörler: telekomünikasyon, bankacılık, enerji, ticaret ve bilgi işlemdir. Brezilya, 1990'lı yıllardaki liberalizasyon çabalarının sonucunda özellikle otomotiv sanayi ve altyapı modernizasyonunda özelleştirme ve doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde önemli gelişmeler sağlamıştır. Ürün çeşitliliğini artıran Brezilya, göreceli olarak kapalı ekonomi niteliğini halen korumaktadır. Son yıllarda ülkenin ekonomi politikaları üç hedefe kitlenmiş durumdadır. Bunlar; enflasyonun kontrolü, dış ticaret dengesi, ekonomik kalkınmanın desteklenmesidir.

The Economist'in 2017 yılı ülke risk raporunda da ifade edildiği üzere Brezilya bağımsızlık, döviz kuru, bankacılık, ekonomik yapı ve ülke riski açısından "BB" risk notu ile 2017 yılında da istikrar arayışını sürdürmektedir. BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ülkeleri arasında büyüme performansı açısından geride kalan Brezilya'nın sosyal ve ekonomik reformlarının devamlılığı büyük önem taşımaktadır. 2016 yılında ekonomik durgunluk nedeniyle ülke ekonomisi %-3,2 daralmıştır.⁴⁰

3.1.2. Güney Afrika

Serbest piyasa ekonomisine sahip Güney Afrika, gelişmekte olan pazar konumundadır. Güney Afrika'nın dünya ekonomisiyle bütünleşmesi 1994 yılında demokrasiye geçişiyle birlikte gerçekleşmiştir ve bu durum Güney Afrika ekonomisinin başlıca ticari ortaklarının eğilimi ve ülkedeki diğer gelişmelerin de canlanmasına neden olmuştur. Ancak, nüfusun büyük bir kısmı yoksulluk içerisinde bulunmaktadır. Ülkedeki gelir dağılımında büyük bir farklılık yaşanmaktadır. Ülkede tüketici profili zengin ve yoksul olarak uç noktalara yığılmış durumdadır. Dolayısıyla tüketici eğilimi ve davranışları da farklılık göstermektedir. Güney Afrika, özellikle Sahra Altı Afrika

⁴⁰ T.C. Ekonomi Bakanlığı, "Genel Ekonomik Durum", <https://www.ekonomi.gov.tr>, (23/02/2018).

lkeleri olmak üzere, Afrika kıtası ülkelerini de etkisi altına alan örnek bir ülke konumuna gelmiştir. Diğer lkeler ile ilişkilerinin son yıllarda derinlik ve yoğunluk kazandığı gözlenmektedir. Kıtada siyasi ve ticari alanda önemli uluslararası örgütlenmeler (African Union-AU, South African Development Community-SADC gibi) de hız kazanmış olup, Güney Afrika'nın bu alanlarda önemli yeri ve rolü vardır.⁴¹

Güney Afrika, dünya ekonomisinde ağırlığı bulunan gelişmiş ülkelerden de oldukça ilgi görmektedir. Ekonomi programında ülkenin orta vade planı önemli yer teşkil etmektedir. Programa göre pazar ekonomisine dayalı olan Güney Afrika ekonomisinin bu yapısının süreceği ve kamu-özel sektör ortaklıklarının da özendirmeye devam edeceği vurgulanmaktadır. Ulaştırma ve enerji alanlarında önemli kamu yatırımları söz konusudur. Güney Afrika'da bankacılık sektörü iyi düzenlenmiş modern bir sisteme sahiptir. Dünya ekonomik forumu tarafından yapılan bir araştırmada Güney Afrika, dünyada finansal gelişmişlik bağlamında ilk 10 ülke arasında yer almaktadır. Güney Afrika Merkez Bankası verilerine göre ülkede, 22 banka, 15 yabancı banka şubesi ve 36 yabancı bankanın temsilcilik ofisi faaliyet göstermektedir. Faaliyet gösteren bankalarca Bankalar Birliği kurulmuştur. Güney Afrika para birimi "Rand (Zar)"dır.

Afrika kıtasının en büyük ekonomilerinden birine sahip olan lke, Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin Ağustos 2016'da açıkladığı verilere göre Afrika kıtasının en büyük ekonomisi özelliğini Nijerya'dan alarak yeniden elde ettiğini ifade etmiştir.

3.1.3. Hindistan

Hindistan ekonomisi iki farklı yapıya sahiptir. Bir yanda, orta sınıfın en zekilerini çalıştıran modern ve küresel rekabet gücüne sahip bilgiye dayalı hizmetler sektörü, diğer yanda çoğunlukla az eğitimli iş gücünün çalıştığı ve rekoltesi yağışlara bağlı tarım sektörü yer almaktadır. İmalat sektörü geleneksel olarak kalitesiz mallar nedeniyle yetersiz olmasına rağmen, bu durum son yıllarda değişmeye başlamıştır. Hizmetler sektöründeki güçlü büyüme neticesinde sektörün GSYH içinde payı 2015 yılında %58,9 olarak gerçekleşirken, tarım sektörünün payı %16,6 sanayinin payı ise %24,5 olmuştur. Son yıllarda ekonominin tarıma bağımlılığı azalmış olsa da GSYH'deki

⁴¹ T.C. Ekonomi Bakanlığı, "Genel Ekonomik Durum", <https://www.ekonomi.gov.tr>, (23/02/2018).

dalgalanmalar hala yıllık muson yağmurlarının sonuçlarına bağlıdır. Toprak sahiplerinin çoğunluğu geçinecek kadar tarım yapabilmekte ve çoğu çiftçi ailesi yoksulluk sınırının altında yaşam sürdürmektedir. Hindistan özellikle kırsal alanda dünyadaki en kötü insani gelişim indekslerinin bazılarında sahiptir. Buna karşın, Hindistan aynı zamanda çok sayıda yüksek nitelikli işgücüne ve birkaç tane uluslararası endüstriyel gruba da sahiptir. Hindistan'ın son ekonomik reformları başlattığı 1990'lı yılların başından itibaren ekonomik büyüme geçici olmaktan çıkmış ve önceki yıllardan daha yüksek bir büyüme oranı yakalanmıştır. Reel büyüme 2003 yılından itibaren her yıl %8'in üzerinde gerçekleşmiş ve 2006 yılında %9,7 ile tepe noktasına ulaşmıştır. 2008 yılında ise küresel ekonomik krizin etkisiyle ekonomik büyüme %6,1 oranında gerçekleşmiştir. Hükümetin geniş kapsamlı mali canlandırma paketinin uygulamaya konulmaması durumunda bu büyüme oranının çok daha düşük oranda gerçekleşebileceği görüşü hakimdir. Bu paketle kamu harcamaları büyümenin yaklaşık üçte birine katkı sağlamıştır. Yüksek büyümenin olduğu 2003 ve 2007 yıllarında kamu harcamalarının büyümeye katkısının sadece %6 olduğu düşünülürse, kamu harcamalarının muazzam bir sıçrama yaptığı görülmektedir. Hindistan'ın yıllık reel büyüme verilerine bakıldığında ise, ülke ekonomisinin 2009'da %8,5 2010'da %10,3 2011 yılında %6,6 2012'de %5,6 2013'te %6,6 2014'te %7,2 büyüdüğü kaydedilmiştir. Büyüme 2011, 2012 ve 2013 küresel konjonktürün doğrudan ve dolaylı etkileriyle beklentilerin altında gerçekleşmiştir. 2013'ten itibaren yeniden ivmelenen Hint ekonomisi 2015'te ve 2016'da %7,6 oranında büyümüştür.⁴²

3.1.4. Meksika

Latin Amerika'nın en güçlü ekonomilerinden birine sahip olan Meksika, Dünya'nın 14. büyük ekonomisidir. 1980'li yıllardan itibaren geçirdiği ekonomik dönüşümün ve 1994 yılında yürürlüğe giren NAFTA(Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması)'nın etkisi ile ABD ve Kanada ile ticareti üç kat artan Meksika, liberal bir ekonomiye sahiptir. Ancak özel ve kamuya ait tekelleşmiş şirketlerin ülke ekonomisindeki ağırlığının hala hissedilmesi, rekabeti ve üretkenliği kısıtlayan, fiyatları arttıran ve hizmet kalitesini düşüren önemli bir yapısal faktördür.

⁴² T.C. Ekonomi Bakanlığı, "Genel Ekonomik Durum", <https://www.ekonomi.gov.tr>, (23/02/2018).

Son yıllarda ülke ekonomisindeki ağırlığı azalmakla birlikte petrol gelirleri, hala ihracat gelirlerinin %10'unu ve tüm kamu gelirlerinin üçte birini oluşturmaktadır. Devlete ait olan petrol şirketi Pemex, Dünya'nın 7. büyük petrol şirketi olup, 2014 yılından bu yana yabancı şirketler de petrol sektöründe faaliyet gösterebilmektedir. Bankacılık sektörünün ekonomideki payının az olması, ekonomik krizden etkilenme düzeyi açısından olumlu bir gelişme olsa da, firmaların kredi olanaklarını kısıtlayan önemli bir faktördür. Nitekim özel bankalar toplam kredilerin yalnızca %20'sini sağlamaktadır. Ekonomik faaliyetler, genel olarak başkentte yoğunlaşmaktadır. GSYH'nin %20'sinin üretildiği başkent Mexico City'nin bağlı olduğu eyalet, ağır sanayinin merkezidir. Ülkenin yaklaşık yarısı yoksul olarak değerlendirilmekle birlikte, tarımsal üretimin yoğun olduğu güneydeki eyaletlerde bu oran %75'e ulaşmaktadır. Ticaretinin %90'ından fazlasını Serbest Ticaret Anlaşmaları ile yürüten Meksika'nın 45 ülkeyi kapsayan 12 Serbest Ticaret Anlaşması yürürlüktedir. Enerji maliyetlerinin azaltılması, ekonominin petrole bağımlılığının azaltılması, altyapı hizmetlerinin geliştirilmesi, rekabet ortamının iyileştirilmesi, yoksullukla ve işsizlikle mücadele, vergi gelirlerinin artırılması gibi konulara öncelik verilmektedir. 2014 yılında 1995'ten bu yana en yüksek seviyeye (%42,1) ulaşan kamu borç stoğu / GSYH oranının 2020 yılında %51,7'ye yükseleceği öngörülmektedir.

Meksika ekonomisi 2008 yılı sonunda ABD'de başlayan kriz, uyuşturucu kartellerinin yol açtığı şiddet olayları ve Meksika'dan dünyaya yayılan H1N1 salgını nedeniyle 2009 yılında resesyona girmiştir. 2008 yılında %1,5 oranında büyüyen ülke ekonomisi, 2009 yılında %6,5 oranında küçülmüştür. Bu küçülme, aynı zamanda ülkenin 1932 yılından bu yana yaşadığı en büyük yıllık küçülme olmuştur. H1N1 virüsünün ülke ekonomisine zararı ise 2009 yılında 2 milyar Dolar'ı bulmuştur. Merkez Bankası 2008 yılında 5,6 milyar Dolar değerinde ekonomik bir önlem paketi açıklamış, bunu 2009 yılında daha sert önlemler takip etmiştir. Küresel ekonomik kriz ile birlikte tüm Dünya'da ve dolayısıyla Meksika'da yaşanan likidite darlığı, tüketim harcamalarında ve yabancı sermaye girişinde de düşüşe yol açmıştır. Pazar çeşitlendirme çabalarına rağmen Meksika'nın en önemli ihraç pazarı olan ABD'ye ihracat olanaklarının daralması, Meksika ekonomisinde özellikle otomotiv, inşaat, turizm ve lojistik sektörlerini etkilemiştir. 2009 yılı sonunda ABD ekonomisindeki iyileşmelere paralel olarak bu

ülkeye ihracatını yeniden artıran Meksika ekonomisi toparlanarak yeniden düzenli büyüme sürecine girmiştir. Ancak iç piyasada aynı gelişim halihazırda sağlanabilmiş değildir.

Cari dengenin korunmasında en önemli destekleyici unsurlar, ekonominin %30'unu oluşturan turizm gelirleri ve ABD'de çalışan Meksikalı göçmenlerin gönderdiği dövizlerdir. Nitekim ABD'de yaşayan 33 milyon Meksikalı, ABD standartlarına göre çok düşük, ancak Meksika'da kazanacaklarından 7 kat daha fazla kazanmakta, bu kazançlarının yaklaşık dörtte birini ise ülkelerine göndermektedir. Bu birikimler, Meksika ekonomisi için önemli bir kaynaktır. Enerji sektöründe gerçekleştirilen reformlar sonrası petrol fiyatlarının ve üretiminin (ve dolayısıyla sınai faaliyetlerin) azalması ve kamu harcamalarının (dolayısıyla inşaat faaliyetlerinin) azalması nedeniyle 2014 yılında yalnızca %2,1 büyüme kaydeden Meksika ekonomisi, 2015 yılında ise %2,3 oranında büyüme kaydetmiştir.⁴³

3.1.5. Rusya

Rusya Federasyonu, büyük bir ekonomik gücün temeli olan doğal kaynaklara ve insan gücüne sahip dünyadaki belli başlı ülkelerden biri konumundadır. Rusya'nın sahip olduğu zengin doğal kaynak rezervleri ülke için büyük bir şans olmakla beraber ülke ekonomisi açısından bazı sakıncaları da beraberinde getirmektedir. Son 10 yıllık süreçte yüksek düzeyde seyreden petrol fiyatları ve elverişli ticaret hadlerinin ülkenin son yıllarda sağladığı güçlü büyümenin itici gücü olduğu düşünülmektedir. Ancak yapılan bilimsel çalışmalar uzun vadeli büyüme ve ekonomideki doğal kaynaklara bağımlılık arasında negatif bir korelasyon olduğunu ortaya koymaktadır. Bunun nedeni "Dutch Disease-Hollanda Sendromu" olarak adlandırılan durumdur. Aşırı değerlenmiş döviz kuru doğal kaynak dışı sektörlerde büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Ekonomi büyük ölçekli sınai işletmelerin hakimiyetindedir. KOBİ'lerin GSYH'den aldıkları pay, yalnızca %10-15 civarındadır. Bu oran, genellikle gelişmiş pazar ekonomilerinde ve geçiş ekonomilerinde %50 civarında veya daha da üzerindedir. Küçük ölçekli işletmelerin ekonomide yeterince rol alamamasının en önemli

⁴³ T.C. Ekonomi Bakanlığı, "Genel Ekonomik Durum", <https://www.ekonomi.gov.tr>, (23/02/2018).

nedenlerinden biri yoğun vergi uygulamaları ve karmaşık hukuki düzenlemelerdir. Büyük işletmeler, yüksek düzeyde seyreden uluslararası petrol ve metal fiyatları ve bununla birlikte Ruble'deki devalüasyon nedeniyle ortaya çıkan girdi maliyetlerindeki düşüş sayesinde elde ettikleri yüksek karlardan istifade ederek otomotiv gibi sektörlerde gerçek değerinin çok altında fiyatlardan varlıklar edinmiştir.

Hükümet 2004 yılı başında yüksek petrol fiyatları döneminde artan vergi gelirlerinden tasarruf etmek üzere bir İstikrar Fonu kurmuştur. Şubat 2008'de İstikrar Fonu, Rezerv Fonu ve Ulusal Refah Fonu olarak iki ayrı fona bölünmüştür. Rezerv Fonu, İstikrar Fonu'nun devamı niteliğinde olup, petrol fiyatlarında bir düşüş olması halinde bütçede meydana gelebilecek bir sıkıntı karşısında rezerv sağlamayı hedeflemektedir. Ulusal Refah Fonu, emeklilik fonu açığının kapatılması ve diğer belirli federal projelerin finansmanı için çalıştırılmaktadır. 2010 yılındaki yangınlar sırasında bu fonlardan büyük çaplı harcamalar yapılmıştır.

Rusya'nın karmaşık ve külfetli vergi sistemi yatırımlar ve büyüme önünde önemli bir engel teşkil etmiştir. Vergi reformu, uzun yıllar boyunca sürekli gündemde olmuş, ancak ciddi anlamda ilerleme Vladimir Putin başkanlığında sağlanabilmiştir. 2001 yılından bu yana gerçekleştirilen başlıca reformlar şöyledir:

- %13 oranında kişisel gelir vergisi uygulaması,
- Çeşitli sosyal resim ve harçların yerine birleşik, yüksek ölçüde regresif sosyal vergi uygulaması,
- En yüksek kurumlar vergisi oranının %35'ten %24'e düşürülmesi ve aynı zamanda çok sayıdaki yasal boşluğun ortadan kaldırılması,
- Kurumlar vergisi oranının daha sonra, 2009 yılında %24'ten %20'ye düşürülmesi,
- Muntazam ticari harcamalarda muafiyet koşullarının iyileştirilmesi,
- Petrol sektörü ve küçük işletmelere kolaylıklar sağlanması,
- Standart KDV oranının %20'den %18'e düşürülmesi.

Rusya'nın ekonomik görünümü, Ukrayna krizi nedeni ile uygulamaya konulan uluslararası yaptırımların olumsuz etkilerinin yapısal olumsuzluklar ile bir araya gelmesi

ile birlikte kötüye gitmiştir. Düşen petrol fiyatları ve hızlı sermaye çıkışları rublenin devalüasyonuna sebep olmuş, netice olarak enflasyon yükselmiş ve zincirleme etki ile hane halkı tüketimi de gerilemiştir. Petrol fiyatlarının düşmesi Rusya'nın kamu gelirinin, ihracatının azalmasına neden olup, ekonomik durgunluğun baş göstermesine yol açmıştır. Ruble 2015 yılında %20 kadar daha değer kaybı yaşamıştır.

OPEC tarafından petrol üretim seviyesinin günlük 1,2 milyon varil düşürülerek 32,5 milyon varil seviyesinde sabitlenmesi kararını takiben, Rusya Enerji Bakanı Aleksandr Novak, OPEC ile yapılan anlaşma sonrası petrol üretimini günlük 11,2 milyon varilin altına indireceklerini açıkladı. Novak, Kasım 2016'da OPEC ile yapılan anlaşmanın ardından Rusya'nın günlük 11,2 milyon varil olan petrol üretimini, 300 bin varil azaltacağını açıklamıştır. Ekonomi 2015 yılında %3,7 oranında daralmıştır. 2016 yılında ekonomideki daralma oranı %0,6 olarak gerçekleşmiştir. ⁴⁴

3.1.6. Türkiye

Türkiye, Dünya Bankası 2017 yılı Nisan ayı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu verilerine göre 2016 yılında, satın alma gücü paritesine (SGP) göre dünyanın 13. ve Avrupa'nın 5. büyük ekonomisidir. Türk halkı 2016 yılında darbe teşebbüsü karşısında tarihe geçecek bir demokrasi zaferi elde etmiştir. Bu zorlu sürece rağmen, Türk ekonomisi gücünü korumayı başarmıştır.

Türkiye, 2016 yılı itibariyle AB ile yaklaşık olarak 160 milyar Dolarlık bir ticaret hacmine sahiptir. AB ile aramızda devam eden Gümrük Birliği sanayi mallarını ve işlenmiş tarım ürünlerini kapsamına almaktadır. ⁴⁵

Doğrudan yabancı yatırımlar için Türkiye önemli bir cazibe merkezidir. 2012'den beri Türkiye Batı Asya'daki en büyük yabancı yatırım çeken ülke olmuştur. Ticaret ve doğrudan yabancı yatırımlar bakımından Türkiye'yi benzersiz kılan özellik, Avrupa, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Orta Asya'ya açılan bir kapı özelliği taşımasıdır. Nitekim İstanbul'dan 4 saatlik uçuşla 60'dan fazla ülkeye ve dünya ekonomisinin dörtte birini oluşturan geniş bir pazara erişim sağlanabilmektedir. Türkiye'de 57 bin 649 yabancı

⁴⁴ T.C. Ekonomi Bakanlığı, "Genel Ekonomik Durum", <https://www.ekonomi.gov.tr>, (23/02/2018).

⁴⁵ T.C. Dışişleri Bakanlığı, "Türk Ekonomisinin Genel Görünümü", <http://www.mfa.gov.tr>, (25/02/2018).

sermayeli şirket faaliyet göstermektedir. Yerli ve yabancı ortaklı olan şirket sayısı 34 bin 573'tür.

Türk müteahhitlik sektörü dünyada Çin'den sonra ikinci sırada yer almaktadır. Ortalama proje bedeli açısından son 10 yılda önemli gelişme kaydedilmiştir. Bu kapsamda, 2008 yılında ortalama proje bedeli 37,1 milyon ABD Doları iken bu tutar yaklaşık 2 katına çıkarak 2017 yılının temmuz ayı itibarıyla 79,3 milyon ABD Dolarına ulaşmıştır.

Dünyanın altıncı en popüler turizm merkezi olan Türkiye (2015), yılda 30 milyonun üzerinde turist çekmekte olup ziyaret edenlerin sayısı yıldan yıla artmaktadır. Turizm sektörü, 2023 yılı itibarıyla yılda 50 milyon turist ziyareti ve 50 milyar ABD Doları gelir hedeflemektedir. Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre, 2016 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçilerin sayısı 30,9 milyon iken, aynı yıl turizm sektörünün elde ettiği toplam gelir yaklaşık 18,7 milyar ABD Doları'dır.⁴⁶

3.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Veriler

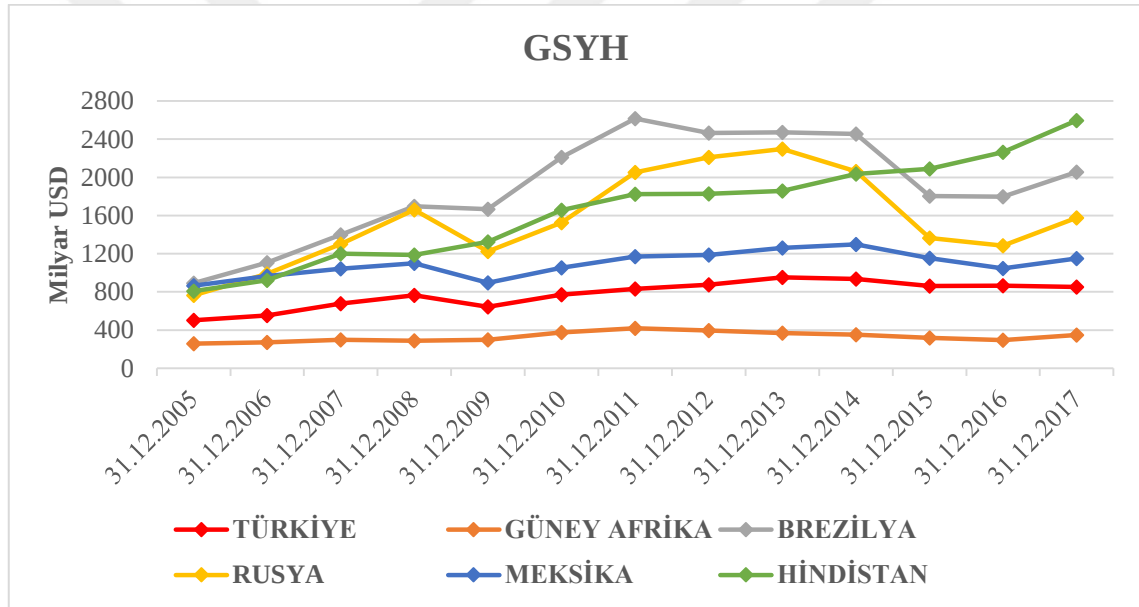
Bir ülkenin ekonomik gücünü anlamak için, bakılması gereken önemli noktalardan biri makro koşullardır. Bu koşullar ne kadar gelişmişse, o ülkenin ekonomisi o kadar gelişmiştir. Finans piyasalarında alım – satım işlemi yapan yatırımcılar için, bu göstergeler önemlidir. Yatırım araçlarının fiyat seviyelerinde meydana gelecek değişimlerin sinyallerinin alınması için özellikle makroekonomik verilerin takip edilmesi gerekiyor. Bunun sebebi, ülke ekonomilerini direkt etkilemeleridir. Bu da yatırımcıların bütçesine etki ettiği gibi, arz ve talep faktörlerinin devreye girmesine neden olur. Böylece enstrümanların değerlerinde hissedilir düşüşler ve yükselişler meydana gelir. Ekonomiyi derinden etkileyen makroekonomik veriler, parasal kaynaklı tüm konuları etkiler. Bu yüzden de piyasalarda dalgalanmalar meydana gelir. Genellikle enflasyon, gayri safi yurt içi hasıla, cari açık gibi etkenler, yatırım araçlarının değerinin yükselmesine ve düşmesine neden olan etmenler arasında sayılabilir. Bunun dışında da piyasayı etkileyen olaylar ve

⁴⁶ T.C. Dışişleri Bakanlığı, "Türk Ekonomisinin Genel Görünümü", <http://www.mfa.gov.tr>, (25/02/2018).

gelişmeler vardır. Bunlar; ülkeler arası anlaşmazlıklar, önemli kişilerin ve merkez bankalarının açıklamaları, savaşlar, doğal afetler gibi çoğaltabilecek hususlardır.

3.2.1. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

Gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH), belli bir zaman döneminde bir ülkedeki üretim faktörlerince (Türk ya da yabancı) yenice üretilmiş bütün nihai mal ve hizmetlerin piyasa değerine denir.⁴⁷ GSYH, ülkelerin ekonomik büyümelerini dönemsel olarak ölçmek için kullanılan ve ülkelerin ekonomik büyümelerinin karşılaştırılmasını da sağlayan en yaygın yöntemdir. Çok genel olarak GSYH, bir ülkede yıl içerisinde üretilen tüm mal ve hizmetlerin para birimi olarak değerini ifade eder.



Grafik 1. Ülkelerin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Rakamları

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (01/03/2018)

Gayri safi yurtiçi hasıla; Türkiye, Güney Afrika ve Meksika'da 2005'ten 2017'ye değin olumlu bir gelişim ve artış göstermiştir.

⁴⁷ İlker PARASIZ, *İktisada Giriş*, 10. Baskı, İstanbul: Ezgi Kitabevi, 2010, s. 280.

2005 yılından 2009 yılına kadar tüm ülkelerin gayri safi yurtiçi hasıla verileri bir önceki yıla göre artarak ilerlerken 2008 yılının son dönemlerinde yaşanan ve Dünya'nın birçok ülkesini etkileyen ekonomik krizle beraber 2009 yılında düşüş göstermiştir.

Grafiğe baktığımızda 2015 yılında Rusya ekonomisinde gerileme görülüyor. Rusya'da milli gelir 2015 yılında %3,7 düşmüştür. Bu gerilemede petrol fiyatlarındaki düşüşün etkili olduğu savunuluyor. Rusya'da 2015'te perakende satışlar %10 oranında düşerken, sermaye yatırımları da %8,4 oranında gerilemiştir. Rusya'nın Kırım'ı işgalinin ardından Batı ülkelerinin Moskova'ya karşı devreye soktuğu yaptırımların da ekonomik küçülmede payının olduğu aktarılıyor.⁴⁸

Uluslararası piyasalarda Brent petrolün varil fiyatı 2015 yılı Aralık ayında 36 Dolar'a inerek son 11 yılın en düşük düzeyine geriledi. Brent petrolünün varil fiyatı daha önce en son 2008'deki küresel mali krizden sonra 36 Dolar'a yaklaşmıştı. Fiyatlardaki düşüşün en önemli nedeni, petrol arzında görülen küresel düzeydeki artıştır. Bu durumun olumsuz etkileri, petrol ihraç eden Rusya ve Brezilya'nın grafikte görülen GSYH verilerindeki düşüşten analiz edilebilmektedir.

Brezilya ekonomisi 2015 yılında %3,8 küçüldü. Böylece 1991 yılından bu yana en hızlı daralma yaşanmış oldu. Mart 2014'te patlak veren Brezilya'nın en büyük petrol şirketi Petrobras'a ilişkin yolsuzluk iddialarına eski Devlet Başkanı Luiz Inacio Lula da Silva'nın adının karışması, ülke genelinde büyük tepkiye neden olmuştu.⁴⁹

Brezilya, 2005'te gündeme gelen ve kamu fonlarının kongre üyelerine oy karşılığı verildiğini iddia eden, 2015'te ise 25 siyasetçinin tutuklanmasına yol açan yolsuzluk davasıyla çalkalanmıştı. Zika virüsü ekonomiye büyük zarar verdi. Bazı hesaplamalara göre bu virüs yüzünden gayri safi milli hasıla %2 oranında küçüldü. Olimpiyat ve karnaval turizmi büyük darbe aldı. Turizm gelirleri Brezilya milli gelirinin %10'una tekabül ediyor. Bu salgın ve amansız hastalık ülkenin son yüzyılda yakalandığı

⁴⁸ BBC, "Rus Ekonomisi", http://www.bbc.com/turkce/ekonomi/2016/01/160125_rus_ekonomi, (11.03.2018).

⁴⁹ Fortune, "Brezilya Ekonomisi", <http://www.fortuneturkey.com/brezilya-2015te-yuzde-38-kuculdu-29393>, (11.03.2018).

en büyük ekonomik kriz zamanı yayıldı. Bu sebeple 2015'te 1.5 milyon iş imkanı ortadan kayboldu. Gayri safi milli hasıla 2015'te %3,7 oranında küçüldü.⁵⁰

Hindistan ekonomisi, nominal olarak dünyanın yedinci büyük ve satın alma gücü paritesi bakımından üçüncü büyük ekonomisidir. Ülkenin ekonomisi 20 yıldır ortalama %7 oranında büyümekte olup yeni sanayileşen ülke olarak sınıflandırılmaktadır. Hindistan ekonomisi 2014 yılının son çeyreğinde Çin'i geçerek dünyanın en hızlı büyüyen ekonomisi haline geldi. Hindistan ekonomisinin ileriye dönük görünümü; uzun vadeli büyüme, genç nüfus, düşük bağımlılık oranı, sağlıklı tasarruflar ve yatırım oranları ile küresel ekonomiyle bütünleşmesinin artmasıyla olumludur. Hint ekonomisi, önümüzdeki on yılda dünyanın üçüncü büyük ekonomisi ve yüzyılın ortasındaki en büyük iki ekonomiden biri olma olasılığına sahiptir. Uluslararası Para Fonu (IMF)'na göre kısa vadeli büyüme görünümünde de iyi olan Hindistan ekonomisi, küresel planda da parlak nokta olarak nitelendirilmektedir. Hindistan, 2015-2016 döneminde Dünya Bankası büyüme görünümünde %7,6 büyümüştür.

Hindistan otomotiv sanayisi 2013-2014 yılları arasında yıllık 21,48 milyon araç üreterek (çoğunlukla iki ve üç tekerli) Dünya'nın en büyük otomotiv sanayilerinden birisi olmuştur. Hindistan, 2015 yılında dünyanın en hızlı büyüyen E-Ticaret pazarlarından birisi oldu ve perakende pazarda 600 milyar Dolar değer üretti.⁵¹

Hindistan, GE, Siemens, HTC, Toshiba ve Boeing gibi global devler olarak yüksek teknoloji üretimi için bir merkez olma yolundadır. Hindistan'daki bitkiler, bir milyardan fazla tüketicinin pazarına ve artan satın alma gücüne sahiptir. Hindistan, imalat sektöründeki yatırımlar için en cazip yerlerden biri haline gelmiştir. Birçok cep telefonu, lüks otomobil markaları ülkedeki üretim üslerini kurmaya çalışmaktadır.⁵²

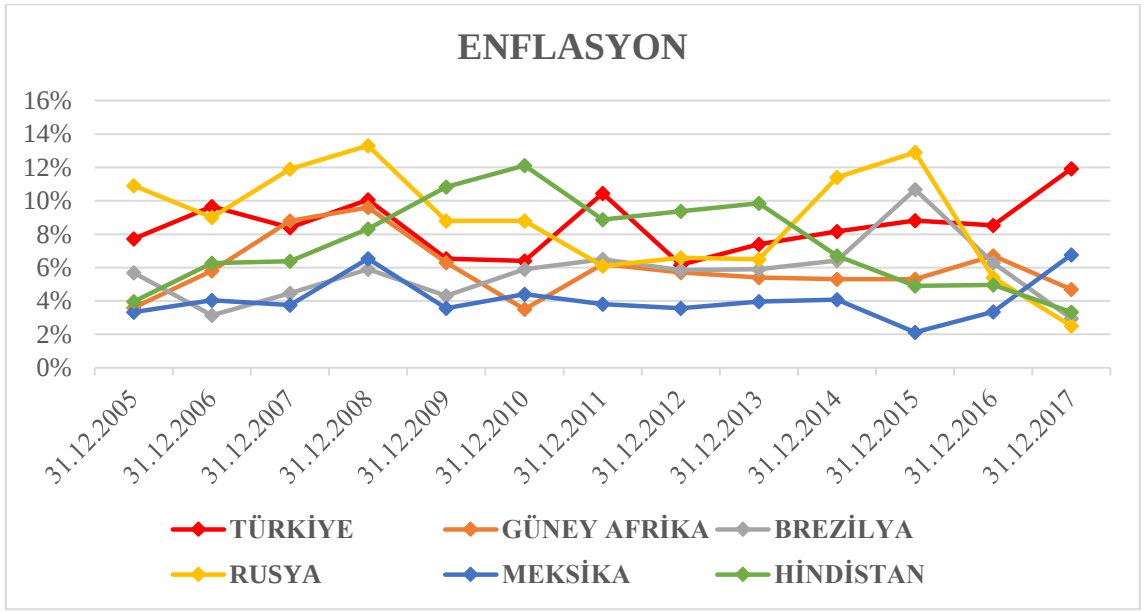
⁵⁰ Euronews, "Brezilya Ekonomisi", <http://tr.euronews.com/2016/02/05/brezilya-ekonomisine-zika-virusu-darbe-yurdu>, (11.03.2018).

⁵¹ Wikipedia, "Hindistan Ekonomisi", https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:Ecin_SUAehYJ:https://tr.wikipedia.org/wiki/Hindistan_ekonomisi+%26hl=tr&ct=clnk&gl=tr, (11.03.2018).

⁵² India Brand Equity Foundation, "Manufacturing Sector in India", <https://www.ibef.org/industry/manufacturing-sector-india.aspx>, (20/03/2018).

3.2.2. Enflasyon

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinde artış olarak tanımlanabilir. Enflasyon sorununun ortaya çıkması için bütün fiyatların artması şart değildir. Nitekim, enflasyonist eğilimlerin ortaya çıktığı dönemlerde bazı mal ve hizmetlerin fiyatlarının sabit kaldığını ya da çok düşük marjlarda arttığını görmek mümkündür. Enflasyon kavramı ile ilgili farklı tanımlama girişimleri vardır. Fiyat artışlarının niteliği bu noktada önem kazanmaktadır.⁵³



Grafik 2. Ülkelerin Enflasyon Oranları

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (08/03/2018)

Güney Afrika’da enflasyon oranı 2007 yılında %8,8’e yükselmiştir. Yıllık enflasyon oranındaki bu artışın sebebi artan gıda fiyatları ve ithal mallardaki fiyat artışları olarak gösterilmiştir. 2008 yılında küresel ekonomik krizle birlikte enflasyon %9,6’ya çıkmıştır.

Rusya’nın ekonomik görünümü, Ukrayna krizi nedeni ile uygulamaya konulan uluslararası yaptırımların olumsuz etkilerinin yapısal olumsuzluklar ile bir araya gelmesi ile birlikte kötüye gitmiştir. Düşen petrol fiyatları ve hızlı sermaye çıkışları Ruble’nin

⁵³ Osman Zekai ORHAN ve Seyfettin ERDOĞAN, **Para Politikası**, 4. Baskı, Ankara: Yazıt Yayın, 2008, s. 258.

devalüasyonuna sebep olmuş, netice olarak enflasyon yükselmiş ve zincirleme etki ile hane halkı tüketimi de gerilemiştir. Rusya’da 2015 yılında enflasyondaki artışın nedeni döviz kurunun değer kaybı ile birlikte ithal ürün fiyatlarının yukarı doğru yükselmesidir. 2015 yılı başına kadar olan süreçte enflasyonist baskılar büyük ölçüde gıda sektöründeki fiyat artışlarından kaynaklanmıştır. 2014 yılı Aralık ayında gıda sektöründe fiyat artışı yıllık %15,4’e ulaşmıştır. Gıda dışı ürünlerin fiyat artış hızı da stokların yenilenmesi ve Ruble’nin değer kaybının perakendeciler tarafından fiyatlara yansıtılmaya başlanması ile birlikte ilerleyen aylarda yükselmiştir.⁵⁴

Hindistan ekonomisinde enflasyonun yüksek seyretmesinin nedeni uluslararası petrol fiyatlarındaki artış ile gıda fiyatlarındaki artış olarak görülmektedir. Gıda fiyatlarındaki artışın çift haneye çıkması ve toptan eşya fiyatlarının da artması enflasyonun yukarı yönlü hareketinde etkili olmuştur.

Sürekli artan elektrik fiyatları Brezilya’da 2015 yılında son 12 yılın en yüksek enflasyonunu oluşturdu. Brezilya merkez bankası %4,5 enflasyon oranı hedefliyordu ve yükselen fiyatlarla baş edebilmek için faiz oranını da %14,25’e çıkarmıştı ki bu faiz oranı o dönemde büyük ekonomiler arasındaki en yüksek orana ulaşmıştı. Fakat işler umulduğu gibi gitmedi ve 2015’te yıllık enflasyon %9,01’e yükseldi. Brezilya’nın ticari ürünlerine olan talep azlığı ve özellikle Çin ekonomisinin bozulmasından kaynaklanan ticaret açığı bu düşüşün asıl kaynağı olarak gösterilmektedir.⁵⁵

Türkiye’de genel olarak bakıldığında yükseliş eğiliminde olan enflasyon oranları 2009 ve 2010 yılında 39 yılın en düşük oranları olarak gerçekleşmiştir. Çalışmada ele alınan 2005-2017 yılları arasında en düşük 2010 yılında gerçekleşen %6,4’lük bir enflasyon oranı karşımıza çıkmaktadır.

Meksika Pesosu, Amerikan ekonomisinde yaşanan durgunluk, petrol fiyatlarındaki düşüş ve kamu açığı nedeniyle Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü

⁵⁴ TETSIAD, “Rusya Ülke Raporu”, <https://www.tetsiad.org/files/raporlar/rusya.pdf>, (12.03.2018).

⁵⁵ Tarihi Olaylar, “Brezilya’da Enflasyon”, <http://www.tarihiolaylar.com/gundem/brezilya-da-son-12-yilin-en-yuksek-enflasyonu-454>, (09.03.2018).

(OECD) bünyesindeki yükselen ekonomiler içinde 2016 yılında en çok değer kaybeden para birimi olmuştur.

2009 yılında Hindistan hariç tüm ülkelerde enflasyon oranında aşağı yönlü bir eğilim görülmektedir. 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin etkisiyle 2009 yılında tüketim harcamalarının azalmasıyla enflasyon oranlarında düşüş görüyoruz.

3.2.3. Kişi Başına Düşen Milli Gelir

Bir ülkenin gayri safi milli hasılası (GSMH), o ülkenin nüfusuna bölündüğü zaman, kişi başına düşen gayri safi milli hasıla bulunur.

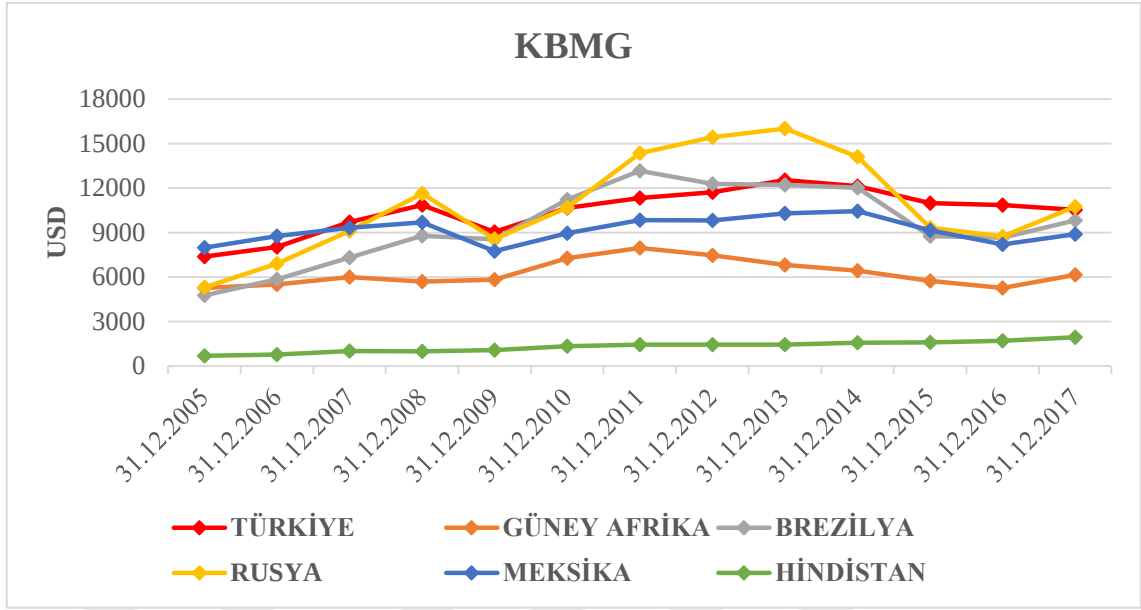
Milli gelir ve kişi başına düşen milli gelirin ölçümü önemlidir. Milli gelir bir ülkenin ekonomik gücünü gösterir. Kişi başına düşen millî gelir ise bir ülkenin yurttaşlarının ortalama gelir düzeyi hakkında fikir verici bir göstergedir.

Kişi başına düşen milli gelir, bir ülkede yaşayan insanların ortalama refah düzeyini ifade eden bir kavramdır. Kişi başına düşen milli gelir, sadece bir ortalamanın göstergesidir. Bu gelir, bir ülkede yaşayan bireylerin ulusal gelirden aldıkları gerçek geliri göstermez. Bir ülkede bireylerin ortalama refah düzeyini toplam ulusal gelir verileriyle ölçmek imkansızdır. Tam da bu sebeple ulusal gelirden, ilgili ülke bireyelerine düşen payın da bilinmesi gerekir.⁵⁶

Bir ülkede bireylerin ortalama refah düzeyini toplam ulusal gelir verileriyle ölçmek imkansızdır. Tam da bu sebeple ulusal gelirden, ilgili ülke bireyelerine düşen payın da bilinmesi gerekir. Kişi başına düşen milli gelir, ülkeleri karşılaştırırken çoğu zaman Amerikan Doları para birimi cinsinden belirtilir.

Ülkelerin 2005-2017 aralığındaki kişi başına düşen milli gelir rakamları gözlemlenmek için aylık veriler alınarak Grafik 3 yardımıyla aktarılmıştır.

⁵⁶ Ekonomist, “Kişi Başına Düşen Milli Gelir”, <https://ekonomist.co/akademi/kisi-basina-dusen-milli-gelir-6936/>, (08/03/2018).



Grafik 3. Ülkelerin Kişi Başına Düşen Milli Gelir Rakamları

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur.
(02/03/2018)

Ekonomik gelişmelerden (GSYH artışı vb.) sonra toplumsal gelişmeleri (kişi başına düşen gelir vb.) de sağlayan Brezilya'da şehirleşme artarken; nüfus artış oranı azalmaya başlamıştır. Birleşmiş Milletler Ekonomik ve Sosyal İlişkiler Departmanı Nüfus Bölümü'nün tahminlerine göre 2040 yılından sonra Brezilya'nın nüfusu çeşitli nedenler sonucu azalmaya geçecektir. Nüfusun azalmaya geçecek olmasındaki en önemli sebeplerden biri doğum ve ölüm oranlarında yaşanan düşüşlerden dolayı nüfusun yaşlanmasıdır. Diğer bir sebep ise; gelir dağılımındaki adaletsizlikten, uçurumlardan ve ekonomik gelişmenin hızıyla sosyal gelişmenin hızının aynı olmamasından dolayı 1980 yılından itibaren giderek artan dışarıya göçtür. Brezilya ekonomisindeki büyüme GSYH başlığı altında verilen grafikte de görüldüğü üzere artış göstermiş ve buna paralel olarak ülkede kişi başına düşen milli gelir rakamı da yüksek seyretmiştir. Nüfus artış hızının azalmasıyla da kişi başına düşen milli gelirin artması doğal bir sonuçtur.

Rusya'nın GSYH verilerine paralel kişi başına düşen milli gelir rakamları da grafikte görüldüğü üzere diğer ülkelere göre daha yüksek seyrediyor. Yine 2015 ve 2016 yıllarında GSYH rakamındaki düşüşle beraber Rusya'da kişi başına düşen milli gelirdeki negatif hareket grafikte görülmektedir.

Hindistan'da kişi başına düşen milli gelirden ciddi bir artış görülüyor. GSYH verilerinde belirgin bir artış yaşanırken bu olumlu yükselişi kişi başına düşen milli gelir rakamlarında göremiyoruz. Nüfus artış hızının yüksekliği ve ülkedeki nüfus yoğunluğu nedeniyle kişi başına düşen milli gelir çalışmada ele alınan 2005-2017 yılları arasında yatay bir seyir izlemiştir.

Güney Afrika, Türkiye ve Meksika'da GSYH verilerindeki artışa eş değer bir kişi başına düşen milli gelir artışı görüyoruz. Türkiye'de küresel krizin yarattığı olumsuz etki 2010 yılında net bir biçimde görülebiliyor. 2011 krizi sonrasında kişi başına düşen milli gelirden ciddi artışlar ortaya çıkmış görünüyor.

3.2.4. Cari İşlemler

Ödemeler dengesinin iki önemli hesabından biri olan cari işlemler hesabı dört alt kalemden oluşmaktadır. Bu kalemler; mal ticareti, hizmet ticareti, gelirler ve tek yanlı transferlerdir.⁵⁷

Cari açık, ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabı kaleminde yer alan mal-hizmet ithalat / ihracatı ve karşılıksız transfer işlemleri (özellikle de dış ticaret işlemleri) ile ilgili döviz harcamalarının, bu işlemler sonucu elde edilen döviz gelirlerini aşması nedeniyle ortaya çıkar. Başka bir ifade ile cari işlemler hesabındaki bir açık, ülkenin gelirinden daha fazlasını harcadığını, ürettiğinden daha çok tükettiğini, yani negatif tasarruf yaptığını göstermektedir.

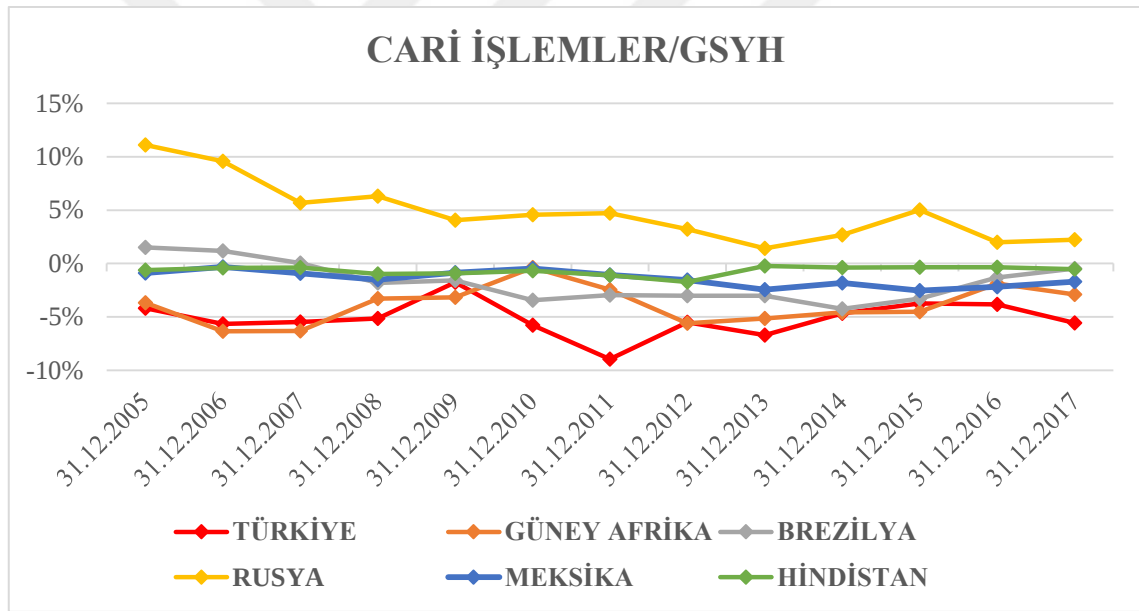
Bir ülkenin cari açığını hesaplamak için ödemeler dengesi yani cari denge ve sermaye hesabına ihtiyaç vardır. Cari denge ise mal dengesi, hizmetler dengesi, yatırım gelirleri dengesi ve cari transferlerin toplamını oluşturur. Mal dengesi bir ülkenin ihracat ve ithalatı arasındaki farktır. Hizmetler dengesi ise sigorta, turizm gibi hizmetler karşılığında alınan döviz ve satılması durumunda ödenen döviz arasındaki farkı oluşturur. Yatırım geliri dengesi bir ülkenin yurt dışına doğrudan veya dolaylı yolla yaptığı yatırımların döviz bedeli ile o ülkeye yabancı ülkelerin yaptığı yatırımların döviz bedeli arasındaki farktır. Son olarak cari transferler ise yurtdışında çalışan işçilerin getirdiği

⁵⁷ Nurdan ASLAN ve Nurya TERZİ, **Küresel Finans**, 1. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2013, s. 35.

döviz bedelidir. Bu unsurların toplamının sonucu pozitif ise cari açık yoktur. Negatif çıkan sonuç cari açığın varlığına işaretler. ⁵⁸

Bir ülkenin cari açığına bakarak o ülkenin gelişmişlik düzeyi ile ilgili yorum yapılabilir. Cari açığın büyüklüğü ve ülkenin gelişmişlik seviyesi arasında ters orantı vardır. Cari açık ne kadar büyükse ülke o kadar az gelişmiştir. Bunun tam tersi olarak cari açık çok az ya da hiç olmaması ülkenin gelişmişlik seviyesinin yüksek olduğunun göstergesidir.

Cari fazla, cari açığın tersi durumudur. Bir ülkenin ihraç ettiği mal ve hizmetlerden elde ettiği gelirin, ülkenin yurt dışından ithal ettiği mal ve hizmetlere yaptığı ödemelerden fazla olmasıdır.



Grafik 4. Ülkelerin Cari İşlemler Rakamının GSYH'ye Oranı

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (02/03/2018)

Çalışmada ele alınan ülkelerin cari işlem verilerine bakıldığında Rusya dışındaki tüm ülkelerde cari açık görülmektedir. Özellikle Brezilya'nın diğer ülkelere göre cari açıkta ayrıştığı görülüyor ve bunun sebebi olarak Brezilya'daki küresel durgunluk ve ham madde talebinin azalmasıyla ticaret avantajlarını kaybetmesi gösteriliyor. Küresel

⁵⁸ BusinessHT, "Cari Açık", <http://www.businessht.com.tr/piyasalar/haber/1282645-cari-acik-nedir>, (18/03/2018).

büyümenin yavaşlaması ve ürün fiyatlarının düşmesi Brezilya'nın cari bütçesini altüst etmiştir.

Rusya'da görülen cari fazla rakamlarını petrol, petrol ürünleri ve doğal gaz ihracından sağlanan nakit girişleri oluşturmaktadır. Petrol fiyatlarında görülen tarihi düşük seviyelerde Rusya'da cari fazla rakamının da düştüğü grafikten çıkarılmaktadır.

Türkiye ekonomisi, 1947 yılından itibaren dış ticaret açıkları ve buna bağlı olarak da –kriz yılları hariç- cari açık sorunuyla karşı karşıyadır. Kriz dönemlerinde dış ticaret hacminin daralması cari açığın kapanmasına neden olmaktadır. 2009 dönemi küresel krizin yaşandığı bir dönemdir. Grafikte de bu dönemde cari açığın diğer ülkelerin cari açık verileriyle paralel olarak azaldığı görülmektedir. Türkiye 2000'li yıllara önemli bir borç yükü ile girmiştir ve bu borcu ödemek esas olarak ekonominin döviz kazanabilmesinden geçmektedir. Türkiye ekonomisi cari fazla verecek şekilde ithalatının üzerinde bir ihracat gerçekleştiremediği için dış borçlarını ödemek için yeniden dış borç alma kısır döngüsünden kurtulamamaktadır. Bu bağlamda dış borçlanmanın sürdürülebilirliği olgusu zorunlu hale gelmektedir. İthalattaki artış hızının ihracattaki artış hızından yüksek olması, dış ticaret açıklarının katlanarak büyümesine neden olmaktadır. İthalatın bu denli yüksek oranlarda artma nedeni ise üretimin ithal girdilere bağımlılığı ile ilgilidir. İthalatın mal gruplarına göre dağılımında ilk sırayı hammadde, ikinci sırayı yatırım ve son sırayı ise tüketim malları almaktadır. İhracatımızda ise ilk sırayı sanayi ürünlerinin alması, dışarıdan hammadde ithal ederek sanayi ürünleri üreten ve ihracatçısı konumunda olduğumuzu göstermektedir.⁵⁹

3.2.5. Dış Borç

Dış borçlanma, bir devlet veya devlet kuruluşunun dış kaynaklardan mali veya reel kaynak temin etmesidir.⁶⁰ Dış borçlar, devletin çeşitli faaliyetlerinin finansmanında kullanılmak üzere iç piyasadan ekonomik veya teknik nedenlerle sağlanamayan tüm kaynak transferleri olarak tanımlanmıştır.

⁵⁹ Sinem YAPAR SAÇIK, “Türkiye’de Cari İşlemler Açığı Sorunu ve Borçlanma İle İlişkisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 2, Sayı 2, 2010, s. 116.

⁶⁰ Orhan ŞENER, **Kamu Ekonomisi**, İstanbul: Okan Yayıncılık, 1984, s. 225.

Dış borçlanmada belirtilmesi gereken en önemli nokta devletin iç borçlanmalardaki gibi kendi irade ve denetiminde bulunan finans kurumlarına sahip olmaması nedeniyle borçlanma şartlarının kendisi tarafından değil, borcu veren yabancı kuruluşlarca saptanmakta olmasıdır.⁶¹

Dış borçlanma nedenleri temelde iki kategoriye ayrılabilir: Tasarruf yetersizliği ve döviz yetersizliği olarak. Gelişmekte olan ülkelerde kalkınmaya yöneltilen fonların yetersizliği, hedef olarak alınan kalkınma hızına ulaşmak için dış borçlanmayı bir finansman türü olarak görmelerine neden olmuştur.⁶²

Dış borç, fon fazlası bulunan ekonomilerden fon açığı bulunan ülkelere yönelik akımlarla oluşan ve ülkenin kendi para cinsi dışında yaptığı borçlanmadır. Dış borç, ülkeler arasında ve çeşitli kuruluşlar ile ülkeler arasında sıklıkla görülen ödünç para sistemidir. Zor durumda kalan, ekonomik krizde olan ülkeler, diğer gelişmiş ülkelere ya da çeşitli kuruluşlardan borç alabilmektedir.⁶³ Örneğin IMF ve Avrupa Merkez Bankası'na yapılan borçlar, dış borçlanmadır. Dış borç kendi içinde dörde ayrılmaktadır. Bunlar:

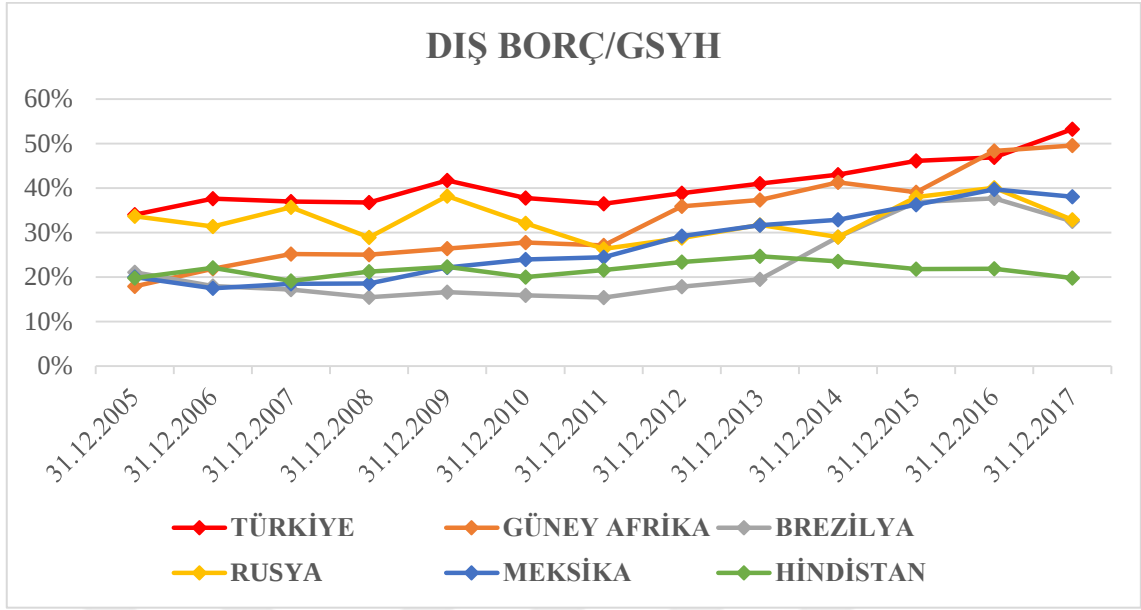
- Devletlerarası dış borçlanmalar
- Piyasadan tahvil ihracı karşılığında alınan borçlar
- Yabancı bankalara borçlanma
- Uluslararası kuruluşlardan alınan borçlar

Çalışmada ele alınan gelişmekte olan ülkelerin 2005-2017 yılları arasındaki dış borç rakamlarının GSYH'ye oranı aylık veriler alınarak Grafik 5 yardımıyla aktarılmıştır.

⁶¹ Nihad S. SAYAR, **Kamu Maliyesi**, İstanbul: Sermet Matbaası, 1975, s. 296.

⁶² Nuray ALTUĞ, "Gelişmekte Olan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye'nin Dış Borçlanması", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, İstanbul, 1986, s. 49.

⁶³ Bilgihanem, "Dış Borç", <http://bilgihanem.com/dis-borc-nedir/>, (08/03/2018).



Grafik 5. Ülkelerin Dış Borç Rakamlarının GSYH'ye Oranı

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (09/03/2018)

Cari açığın finansmanı temel olarak iki kaynaktan sağlanmaktadır. Bunlar; sermaye ve portföy yatırımı ile borçlanmadır. Cari işlemler açığı borç yaratmayan dış kaynaklar ile finanse ediliyorsa bunun sürdürülebilir olduğunu, borç yaratan ve özellikle kısa vadeli olan dış kaynaklar ile karşılanıyorsa sorun oluşturduğuna ve cari açığın sürdürülemeyen bir boyuta taşınabilmesi ihtimalinin bulunduğu işaret etmektedir. Cari açığın sürdürülebilirliğini dış borçlanmanın sürdürülebilirliğine bağlayan görüşler mevcuttur. Bunun sebebi, cari işlemler açığının döviz açığını ifade etmesi ve bu nedenle dış borçlanma ihtiyacını ortaya çıkarmasıdır.

Dış borçlanmanın sürdürülebilirliği, bir ülkenin cari ve gelecekteki dış borç yükümlülüklerini ödeyebilme kapasitesi olarak tanımlanmaktadır.⁶⁴ Dolayısıyla sadece cari olanaklar değil, ekonominin gelecekteki gücü de borçlanmanın finansmanında önem arz etmektedir. Dış borçlanmanın sürdürülebilirliği, genellikle dış borç miktarının GSYH'ye oranı ile ölçülmektedir. Artmayan bir dış borç / GSYH oranı, sürdürülebilirlik

⁶⁴ Sabri AZGÜN, "Dış Borç Sürdürülebilirliği: Zamanlararası Bütçe Kısıtı Testleri", *Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 2, 2005, s. 57-68.

için yeterli bir şart olarak görülmekte ve bu oran büyümediği müddetçe ülkenin büyük ölçüde ödeme gücüne sahip olduğu savunulmaktadır.⁶⁵

Grafikte de görüldüğü üzere çalışmada ele alınan ülkeler arasında Türkiye’de dış borç / GSYH oranının oldukça yüksek seyrettiği görülmektedir. 2016 yılında bu oran Türkiye, Güney Afrika, Rusya ve Meksika’da sırasıyla %46,9 %48,3 %40,1 ve %39,7 olarak gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelere oranlar birbirine yakın seyretmektedir. Hindistan %21,9’luk oranla diğer ülkelere göre düşük borçlanma oranına sahiptir.

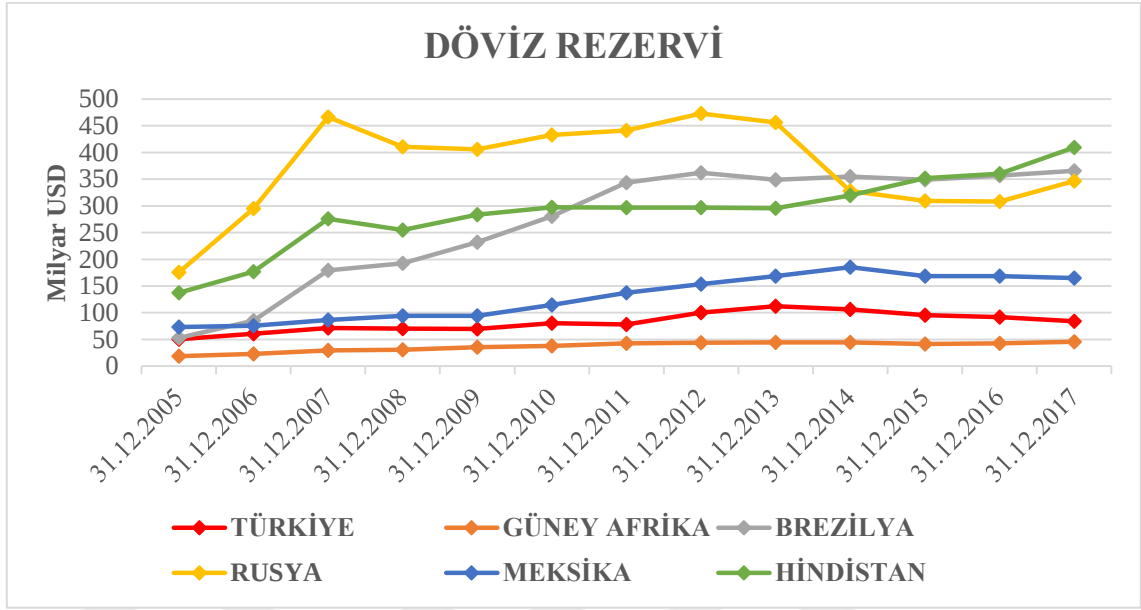
Brezilya’da 2012 yılından itibaren dış borç / GSYH oranında artış görülmektedir. Brezilya’da Çin talebinin azalması, petrol ve hammadde fiyatlarının düşmesi gibi konjonktürel sorunların yanı sıra kamu şirketlerinin ekonomideki ağırlığı gibi yapısal sorunların da ekonomiyi dar boğaza sürüklediği belirtiliyor. Aynı zamanda Brezilya ve Rusya’da döviz kurunun değer kaybı ile birlikte ithal ürün fiyatlarının artmasıyla beraber dış borç oranında artış yaşanmıştır.

3.2.6. Döviz Rezervi

Merkez Bankaları para ve kur politikalarını desteklemek, piyasalara güven vermek, hükümetin döviz cinsi üzerinden iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, dışsal şoklara karşı gerekli döviz likiditesini bulundurmak için döviz biriktirir. Bu birikime döviz rezervi denir. Merkez Bankaları’nın döviz birikiminin bir bölümü yerli para birimiyle ödeyerek satın aldığı (kendine ait) dövizlerdir. Bir bölümü başkalarına ait (kredi olarak, emanet olarak bankaya verilen) fakat Merkez Bankası’nın serbestçe kullanabileceği dövizlerdir. Bankanın toplam döviz varlıklarından döviz yükümlülükleri çıkınca kalan döviz Merkez Bankası’nın net döviz pozisyonudur.⁶⁶

⁶⁵ Nouriel ROUBINI ve Paul WACHTEL, “Current Account Sustainability in Transition Economies”, **NBER Workink Paper Series**, No:6468,1998.

⁶⁶ Milliyet, Güngör URAS, “Rezerv Nedir? Ne İşe Yarar”, <http://www.milliyet.com.tr/yazarlar/gungor-uras/rezerv-nedir--ne-ise-yarar--1448868/>, (20/03/2018).



Grafik 6. Ülkelerin Döviz Rezerv Miktarları

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur.
(02/03/2018)

Grafikte Rusya'nın diğer ülkelere göre daha fazla döviz rezervine sahip olduğunu görüyoruz. Cari işlemler başlığı altında verilen grafikte de cari işlemler fazlası olduğunu görmüştük. Ülkede ihraç gelirleriyle elde edilen nakit girişleri döviz rezervinde olumlu etki yaratmıştır.

Hindistan'ın döviz rezerv tutarında da çalışmada ele alınan yıllar itibarıyla olumlu bir artış gözlemlenmektedir. Bu artışta Hindistan'da yapılan yüksek teknolojik üretimlerden sağlanan nakit girişlerinin etkisi bulunmaktadır. Teknolojik ürünler, yabancı yatırımlarındaki iyileşme ülke ekonomisinde yükselişe ve döviz miktarında artışa olumlu etkide bulunmuştur.

4. BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTU VE ÜLKELERDEKİ BANKACILIK HİSSELERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ

4.1. Kredi Temerrüt Takası (CDS) ile Derecelendirme Arasındaki İlişki

Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirdikleri ülkelere verdikleri kredi notlarına çoğunlukla şüphe ile bakılmış, küresel krizlerin hemen ardından şüpheler ve eleştiriler artmıştır. Krizleri öngörme kabiliyetlerinin düşük olduğu kredi derecelendirme kuruluşları, kriz sonrası ani tepkiler vererek ülkelerin notlarını tek seferde birkaç kademe birden düşürmektedir. Düşen kredi notları küresel kriz sebebiyle zaten hassas olan piyasaların daha fazla bozulmasına ve krizin daha yoğun hissedilmesine sebep olmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının en büyük eksikliği, piyasa dengesizliklerini fark edememeleri ve piyasaları oldukça geriden takip etmeleridir. Bu gibi olumsuzluklar sebebiyle, ülke riski hakkında daha güncel bilgiler sağlamak için piyasalarda kredi temerrüt takası (CDS) gibi alternatif arayışlar başlamıştır.

Kredi temerrüt takası, bir sigorta şirketinin garanti kapsamına aldığı ürünlerin sözleşme dâhilindeki her tür teminatını ödemesi gibi, belli bir bedel karşılığında, herhangi bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı alacaklı tarafın parasını garanti kapsamına alan, bir çeşit finansal sigorta sözleşmesi niteliğinde kredi türev enstrümanıdır. 1995 yılında JP Morgan tarafından finans dünyasına tanıtılan CDS'ler uluslararası piyasalarda yaygın bir şekilde kullanılan finansal araçlardan biridir. CDS sözleşmeleri kredi riskini başka kişi ya da gruplara transfer etmek amacıyla geliştirilen özel kredi türev ürünlerdir. Sözleşmenin vadesi kapsamında belirli aralıklarla prim ödeyerek CDS sözleşmesi alan ve kendine belli bir koruma sağlayan tarafın kayıpları, kredinin geri ödenmediği yani temerrüt halinin meydana geldiği durumlarda, CDS sözleşmesini satan tarafça karşılanır. CDS sözleşmesi sayesinde, koruma alan taraf kayıp riskini sıfıra indirmektedir.⁶⁷

⁶⁷ Abdullah Selim KUNT ve Oktay TAŞ, “Kredi Temerrüt Swapları Ve Türkiye’nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama”, **İTÜ Dergisi**, Cilt:5, 2008, s. 80.

Kredi temerrüt takası ülkelerin borç riskini belirleme, kamuya açık ve güncel piyasa bilgisini içermesi özelliği sebebiyle önemli bir risk göstergesi haline gelmiştir. Çünkü kredi temerrüt takası kredi derecelendirme kuruluşlarının taraflı yargısına ihtiyaç kalmadan, bir ülkenin borcunu veya faizini ödeme riski için daha güncel bilgiler sunmaktadır. Ülke riskinde ya da dolaylı olarak temerrüt riskinde yaşanacak bir artış ilk olarak CDS primlerine yansımaktadır. CDS priminin yüksekliği ülkenin kredibilitesinin düşüklüğü anlamına gelmektedir.⁶⁸

Piyasalarda yatırımcılar tarafından yakından takip edilen CDS'ler aynı zamanda bir ülkeye ilişkin makroekonomik ve politik gelişmelere karşı duyarlı olan kısa vadeli risk göstergeleridir. Piyasalarda küresel ekonomiye veya bir ülkeye ilişkin belirsizliklerdeki artış; borç senetlerinin üzerinden yazılan, genellikle tahvillerin, CDS spreadlerine de yansımaktadır.

CDS primleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının 1990'lı yıllardaki Asya krizi ve özellikle 2008 küresel krizinde gösterdikleri düşük performansın ardından yoğun olarak eleştirilmesiyle kredi notlarının alternatifi olarak değerlendirilmiş ve ilgi gösterilmeye başlamıştır. Ülkelerin belirli zaman aralıklarında yapılacak CDS primi karşılaştırmalarında kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların piyasada oluşan risk algısına uygun olup olmadığı ve ülkeler arasında pozitif ya da negatif seçim yapılıp yapılmadığı ölçülebilir.⁶⁹

CDS primleri rakamsal ifadelerdir. Ülkenin risk priminin artması, ülkenin temerrüde düşme olasılığının arttığına göstergesidir. Bu primler kredi notlarının aksine gayet hareketli, dinamik piyasa koşulları altında oluşabilecek ekonomik, sosyal ve politik değişkenlere daha hassas ve anında tepki gösterir rakamlardır. CDS'ler ülkeye ilişkin piyasa algısını daha hassas yansıtmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları notlarını harf cinsinden açıkladıklarından benzer nota sahip birden fazla ülke olabilmektedir. Bu durum aynı nota sahip ülkelerin ekonomik şartlarının veya taşıdıkları riskin aynı düzeyde

⁶⁸ Erdal Tanas KARAGÖL ve Ülkü İstiklal MIHÇIOKUR, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar” SETA Rapor, http://file.setav.org/Files/Pdf/20121126124257_setakredi_derecelendirme_kuruluslari-alternatif_arayislar.pdf, (01/06/2018) s. 21.

⁶⁹ Ahmet ULUSOY ve Hikmet YILMAZ, “Kredi Notu Eleştirilerini Test Eden Mekanizma: CDS Primleri”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt: 13, Sayı 1, 2017, s. 69.

olduğu anlamına gelmez. Buna karşılık CDS primleri rakamsal ifadeler olduklarından ve bu rakamlar küsurlar halinde bile değişiklik gösterebildiğinden, aynı nota sahip ülkelerin arasında daha gerçekçi bir kıyas yapma imkanı sunmaktadır.⁷⁰

Kredi derecelendirme kuruluşları gerek oligopolist yapıları gerekse büyük çoğunluğun tek ülke kökenli oluşu nedeniyle bağımsızlıkları konusunda eleştiriye maruz kalmaktadırlar. CDS primleri serbest piyasa şartları altında oluştuğu için ülkelerin risk durumlarını bağımsız bir kuruluş gibi ölçmektedir ve bu da yatırımcılara daha güvenilir bir yapı sunmaktadır.

4.2. Bankacılık ve Kredi Derecelendirme

Bankalara yapılan derecelendirmeler, aracılık faaliyetleri dışında, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değil, bankacılık mevzuatı kapsamında yapılmaktadır. BDDK'nın yaptığı söz konusu düzenleme; 1.11.2006 tarihli ve 26333 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesi ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkındaki Yönetmelik” tir.⁷¹

Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (Bank of International Settlements, BIS) Basel Bankacılık Denetim Komitesi (Basel Committee On Banking Supervision, BCBS) tarafından Basel II olarak bilinen bankacılık sektörüne yönelik düzenlemesi Haziran 2004'te yayınlanmıştır.⁷² Basel II kapsamında Kredi riskinin ölçülmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke ve kuruluş için verdiği derecelerin kullanılması kararlaştırılmıştır.⁷³

Finans kurumları derecelendirmenin varlığından ve sonuçlarından direkt olarak etkilenen ve faaliyetlerini zaman zaman derecelendirme notu kapsamında şekillendiren kurumlardır. Bankalar açısından derecelendirmenin önemi aşağıdaki maddelerle sıralanabilir.⁷⁴

⁷⁰ ULUSOY ve YILMAZ, a.g.m., ss. 70.

⁷¹ BDDK, Mevzuat, <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat>, (12/11/2018).

⁷² BIS, Committees & associations, <https://www.bis.org>, (12/11/2018).

⁷³ Ali ERDOĞAN, “Basel Kriterlerinin Bankacılık Sektörüne Etkisi ve Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Basel Kriterlerine Uyum Süreci”, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 16, Sayı 1, 2014, s. 157.

⁷⁴ Şenol BABUŞÇU, Adalet HAZAR ve Sedat YENİCE, *Kredi Derecelendirmesi (Rating) ve Finans*, 3. Baskı, İstanbul, Akademi, 2012, s. 56-65.

- Sermaye piyasalarına ulaşabilmeyi ve işlem yapabilme esnekliğini sağlar.
- Risk faktörüne göre mali kurum tercihi yapılmasına imkân tanır.
- Bankalar arası işlemlerde kredi maliyetlerinin düşürülmesini sağlar.
- Mali yapının güçlenmesini ve risklerin sınırlandırılmasını teşvik eder, etkinliğini artırır.
- Devlet garantisi olmaksızın sisteme güven duyulmasını sağlar.
- Uluslararası finans çevreleriyle ilişkileri geliştirir ve dış kaynak kullanım maliyetinde tasarruf sağlar.
- Ulusal ve uluslararası alanda benzer diğer bankalarla kıyaslanabilmesine olanak sağlar.

4.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Sektörü ve Kredi Derecelendirme Notları

Çalışmanın son kısmında; -üçüncü bölümde incelediğimiz gelişmekte olan ülkelerdeki- bankacılık ve finans endeksinde yer alan bankaların kredi derecelendirme notlarının değişimleri incelenmiştir. İncelenen yıllar makro ekonomik verilerin de ele alındığı 2005-2017 aralığını kapsamaktadır.

Çalışmada incelenen gelişmekte olan ülkelerin, 2005-2017 tarihi aralığındaki uzun vadeli kredi derecelendirme notları, ülkelerin CDS primi ve bankacılık-finance endeksi verileri alınarak grafik yardımıyla incelenmeye çalışılmıştır. İlk olarak gelişmekte olan ülkelerin ve bankaların kredi notları tablolarla verilmiş daha sonra her ülke için bankacılık sektörüne etkisinin analizini görmek adına halka açık bankalarının kredi derecelendirme notları, hisse senedi fiyatları yerel para cinsinden alınarak özsermaye ve aktif karlılığı oranları ile değerlendirilmiş ve grafiklerle yorumlanmıştır.

Borsa endeksi; içerisinde belirli hisse senetlerini bulunduran, bu hisse senetlerinin farklı ağırlıklarla hesaplanması sonucu bulunan bir değerdir. Her hissenin endeks değeri içerisindeki ağırlıkları farklılık göstermektedir. Bankacılık endeksi halka açık bankalardan, finans endeksi halka açık ve ülkenin önemli finansal kuruluşlarından oluşmaktadır.

Kredi derecelendirme notlarının değişimleri değerlendirilirken bankaların özsermaye ve aktif karlılığı oranlarındaki değişimler yıllar itibariyle (2005-2017) aylık veriler sağlanarak grafik yardımıyla aktarılmış ve oranlar yorumlanabilir olması açısından normalize edilmiştir.

Bankaların almış oldukları kredi notları hem kendi özelinde hem de ülke notuyla benzer dönemde gerçekleşen değişimleri analiz edilerek incelenmiştir.

Aktif Karlılık Oranı: $\text{Net Kar} / \text{Aktif Toplamı}$

Aktif karlılık oranı; şirket varlıklarının kar yaratmada ne kadar etkin olduğunu gösterir. Bu hesaplamanın sonunda çıkan katsayı ne kadar büyükse şirketin varlıklarının kar yaratma konusunda o kadar başarılı kullanıldığı düşünülür.⁷⁵

zsermaye Karlılığı: $\text{Net Kar} / \text{zsermaye}$

zsermaye işletme varlıklarını ortaklar aracılığıyla ve dağıtılmayan karlar ile finanse eden bilanço bölümüdür. zsermaye karlılığı; işletme ortaklarının koydukları sermaye karşılığında ne kadar kar elde ettiklerini, yani her bir sermaye karşılığında kaç birim kar yaratıldığını göstermiş olur. nemli bir karlılık göstergesi olan zsermaye karlılığı, aynı zamanda bir yönetim performansı göstergesidir. Yüksek zsermaye karlılığı işletme kaynaklarının verimli kullanıldığını gösterir.

4.3.1. Brezilya Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi

Çalışmada Brezilya Finans Endeksi verileri USD cinsinden alınarak aylık ve yıllık değişimleri incelenmiştir.

Brezilya Finans Endeksi: Brezilya piyasasındaki finans sektörü hisselerinin performansının ölçülmesi için oluşturulmuştur. Endeksi oluşturan şirketler piyasa değerine göre ağırlıklandırılarak endekse dâhil edilmiştir.

⁷⁵ Cudi Tuncer GÜRSOY, **Finansal Yönetim İlkeleri**, 2. Baskı, İstanbul: Beta Basım A.ř., 2012, s. 95.

Ülkenin uzun vadeli kredi notunun bankacılık sektörüne etkisinin analizi için; Banka Mercantil ve Banka Bradesco'nun almış olduğu kredi derecelendirme notları finansal oranlar yardımıyla incelenmiştir.

Brezilya'nın 2005-2017 yılları arasında Standard Poor's, Moody's ve Fitch'ten aldığı uzun vadeli kredi notları Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4: Brezilya Uzun Vadeli Kredi Notları

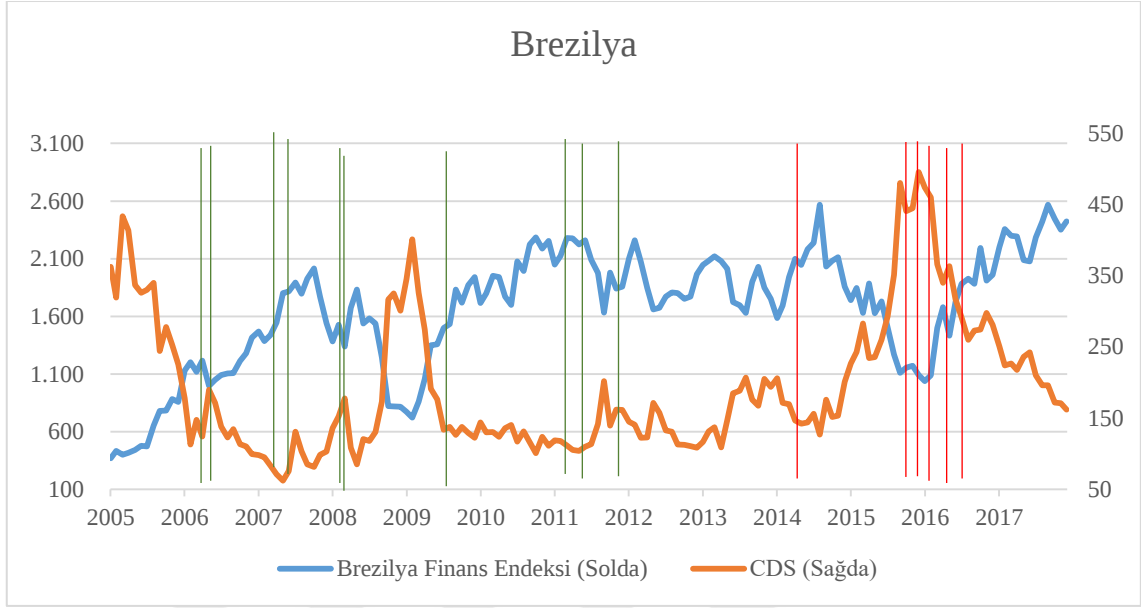
Brezilya*							
Standard Poor's			Moody's			Fitch	
Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not
15.08.2017	BB		24.02.2016	Ba2		05.05.2016	BB
22.05.2017	BB	Negatif	09.12.2015	Baa3	Negatif	16.12.2015	BB+
17.02.2016	BB		11.08.2015	Baa3		15.10.2015	BBB-
09.09.2015	BB+		20.06.2011	Baa2		04.04.2011	BBB
24.03.2014	BBB-		22.09.2009	Baa3		29.05.2008	BBB-
17.11.2011	BBB		06.07.2009	Ba1	Pozitif	10.05.2007	BB+
30.04.2008	BBB-		23.08.2007	Ba1		28.06.2006	BB
16.05.2007	BB+		24.05.2007	Ba2	Pozitif	23.02.2006	BB-
28.02.2006	BB		01.08.2006	Ba2			
			12.10.2005	Ba3			

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (15/03/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.

Brezilya'nın beş yıllık ülke CDS primi ve Brezilya Finans Endeksi'nin (USD cinsinden) hareketi ile kredi derecelendirme notlarının yıllar itibarıyla gösterdiği değişim Grafik 7 yardımıyla anlatılmıştır.

Grafik 7'de Brezilya Finans Endeksi ve CDS primi verileri 2005-2017 aralığında aylık olarak alınarak, derecelendirme kuruluşları tarafından verilen uzun vadeli kredi notu değişimlerinin bankacılık endeksine etkileri analiz edilmeye çalışılmış ve CDS priminin kredi notundan önce ve sonraki hareketleri izlenerek piyasadaki olaylara verdiği tepkiler notlarla karşılaştırılmıştır.



Grafik 7. Brezilya Finans Endeksi ve CDS Primi (USD)*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(05/07/2018)

*Grafikte yer alan dikey çizgiler not değişimlerinin gerçekleştiği tarihleri göstermektedir. Yeşille gösterilen dikey çizgiler not artışını ifade ederken, kırmızıyla gösterilen dikey çizgiler not düşüşünü ifade etmektedir.

Brezilya'nın 2005-2017 yılları arasında aldığı kredi notlarına baktığımızda çalışmada ele alınan diğer ülkelere göre daha çok not değişimi yaşandığı gözlenmektedir. 2006 yılı Haziran ayında Fitch ülke kredi notu BB-'den BB'ye yükseltmiştir. Ağustos ayında ise Moody's Ba3'ten Ba2'ye yükseltmiştir. 2007 yılı Mayıs ayında Standard Poor's ve Fitch ülke notunu BB'den BB+'ya, Moody's ise yine aynı ayda kredi notunu Ba2 seviyesinde teyit etmiş Ağustos ayında ise Ba1'e yükseltmiştir. 2008 yılının Nisan ayında Standard Poor's Mayıs ayında da Fitch ülke notunu BBB-'ye yükseltmiştir. 2009 yılının Temmuz ayında Moody's Ba1 seviyesindeki notu teyit etmiş, Eylül ayında ise bir basamak arttırarak Baa3 ile yatırım yapılabilir seviyeye getirmiştir. 2007 ile 2010 yılları arasında küresel ekonomik kriz ve CDS primindeki artışa rağmen üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunca ülkenin spekülatif seviyedeki notunun yatırım yapılabilir seviyeye çıkarılması dikkat çekmektedir. Grafikte aynı tarih aralığında CDS priminin yükselmesiyle ülkenin bankacılık endeksinde de sert düşüş yaşandığı görülmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde verilen makroekonomik verilerde de not artışı yapılan ilgili yıllarda büyük bir olumlu gelişme görülmemiştir.

2011 yılında not artışları devam etmiştir. İlk olarak Nisan ayında Fitch, Kasım ayında da Standard Poor's ülke notunu BBB seviyesine yükseltmiştir. Haziran ayında Moody's de ülke notunu bir kademe arttırarak Baa2'ye taşımıştır. 2014 yılı Mart ayında ilk not indirimi Standard Poor's tarafından yapılıyor ve ülke notu BBB-'ye düşürülüyor. 2015 yılı Ağustos ayında Moody's ülke notunu Baa3'e indirmiştir. Eylül ayında Standard Poor's ise BB+ notuyla ülke notunu spekülative seviyeye çekmiştir. Standard Poor's, Brezilya'nın notunun spekülative seviyeye düşürülmesine neden olarak ülkedeki siyasi ve ekonomik sorunların, mali politikaların uygulanmasını zorlaştırdığını vurgulayarak, ekonomik daralma sürecinin bu nedenlerle uzadığı görüşüne yer vermiştir. Fitch de ilk olarak Ekim ayında BBB-'ye Aralık ayında BB+'ya düşürerek ülke notunu spekülative seviyeye çeken ikinci derecelendirme kuruluşu olmuştur. Fitch, ülke notunun spekülative seviyeye düşürülmesine gerekçe olarak kötüleşen ekonomik görünüm ve artan siyasi riskleri göstererek not düşüşünün ekonominin beklentilerden daha derin bir resesyonda olmasını ve hükümetin mali önlemleri etkin biçimde uygulama kapasitesini sarsan siyasi belirsizliklerin artmasını yansıttığını belirtmiştir.

Üçüncü bölümde incelenen makroekonomik verilerde değinilen 2015 yılı Ağustos ayında petrol fiyatlarının %20'nin üzerinde düşüş kaydederek varil başına 41 USD seviyesine kadar düşmesiyle Rusya'da da gözlemlenen bozulmaya paralel Brezilya'da enflasyon oranında artış, GSYH ve kişi başına düşen milli gelir rakamında belirgin bir düşüş kaydedilmiştir.

2016 yılı Şubat ayında Moody's Baa3 olan ülke notunu iki kademe birden düşürerek Ba2 olarak açıklamıştır. Moody's not indirimine neden olarak düşük büyüme ortamında Brezilya'nın borç değerlerinde görünümün daha da kötüleşmesini göstermiştir. Ardından Mayıs ayında Fitch bir kademe daha not indirimine gitmiş ve ülke notunu BB olarak açıklamıştır. 2017 yılında not yayınlayan tek derecelendirme kuruluşu Standard Poor's olmuştur. 2016 yılında açıkladığı BB seviyesindeki ülke notunu 2017 yılı Mayıs ve Ağustos ayında teyit etmiştir.

Grafikte dikkat çeken bir diğer tarih aralığı 2015 ile 2017 arasında yapılan not indirimleridir. Bu dönemde ülkenin uzun vadeli kredi notu üç derecelendirme kuruluşunca da spekülative seviyeye indirilmiştir. Not indirimlerinin CDS primlerinin zirve yaptığı noktada yapılması kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasayı takipte geciktiklerini göstermektedir. Oligopol durumdaki kredi derecelendirme kuruluşlarının önceden önlem alınmasına imkan tanıyacak güncel bilgi arzı konusunda çok hassas olamadığı görülmektedir.

Aynı zamanda ekonomik kriz içinde bulunan bir ülkenin derecelendirme kuruluşlarınca not indirimi tepkisiyle karşılaşması, zaten hassas olan piyasaların daha fevri tepkiler vermesine ve koşulların daha da bozulmasına neden olmaktadır. Kriz nedeniyle aşırı kırılgan olan piyasaların not indirimi ile kırılganlığı artmakta ve birbirini tetikleyen sistemik krizlere yol açmaktadır.⁷⁶

4.3.2. Brezilya Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri

Seçilen finansal oranlar yardımıyla Brezilya’da analize dahil edilen bankaların görünümü ve kredi derecelendirme notlarının değişimleri grafiklerle verilmiştir.

Banka Mercantil, 1940 yılında Brezilya Curvelo’da kurulmuştur. 200’den fazla şubesi ve 2.800 çalışanı vardır. 2017 yılında net karı 8 milyon USD, toplam aktif büyüklüğü ise 2,9 milyar USD olmuştur.⁷⁷

Banka Mercantil’in 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 5’te verilmiştir. Banka’nın kredi notu Standard Poor’s ve Moody’s tarafından açıklanmıştır.

Kredi notlarındaki değişimin etkisi, bankanın özsermaye ve aktif karlılığı oranları alınarak Grafik 8 yardımıyla aktarılmaya çalışılmıştır. Grafikte banka kredi

⁷⁶ Ömer AKÇAYIR, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı**, Isparta, 2013, s. 96.

⁷⁷ Mercantil do Brasil, About, <https://mercantildobrasil.com.br/Paginas/Home.aspx>, (25/07/2018).

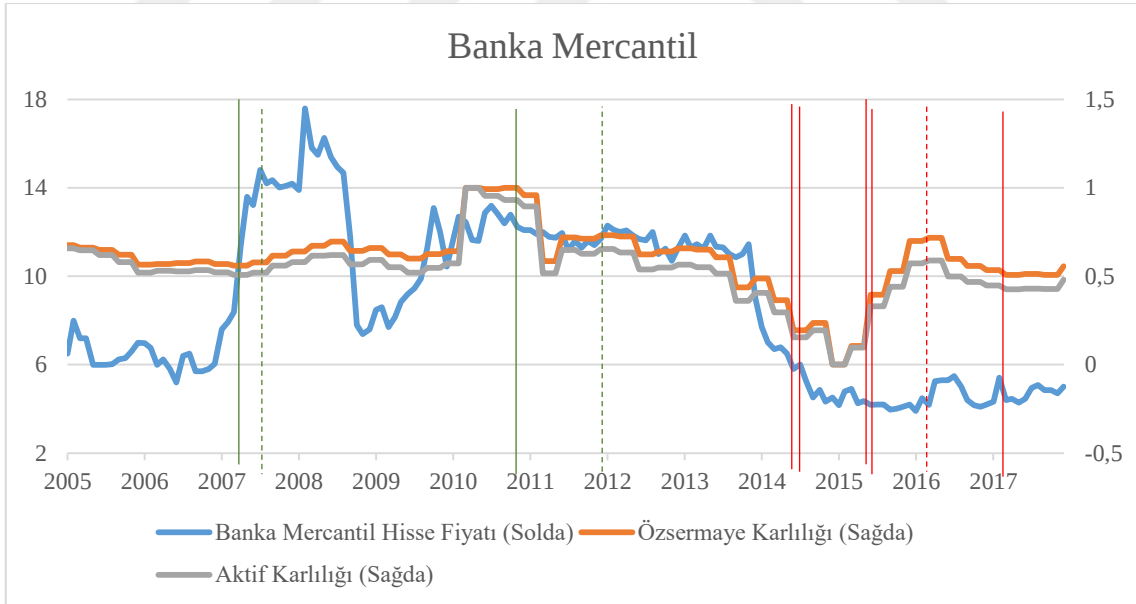
notunun ülke kredi notuyla aynı anda değişimi kesik çizgilerle verilmiştir. Banka özelinde açıklanan kredi notları dikey çizgilerle ifade edilmiştir.

Tablo 5: Banka Mercantil Kredi Notları

Banka Mercantil*					
Standard Poor's			Moody's		
Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm
14.03.2016	B-		30.01.2017	Caa1	
17.02.2016	B-	Negatif	05.02.2016	B3	
28.05.2015	B-		12.06.2015	B2	
30.06.2014	B		03.07.2014	B1	
14.04.2014	B+		23.08.2007	Ba2	
25.03.2014	BB-	Negatif	25.05.2007	Ba3	Pozitif
13.12.2011	BB-		27.04.2007	Ba3	
01.11.2010	B+		07.06.2006	B1	
04.10.2005	B				

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (20/03/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.



Grafik 8. Banka Mercantil Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (10/07/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

Banka Mercantil’de ilk not değişimini 2007 yılında Moody’s tarafından açıklanan Ba3 ile görüyoruz. Bu nottan önce 2006 yılında banka için açıkladığı ilk not olan B1’in ardından Ba3 ile bankayı bir basamak yukarıda değerlemiştir. 2008 ve 2009 yılında herhangi bir not değişimi yaşanmazken 2010 yılı Kasım ayında Standard Poor’s bankanın notunu B+ olarak belirlemiştir. 2011 yılında ise bir kademe arttırarak BB-’ye çıkarmıştır. 2012 ve 2013 yıllarında bankanın notu kredi derecelendirme kuruluşlarınca değiştirilmemiştir. Ülke kredi notunun olumsuz hareketi bankacılık sektörünü kredi notu anlamında olumsuz etkilemiş gözüküyor. Grafikte bankanın hisse fiyatındaki düşüşün 2013 Kasım ayından itibaren başladığını ve bir düşüş trendi izlediğini görüyoruz fakat not değişimi ülke kredi notu değişikliğiyle birlikte 2014 yılı Mart ayında gelmiştir. İlk olarak Standard Poor’s banka notunu BB- ile teyit ederek görünümünü negatif açıklamış ve Nisan ayında B+’ya, Haziran ayında da B’ye indirmiştir. Dört ay içinde üç kere not değişimine giden Standard Poor’s yaptığı bu peş peşe not indirimleriyle banka notunun belirlenmesinde doğru yol izlenmediğini düşündürmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen bir başka eleştiri de yanlış ya da eksik derecelendirme yaptıklarına yöneliktir. Yanlış derecelendirme işleminin kanıtı, kısa bir süre önce derecelendirilen banka ya da ülkenin kısa bir sürenin ardından tekrar derecelendirilerek birden fazla not artırımını ya da not indirimi yapılmasıdır.⁷⁸

Aynı yıl Temmuz ayında Moody’s banka notunu iki kademe birden düşürerek B1 seviyesine çekmiştir. 2015 yılında her iki derecelendirme kuruluşu da birer kademe not indirimine gitmiştir. Standard Poor’s banka notunu B- olarak Moody’s B2 olarak açıklamıştır. 2016 yılı şubat ayında ülke notunun değişimine paralel olarak bankanın kredi notunda da indirimle gidilmiştir. Standard Poor’s banka notunu B- seviyesinde teyit ederken görünümünü negatif olarak açıklamış, Moody’s ise B3 olarak yayınlamıştır. 2016 yılının ikinci yarısından itibaren karlılık oranlarında iyileşme görölmesine rağmen kredi notlarındaki olumsuz görünüm devam etmiştir. Son olarak 2017 yılında Moody’s banka kredi notunu Caa1 ile spekülative notların en alt basamaklarına düşürmüştür.

⁷⁸AKÇAYIR, a.g.m., ss. 92.

Banka Bradesco, 10 Mart 1943 yılında Brezilya Marilia’da kurulmuştur. 5.314 adet şubesi bulunmaktadır. 2017 yılında net karı 5,3 milyar USD, toplam aktif büyüklüğü ise 369 milyar USD olmuştur. 2017 itibariyle çalışan sayısı 108.794 kişidir.⁷⁹

Banka Bradesco’nun 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 6’da verilmiştir. Banka’nın kredi notu her üç derecelendirme kuruluşu (Standard Poor’s, Moody’s ve Fitch) tarafından açıklanmıştır.

Kredi notlarındaki değişimin etkisi, bankanın özsermaye ve aktif karlılığı oranları alınarak Grafik 9 yardımıyla aktarılmaya çalışılmıştır. Grafikte banka kredi notunun ülke kredi notuyla aynı anda değişimi kesik çizgilerle verilmiştir.

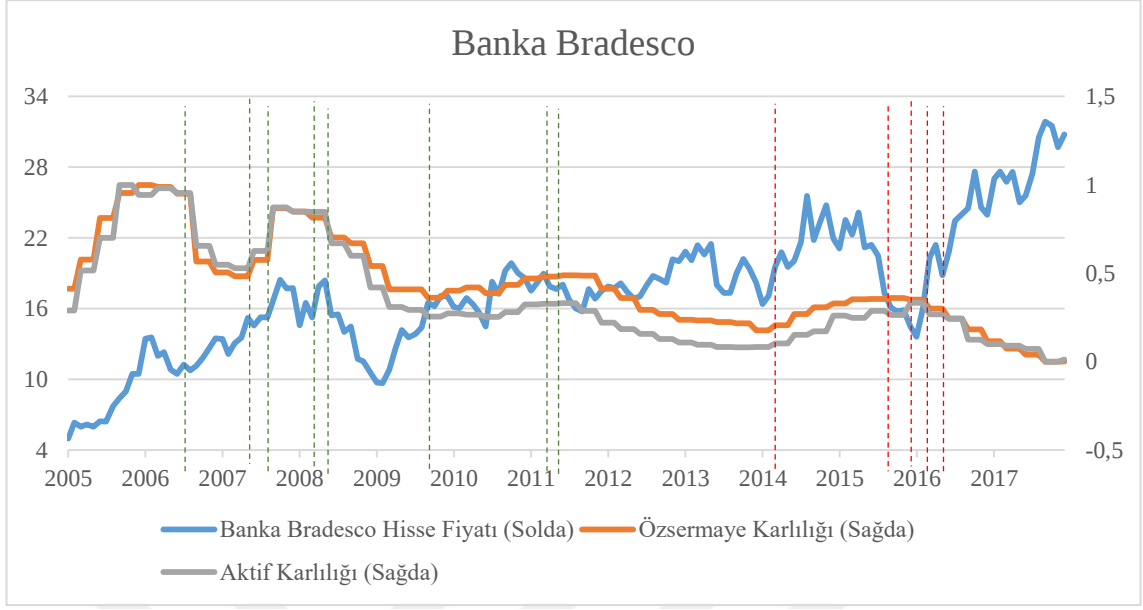
Tablo 6: Banka Bradesco Kredi Notları

Banka Bradesco*							
Standard Poor’s			Moody's			Fitch	
Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not
16.08.2017	BB		25.02.2016	Ba3		11.05.2016	BB+
23.05.2017	BB	Negatif	10.12.2015	Baa3	Negatif	17.12.2015	BBB-
17.02.2016	BB		12.08.2015	Baa3		21.10.2015	BBB
10.09.2015	BB+		20.06.2011	Baa2		07.04.2011	BBB+
25.03.2014	BBB-		22.09.2009	Baa3		03.06.2008	BBB
30.04.2008	BBB		07.07.2009	Ba2	Pozitif	14.05.2007	BBB-
16.05.2007	BBB-		23.08.2007	Ba2		17.08.2006	BB+
19.05.2006	BB+		25.05.2007	Ba3	Pozitif	30.06.2006	BB
			31.08.2006	Ba3			
			01.08.2006	B1	Pozitif		
			13.10.2005	B1			

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (30/11/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.

⁷⁹Banka Bradesco, About, <https://banco.bradesco/html/classic/index.shtm>, (20/09/2018).



Grafik 9. Banka Bradesco Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur.

(20/07/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

Banka Bradesco'nun grafiğini incelediğimizde not artış ve düşüşlerinin ülkenin uzun vadeli kredi notunun incelendiği grafikte benzer hareketler çizdiği görülmektedir. 2006 yılı Ağustos ayında Moody's banka notunu B1 seviyesine yükselterek görünümünü pozitif olarak açıklamıştır. Ay sonunda bir not artışı daha yaparak kredi notunu Ba3 olarak yayınlamıştır. Fitch de aynı dönemde banka notunu bir kademe arttırmış ve BB+ olarak açıklamıştır. 2007 yılında Standard Poor's banka notunu BBB-'ye yükseltmiş ve yatırım yapılabilir seviyeye getirmiştir. Moody's iki not değişimi birden yapmıştır. İlk olarak Mayıs ayında Ba3 ile banka notunu teyit etmiş ve pozitif bir görünüm açıklamış. Ağustos ayında ise notu bir kademe arttırarak Ba2 seviyesine çıkarmasına rağmen banka notu hala spekülasyon seviyesindedir. Mayıs ayında not değişimine giden bir diğer kredi derecelendirme kuruluşu da Fitch'tir. Açıkladığı BBB- notuyla Standard Poor's ile beraber bankanın kredi notunu yatırım yapılabilir seviyede açıklayan diğer bir derecelendirme kuruluşu olmuştur. 2008 yılı Nisan ayında Standard Poor's Haziran ayında da Fitch banka notunu BBB'ye yükseltmiştir. 2009 yılında Moody's ilk olarak Temmuz ayında bankanın kredi notunu Ba2'ye yükseltmiş görünümü pozitif olarak açıklamıştır. Ardından Eylül ayında Baa3 ile kredi notunu yatırım yapılabilir seviyeye

çekmiştir. Küresel kriz döneminde Brezilya’da yaşanan not artışında banka Bradesco da kredi derecelendirme kuruluşlarınca olumlu değerlendirilmiş ve notu arttırılmıştır. 2010 yılında herhangi bir not değişimi yaşanmazken 2011 yılında Moody’s notu Baa2’ye, Fitch BBB+’ya yükseltmiştir.

2012-2013 yıllarında banka notu üç derecelendirme kuruluşunca sabit kalmış 2014 yılında Standard Poor’s notu BBB-’ye indirmiştir. 2015 yılının ikinci yarısından itibaren bankanın kredi notunda düşüşler yaşanmıştır. Ağustos ayında Moody’s kredi notunu Baa3’e indirmiş, Aralık ayında da not teyidi ile birlikte görünümü negatif olarak açıklamıştır. Standard Poor’s banka notunu BB+’ya Fitch ise ilk olarak BBB seviyesine Aralık ayında da BBB-’ye düşürmüştür. Not indirimlerinin yaşandığı yıllarda bankanın hisse fiyatındaki düşüş grafikte görülmektedir. Fakat aynı dönemde bankanın karlılık oranlarında bozulma görülmemiştir. Ülke görünümünün yaşadığı bozulmanın etkisi bankanın hisse fiyatına ve kredi notuna yansımıştır. 2016 yılı Şubat ayında Moody’s bankanın notunu üç kademe birden indirerek Ba3 ile spekülative seviyeye çekmiştir. Fitch de Mayıs ayında yaptığı not indirimiyle BB+ olarak açıkladığı kredi notuyla bankanın kredi notunu spekülative olarak belirlemiştir. Standard Poor’s ise kredi notunu BB’ye düşürmüş, 2017 yılında da BB olarak teyit etmiş fakat görünümünü negatif olarak açıklamıştır. 2016 yılının ikinci yarısından itibaren ve 2017 yılında bankanın hisse fiyatındaki artışa rağmen ülke notundaki bozulmaya paralel bankanın kredi notu derecelendirme kuruluşlarınca negatif değerlendirilmiştir.

Ülke notunun, banka notları bakımından bir tavan oluşturması ve döviz cinsinden banka notunun ülke notunu geçememesi derecelendirme sürecinde önümüze çıkan başka bir olumsuzluktur. Derecelendirme kuruluşlarının ülke ekonomisi için verdikleri ülke tavan notları o ülkede faaliyet gösteren birçok özel kuruluşun borçlanma imkanını büyük oranda etkilemektedir. Ülke varlıklarından çıkan yatırım fonları ve likiditenin azalmasıyla ülkenin borçlanma imkanı azalmakta ve yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanmaktadır. Sonuç olarak ülke notunun düşürülmesiyle ülkede faiz oranları yükselmekte ve daha yüksek maliyetli borçlanmaya zorlanan ülkelerde risk de artmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarınca ülke notunun düşürülmesi sonucu ülkenin ekonomik koşulları bozulmakta ve bozulan ekonomik koşulların kötüleşmesi

sonucu kredi notu daha da fazla düşmektedir. Bu olumsuz tablo ile bankalar için bir tavan oluşturan ülke notunun düşmesi sonucu banka notları da hızla düşmektedir. Kelebek etkisi olarak nitelendirilen bu olay krizin etkisini, süresini ve şiddetini arttırmaktadır.⁸⁰

4.3.3. Güney Afrika Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi

Çalışmada FTSE/JSE (Financial Times Stock Exchange/Joint Stock Company) Afrika Bankacılık Endeksi verileri USD cinsinden alınarak aylık ve yıllık değişimleri incelenmiştir.

FTSE/JSE Afrika Bankacılık Endeksi: Güney Afrika bankalarının piyasa değerleri ağırlıklandırılarak oluşturulmuş bir endekstir. Çalışmada incelenen Standard Bank, Nedbank ve Firstrand Bank endekse dahildir.

Ülkenin uzun vadeli kredi notunun bankacılık sektörüne etkisinin analizi için; Standard Bank, Nedbank ve Firstrand Bank'ın almış olduğu kredi derecelendirme notları finansal oranlar yardımıyla incelenmiştir.

Güney Afrika'nın 2005-2017 yılları arasında Standard Poor's, Moody's ve Fitch'ten aldığı uzun vadeli kredi notları Tablo 7'de verilmiştir.

Güney Afrika'nın beş yıllık ülke CDS primi ve FTSE/JSE Afrika Bankacılık Endeksi'nin (USD cinsinden) hareketi ile kredi derecelendirme notlarının yıllar itibarıyla gösterdiği değişim Grafik 10 yardımıyla anlatılmıştır.

Grafik 10'da FTSE/JSE Afrika Bankacılık Endeksi ve CDS primi verileri 2005-2017 aralığında aylık olarak alınarak, derecelendirme kuruluşları tarafından verilen uzun vadeli kredi notu değişimlerinin bankacılık endeksine etkileri analiz edilmeye çalışılmış ve CDS priminin kredi notundan önce ve sonraki hareketleri izlenerek piyasadaki olaylara verdiği tepkiler notlarla karşılaştırılmıştır.

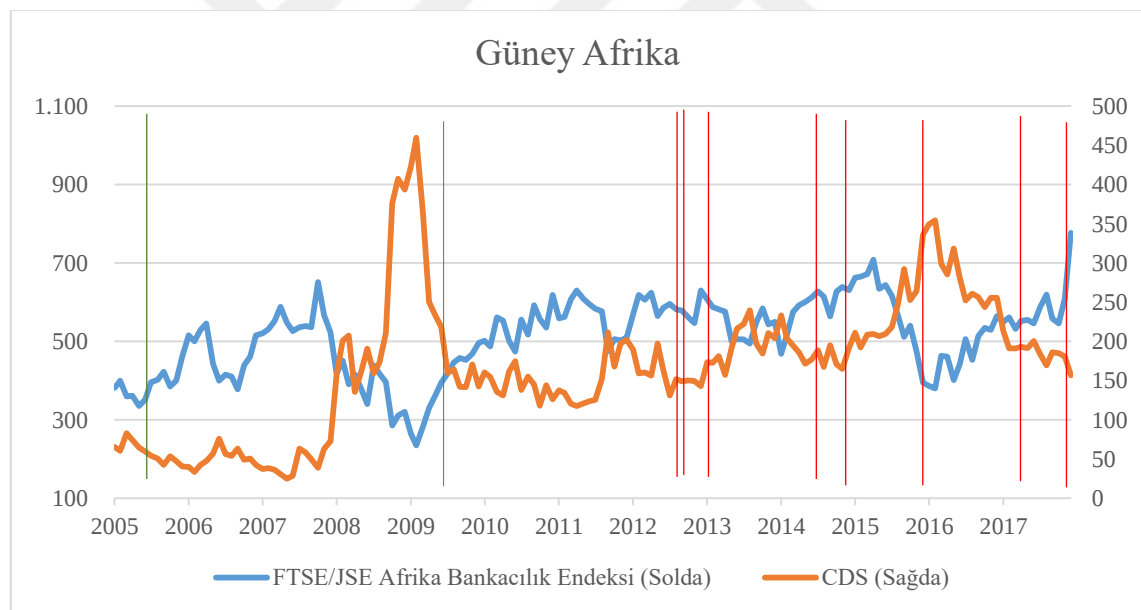
⁸⁰ AKBULAK, a.g.m., ss. 172.

Tablo 7: Güney Afrika Uzun Vadeli Kredi Notları

Güney Afrika*						
Standard Poor's		Moody's			Fitch	
Tarih	Not	Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not
24.11.2017	BB	24.11.2017	Baa3	Negatif	07.04.2017	BB+
03.04.2017	BB+	09.06.2017	Baa3		04.12.2015	BBB-
13.06.2014	BBB-	03.04.2017	Baa2	Negatif	10.01.2013	BBB
12.10.2012	BBB	06.05.2016	Baa2		25.08.2005	BBB+
01.08.2005	BBB+	08.03.2016	Baa2	Negatif		
		06.11.2014	Baa2			
		27.09.2012	Baa1			
		16.07.2009	A3			
		11.01.2005	Baa1			

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(04/07/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.



Grafik 10. Güney Afrika FTSE/JSE Bankacılık Endeksi ve CDS Primi (USD)*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(04/08/2018)

*Grafikte yer alan dikey çizgiler not değişimlerinin gerçekleştiği tarihleri göstermektedir. Yeşille gösterilen dikey çizgiler not artışını ifade ederken, kırmızıyla gösterilen dikey çizgiler not düşüşünü ifade etmektedir.

Çalışmada ele alınan 2005-2017 yılları arasında ilk olarak 2005 yılında her üç derecelendirme kuruluşu da ülkenin uzun vadeli kredi notunu yatırım yapılabilir seviyede

açıklamıştır. Moody's tarafından 2009 yılı Temmuz ayında ülkenin kredi notu A3'e yükseltilmiştir. Bir önceki kredi notunu 2005 yılının Ocak ayında Baa1 olarak açıklayan kuruluş ülkenin kredi notunu bir basamak arttırmıştır. Moody's küresel krizin hemen ardından diğer kredi derecelendirme kuruluşları not güncellemesine gitmezken yaptığı not artışını 2012 yılı Eylül ayında yaptığı not indirimiyle eski seviyesine getirmiştir. Her iki not değişikliğinde ülke CDS primi neredeyse aynı değerlerdeyken not indirimi yaptığı 2012 yılı Eylül ayında bankacılık endeksinde 2009 yılı verisine göre artış yaşandığı görülmektedir. Not düşüşünün yaşandığı dönemde grafikte de görüldüğü şekilde CDS priminde ciddi bir hareket gözlenmemektedir. Standard Poor's 2012 yılı Ekim ayında ülkenin uzun vadeli kredi notunu BBB'ye indirmiştir. Fitch de 2013 yılı Ocak ayında ülkenin kredi notunu BBB seviyesine çekmiştir. Ardından 2014 yılında Moody's bir not indirimine daha giderek kredi notunu Baa2, Standard Poor's da BBB- olarak açıklamıştır. 2015 yılının son ayında Fitch'ten gelen not indirimiyle ülke notu BBB- olarak değerlendirilmiştir. Yine ilgili dönemde bankacılık endeksinde yükseliş trendi görülmektedir.

2016 yılında Moody's ülkenin Baa2 seviyesindeki notunu teyit etmiş ve Mart ayında negatif görünüm açıklarken Mayıs ayında görünümü nötr bırakmıştır. Diğer derecelendirme kuruluşlarından not açıklaması gelmemiştir. Üçüncü bölümde incelenen 2016 yılı makroekonomik verilerinde GSYH'deki düşüş ve dış borç / GSYH oranındaki artış ekonominin bozulduğuna işaret etse de 2016 yılında derecelendirme kuruluşlarınca herhangi bir not güncellemesi yapılmamıştır.

2017 yılı Nisan ayında Standard Poor's ve Fitch'in ülke notunu spekülasyon seviyesi olan BB+'ya düşürürken ülkenin CDS primindeki düşüşün 2017 yılı Ocak ayından itibaren süregeldiği gözlemlenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasayı geriden takip etmeleri ve gerçekleşen olaylar üzerinden notları revize etmeleri nedeniyle CDS primlerinin ülkenin risk durumunu daha iyi yansıttığı kanısı güçlenmektedir. Aynı zamanda grafikte gösterilen bankacılık endeksinde de kredi notu değişiminin etkisinin nötr olduğu görülmektedir. Kredi notu çoğu kez ya geç kalmış ya da erken belirlemelerin izlerini taşıyabiliyor fakat CDS primi her an yeniden arz ve talebe göre belirlendiği için

piyasanın anlık reaksiyonunu yansıtmaktadır.⁸¹ CDS primlerinin ülke piyasalarını analiz etmede daha bağımsız ve tutarlı oldukları, özellikleri dolayısıyla da kredi notlarından daha avantajlı bir yapıya sahip oldukları söylenebilir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasadaki dalgalanmaları geç fark etmeleri, olacak olana göre değil olana göre not verdikleri eleştirisini de beraberinde getirmektedir. Bu husus derecelendirme faaliyetleri için tanımlanan “geleceğe ilişkin yapılan tahminlerdir” ibaresiyle çelişmektedir.⁸²

Fitch, Güney Afrika’nın notunun spekülative seviyeye düşürülmesine neden olarak aralarında kabinede büyük değişikliğe gidilmesinin de yer aldığı siyasi gelişmeleri işaret ederek, bu gelişmelerin yönetim ve kamu finansmanı standartlarını zayıflattığını gerekçe göstermiştir. Maliye bakanının da değişikliğini kapsayan kabine değişikliğinde ekonomi politikasının yönünde de bir değişim olacağı görüşünün not kararında etkili olduğu ifade edilmiştir. Standard Poor’s, ülke notunun spekülative seviyeye düşürülmesine gerekçe olarak maliye bakanının görevden alınmasının ardından ülkenin benimseyeceği ekonomik ve mali politikaların tahrip edici olacağını göstermiştir. Standard Poor’s ve Fitch’in not indirimlerinin ardından Moody’s de ülkenin kredi notunu bir süre izlemeye aldıktan sonra Baa3’den Baa3’e indirmiştir. Bu not indirimiyle Güney Afrika, Moody’s tarafından yapılan değerlendirme sonucu kredi notu görünümünde yatırım yapılabilir seviyenin en alt basamağında kalmıştır.

2017 yılı Nisan ayında derecelendirme kuruluşlarının kredi notunu düşürme sebebi tamamen siyasi bir gerekçeye dayanmaktadır. Derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan not indirimine rağmen CDS priminde düşüş gözlemlenmiş bankacılık endeksinde ise artış yaşanmıştır.

2017 yılsonunda Standard Poor’s bir kademe daha not indirimine giderek ülke notunu BB’ye düşürmüştür. Moody’s de aynı tarihte Haziran ayında açıkladığı Baa3 seviyesindeki notu teyit etmiş fakat görünümü negatif olarak açıklamıştır.

⁸¹ Mahfi Eğilmez, Türkiye’nin Kredi Notu ve CDS Primi, <http://www.mahfiegilmez.com>, (01/10/2018).

⁸² Ulusoy ve Yılmaz, **a.g.m.**, ss. 68.

4.3.4. Güney Afrika Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri

Seçilen finansal oranlar yardımıyla Güney Afrika’da analize dahil edilen bankaların görünümü ve kredi derecelendirme notlarının değişimleri grafiklerle verilmiştir.

Standard Bank, 15 Ekim 1862 yılında kurulmuştur ve merkezi Güney Afrika Johannesburg’tur. 2017 yıl sonu net kar rakamı 2 milyar USD, toplam aktifleri 163,6 milyar USD’dir. Çalışan sayısı 54.767 kişidir.⁸³

Standard Bank’ın 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 8’te verilmiştir. Banka’nın kredi notu Moody’s ve Fitch tarafından açıklanmıştır.

Kredi notlarındaki değişimin etkisi, bankanın özsermaye ve aktif karlılığı oranları alınarak Grafik 11 yardımıyla aktarılmaya çalışılmıştır.

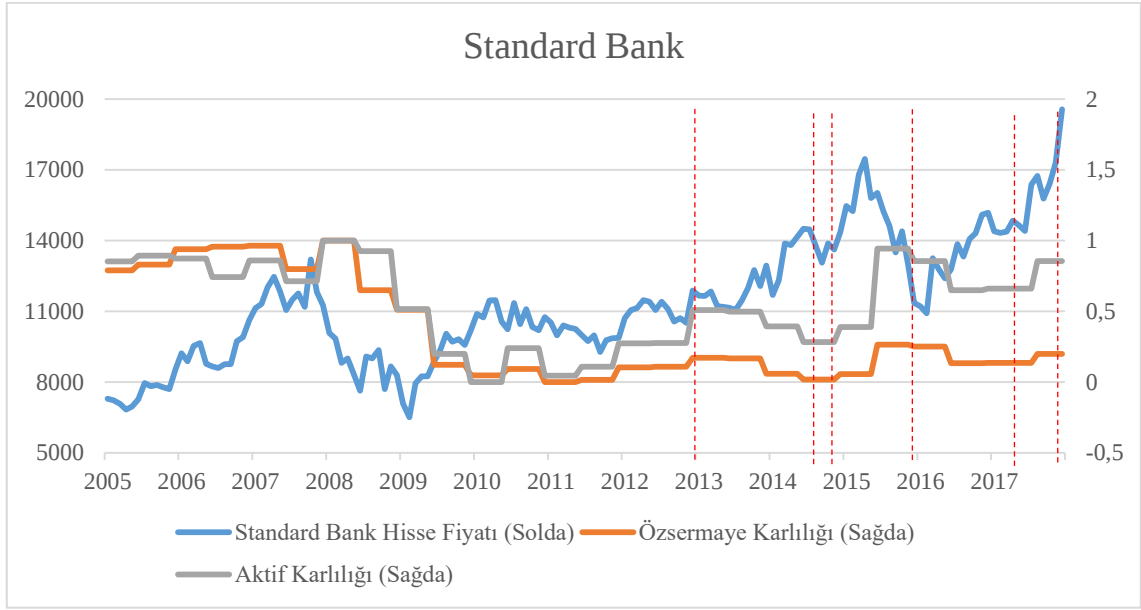
Tablo 8: Standard Bank Kredi Notları

Standard Bank*				
Moody's			Fitch	
Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not
28.11.2017	Ba1	Negatif	11.04.2017	BB+
12.06.2017	Ba1		11.12.2015	BBB-
04.04.2017	Baa3	Negatif	15.01.2013	BBB
10.05.2016	Baa3		22.07.2011	BBB+
10.03.2016	Baa3	Negatif		
10.11.2014	Baa3			
19.08.2014	Baa2	Negatif		
04.07.2013	Baa1			

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (08/07/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.

⁸³ Standard Bank, About Us, <https://international.standardbank.com>, (20/09/2018).



Grafik 11. Standard Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.

(10/08/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

Standard Bank için kredi derecelendirme notlarının değişimlerine baktığımızda not değişimlerinde Güney Afrika'nın uzun vadeli kredi notunun değişimiyle beraber bankalarda da aynı dönemde not değişikliğine gidildiği görülmektedir. İlk olarak Fitch tarafından 2013 yılında BBB seviyesine indirilen kredi notu Moody's tarafından 2014 yılında sırasıyla Baa2 ve Baa3 seviyesine çekilmiştir. Not indirimine gidilen 2013 yılında bankanın karlılık oranlarında artış gözlenmektedir. Fitch ise 2015 yılında banka notunu bir basamak daha indirmiştir. Yine bu indirim ülkenin uzun vadeli kredi notu indiriminin hemen peşinden gelmiş ve bankanın hisse fiyatının aynı dönemde artış trendine geçtiği gözlemlenmiştir. 2016 yılında Moody's bankanın notunu teyit etmiş Mart ayında negatif görünüm açıklarken Mayıs ayında kredi notunu nötr bırakmıştır. 2017 yılına baktığımızda ise her iki derecelendirme kuruluşunun da bankanın kredi notunu spekülative seviyeye çektiğini ve Moody's tarafından not görünümünün negatif olarak açıklandığını görüyoruz. Hisse fiyatının ise bu dönemde çalışmada ele alınan yıllar itibarıyla en yüksek seviyede olduğu dikkat çekmektedir.

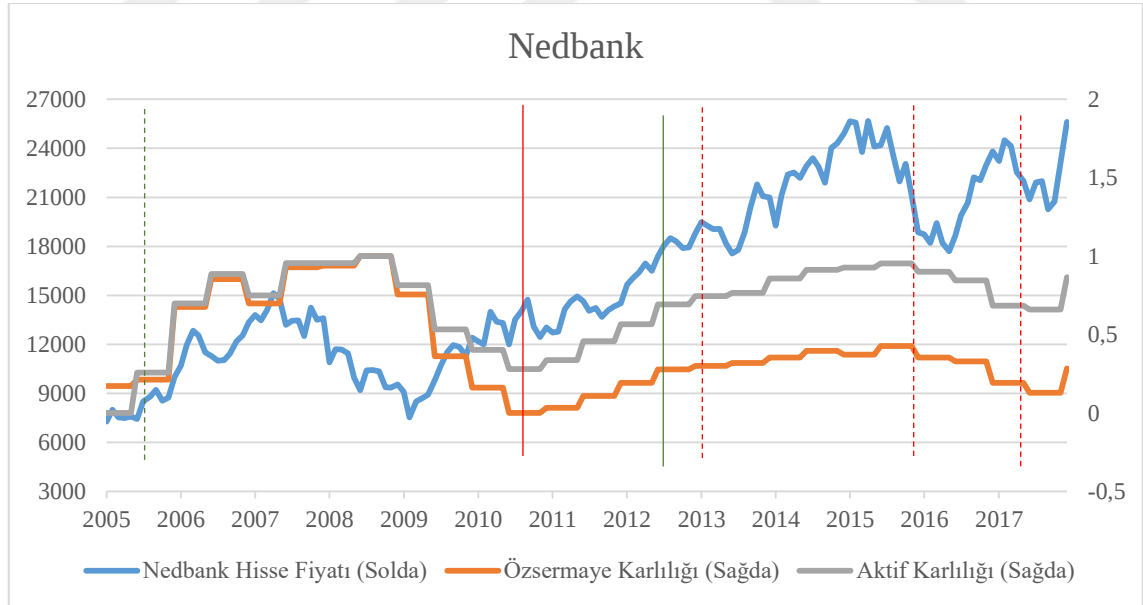
Nedbank, 1 Mart 1888'de kurulmuştur. Merkezi Güney Afrika Sandton'dır. 2017 yılında net kar rakamı 918 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Toplam aktif büyüklüğü 79 milyar USD'dir. Çalışan sayısı 2017 itibarıyla 31.887 kişidir.⁸⁴

Tablo 9: Nedbank Kredi Notları

Nedbank*		
Fitch		
Tarih	Not	Görünüm
11.04.2017	BB+	
11.12.2015	BBB-	
15.01.2013	BBB	
19.07.2012	BBB+	
19.10.2010	BBB	
24.08.2010	BBB	Pozitif
20.10.2005	BBB	
13.07.2005	BBB-	

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (09/07/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.



Grafik 12. Nedbank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (09/08/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

⁸⁴ Nedbank, About Us, <https://www.nedbank.co.za>, (20/09/2018).

Bankanın kredi derecelendirme notunu açıklayan tek kuruluş Fitch'tir. Nedbank'ın grafiğinde 2005-2017 yılları arasında 2005 yılı Ekim ayındaki BBB derecesindeki notun ardından ilk olarak 2010 yılı Ekim ayında yaşanan not düşüşünü görüyoruz. İlgili dönemde ülkenin uzun vadeli kredi notunda herhangi bir değişiklik görülmemiştir. Bankanın karlılık oranlarındaki düşüşün etkisinin kredi notuna yansıdığı söylenebilir. 2012 yılı Temmuz ayında ise yine banka özelinde kredi notunun BBB+'ya yükseltildiği görülüyor. 2013 yılı Ocak ayındaki not düşüşü ise kırmızı kesik çizgilerden anlaşılacağı üzere ülkenin uzun vadeli kredi notunun düşüşüne paralel gerçekleşmiştir. Bankanın karlılık oranlarının 2012 yılındaki not artışında görülen seviyelerde gerçekleştiği ve bankanın hisse fiyatında da artış yaşandığı gözlenmesine rağmen ülkenin not değişiminden banka da olumsuz etkilenmiştir. 2017 yılında ise Standard Bank'ta gözlemlenen not düşüşü Nedbank'ta da yaşanmış ve Nisan ayında ülke notuyla beraber bankanın kredi notu spekülative seviyeye çekilmiştir.

Firststrand Bank, 1998 yılında kurulmuştur. Merkezi Güney Afrika Johannesburg'tur. 2017 yılı net karı 2,1 milyar USD, toplam aktifleri ise 111 milyar USD'dır. 2017 itibarıyla çalışan sayısı 44.916 kişidir.⁸⁵

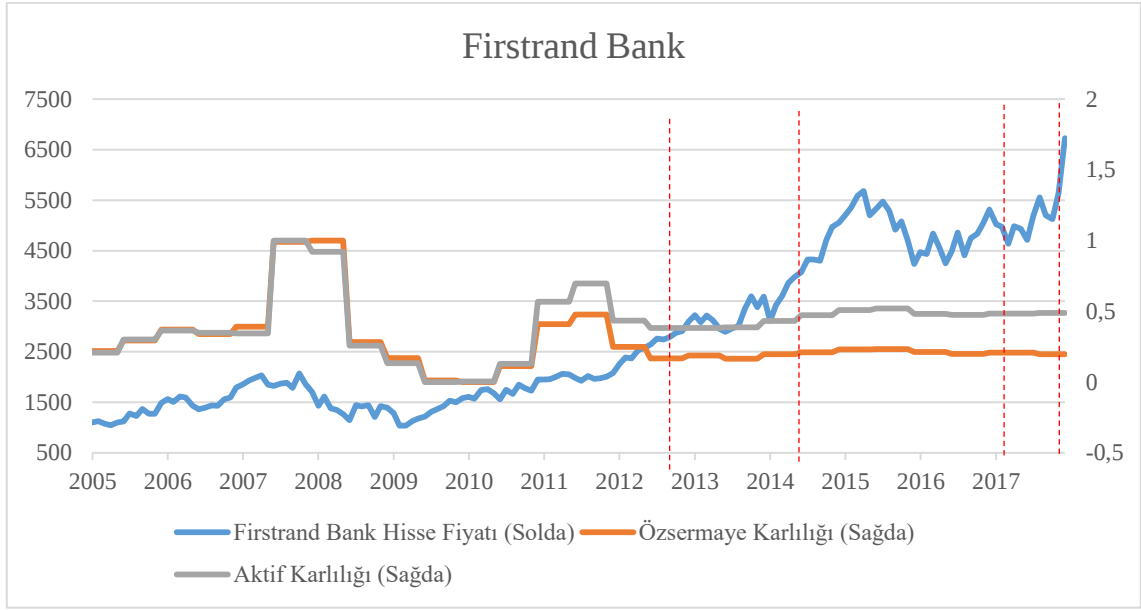
Tablo 10: Firststrand Bank Kredi Notları

Firststrand Bank*	
Standard Poor's	
Tarih	Not
29.11.2017	B+
05.04.2017	BB-
18.06.2014	BB+
16.10.2012	BBB-
14.04.2011	BBB

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımdan oluşturulmuştur. (09/07/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.

⁸⁵ Firststrand Bank, About Us, <https://www.firststrand.co.za>, (26/09/2018).



Grafik 13. Firststrand Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.

(20/08/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

Sadece Standard Poor's tarafından notu açıklanan bankanın 2005-2017 yılları arasında yaşadığı not değişikliklerinin tamamı ülke notu değişimiyle aynı dönemde gerçekleşmiş ve kırmızı kesik çizgilerle gösterilmiştir. 2012 yılındaki BBB- notuyla yatırım yapılabilir seviyenin en alt basamağında yer alan bankanın notu 2014 yılı Haziran ayında spekülasyon seviyeye çekilmiştir. Bu dönemde bankanın karlılık oranlarının 2012 ortasından bu yana yakın seviyede olduğu ve bankanın hisse fiyatının da artış gösterdiği görülüyor. 2017 yılının Nisan (BB-) ve Kasım (B+) ayında gerçekleşen not indirimlerinin de ülkenin uzun vadeli not düşüşüyle birlikte geldiği görülüyor ve aynı dönemde bankanın hisse fiyatındaki artış göze çarpıyor.

Güney Afrika'da ele aldığımız Standard Bank, Nedbank ve Firststrand Bank için not açıklayan derecelendirme kuruluşlarına baktığımızda not değişimlerinin ülke kredi notu değişimiyle aynı zamanda ve yakın seviyelerde gerçekleştiğini gözlemliyoruz.

4.3.5. Hindistan Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi

Çalışmada Nifty Bankacılık Endeksi verileri USD cinsinden alınarak aylık ve yıllık değişimleri incelenmiştir.

Nifty Bankacılık Endeksi: Hindistan'ın bankacılık sektörünün performansının ölçülmesi için oluşturulmuştur. Endeksi oluşturan şirketler piyasa değerine ve işlem hacmine göre ağırlıklandırılarak endekse dâhil edilmiştir.

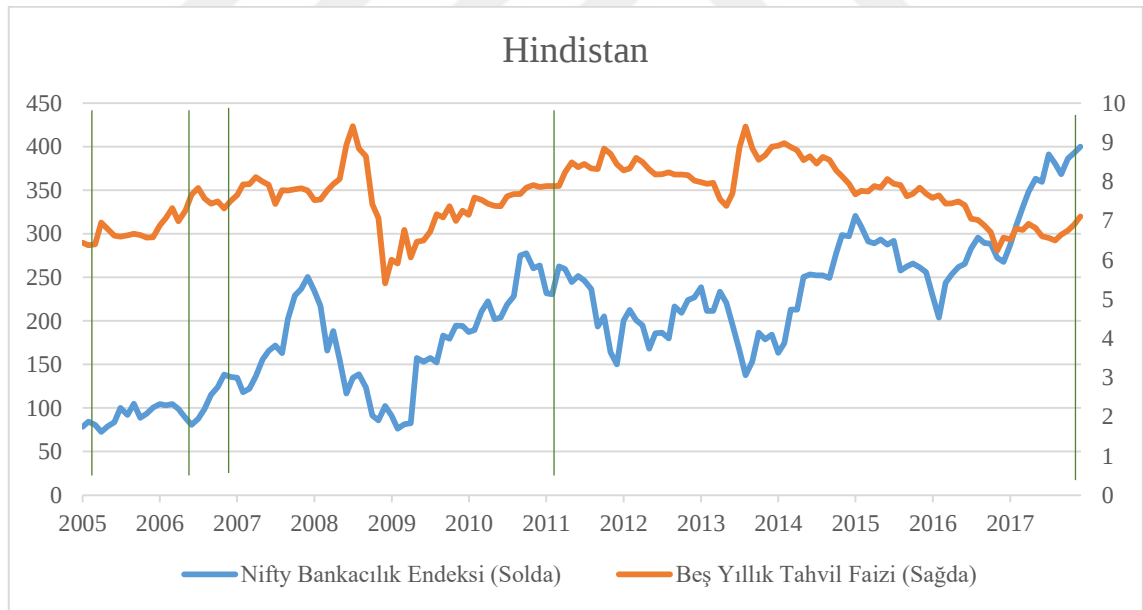
Hindistan'ın 2005-2017 yılları arasında Standard Poor's, Moody's ve Fitch'ten aldığı uzun vadeli kredi notları Tablo 11'de verilmiştir.

Tablo 11: Hindistan Uzun Vadeli Kredi Notları

Hindistan*					
Standard Poor's		Moody's		Fitch	
Tarih	Not	Tarih	Not	Tarih	Not
25.02.2011	BBB-	16.11.2017	Baa2	01.08.2006	BBB-
30.01.2007	BBB-				
02.02.2005	BB+				

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (30/06/2018)

*Yeşil renk not artışını ifade etmektedir.



Grafik 14. Hindistan Nifty Bankacılık Endeksi ve Beş Yıllık Tahvil Faizi (USD)*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (13/07/2018)

*Grafikte yer alan dikey çizgiler not değişimlerinin gerçekleştiği tarihleri göstermektedir. Yeşille gösterilen dikey çizgiler not artışını ifade etmektedir. Hindistan'ın CDS primi verileri mevcut olmadığından çalışmada bankacılık endeksiyle ülkenin beş yıllık tahvil faizi karşılaştırılmıştır.

Hindistan'ın beş yıllık tahvil faizi ve Nifty Bankacılık Endeksi'nin (USD cinsinden) hareketi ile kredi derecelendirme notlarının yıllar itibariyle gösterdiği değişim Grafik 4 yardımıyla anlatılmıştır.

Hindistan'ın grafiğini incelediğimizde not değişiminin çok sık yaşanmadığını görüyoruz. İlk olarak 2005 yılında Standard Poor's tarafından ülkenin uzun vadeli kredi notunun BB+ olarak açıklandığını görüyoruz. 2006 yılında Fitch tarafından çalışmada ele alınan yıllar itibariyle açıklanan tek not olan BBB-'yi görüyoruz.

2007 yılında Standard Poor's tarafından ülkenin uzun vadeli kredi notunun spekülative seviyeden BBB- ile yatırım yapılabilir seviyeye yükseltildiğini görüyoruz. Bu not artışına gerekçe olarak Hindistan ekonomisinin orta dönemde %7,5 büyüme eğilimi ile birlikte gücünü ve derece derece büyümesini sürdürmesinin beklendiği ifade edilmiştir. 2008 yılındaki küresel krizde tahvil faizlerindeki artış ve bankacılık endeksindeki düşüş dikkat çekmesine rağmen derecelendirme kuruluşlarınca herhangi bir not değişimine gidilmemiştir. 2009 ve 2010 yılında ülkenin uzun vadeli kredi notunda herhangi bir güncelleme yapılmamıştır. 2011 yılında Standard Poor's ülkenin uzun vadeli kredi notunu 2007 yılında açıklamış olduğu BBB- ile teyit etmiştir. Takip eden yıllarda not değişikliği yaşanmayan ülkede Moody's tarafından çalışmada ele alınan yıllar itibariyle 2017 yılında açıkladığı tek not olan Baa2'yi görüyoruz. Bu kredi notuyla üç derecelendirme kuruluşunca da ülkenin uzun vadeli kredi notu yatırım yapılabilir seviyede değerlendirilmiştir.

Üçüncü bölümde incelediğimiz sayısal verilerde en dikkat çeken makro, GSYH'nin her yıl artış göstermesi ve buna bağlı olarak kişi başına düşen milli gelirin de aynı paralelde ilerlemesidir. Hindistan'ın enflasyon rakamındaki belirgin düşüş, dış borç / GSYH'ye oranı çalışmada ele alınan diğer ülkelere göre oldukça iyi bir performans göstermiştir. 2017 verisinde döviz rezervinde yüksek bir artış gözlenmektedir. Cari açığı da bulunmayan Hindistan makroekonomik veriler açısından olumlu bir grafik çizmektedir. Cari dengeyi çalışmada ele alınan yıllar boyunca da koruduğunu üçüncü bölümde incelenen makroekonomik verilerde gözlemledik. Buna rağmen ülkenin uzun vadeli kredi notunda Moody's dışında diğer derecelendirme kuruluşları uzun süredir güncellemeye gitmemiştir.

4.3.6. Hindistan Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri

Ülkenin uzun vadeli kredi notunun bankacılık sektörüne etkisinin analizi için; IDBI Bank, HDFC Bank ve Axis Bank'ın almış olduğu kredi derecelendirme notları finansal oranlar yardımıyla incelenmiştir.

Seçilen finansal oranlar yardımıyla Hindistan'da analize dahil edilen bankaların görünümleri ve kredi derecelendirme notlarının değişimleri grafiklerle verilmiştir.

IDBI Bank (Hindistan Sanayi Geliştirme Bankası), 1964 yılında Hindistan Mumbai'de 1964 yılında yeni bir Hint endüstrisinin gelişimi için kredi ve diğer mali imkanlar sağlamak üzere bir Parlamento Yasası tarafından kurulmuştur. Net karı 1,3 milyar USD, toplam aktifleri ise 54 milyar USD olarak açıklanmıştır. Şube sayısı 12.122, çalışan sayısı ise 27.570 kişidir.⁸⁶

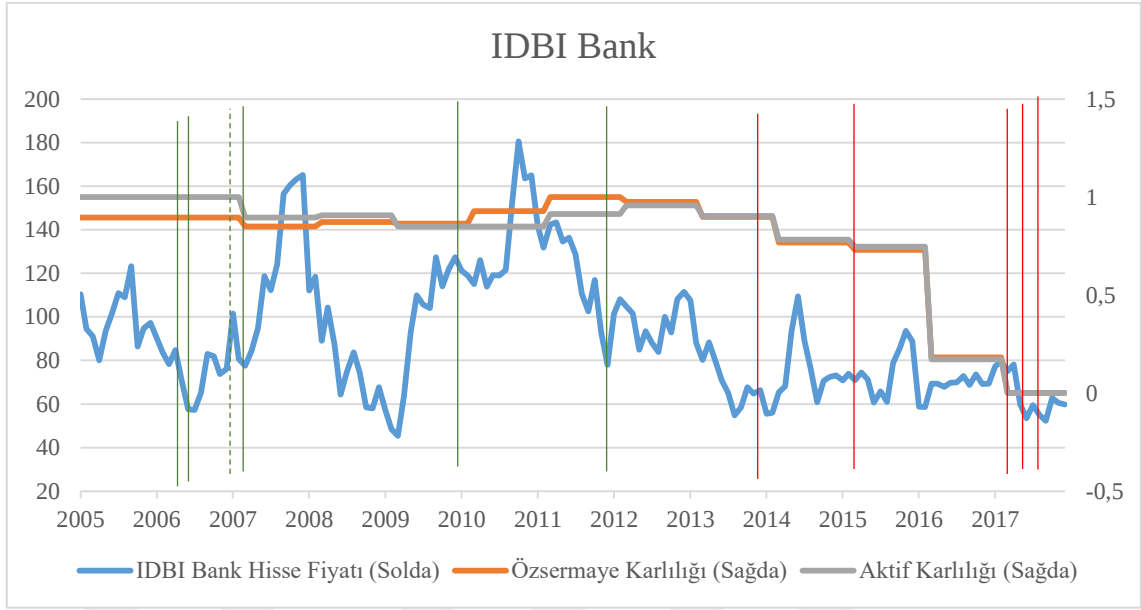
Tablo 12: IDBI Bank Kredi Notları

IDBI Bank*						
Standard Poor's		Moody's			Fitch	
Tarih	Not	Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not
13.02.2017	BB	29.08.2017	B1		29.05.2017	BB+
25.11.2013	BB+	25.05.2017	Ba2	Negatif	15.03.2007	BBB-
30.01.2007	BBB-	05.06.2015	Baa3			
19.04.2006	BB+	17.03.2015	Baa3	Negatif		
		21.12.2011	Baa3			
		17.12.2009	Ba1			
		27.07.2006	Ba2			

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (30/06/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.

⁸⁶ IDBI Bank, About Us, <https://m.idbibank.com/smart-index.asp>, (20/05/2018).



Grafik 15. IDBI Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (15/07/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

IDBI Bank'ın 2005-2017 tarihi aralığındaki hisse fiyatını ve karlılık oranlarını incelediğimizde ilk not artışının 2006 yılı Nisan ayında Standard Poor's tarafından BB+ olarak yayınlanan notla yapıldığını görüyoruz. 2007 yılında ülkenin uzun vadeli notundaki değişime benzer bankanın kredi notunun da Standard Poor's ve Fitch tarafından yatırım yapılabilir seviyeye yükseltildiği görülüyor. 2008 yılında not değişimi bulunmayan bankanın 2009 yılsonunda Moody's tarafından banka kredi notu Ba1 olarak açıklanmıştır. 2011 yılsonunda bankanın kredi notunu Baa3 ile yatırım yapılabilir seviyeye çekmiştir. Not değişiminin olumlu olduğu dönemlerde bankanın hisse fiyatındaki düşüşler dikkat çekmektedir.

2013 yılı Kasım ayında Standard Poor's bankanın kredi notunu BB+'ya düşürerek spekülasyon seviyeye indirmiştir. 2015 yılında Moody's Baa3 ile kredi notunu yatırım yapılabilir seviyede teyit etmiş fakat görünümünü negatif olarak açıklamıştır. 2017 yılı Şubat ayında Standard Poor's banka notunu BB olarak açıklamıştır. 2017 yılı Mayıs ayında Moody's Ba2 ile Fitch de BB+ ile bankanın kredi notunu spekülasyon seviyeye indirmiştir. Ağustos ayında Moody's bir not indirimine daha giderek bankanın kredi notunu B1 olarak açıklamıştır. Bankanın karlılık oranlarındaki düşüş ise 2016

yılından itibaren izlenmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının piyasa şartlarına geç tepki verme sorununa tekrardan bankanın kredi notu değişikliğinde rastlıyoruz.

HDFC Bank (Toplu Konut Finansmanı Şirketi), 1994 yılında Hindistan Mumbai’de kurulmuştur. 2017 yılında bankanın net kar rakamı 2,9 milyar USD, toplam aktifleri ise 169 milyar USD olarak açıklanmıştır. 2017 yılında çalışan sayısı 84.325 olarak kayıtlara geçmiştir. HDFC Bank, Hindistan’ın en büyük özel sektör borç verenidir. Şubat 2016 itibarıyla Hindistan’ın en büyük bankasıdır.⁸⁷

Tablo 13: HDFC Bank Kredi Notları

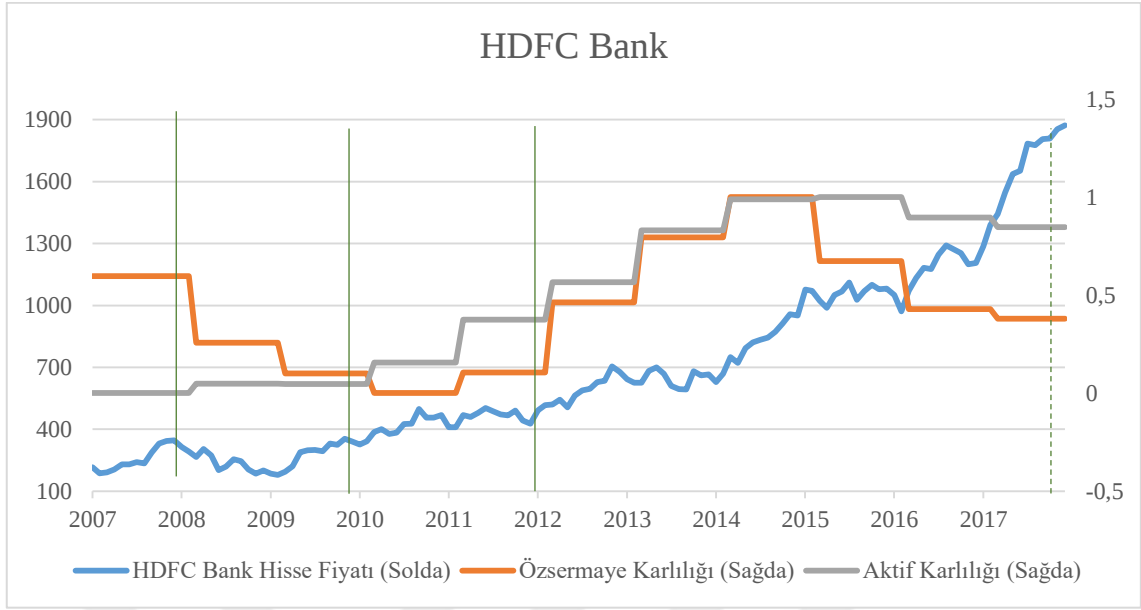
HDFC Bank*			
Standard Poor’s		Moody’s	
Tarih	Not	Tarih	Not
17.01.2008	BBB-	17.11.2017	Baa2
		30.04.2012	Baa3
		21.12.2011	Baa3
		17.12.2009	Ba1

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (30/06/2018)

*Yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.

HDFC Bank’ın hisse fiyatı ve karlılık oranlarına göre derecelendirme notlarına baktığımızda 2008 yılı Ocak ayında bankanın kredi notunu ilk kez açıklayan Standard Poor’s tarafından BBB- ile yatırım yapılabilir seviyeyi görüyoruz. İlerleyen yıllarda bankanın hisse fiyatında ve karlılık oranlarındaki yüksek artışa rağmen derecelendirme notunda bir güncelleme yapılmamıştır. 2009 yılında Moody’s bankanın kredi notunu Ba1 olarak açıklamıştır. 2011 yılında ise Baa3’e yükselterek yatırım yapılabilir seviyeye çekmiştir. 2012 yılında Moody’s bankanın kredi notunu teyit etmiştir. 2013-2014-2015 ve 2016 yıllarında herhangi bir not değişimi yapılmazken 2017 yılsonunda Moody’s kredi notunu Baa2 ile bir kademe daha arttırmıştır. Bu not değişimi ülkenin uzun vadeli kredi notunun artışıyla aynı zamanda gerçekleşmiştir.

⁸⁷HDFC Bank, About Us, <https://www.hdfcbank.com/>, (22/09/2018).



Grafik 16. HDFC Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (20/07/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir. Veri yetersizliği nedeniyle 2007-2017 aralığı incelenmiştir.

Axis Bank, 1993 yılında merkezi Hindistan Mumbai’de kurulan halka açık dünya çapında hizmet veren bir finans kurumudur. Bankanın 2017 yılı itibarıyla 70 milyon USD net kar, 108 milyar USD toplam aktifi bulunmaktadır. 3.703 şubesi, 56.617 çalışanı vardır. Büyük ve orta ölçekli şirketler, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) ve perakende işletmelerine finansal hizmetler satmaktadır. Hindistan’daki en büyük üçüncü özel sektör bankasıdır.⁸⁸

Axis Bank’ın 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 14’te verilmiştir. Banka’nın kredi notu Moody’s ve Fitch tarafından açıklanmıştır.

Kredi notlarındaki değişimin etkisi, bankanın özsermaye ve aktif karlılığı oranları alınarak Grafik 17 yardımıyla aktarılmaya çalışılmıştır. Banka özelinde açıklanan kredi notları dikey çizgilerle ifade edilmiştir.

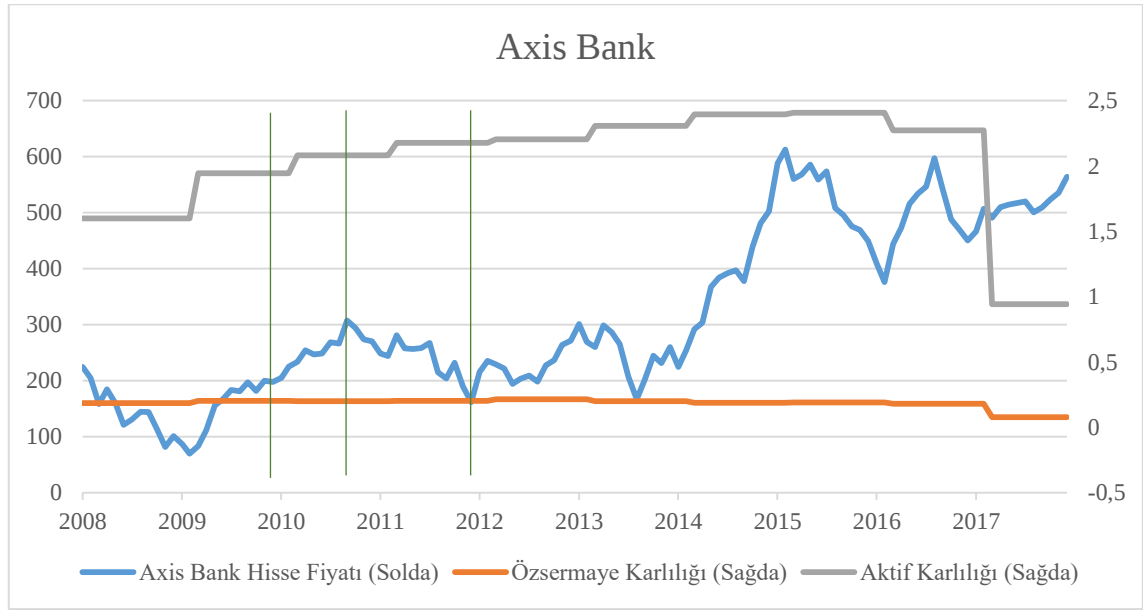
⁸⁸Axis Bank, About Us, <http://www.axisbank.com/>, (25/08/2018).

Tablo 14: Axis Bank Kredi Notları

Axis Bank*			
Moody's		Fitch	
Tarih	Not	Tarih	Not
21.12.2011	Baa3	18.10.2010	BBB-
17.12.2009	Ba1		

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(28/06/2018)

*Yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.



Grafik 17. Axis Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(23/07/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Veri yetersizliği nedeniyle 2008-2017 aralığı incelenmiştir.

Axis Bank'ta ele alınan yıllar itibariyle bankanın hisse fiyatında ve karlılık oranlarındaki değişim kredi notlarıyla beraber incelendiğinde ilk olarak 2009 yıl sonunda Moody's tarafından banka kredi notunun Ba1'e yükseltildiği görülüyor. 2010 yılında ise ilk kez bankanın kredi notunu açıklayan Fitch'in BBB- seviyesindeki yatırım yapılabilir notu, incelenen yıllarda görülen tek kredi notudur. 2011 yılı Aralık ayında Moody's bankanın kredi notunu bir kademe yükselterek Baa3 ile yatırım yapılabilir seviyeye çekmiştir. Bu not güncellemeleri dışında ilerleyen dönemlerde bankanın hisse fiyatında yüksek bir performans görülmesine rağmen kredi notunda bir değişiklik yapılmamıştır.

4.3.7. Meksika Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi

Çalışmada Meksika S&P/BMV (Standard & Poor's/Bolsa Mexicana de Valores) Finans Endeksi verileri USD cinsinden alınarak aylık ve yıllık değişimleri incelenmiştir.

S&P/BMV Finans Endeksi: Meksika piyasasındaki finans sektörünün performansının ölçülmesi için oluşturulmuştur. Endeksi oluşturan şirketler piyasa değerine göre ağırlıklandırılarak endekse dâhil edilmiştir.

Ülkenin uzun vadeli kredi notunun bankacılık sektörüne etkisinin analizi için; Grupo Elektra ve Grupo Financiero Banorte'nin almış olduğu kredi derecelendirme notları finansal oranlar yardımıyla incelenmiştir.

Meksika'nın 2005-2017 yılları arasında Standard Poor's, Moody's ve Fitch'ten aldığı uzun vadeli kredi notları Tablo 15'te verilmiştir.

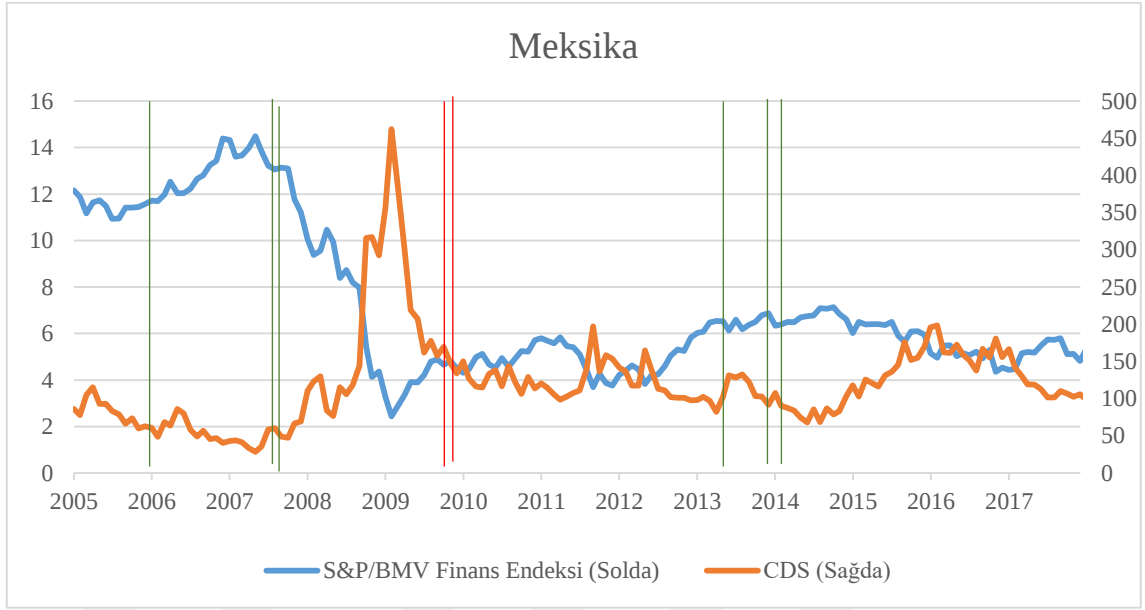
Tablo 15: Meksika Uzun Vadeli Kredi Notları

Meksika*					
Standard Poor's		Moody's		Fitch	
Tarih	Not	Tarih	Not	Tarih	Not
19.12.2013	BBB+	05.02.2014	A3	08.05.2013	BBB+
14.12.2009	BBB	06.01.2005	Baa1	23.11.2009	BBB
08.10.2007	BBB+			19.09.2007	BBB+
01.01.2005	BBB			07.12.2005	BBB

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (20/04/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.

Meksika'nın beş yıllık ülke CDS primi ve S&P/BMV Finans Endeksi'nin (USD cinsinden) hareketi ile kredi derecelendirme notlarının yıllar itibariyle gösterdiği değişim Grafik 18 yardımıyla anlatılmıştır.



Grafik 18. Meksika S&P/BMV Finans Endeksi ve CDS Primi (USD)*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(15/06/2018)

*Grafikte yer alan dikey çizgiler not değişimlerinin gerçekleştiği tarihleri göstermektedir. Yeşille gösterilen dikey çizgiler not artışını ifade ederken, kırmızıyla gösterilen dikey çizgiler not düşüşünü ifade etmektedir.

Meksika'nın CDS primi ve finans endeksinde 2005-2017 yıllarını kapsayan grafiğine baktığımızda ilk olarak 2005 yılında ülkenin uzun vadeli kredi notunun Standard Poor's ve Fitch tarafından BBB olarak, Moody's tarafından Baa1 olarak açıklandığını görüyoruz. 2006 yılında herhangi bir not değişimi yaşanmazken 2007 yılının Eylül ve Ekim ayında yine Standard Poor's ve Fitch not artışına gitmiş ve birer kademe arttırarak ülke notunu BBB+ olarak açıklamıştır. 2009 yılında krizin etkisiyle CDS primi 462 puanla en yüksek seviyesini görüyor ve aynı dönemde ülkenin finans endeksi de çalışmada ele alınan yıllar itibariyle en düşük seviyesini görmüştür. Küresel krizin ardından CDS priminin 2008 yılı Mayıs ayından beri süren yükselişine rağmen Standard Poor's ve Fitch'ten kredi notu indirimi 2009 yılsonunda gelmiştir. Standard Poor's ve Fitch ülkenin uzun vadeli kredi notunu BBB seviyesine indirmiştir. Standard Poor's 2009 yılındaki indirime gerekçe olarak kamu maliyesinde karşılaşılan zorlukların son vergi artırımlarına rağmen, gelecek yıllarda da devam edecek olmasını göstermiştir. Meksika'nın son zamanlarda petrol dışındaki gelirlerini artırmak ve ekonominin verimli çalışması için aldığı tedbirlerin zayıflayan mali profili telafi etmek için yeterli olmayacağını da not indirimine gerekçe olarak eklemiştir. Finansal veya ekonomik sorun

yaşayan bir ülkenin not indiriminin hemen ardından sorunlarının daha da artması derecelendirme kuruluşlarının sistemik açıdan krizi tetiklediği ve derinleştirdiği düşünülmektedir.⁸⁹

İlerleyen yıllarda 2010-2011 ve 2012’de her üç derecelendirme kuruluşu da ülke notunda değişikliğe gitmemiştir.

2013 yılında yapılan not güncellemelerine baktığımızda ilk olarak Mayıs ayında ülke notunun Fitch tarafından Aralık ayında ise Standard Poor’s tarafından BBB+’ya yükseltildiğini görüyoruz. Not artışlarını takiben 2014 yılı Şubat ayında Moody’s de kredi notunu A3’e yükseltmiştir. Moody’s Meksika’nın kredi notunu A3’e yükseltme sebebi olarak ülkede 2013 yılında onaylanan yapısal reformlarla birlikte büyüme potansiyelinin ve mali temellerinin güçlenmesini göstermiştir. Kapsamlı reform paketinin muhtemel sonucu olacak yüksek büyüme potansiyeliyle birlikte orta vadeli ekonomik beklentilerin iyileştirilmesi de not yükselişine gösterilen sebep olarak açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde ele alınan makroekonomik verileri hatırlayacak olursak 2013-2014 yılında yapılan kredi notundaki artışlardan sonra GSYH’de ve kişi başına düşen milli gelirden ilerleyen yıllarda düşüş yaşanmasına rağmen kredi notunda herhangi bir güncelleme gerçekleştirilmediği görülüyor. 2016 yılında da CDS priminde yükseliş gözlemleniyor. CDS priminin piyasadaki verilere ve gerçekleştirmelere daha hızlı tepki verdiği ve doğru bilgiyi yansıttığı yorumunu Meksika’nın uzun vadeli notlarını inceleyerek tekrarlayabiliriz. 2017 yılı makroekonomik verilerinde Meksika’nın enflasyon oranında bir önceki yıla göre iki katı bir artış yaşandığı gözlemlenmiştir. Dış borç miktarındaki artışa rağmen GSYH’de kayda değer bir artış yaşanmadığı için dış borç / GSYH oranında da artış yaşanmıştır. Makroekonomik verilerdeki bozulmalara rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarınca herhangi bir not güncellemesine gidilmemiştir.

Ülkenin kredi notu 2005-2017 yılları arasında üç derecelendirme kuruluşunca da yatırım yapılabilir seviyede kalmıştır.

⁸⁹ Hüseyin ÖZTÜRK, “Ülke Kredi Notu Değerlendirmelerinde Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülke Ayrımı Üzerine Bir İnceleme”, Hazine Uzmanlığı Yeterlik Tezi, **Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü**, Ankara, 2011, s. 11.

4.3.8. Meksika Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri

Seçilen finansal oranlar yardımıyla Meksika’da analize dahil edilen bankaların görünümü ve kredi derecelendirme notlarının değişimleri grafiklerle verilmiştir.

Grupo Elektra, Meksika'nın önde gelen finans ve perakendecilik şirkettir. 1950 yılında merkezi Meksika’da kurulmuştur. 2017 yılında açıklanan net karı 816 milyon USD, toplam aktifleri 11 milyar USD olan bankanın çalışan sayısı ise 65.346 kişidir.⁹⁰

Tablo 16: Grupo Elektra Kredi Notları

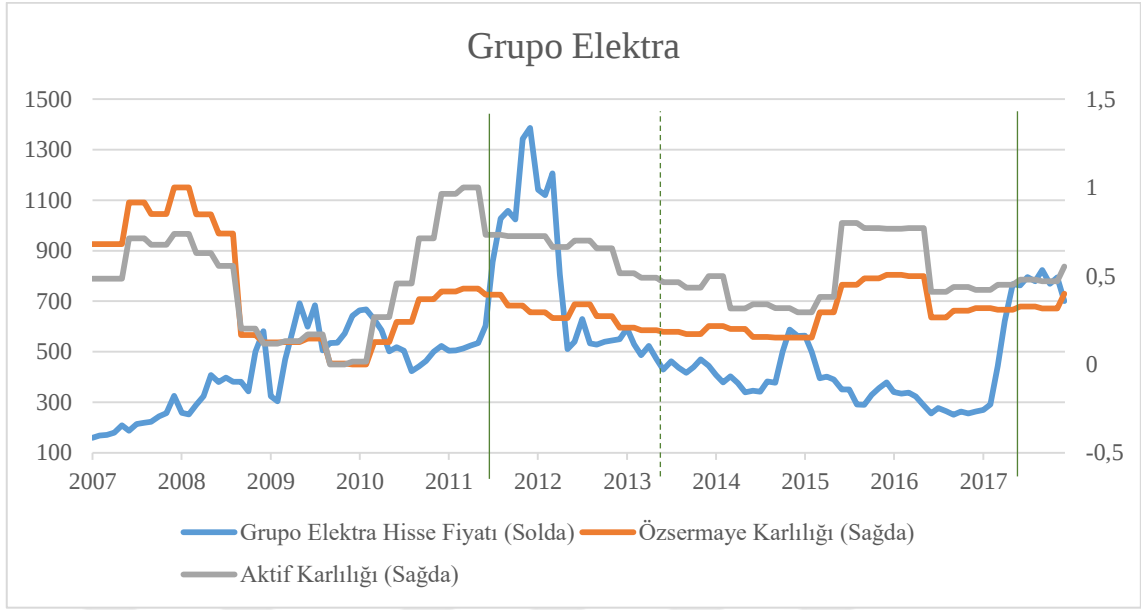
Grupo Elektra*			
Moody's		Fitch	
Tarih	Not	Tarih	Not
24.06.2013	Ba3	08.05.2017	BB
		25.07.2011	BB-

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımda oluşturulmuştur. (20/04/2018)

*Yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.

Grupo Elektra’nın grafiğini incelediğimizde ilk olarak 2013 yılında Moody’s tarafından verilen Ba3 seviyesindeki notunu görüyoruz. Not açıklamasından önceki ve sonraki yıllar incelendiğinde bankanın hisse fiyatında ve karlılığında ciddi hareketler görülmesine rağmen herhangi bir not güncellemesine gidilmediği görülmüştür. 2012 yılında bankanın hisse fiyatı incelenen yıllar itibariyle en yüksek seviyeye çıkmıştır. Karlılık oranlarındaki gelişmeler de herhangi bir not güncellemesi yaşanmasını sağlayamamıştır. 2017 yılında Fitch tarafından bankanın kredi notu BB olarak açıklanmıştır. Fitch tarafından 2011 yılında bankaya verilen ilk kredi notu olan BB-’den sonra 2017 yılında gelen BB notuyla kredi notu bir basamak arttırılan banka spekülasyon seviyede kalmaya devam etmiştir.

⁹⁰ Grupo Elektra, About, <http://www.grupoelektra.com.mx/en>, (20/09/2018).



Grafik 19. Grupo Elektra Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (15/06/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir. Veri yetersizliği nedeniyle 2007-2017 aralığı incelenmiştir.

Grupo Financiero Banorte, Monterrey ve Meksika'da merkez ofisi bulunan 1899 yılında kurulan bankacılık ve finans hizmetleri şirkettir. Varlık ve krediler ile Meksika'nın en büyük dört ticari bankasından biri ve en büyük emeklilik fonu yöneticisidir. 2017 yılsonu verilerine göre net kar rakamı 1,2 milyar USD, toplam aktifleri 68 milyar USD'dir. Banorte'nin ülke çapında 1.269 şubesi ve 27.000 çalışanı bulunmaktadır.⁹¹

Grupo Financiero Banorte'nin 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 17'de verilmiştir. Banka'nın kredi notu sadece Fitch tarafından açıklanmıştır.

Kredi notlarındaki değişimin etkisi, bankanın özsermaye ve aktif karlılığı oranları alınarak Grafik 20 yardımıyla aktarılmaya çalışılmıştır.

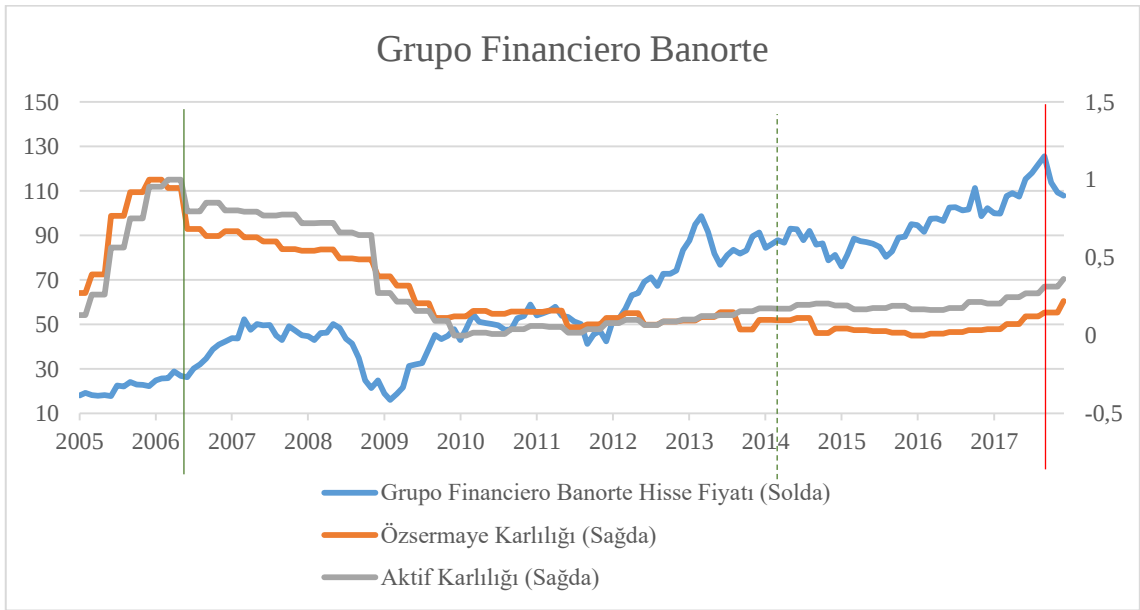
⁹¹ Grupo Financiero Banorte, Informe, <https://www.banorte.com>, (20/09/2018).

Tablo 17: Grupo Financiero Banorte Kredi Notları

Grupo Financiero Banorte*		
Fitch		
Tarih	Not	Görünüm
31.10.2017	BBB+	Negatif
21.03.2014	BBB+	
31.07.2006	BBB	

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(25/04/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.



Grafik 20. Grupo Financiero Banorte Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(18/06/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

Grupo Financiero Banorte'nin 2005-2017 yılları arasındaki grafiğinde, 2006 yılı Temmuz ayında Fitch tarafından açıklanan kredi notu BBB seviyesindedir. 2007-2008-2009-2010-2011-2012 ve 2013 yıllarında banka notunu açıklayan tek kredi derecelendirme kuruluşu olan Fitch tarafından herhangi bir not güncellemesine gidilmemiştir. 2006 yılında açıkladığı BBB kredi notundan sonra 2009 krizinde bankanın hisse fiyatındaki ve karlılık oranlarındaki düşüşe rağmen kredi notunu revize etmemesi dikkat çekmektedir. 2014 yılı Mart ayında bankanın kredi notunun BBB+'ya yükseltildiğini görüyoruz. Bu artırımla bankanın kredi notu ülkenin kredi notuyla aynı

seviyeye gelmiştir. 2015 ve 2016 yılında da not güncellemesi bulunmayan bankanın kredi notu 2017 yılında Fitch tarafından BBB+ olarak teyit edilmiş fakat görünümü negatif olarak açıklanmıştır. Bankanın kredi notu da ülke kredi notunda olduğu gibi çalışmada ele alınan yıllar itibariyle yatırım yapılabilir seviyede kalmıştır.

4.3.9. Rusya Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi

Çalışmada MSCI (Morgan Stanley Capital International) Rusya Finans Endeksi verileri USD cinsinden alınarak aylık ve yıllık değişimleri incelenmiştir.

MSCI Rusya Finans Endeksi: Rusya piyasasında finans sektörünün performansının ölçülmesi için oluşturulmuştur. Endeksi oluşturan şirketler piyasa değerine göre ağırlıklandırılarak endekse dâhil edilmiştir.

Rusya'nın 2005-2017 yılları arasında Standard Poor's, Moody's ve Fitch'ten aldığı uzun vadeli kredi notları Tablo 18'de verilmiştir.

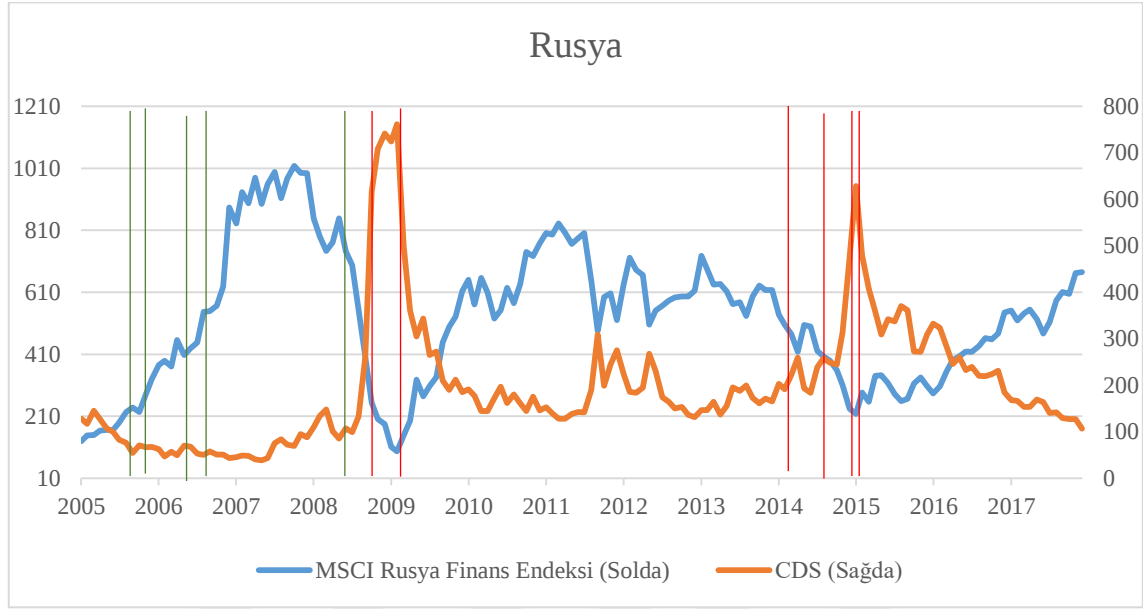
Tablo 18: Rusya Uzun Vadeli Kredi Notları

Rusya*							
Standard Poor's			Moody's			Fitch	
Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not
26.01.2015	BB+		22.04.2016	Ba1		BBB-	09.01.2015
23.12.2014	BBB-	Negatif	04.03.2016	Ba1	Negatif	BBB	04.02.2009
25.04.2014	BBB-		20.02.2015	Ba1		BBB+	25.07.2006
08.12.2008	BBB		16.01.2015	Baa3	Negatif	BBB	03.08.2005
04.09.2006	BBB+		17.10.2014	Baa2			
15.12.2005	BBB		27.06.2014	Baa1			
01.01.2005	BBB-		28.03.2014	Baa1	Negatif		
			16.07.2008	Baa1			
			27.03.2008	Baa2	Pozitif		
			25.10.2005	Baa2			
			08.09.2005	Baa3	Pozitif		

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafıma oluşturulmuştur. (20/06/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.

Rusya'nın beş yıllık ülke CDS primi ve MSCI Rusya Finans Endeksi'nin (USD cinsinden) hareketi ile kredi derecelendirme notlarının yıllar itibariyle gösterdiği değişim Grafik 21 yardımıyla anlatılmıştır.



Grafik 21. MSCI Rusya Finans Endeksi ve CDS Primi (USD)*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (15/07/2018)

*Grafikte yer alan dikey çizgiler not değişimlerinin gerçekleştiği tarihleri göstermektedir. Yeşille gösterilen dikey çizgiler not artışını ifade ederken, kırmızıyla gösterilen dikey çizgiler not düşüşünü ifade etmektedir.

Rusya'nın 2005-2017 yılları arasında aldığı uzun vadeli kredi notları incelendiğinde ilk olarak 2005 yılı Ekim ayında Moody's tarafından uzun vadeli kredi notunun Baa2'ye yükseltildiği sonrasında Aralık ayında da Standard Poor's tarafından BBB seviyesine çıkartıldığı görülüyor. Not artışının yaşandığı 2005 yılında finans endeksinin de yükseliş trendinde olduğu gözlemlenmektedir. Çalışmada ele alınan yıllar itibariyle 2005-2008 yılının ortalarına kadar ülkenin bankacılık endeksinde en yüksek seviye görülürken CDS priminde de en düşük rakamlar gözlemlenmiştir. 2006 yılı Temmuz ayında Fitch, Eylül ayında ise Standard Poor's tarafından ülkenin uzun vadeli kredi notu BBB+'ya yükseltilmiştir. 2008 yılının Temmuz ayında Moody's de ülkenin kredi notunu bir basamak arttırmış ve Baa1'e yükseltmiştir. Not artışının hemen ardından CDS primindeki yükseliş ve finans endeksindeki büyük düşüş dikkat çekmektedir.

Küresel krizin de etkisiyle CDS primi rekor seviyeye çıkmıştır. CDS primi 760 civarında olan Rusya iki derecelendirme kuruluşunca da yatırım yapılabilir seviyede görülmüştür.

2008 yılı Aralık ayına geldiğimizde Standard Poor's tarafından ülke notunun BBB'ye indirildiği görülüyor. Standard Poor's not indirimine ülkenin döviz rezervlerinin azalmasını gerekçe göstermiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ele aldığımız ülkelerin makroekonomik verilerinde 2008 yılsonu rakamlarında bozulmalar görülmüştü. Küresel krizin etkisiyle düşen GSYH, artan dış borç rakamları dikkat çekmiş fakat ilerleyen yıllarda; 2011, 2012 ve 2013'te not indirimine gerekçe gösterilen döviz rezervinde iyileşme görülmesine rağmen derecelendirme kuruluşlarınca herhangi bir olumlu not güncellemesine gidilmemiştir. 2009 yılı Şubat ayında Fitch de ülkenin kredi notunu BBB'ye indirmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına yönlendirilen bir başka eleştiri de; bazı risk faktörlerinin artması gerekçe gösterilerek kredi notları düşürülen ülke ya da bankaların, riske neden olan etkenlerin ortadan kalkmasına ve ekonomik konjonktürün iyiye gitmesine rağmen not artırımını konusunda çok yavaş ve isteksiz davrandığı görüşüdür. Herhangi bir kriz belirtisinde kredi notlarını aniden birkaç basamak düşüren derecelendirme kuruluşları not artırımını konusunda aynı hız ve istekliliği göstermemektedir.⁹²

2010-2011-2012 ve 2013 yılında her üç derecelendirme kuruluşu da not güncellemesine gitmemiştir. 2014 yılında Standard Poor's Nisan ayında ülke notunu BBB-'ye indirmiş Aralık ayında da notunu teyit etmiş ve görünümünü negatif olarak açıklamıştır. Moody's ilk olarak Mart ayında bankanın Baa1 seviyesindeki notunu teyit etmiş fakat görünümünü negatif olarak açıklamış ve Ekim ayında notu Baa2 seviyesine indirmiştir. Not indiriminin yapıldığı dönemdeki CDS primi ve finans endeksi verilerine baktığımızda not değişimi yapılmayan 2011 yılındaki seviyeler görülmektedir. Not indirimlerini 2015 yılı Ocak ayında gelen yeni not düşüşleri takip etmiştir. Moody's Ocak ayında önce Baa3 seviyesine indirdiği notu negatif görünümde açıklamış ardından Şubat ayında ise ülke notunu Ba1'e çekerek spekülasyon seviyeye indirmiştir. Standard Poor's da

⁹² AKÇAYIR, a.g.m., ss. 95.

Ocak ayında BB+ olarak açıkladığı notla ülkenin uzun vadeli kredi notunu spekülasyon seviyeye indiren derecelendirme kuruluşlarından olmuştur. Aynı ay içerisinde Fitch de ülke notunu bir basamak indirmiş ve BBB- olarak açıklamıştır. 2015 yılında ülke CDS priminin en yüksek olduğu seviyede gelen not indirimi ilerleyen yıllarda CDS primi düştüğünde ve makroekonomik veriler; GSYH, döviz rezervi ve cari denge gibi rakamlarda iyileşme görülmesine rağmen güncellenmemiştir. Moody's 2016 yılında ülkenin kredi notunu Ba1 olarak teyit etmiş görünüm yine negatif olarak açıklanmıştır. 2017 yılında derecelendirme kuruluşlarınca ülke notunda güncelleme yapılmamıştır.

4.3.10. Rusya Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri

Ülkenin uzun vadeli kredi notunun bankacılık sektörüne etkisinin analizi için; Sber Bank ve Vozrozhdenie Bank'ın almış olduğu kredi derecelendirme notları finansal oranlar yardımıyla incelenmiştir.

Seçilen finansal oranlar yardımıyla Rusya'da analize dahil edilen bankaların görünümü ve kredi derecelendirme notlarının değişimleri grafiklerle verilmiştir.

Sber Bank, 1991 yılında merkezi Rusya Moskova'da kurulan halka açık bir bankadır. Sber Bank, 2014 yılı itibarı ile Rusya'nın en büyük, Avrupa'nın üçüncü büyük ve dünyanın otuz üçüncü büyük bankasıdır. 2017 yılı itibarıyla net karı 12,8 milyar USD ve toplam aktifi 471 milyar USD olan bankanın çalışan sayısı 325.075 kişidir.⁹³

Sber Bank'ın 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 19'da verilmiştir. Banka'nın kredi notu Moody's ve Fitch tarafından açıklanmıştır.

Kredi notlarındaki değişimin etkisi, bankanın özsermaye ve aktif karlılığı oranları alınarak Grafik 22 yardımıyla aktarılmaya çalışılmıştır. Grafikte banka kredi notunun ülke kredi notuyla aynı anda değişimi kesik çizgilerle verilmiştir.

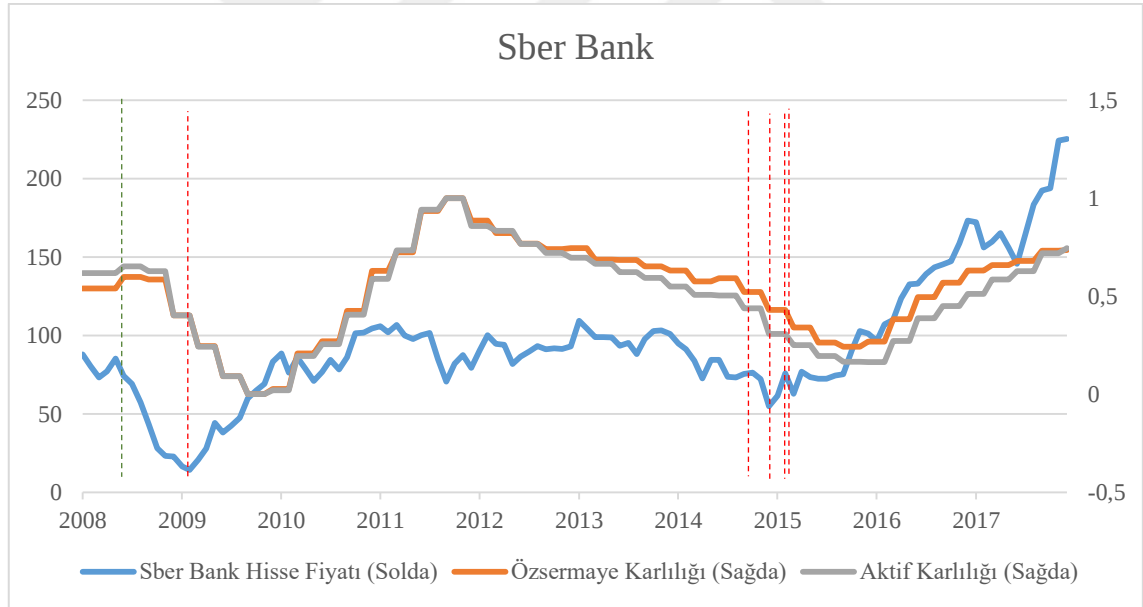
⁹³Sber Bank, About, <https://www.sberbank.ru/en>, (27/07/2018).

Tablo 19: Sber Bank Kredi Notları

Sber Bank*				
Moody's			Fitch	
Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not
26.04.2016	Ba2		16.01.2015	BBB-
09.03.2016	Ba2	Negatif	04.02.2009	BBB
24.02.2015	Ba2			
23.12.2014	Ba1	Negatif		
20.10.2014	Baa2			
02.07.2014	Baa1			
01.04.2014	Baa1	Negatif		
16.07.2008	Baa1			
27.03.2008	Baa2	Pozitif		

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (20/05/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.



Grafik 22. Sber Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (15/07/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir. Veri yetersizliği nedeniyle 2008-2017 aralığı incelenmiştir.

Sber Bank'ın grafiğini incelediğimizde not düşüşlerinin 2008 yılındaki krize ve 2014-2016 yılları aralığına denk geldiğini görüyoruz. İlk olarak bankanın kredi notu 2008

yılı Temmuz ayında Moody's tarafından Baa1'e yükseltilmiştir. Bu not indiriminden önce Moody's bankanın notunu Baa2 olarak açıklamış ve görünümü de pozitif bırakmıştır. 2009 yılında bankanın notunu Fitch BBB seviyesine düşürmüştür. Rusya'nın ülke CDS priminin en yüksek olduğu 2008 yılsonu ve 2009 yılında bankanın kredi notunda da düşüş seyrediliyor. 2010-2011-2012 ve 2013 yıllarında bankanın kredi notunda değişim yapılmamıştır. Not değişimi yapılmayan 2011 yılında bankanın karlılık oranlarındaki yükseliş dikkat çekmektedir. Ülke kredi notunun olumsuz hareketi bankacılık sektörünü kredi notu anlamında olumsuz etkilemiş gözükmektedir. 2014 yılında Moody's Nisan ayında bankanın kredi notunu teyit ederken görünümü negatif açıklamış, Temmuz ayında tekrar notu teyit etmiş, Ekim ayında ise bir kademe düşürerek Baa2 seviyesine çekmiştir. Yıl sonuna geldiğimizde ise Moody's tarafından bankanın notunun Ba1 ile spekülative seviyeye indirildiğini görüyoruz. 2015 yılında ilk olarak Ocak ayında Fitch not güncellemesine gitmiş ve notu BBB- olarak açıklamıştır. Not indirimini takiben Şubat ayında da Moody's tekrar bankanın notunu düşürerek Ba2'ye getirmiştir. 2016 yılında Moody's Mart ayında notu teyit ederken görünümü negatif olarak açıklamıştır.

2014-2016 yıllarındaki not indirimlerinin ülke kredi notu indirimiyle benzer seyrettiğini görüyoruz. 2015 yıl sonundan itibaren bankanın hisse fiyatında artan bir seyir izleniyor ve karlılık oranlarında da artan bir trend gözleniyor. Aynı dönemde bankanın kredi notunda ise herhangi bir düzeltme izlenmiyor.

Vozrozhdenie Bankası 1991 yılında kurulmuştur. Merkezi Rusya Moskova'dır. 2017 yılsonunda net karı 56 milyon USD, aktif büyüklüğü ise 4,3 milyar USD'dir. 161 şubesi olan bankanın çalışan sayısı 419.992'dir.⁹⁴

Vozrozhdenie Bankası'nın 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 20'de verilmiştir. Banka'nın kredi notu Standard Poor's ve Moody's tarafından açıklanmıştır.

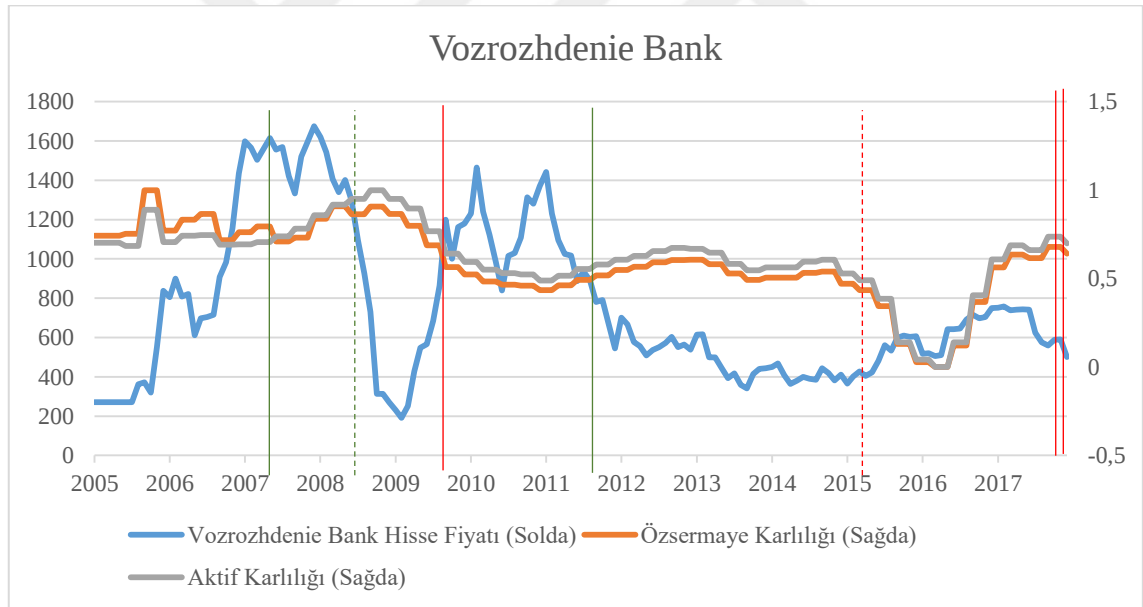
⁹⁴ Vozrozhdenie Bank, About the bank, <http://www.vbank.ru/en>, (20/07/2018).

Tablo 20: Vozrozhdenie Bank Kredi Notları

Vozrozhdenie Bank*					
Standard Poor's			Moody's		
Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm
19.12.2017	B	Negatif	21.12.2017	B2	Negatif
03.11.2017	B+	Negatif	01.11.2017	B1	Negatif
19.02.2016	BB-		04.10.2017	B1	Pozitif
24.08.2015	BB-	Negatif	26.04.2016	B1	
02.09.2011	BB-		09.03.2016	B1	Negatif
11.09.2009	B+		25.02.2015	B1	
17.06.2009	BB-	Negatif	23.12.2014	Ba3	Negatif
20.08.2008	BB-		04.05.2007	Ba3	
			19.07.2005	B1	

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (20/05/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.



Grafik 23. Vozrozhdenie Bank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (02/07/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

Vozrozhdenie Bank'ın grafiğinde ilk not değişimi olarak 2007 yılında Moody's tarafından banka notunun Ba3'e çekilmesini görüyoruz. 2008 yılı Ağustos ayında da Standard Poor's banka notunu BB-'ye indirmiştir. 2009 yılı Haziran ayında bu notu teyit

ederken görünümü negatif olarak açıklamış ve Eylül ayında bir not düşüşüne daha giderek bankanın kredi notunu B+ olarak açıklamıştır. Vozrozhdenie Bank'ın grafiğinde 2009 yılı Şubat ayındaki fiyat düşüşü dikkat çekiyor fakat not indirimi hisse fiyatının toparlanması ve yükselmesiyle gerçekleşiyor. Tekrardan kredi derecelendirme kuruluşlarının gecikme sorununu ve piyasayı oldukça geç takip ettiklerini görüyoruz. 2010 yılında bankanın kredi notunda güncelleme yapılmazken 2011 yılı Eylül ayında Standard Poor's banka notunu BB- olarak açıklıyor. 2012 ve 2013 yıllarında not değişikliği görülüyor. 2014 yılında Moody's bankanın notunu Ba3 ile teyit ederken görünümünü negatif olarak açıklıyor. 2015 yılında ise kredi notunu bir kademe düşürerek B1 seviyesine çekiyor. Aynı yılda Standard Poor's banka notunu teyit ederken görünümü negatif değerlendiriyor. 2016 yılında banka notları kredi derecelendirme kuruluşlarınca aynı seviyelerinde teyit edilerek nötr bırakılıyor. 2017 yılının son aylarında Standard Poor's bankanın kredi notunu ilk olarak B+ seviyesine bir ay sonra da B seviyesine düşürüyor. Aynı ay içinde birkaç kez notunu teyit eden Moody's de not indirimine giderek kredi notunu B2 olarak açıklıyor.

2015-2017 yılları arasında Sber Bank'ın kredi notu ve Rusya'nın ülke kredi notundaki düşüşe benzer hareketler Vozrozhdenie Bank'ta da gözlemlenmektedir. Fakat not indirimlerindeki kademe Vozrozhdenie Bank'ta daha olumsuz bir tablo çıkarmaktadır. 2015-2017 aralığında bankanın karlılık oranlarında da bozulma gözlemlenmekte ve buna paralel hisse fiyatındaki düşüş de dikkat çekmektedir.

4.3.11. Türkiye Uzun Vadeli Kredi Notu Değerlendirmesi

Çalışmada BIST (Borsa İstanbul) Bankacılık Endeksi verileri USD cinsinden alınarak aylık ve yıllık değişimleri incelenmiştir.

BIST Bankacılık Endeksi: Türkiye piyasasındaki bankaların performansının ölçülmesi için oluşturulmuştur. Endeksi oluşturan şirketler piyasa değerine göre ağırlıklandırılarak endekse dâhil edilmiştir.

Türkiye'nin 2005-2017 yılları arasında Standard Poor's, Moody's ve Fitch'ten aldığı uzun vadeli kredi notları Tablo 21'de verilmiştir.

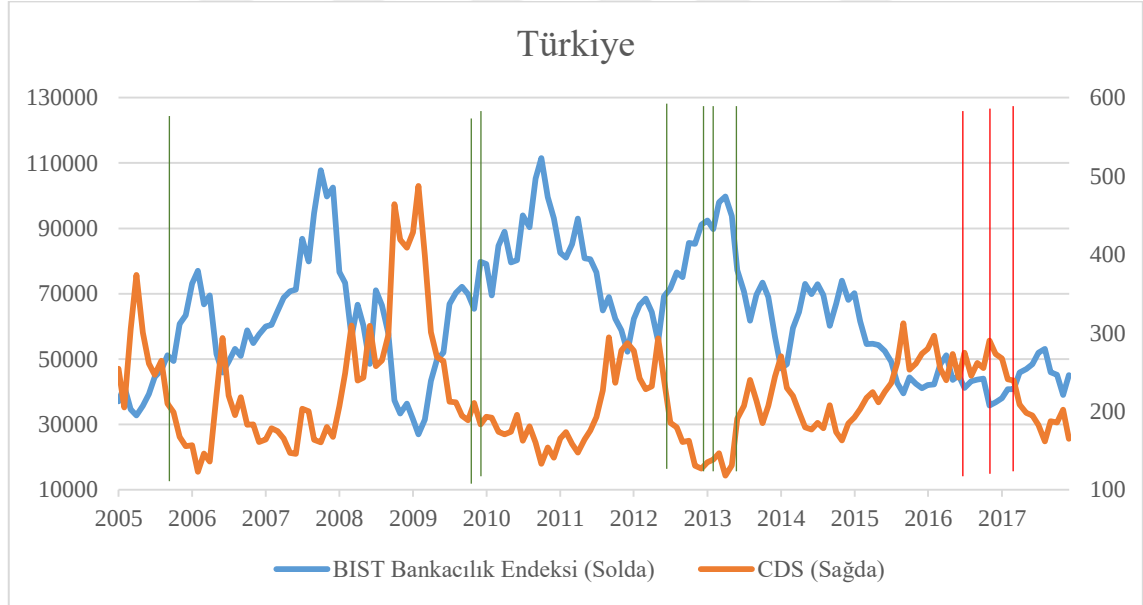
Tablo 21: Türkiye Uzun Vadeli Kredi Notları

Türkiye*							
Standard Poor's		Moody's			Fitch		
Tarih	Not	Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm
20.07.2016	BB	23.09.2016	Ba1		27.01.2017	BB+	
27.03.2013	BB+	18.07.2016	Baa3	Negatif	05.11.2012	BBB-	
14.01.2013	BB	16.05.2013	Baa3		03.12.2009	BB+	
19.02.2010	BB	20.06.2012	Ba1		27.10.2009	BB-	Pozitif
		08.01.2010	Ba2		13.01.2005	BB-	
		14.12.2005	Ba3				

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(10/05/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.

Türkiye'nin beş yıllık ülke CDS primi ve BIST Bankacılık Endeksi'nin (USD cinsinden) hareketi ile kredi derecelendirme notlarının yıllar itibariyle gösterdiği değişim Grafik 24 yardımıyla anlatılmıştır.



Grafik 24. Türkiye BIST Bankacılık Endeksi ve CDS Primi (USD)*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.
(31/08/2018)

*Grafikte yer alan dikey çizgiler not değişimlerinin gerçekleştiği tarihleri göstermektedir. Yeşille gösterilen dikey çizgiler not artışını ifade ederken, kırmızıyla gösterilen dikey çizgiler not düşüşünü ifade etmektedir.

Türkiye'nin 2005-2017 yılları arasındaki bankacılık endeksi ve CDS primine göre uzun vadeli ülke notunu incelediğimizde ilk olarak 2005 yılsonunda Moody's tarafından verilen Ba3 seviyesindeki notunu görüyoruz. 2006-2007 ve 2008'de CDS primindeki düşüş ve bankacılık endeksindeki artış trendine rağmen ülkenin uzun vadeli kredi notu güncellenmemiştir. 2009 yılsonunda Fitch ülke notunu bir kademe arttırarak BB+'ya yükseltmiştir. 2010 yılı Ocak ayında Moody's de kredi notunu bir kademe arttırarak Ba2'ye yükseltmiştir. 2011 yılında yine bankacılık endeksinde yükseliş ve CDS priminde yaşanan düşüş dikkat çekmektedir fakat üç derecelendirme kuruluşu da ülke notunu güncellememiştir.

2012 yılı Haziran ayında Moody's ülke notunu bir kademe daha arttırarak Ba1'e yükseltmiştir. Fitch ise ülke notunu Kasım ayında BBB-'ye yükselterek yatırım yapılabilir seviyeye taşıyan ilk kredi derecelendirme kuruluşu olmuştur. 2013 yılı Mart ayında Standard Poor's ülke notunu BB+'ya yükselterek spekülative seviyede bırakmıştır. Mayıs ayında ise Moody's ülke notunu Baa3'e yükselterek yatırım yapılabilir seviyeye yükselten ikinci derecelendirme kuruluşu olmuştur.

2010 yılı itibariyle GSYH ile kişi başına düşen milli gelirden görülen ivmeye ve rezervlerdeki artışa CDS priminin tepkisi piyasa koşullarında yaşanırken kredi derecelendirme kuruluşlarının gecikme sorununu 2012 yılsonu ve 2013 yılbaşında gelen not güncellemeleriyle görüyoruz.

Türkiye'nin uzun vadeli kredi notu Fitch ve Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyede değerlendirilirken Standard Poor's tarafından spekülative seviyede açıklanmaya devam edilmiştir. Burada kredi derecelendirme kuruluşlarına; standartlaşmamış ve şeffaf olmayan kredi derecelendirme metodolojileri kullandıklarına dair eleştiri yöneltilmektedir. Aynı kurum ya da ülkeye ait notların farklı olması nedeniyle derecelendirme kuruluşları eleştirilmektedir. Standart ve nesnel bir görüş sunması beklenen derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme süreci açık bir matematik denkleme dayanmadığı için puanlama tamamen öznel değerlendirmeleri içermektedir. Birbirinden farklı derecelendirme notları yatırımcılarda fikir kargaşasına

neden olmakta ve derecelendirme kuruluşlarının kasıtlı olarak not güncellemesine gitmediği yorumlarını doğurmaktadır.⁹⁵

2016 yılında Standard Poor's ve Moody's ülkenin kredi notunu birer basamak düşürmüştür. Moody's not indirimine gerekçe olarak Türkiye'nin yüksek dış borcunu göstermiş ve büyüme ile kurumsal sağlamlıkta zayıflama olduğunu iddia etmiştir. Fakat üçüncü bölümde incelediğimiz makroekonomik verilerde GSYH'de 2015 yılına göre artış yaşandığını ve dış borcun da neredeyse bir önceki yılda gerçekleşen seviyelerde olduğunu görmüştük. Moody's ülkenin uzun vadeli notunu Ba1 ile tekrar spekülâtif seviyeye çekerken Standard Poor's kredi notunu BB olarak açıklamıştır. Not indirimlerini 2017 yılı Ocak ayında ülke notunu BB+ ile spekülâtif seviyeye çeken Fitch takip etmiştir. 2016 yılında ülkemizde yaşanan darbe girişiminin hemen ardından yayınlanan not indirimlerinin yaşandığı dönemde CDS priminin 2014 yılındaki rakamlara yakın seviyelerde olduğu grafikten görülmektedir. 2016 yılı Aralık ayından itibaren düşüşe geçen CDS primi ve toparlanan bankacılık endeksine rağmen üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunca ülkenin uzun vadeli kredi notu spekülâtif seviyede bırakılmıştır.

Üçüncü bölümde incelenen makroekonomik verilerde not indirimi yaşanan 2016 yılsonu verilerinde bir önceki yıla göre kayda değer bir bozulma görülmemiştir. GSYH rakamında ilgili yılda 2015 yılına göre artış yaşanmıştır. Mevcut not indirimlerinin siyasi gerekçelerle verildiği aşıkardır. Kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'yi değerlendirirken siyasi riski her zaman göz önünde bulundurmakta ve bölgesel ön yargıları gereği Türkiye'deki riskleri olduğundan çok daha üst düzeyde değerlendirmektedir.

Standard Poor's tarafından Türkiye için açıklanan kredi notlarına özellikle bakmak gerekirse çalışmada ele alınan 2005-2017 yılları arasında ülkenin uzun vadeli kredi notunun BB seviyesinde tutulduğu ve sadece 2013 yılında BB+'ya yükseltildiği görülüyor. Makroekonomik verilerdeki değişikliğe karşı derecelendirme kuruluşunun not güncellememesi sağlıklı bir değerlendirme yapmadığı kaygısı uyandırmaktadır. Kredi

⁹⁵ AKÇAYIR, a.g.m., ss. 100.

derecelendirme kuruluşlarına yönlendirilen bir başka eleştiri de re'sen yapılan derecelendirmelerdir. Basel II uzlaşısı ve SEC'in kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik mevzuatları gereği, bir banka ya da ülkeyi karşı taraf istemeden derecelendirme yetkisine sahiptirler. Verdikleri derecelendirme hizmeti karşılığında, yüklü paralar alan bu kuruluşların herhangi bir ücret talep etmeden, re'sen derecelendirme yapmasının arkasında birçok ince hesaplar bulunduğuna yönelik eleştiriler bulunmaktadır. Standard Poor's Türkiye için 2013 yılından bu yana re'sen değerlendirmede bulunmaktadır.

4.3.12. Türkiye Bankacılık Sektörü Kredi Derecelendirme Görünümleri

Ülkenin uzun vadeli kredi notunun bankacılık sektörüne etkisinin analizi için; İş Bankası, Garanti Bankası ve Akbank'ın almış olduğu kredi derecelendirme notları finansal oranlar yardımıyla incelenmiştir.

Seçilen finansal oranlar yardımıyla Türkiye'de analize dahil edilen bankaların görünüşleri ve kredi derecelendirme notlarının değişimleri grafiklerle verilmiştir.

İş Bankası, 1924 yılında merkezi İstanbul'da kurulmuştur. Türkiye Cumhuriyeti tarafından kurulan ilk bankadır ve Türkiye'nin en büyük bankasıdır. 2017 yılı net karı 1,5 milyar USD, toplam aktifi ise 115 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. 1.354 şubesi bulunan bankanın çalışan sayısı 25.157 kişidir.⁹⁶

İş Bankası'nın 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 22'de verilmiştir. Banka'nın kredi notu her üç derecelendirme kuruluşu (Standard Poor's, Moody's ve Fitch) tarafından açıklanmıştır.

Kredi notlarındaki değişimin etkisi, bankanın özsermaye ve aktif karlılığı oranları alınarak Grafik 25 yardımıyla aktarılmaya çalışılmıştır. Grafikte banka kredi notunun ülke kredi notuyla aynı anda değişimi kesik çizgilerle verilmiştir. Banka özelinde açıklanan kredi notları dikey çizgilerle ifade edilmiştir.

⁹⁶ Türkiye İş Bankası, Hakkımızda, <https://www.isbank.com.tr>, (05/07/2018).

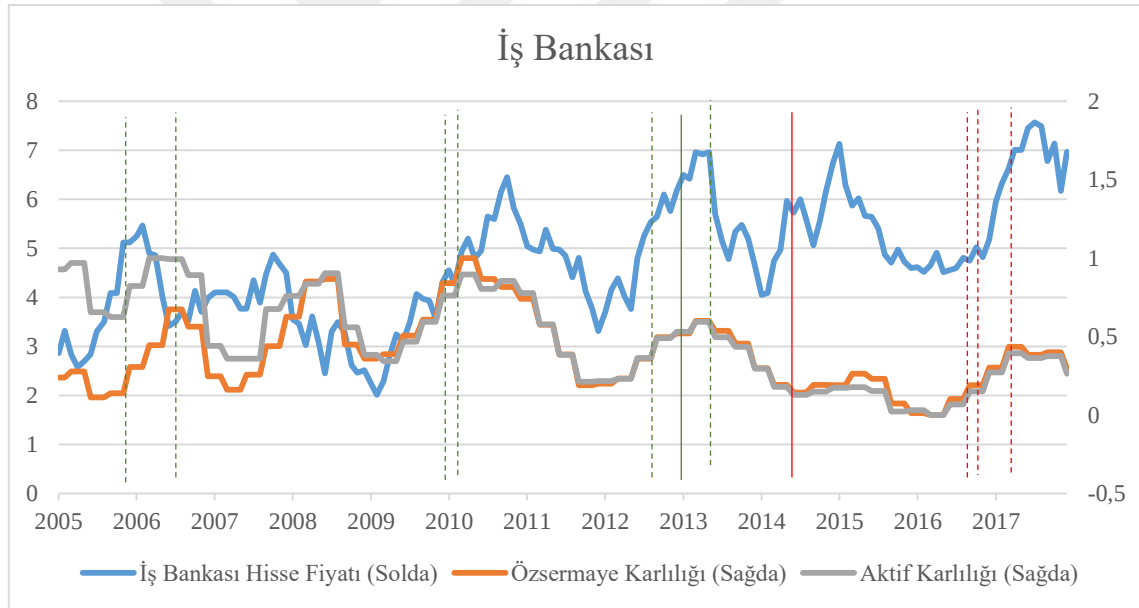
Tablo 22: İş Bankası Kredi Notları

İş Bankası*							
Standard Poor's		Moody's			Fitch		
Tarih	Not	Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm
22.07.2016	BB	26.09.2016	Ba2		02.02.2017	BB+	
05.04.2013	BB+	19.07.2016	Baa3	Negatif	24.06.2014	BBB-	
22.02.2010	BB	03.06.2014	Baa3		14.12.2012	BBB	
		18.03.2014	Baa3	Negatif	11.12.2009	BBB-	
		20.05.2013	Baa3		04.11.2009	BB	Pozitif
		03.07.2012	Ba2		17.08.2006	BB	
		08.01.2010	Ba3		14.01.2005	BB-	
		20.12.2005	B1				

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.

(10/05/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.



Grafik 25. İş Bankası Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur.

(01/09/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

İş Bankası'nın kredi derecelendirme notlarına genel bir bakış attığımızda gözümüze ilk çarpan bankanın kredi notu değişiminin ülkenin uzun vadeli kredi notu değişimiyle aynı seyretmesidir. 2005 yılı Aralık ayında bankanın notu Moody's tarafından B1 olarak açıklanmıştır. 2006 yılı Ağustos ayında Fitch banka notunu BB-'den

BB'ye yükseltmiştir. Her iki kredi notu da ülke notunun değişimiyle aynı zamanda gerçekleşmiştir. 2007 ve 2008 yılında banka notunda değişiklik yaşanmamıştır. 2009 yılında Fitch ilk olarak Kasım ayında bankanın kredi notunu teyit ederek görünümünü pozitif olarak açıklamış, Aralık ayında bir kademe arttırarak BBB- ile yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmiştir. 2010 yılı Ocak ayında Moody's bankanın notunu Ba3'e yükseltmiş, fakat not derecesi spekülative seviyede kalmıştır. 2012 yılı Temmuz ayında Moody's banka notunu bir kademe daha arttırarak Ba2'ye yükseltmiştir. Yılsonunda ise Fitch BBB olarak açıklamıştır. 2013 yılı Nisan ayında Standard Poor's kredi notunu BB+'ya yükseltmiştir. Bankanın bu kredi notu değişimi ülke notunun değişiminden farklı bir zamanda gerçekleşmiştir. Mayıs ayında Moody's tarafından bankanın kredi notu Baa3 ile yatırım yapılabilir seviyeye getirilmiştir. Bu sayede İş Bankası, Moody's ve Fitch'ten yatırım yapılabilir kredi notu almıştır. 2014 yılı Mart ayında Moody's kredi notunu Baa3 olarak teyit etmiş fakat görünümünü negatif olarak açıklamıştır. Haziran ayında ise Fitch notu bir kademe düşürerek BBB-'ye çekmiştir. 2016 yılı Temmuz ayında ilk olarak Standard Poor's bankanın kredi notunu BB'ye indirmiştir. Eylül ayında da Moody's Ba2 ile iki kademe birden düşürerek spekülative seviyeye çekmiştir. İlgili yılda bankanın karlılık oranları incelendiğinde grafikte de görüldüğü üzere derecelendirme kuruluşlarının banka kredi notunu yatırım yapılabilir olarak açıkladığı yıllardaki seviyelere yakın olmasına rağmen not indirimine gidildiği görülüyor. 2017 yılı Şubat ayında Fitch de bankanın kredi notunu BB+ olarak açıklamış ve spekülative kademeye düşürmüştür. İlgili dönemde bankanın hisse fiyatında yaşanan artış ise not indiriminin; bankanın kredi notu ile ülkenin uzun vadeli kredi notu seviyelerinin denkleştirilmesi görüşünü düşündürmüştür.

Garanti Bankası, 1946 yılında Ankara'da kurulmuştur. Türkiye'nin en büyük ikinci özel bankasıdır. 2017 yılı itibariyle 922 şubesi ve 18.522 çalışanı bulunmaktadır. 2017 yılı net karı 1,7 milyar USD, toplam aktifleri ise 94 milyar USD olarak gerçekleşmiştir.⁹⁷

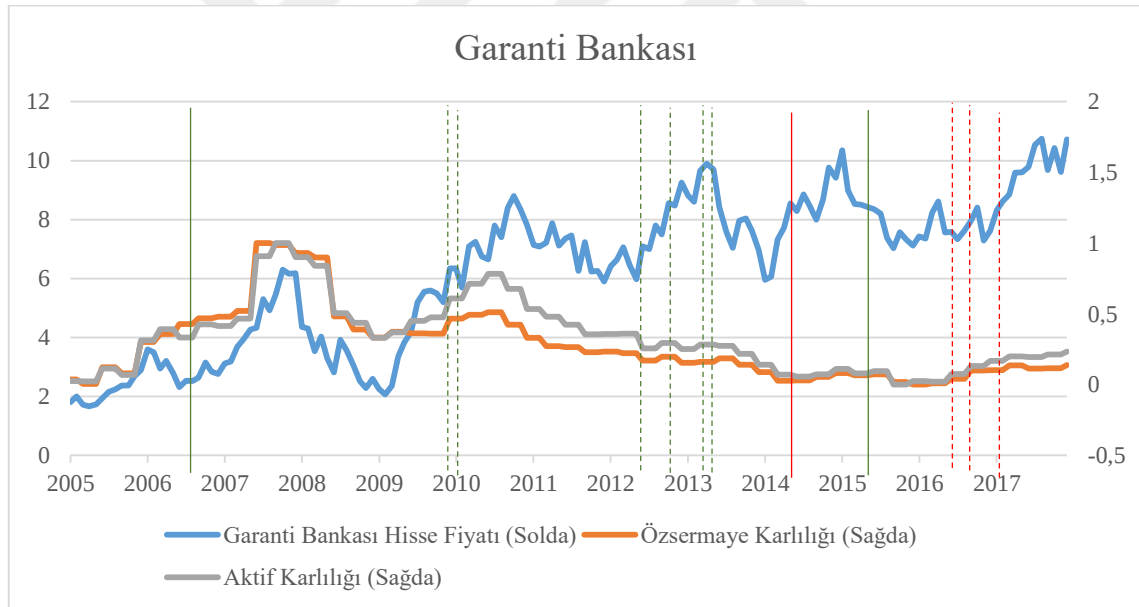
⁹⁷Garanti Bankası, Garanti'yi Tanıyın, <https://www.garanti.com.tr>, (06/07/2018).

Tablo 23: Garanti Bankası Kredi Notları

Garanti Bankası*							
Standard Poor's		Moody's			Fitch		
Tarih	Not	Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm
22.07.2016	BB	26.09.2016	Ba2		02.02.2017	BBB-	
05.04.2013	BB+	19.07.2016	Baa3	Negatif	31.07.2015	BBB	
22.02.2010	BB	03.06.2014	Baa3		01.12.2014	BBB-	Pozitif
17.01.2005	BB-	18.03.2014	Baa3	Negatif	24.06.2014	BBB-	
		20.05.2013	Baa3		14.12.2012	BBB	
		03.07.2012	Ba2		11.12.2009	BBB-	
		08.01.2010	Ba3		04.11.2009	BB	Pozitif
		20.12.2005	B1		17.08.2006	BB	
					23.02.2006	BB-	

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (10/05/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını, sarı renk ilk notu ifade etmektedir.



Grafik 26. Garanti Bankası Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (05/09/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

Garanti Bankası'nın 2005-2017 yılları arasındaki hisse fiyatına ve karlılık oranlarına göre kredi notu değişimine baktığımızda ilk olarak 2006 yılında Fitch tarafından banka notunun BB'ye yükseltildiğini görüyoruz. 2007 ve 2008 yılında not

değişimi yaşanmazken 2009 yılının sonlarında Fitch banka notunu bir kademe daha arttırarak BBB- ile yatırım yapılabilir seviyeye çıkarmıştır. Not artışını takiben Moody's 2010 yılı Ocak ayında banka notunu Ba3'e, Standard Poor's ise BB'ye yükseltmiştir. 2011 yılında her üç derecelendirme kuruluşu not değişikliği yapmazken 2012 yılı Temmuz ayında Moody's kredi notunu Ba2'ye, Aralık ayında Fitch ise BBB ile yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmiştir. Bankanın not değişiklikleri ülkenin uzun vadeli kredi notunun değişimiyle aynı zamanlarda yapılmıştır. 2013 yılı Mayıs ayında Moody's banka notunu Baa3 ile yatırım yapılabilir seviyeye yükselten ikinci derecelendirme kuruluşu olmuştur. Standard Poor's da banka notunu bir kademe yükseltmiş fakat spekülative seviyede tutmaya devam etmiştir. 2014 yılında Moody's banka notunu teyit ederken görünümü negatif olarak açıklamıştır. Fitch ise not indirimine giderek notu BBB- olarak açıklamıştır. 2015 yılında ise banka notunu eski seviyesine BBB'ye getirerek bir kademe arttırmıştır. 2016 yılında Moody's ilk olarak Temmuz ayında kredi notu görünümünü negatif açıklamış Eylül ayında ise Ba2 ile iki kademe birden düşürerek spekülative seviyeye çekmiştir. İlgili yılda Standard Poor's banka kredi notunu BB seviyesine düşürmüştür. Garanti Bankası'nın hisse fiyatında 2016 yılının sonlarından itibaren artış gözlemlenmektedir. Hisse fiyatındaki artış çalışmada ele alınan yıllar itibariyle rekor seviyeye ulaşmasına rağmen bankanın kredi notu spekülative seviyede kalmıştır. 2017 yılı Şubat ayında not indirimlerini Fitch'in banka notunu BBB- seviyesine indirmesi takip etmiştir.

Akbank, 1948 yılında Adana'da kurulmuştur. Türkiye'de dijital bankacılığın öncüsü olmuştur. Bankanın yurt içinde 800 şubesi ve 14.000 çalışanı bulunmaktadır. 2017 yılsonu net karı 1,6 milyar USD, toplam aktifleri 90,2 milyar USD olarak gerçekleşmiştir.⁹⁸

Akbank'ın 2005-2017 aralığında derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notları Tablo 24'te verilmiştir. Banka'nın kredi notu Moody's ve Fitch tarafından açıklanmıştır.

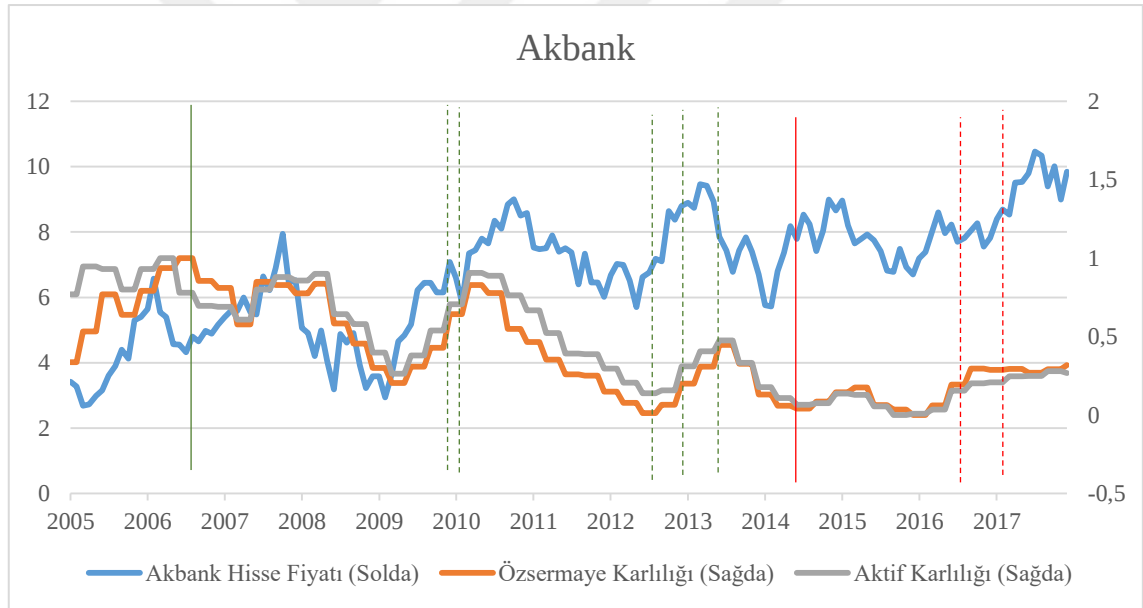
⁹⁸ Akbank, Yatırımcı İlişkileri, <https://www.akbank.com/tr>, (06/07/2018).

Tablo 24: Akbank Kredi Notları

Akbank*					
Moody's			Fitch		
Tarih	Not	Görünüm	Tarih	Not	Görünüm
26.09.2016	Ba2		02.02.2017	BB+	
19.07.2016	Baa3	Negatif	24.06.2014	BBB-	
03.06.2014	Baa3		14.12.2012	BBB	
18.03.2014	Baa3	Negatif	11.12.2009	BBB-	
20.05.2013	Baa3		04.11.2009	BB	Pozitif
03.07.2012	Ba2		17.08.2006	BB	
08.01.2010	Ba3		14.01.2005	BB-	
20.12.2005	B1				

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (10/05/2018)

*Kırmızı renk not düşüşünü, yeşil renk not artışını ifade etmektedir.



Grafik 27. Akbank Hisse Fiyatı, Özsermaye ve Aktif Karlılığı Oranı*

Kaynak: Bloomberg veri terminalinden sağlanan verilerle tarafımca oluşturulmuştur. (07/09/2018)

*Özsermaye ve aktif karlılığı oranları normalize edilmiştir. Kesik çizgiler banka kredi notunun ülke notuyla aynı anda değişimini ifade etmektedir.

Akbank'ın grafiğinde, İş Bankası ve Garanti Bankası'nda gördüğümüz hareketler ve not değişimlerinin benzer olduğu tespit ediliyor. Akbank'ın kredi notu 2006 yılında Fitch tarafından BB'ye yükseltilmiştir. 2007 ve 2008'de diğer bankalarda olduğu gibi not değişimi yaşanmamıştır. 2009 yılında Fitch bankanın kredi notunu teyit ederken

görünümü pozitif olarak açıklamıştır. Bir ay sonra ise notu bir kademe arttırarak BBB- ile yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmiştir. 2010 yılı Ocak ayında Moody's banka notunu Ba3'e yükseltmiş, 2011 yılında not değişikliği yaşanmamıştır. 2012 yılında ilk olarak Temmuz ayında Moody's notu Ba2'ye yükseltmiş, Aralık ayında da Fitch bir kademe daha not artışıyla BBB seviyesine çıkarmıştır. 2013 yılında Moody's de bankanın kredi notunu Baa3 ile yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmiştir. Bu not güncellemesiyle Akbank iki derecelendirme kuruluşunca yatırım yapılabilir olarak değerlendirilmiştir. 2014 yılında Moody's bankanın kredi notunu Baa3 olarak teyit etmiş görünümü ise negatif olarak açıklamıştır. Fitch ise not indirimine giderek bankanın kredi notunu BBB- seviyesine indirmiştir. 2016 yılında Moody's Temmuz ayında bankanın kredi notu görünümünü bir kez daha negatif olarak açıklamış ve Eylül ayında iki kademe birden not indirimiyle Ba2 seviyesinde açıklamıştır. Bu not indirimiyle kredi notu spekülâtif seviyeye çekilmiştir. 2017 yılı Şubat ayında Fitch de not indirimine giderek banka notunu BB+ olarak açıklamış ve spekülâtif seviyede değerlendiren ikinci derecelendirme kuruluşu olmuştur. 2016 ve 2017 yıllarında Garanti Bankası'nda da olduğu gibi bankanın hisse fiyatında artış yaşanmasına ve karlılık oranlarında herhangi bir olumsuzluk görülmemesine rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarınca not artışı açıklanmamıştır. Hisse fiyatındaki artış ve toparlanmaya rağmen ülke notunun tavan oluşturmasıyla banka notu spekülâtif seviyede kalmıştır.

SONUÇ

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin ya da o ülkelerdeki finansal kuruluşların ve firmaların borçlarını tam ve zamanında geri ödeme kapasitesini uluslararası düzeyde standartlaştırılmış bir şekilde harf ve/veya rakam sistemine dayanarak belirler ve yatırımcılara sunar. Uluslararası yatırımcıların yatırım kararlarında en önemli faktörlerden biri olan kredi notları ülkeler için de büyük öneme sahiptir. Düşük kredi notuna sahip olan ülke, uluslararası piyasalardan yüksek maliyetle kaynak temin edeceğinden ekonomik bir darboğazın içine girmesi de muhtemeldir. Bu bakımdan kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin ekonomik gelişiminde önemli bir etkiye sahiptir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu düşük tasarruf oranları nedeniyle yatırımların finanse edilmesinde yaşanan sıkıntılar, negatif notlarla ülkelerin ekonomik krize sürüklenmesine neden olmaktadır. Bu süreçte yüksek fon ihtiyaçları, ülkelerin yüksek borçlanma ve düşük notlar sarmalına sürüklenmesine neden olur. Bunun neticesinde gelişmekte olan ülkeler kısa aralıklarla borç krizleri yaşamaktadırlar.

Çalışmanın giriş kısmında verilen hipotez; uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının özellikle gelişmekte olan ülkeleri ve bu ülkelerdeki bankacılık sektörünü değerlendirirken kullandıkları yöntemlerin objektif olmadığı şeklinde belirtilmişti. Bu görüşün savunmasında ele alınan ülkelerin uzun vadeli notları; endeks verileri ve CDS primleriyle, seçilen bankaların kredi notları ise; belirli mali oranlar yardımıyla değerlendirilmiştir. Yapılan değerlendirme ve analizler sonucunda elde edilen bulgular tezin görüşünü destekler niteliktedir.

Çalışmada incelenen gelişmekte olan ülkelere Brezilya'nın uzun vadeli ülke notunda 2015-2017 yılları arasında yapılan not indirimlerinin CDS primlerinin zirve yaptığı noktada yapılması kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasayı takipte geciktiklerinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Bu durum aynı zamanda oligopol durumdaki kredi derecelendirme kuruluşlarının önceden önlem alınmasına imkan tanıyacak güncel bilgi arzı konusunda çok hassas olamadığını da hatırlatmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasadaki dalgalanmaları geç fark etmeleri, olacak olana göre değil olana göre not verdikleri eleştirisini de beraberinde

getirmektedir. Bu husus derecelendirme faaliyetleri için tanımlanan “geleceğe ilişkin yapılan tahminlerdir” ibaresiyle çelişmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştirilerden bir diğeri de yanlış ya da eksik derecelendirme yaptıklarına yöneliktir. Yanlış derecelendirme işleminin kanıtı, kısa bir süre önce derecelendirilen banka ya da ülkenin kısa bir sürenin ardından tekrar derecelendirilerek birden fazla not artırımına ya da not indirimine gidilmesidir. Brezilya’da araştırma için seçilen Banka Mercantil’in kredi notları incelenirken S&P’nin dört ay içinde üç kere not değişimine gittiği görülmüş ve yaptığı bu peş peşe not indirimleriyle banka notunun belirlenmesinde aşırı kötümser bir tepki verdiği değerlendirilmiştir.

Güney Afrika’nın uzun vadeli kredi notu incelendikten sonra çıkarılan sonuç; kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke notunu spekülasyon seviyeye indirmeye karar vermelerinin gecikmiş olduğuna yöneliktir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasayı geriden takip etmeleri ve gerçekleşen olaylar üzerinden notları revize etmeleri nedeniyle CDS primlerinin ülkenin risk durumunu daha iyi yansıttığı kanısı güçlenmektedir. Kredi notu çoğu kez ya çok geç kalındığı ya da aşırı erken belirlendiği izlenimi uyandırmaktadır. CDS primi ise gerçek zamanlı arz ve talebe göre belirlendiği için yatırımcıların reaksiyonunu daha gerçeğe uygun olarak yansıtmaktadır.

Hindistan’ın analizinde ise incelenen dönemde ülkenin makroekonomik veriler açısından olumlu bir görünüm sergilemesine rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarınca aşırı ihtiyatlı davranılarak not güncellemesine gidilmediği tespit edilmiştir. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının not artırımını konusunda gelişmekte olan ülkelerde isteksiz davrandığının bir kanıtı olarak kabul edilebilir.

Meksika’da ise çalışmada ele alınan yıllar itibarıyla incelenen makroekonomik veriler ışığında kredi notlarında tam tersi bir durum yaşandığı görülmüştür. Ülkenin not artışını takiben GSYH’deki düşüş ve enflasyon oranındaki artışa rağmen kredi notunda herhangi bir güncelleme gerçekleştirilmediği tespit edilmiştir. Aynı dönemde ülkenin CDS priminde ise artış yaşanmıştır. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke bazında farklı tutumlar sergilediklerinin bir göstergesidir.

Rusya'nın kredi notu incelenirken dikkat çeken olay ise, çalışma için seçilen Sber Bank'ın karlılık oranlarındaki ve hisse fiyatındaki olumlu seyre rağmen kredi notunun düşürülmesidir. Ülke notunun, banka notları bakımından bir tavan oluşturmaması ve döviz cinsinden banka notunun ülke notunu geçememesi derecelendirme sürecinde karşılaşılan diğer bir olumsuzluktur. Derecelendirme kuruluşlarının ülke ekonomisi için verdikleri ülke tavan notları o ülkede faaliyet gösteren birçok özel kuruluşun borçlanma imkanını ve maliyetini büyük oranda etkilemektedir. Not indirimi neticesinde ülke varlıklarından çıkan uluslararası yatırım fonları nedeniyle likiditenin azalması, ülkenin borçlanma imkanı azalmakta ve yükümlülüklerini yerine getirmesini zorlaştırmaktadır. Sonuç olarak ülke notunun düşürülmesiyle ülkede faiz oranları yükselmekte ve daha yüksek maliyetli borçlanmaya zorlanan ülkelerde risk daha da artmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarınca ülke notunun düşürülmesi sonucu ülkenin ekonomik koşulları bozulmakta ve bozulan ekonomik koşulların kötüleşmesi sonucu kredi notu daha fazla düşmektedir. Bu olumsuz tablo ile bankalar için bir tavan oluşturan ülke notunun düşmesi sonucu banka notları da hızla düşmektedir. Kelebek etkisi olarak nitelendirilen bu olay krizin etkisini, süresini ve şiddetini arttırmaktadır.

Son olarak Türkiye'nin uzun vadeli kredi notu ve çalışma için seçilen bankaların almış oldukları kredi notları incelenmiştir. Türkiye'nin uzun vadeli kredi notu Fitch ve Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyede değerlendirilirken Standard Poor's tarafından spekülasyon seviyede açıklanmıştır. Bu noktadan hareketle kredi derecelendirme kuruluşlarının; standartlaşmamış ve şeffaf olmayan kredi derecelendirme metodolojileri kullandıkları söylenebilir. Aynı kurum ya da ülkeye, farklı kuruluşlar tarafından dikkat çekici şekilde farklı notlar verilmesi nedeniyle de derecelendirme kuruluşları eleştirilebilir. Standart ve nesnel bir görüş sunması beklenen derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme süreci açık bir matematik denkleme dayanmadığı için puanlamada öznel değerlendirmeler öne geçebilmektedir. Birbirinden farklı derecelendirme notları yatırımcılarda kafa karışıklığına neden olmakta ve derecelendirme kuruluşlarının yöntemleri tarafsızlıktan uzaklaşabileceği izlenimini doğurmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'yi değerlendirirken siyasi riski her zaman göz önünde bulundurmakta ve bölgesel bakış açılarından dolayı Türkiye'deki

riskler değerlendirilirken aşırı kötümser bir tutum sergilemektedirler. 2016 yılında ülkemizde yaşanan darbe girişimi sonrası açıklanan not indirimlerini siyasi gerekçeler dışında açıklamak mümkün değildir. Çalışmada analiz edilen makroekonomik veriler de bu görüşü destekler niteliktedir. 2016 yılsonu makroekonomik verilerde bir önceki yıla göre kayda değer bir bozulma görülmemiş bilakis en temel makroekonomik değişkenlerden olan GSYH’de ilgili yılda bir önceki yıla göre artış yaşanmıştır.

Çalışmada yapılan analizlerin sonucunda Standard & Poor’s tarafından açıklanan Türkiye’nin kredi notu özellikle dikkat çekicidir. Ülkenin makroekonomik verilerinde görülen olumlu değişikliğe rağmen derecelendirme kuruluşunun not güncellemesi konusunda objektif bir değerlendirme yapmaktan kaçındığı izlenimi uyandırmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına yönlendirilebilecek bir başka eleştiri de re’sen yapılan derecelendirmelerdir. Basel II uzlaşısı ve SEC’in kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik mevzuatları gereği, bir banka ya da ülkeyi karşı taraf istemeden derecelendirme yetkisine sahiptirler. Verdikleri derecelendirme hizmeti karşılığında, yüklü paralar alan bu kuruluşların herhangi bir ücret talep etmeden, re’sen derecelendirme yapmasının arkasında yatan neden anlaşılamamaktadır. Standard & Poor’s Türkiye için 2013, Hindistan için 2011 yılından bu yana re’sen değerlendirmede bulunmaktadır.

Çalışma sonucunda, incelenen altı tane gelişmekte olan ülke ve on beş banka için aldıkları notlar değerlendirilirken kısaca özetlemek gerekirse ulaşılan bulguları şu maddelerle sıralayabiliriz:

- Kredi derecelendirme kuruluşlarının şeffaf, dinamik, hassas olmayan notlar açıkladıkları,
- Uluslararası derecelendirme alanında rekabet eksikliğinin bulunduğu,
- Piyasa şartlarında verdikleri notlarla krizleri öngöremedikleri gibi mevcut krizleri daha da derinleştirdikleri,
- Açıklamış oldukları ülke notlarının, finans kuruluşları ve firmalar için bir tavan oluşturması nedeniyle bu kuruluşların döviz cinsinden notlarının ülke notunu geçememesi sorunu,

- Hukuki sorumlulukları bulunmayan derecelendirme kuruluşlarının çalışanlarının faaliyetlerinin kontrol ve denetime tabii olmamasının verilen kredi notlarının güvenilirliğini olumsuz yönde etkilediği,
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasayı takipte geciktikleri,
- Oligopol durumdaki kredi derecelendirme kuruluşlarının önceden önlem alınmasına imkan tanıyacak güncel bilgi arzı konusunda çok hassas olamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına alternatif arayışlar içerisine giren piyasaların en çok rağbet ettiği araç ise CDS primleridir. Çalışmanın sonucunda ulaşılan bulgular neticesinde CDS primlerinin piyasa işleyişini yansıtmada daha güvenilir, hassas ve objektif olduğu sonucuna ulaşılmıştır. CDS primlerinin artıları şu şekilde sıralanabilir:

- Yatırımcılar, yatırım yapmaları halinde üstlenecekleri riskler hakkında bilgi sahibi olmaktadır.
- CDS primi ülke riskini kamuoyuna aktardığı için kullanışlı ve tercih edilen bir gösterge olarak kabul görmektedir.
- Ülke piyasalarını analiz etmede daha bağımsız ve tutarlı olmasının yanı sıra, özellikleri dolayısıyla da kredi notlarından daha avantajlı bir yapıya sahiptir.
- Piyasadaki verilere ve gerçekleştirmelere daha hızlı tepki verdiği ve doğru bilgiyi yansıttığı çalışma sonucunda analiz edilmiştir.

Yukarıda açıklanan nedenler neticesinde uluslararası yatırımcıların yatırım kararlarını verirken kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların yanında CDS primlerini de dikkate alması gerektiği söylenebilir. Bu sayede uluslararası yatırımcılar daha gerçeğe yakın bir risk primi belirleyerek daha etkin bir portföy yönetimi sağlayabilirler. Bu sayede fon talebinde bulunan gerek özel kuruluşlar, gerekse kamu kuruluşları ve yönetimler gerçekçi maliyetlerle borçlanma imkânına kavuşabilirler.

EKLER

Ek 1: Ülkelerin Makroekonomik Verileri

GSYH						
Milyar USD	TÜRKİYE	GÜNEY AFRIKA	BREZİLYA	RUSYA	MEKSİKA	HİNDİSTAN
31.12.2005	501,42	257,67	891,63	764,02	866,35	808,90
31.12.2006	552,49	271,81	1107,64	989,93	965,28	920,32
31.12.2007	675,77	299,03	1397,08	1299,71	1043,47	1201,11
31.12.2008	764,34	287,10	1695,83	1660,84	1101,28	1186,95
31.12.2009	644,64	297,22	1667,02	1222,64	894,95	1323,94
31.12.2010	771,88	375,30	2208,87	1524,92	1051,13	1656,62
31.12.2011	832,55	416,88	2616,20	2051,66	1171,19	1823,05
31.12.2012	873,98	396,33	2465,19	2210,26	1186,60	1827,64
31.12.2013	950,60	366,81	2472,81	2297,13	1261,98	1856,72
31.12.2014	934,17	351,12	2455,99	2063,66	1298,46	2035,39
31.12.2015	859,79	317,61	1803,65	1365,86	1152,26	2089,87
31.12.2016	863,71	295,46	1796,19	1283,16	1046,92	2263,79
31.12.2017	851,10	349,42	2055,51	1577,52	1149,92	2597,49
KBMG						
USD	TÜRKİYE	GÜNEY AFRIKA	BREZİLYA	RUSYA	MEKSİKA	HİNDİSTAN
31.12.2005	7384	5278	4770	5323	7987	707
31.12.2006	8035	5506	5860	6920	8768	792
31.12.2007	9710	5994	7314	9101	9330	1018
31.12.2008	10851	5695	8788	11635	9689	991
31.12.2009	9036	5831	8553	8563	7748	1090
31.12.2010	10672	7275	11224	10675	8960	1346
31.12.2011	11341	7976	13167	14351	9834	1462
31.12.2012	11720	7478	12291	15435	9821	1447
31.12.2013	12543	6822	12217	16007	10299	1452
31.12.2014	12127	6438	12027	14126	10453	1573
31.12.2015	10985	5744	8757	9329	9153	1596
31.12.2016	10863	5275	8650	8748	8209	1710
31.12.2017	10541	6161	9821	10743	8903	1940
ENFLASYON						
%	TÜRKİYE	GÜNEY AFRIKA	BREZİLYA	RUSYA	MEKSİKA	HİNDİSTAN
31.12.2005	7,72	3,60	5,69	10,90	3,33	3,97
31.12.2006	9,65	5,80	3,14	9,00	4,05	6,26
31.12.2007	8,39	8,80	4,46	11,90	3,76	6,38
31.12.2008	10,06	9,60	5,90	13,30	6,53	8,32
31.12.2009	6,53	6,30	4,31	8,80	3,57	10,83
31.12.2010	6,40	3,50	5,91	8,80	4,40	12,11
31.12.2011	10,45	6,20	6,50	6,10	3,82	8,87
31.12.2012	6,16	5,70	5,84	6,60	3,57	9,37
31.12.2013	7,40	5,40	5,91	6,50	3,97	9,85
31.12.2014	8,17	5,30	6,41	11,40	4,08	6,71
31.12.2015	8,81	5,30	10,67	12,90	2,13	4,91
31.12.2016	8,53	6,70	6,29	5,40	3,36	4,96
31.12.2017	11,92	4,70	2,95	2,50	6,77	3,33

DİŞ BORÇ						
Milyar USD	TÜRKİYE	GÜNEY AFRİKA	BREZİLYA	RUSYA	MEKSİKA	HİNDİSTAN
31.12.2005	170,76	46,16	187,99	257,40	173,13	160,24
31.12.2006	208,11	59,40	199,37	310,55	169,01	203,19
31.12.2007	250,03	75,28	240,50	463,54	193,29	229,80
31.12.2008	280,89	71,81	262,91	480,54	204,77	252,40
31.12.2009	268,84	78,56	277,56	467,25	198,63	295,86
31.12.2010	291,79	104,38	351,94	488,94	252,32	331,29
31.12.2011	303,83	113,13	404,12	540,56	286,45	394,03
31.12.2012	339,63	142,35	440,60	636,42	346,74	426,93
31.12.2013	390,09	137,10	482,77	728,86	399,27	458,18
31.12.2014	401,88	145,08	712,52	599,04	427,38	479,25
31.12.2015	396,41	124,13	665,10	518,42	417,59	455,94
31.12.2016	405,14	142,83	676,65	514,13	415,67	495,69
31.12.2017	453,21	173,32	668,51	518,87	437,74	513,46
DÖVİZ REZERVİ						
Milyar USD	TÜRKİYE	GÜNEY AFRİKA	BREZİLYA	RUSYA	MEKSİKA	HİNDİSTAN
31.12.2005	50,52	18,60	53,22	175,69	73,02	137,21
31.12.2006	60,85	23,08	85,15	295,28	75,45	177,25
31.12.2007	71,26	29,63	179,43	466,38	86,31	275,56
31.12.2008	70,08	30,61	192,84	410,70	93,99	254,61
31.12.2009	69,63	35,27	231,89	405,83	94,10	283,50
31.12.2010	80,70	38,18	280,57	432,95	114,88	297,33
31.12.2011	78,33	42,59	343,38	441,16	137,49	296,69
31.12.2012	100,32	44,03	362,10	473,11	153,47	296,58
31.12.2013	112,00	44,76	349,03	456,45	168,61	295,71
31.12.2014	106,31	44,28	354,81	327,73	185,18	319,71
31.12.2015	95,70	41,51	348,86	309,39	168,37	352,05
31.12.2016	92,05	42,69	356,80	308,03	168,75	360,30
31.12.2017	84,11	45,50	365,45	346,51	164,89	409,37
CARİ İŞLEMLER						
Milyar USD	TÜRKİYE	GÜNEY AFRİKA	BREZİLYA	RUSYA	MEKSİKA	HİNDİSTAN
31.12.2005	-21,00	-9,50	13,50	84,90	-7,70	-4,91
31.12.2006	-31,20	-17,20	13,00	94,80	-3,20	-3,68
31.12.2007	-36,90	-18,90	0,40	73,60	-9,60	-4,53
31.12.2008	-39,40	-9,40	-30,60	104,70	-16,80	-11,67
31.12.2009	-11,40	-9,40	-26,30	49,50	-7,70	-12,20
31.12.2010	-44,60	-1,40	-75,80	69,80	-5,00	-11,24
31.12.2011	-74,40	-10,20	-77,00	96,50	-12,40	-20,16
31.12.2012	-48,00	-22,10	-74,20	71,10	-18,40	-31,77
31.12.2013	-63,60	-18,90	-74,80	32,90	-30,90	-4,10
31.12.2014	-43,60	-16,00	-104,20	55,30	-23,70	-7,72
31.12.2015	-32,10	-14,30	-59,40	68,40	-29,30	-7,12
31.12.2016	-33,10	-5,50	-23,50	25,70	-22,80	-7,98
31.12.2017	-47,40	-10,10	-9,80	35,00	-19,40	-13,72

Ek 2: Ülkelerin CDS Verileri

Tarih	Brezilya	Güney Afrika	*Hindistan	Meksika	Rusya	Türkiye	Tarih	Brezilya	Güney Afrika	*Hindistan	Meksika	Rusya	Türkiye
31.01.2005	362,33	65,25	6,44	86,00	128,30	254,50	29.07.2011	113,55	125,45	8,45	111,00	141,87	192,73
28.02.2005	318,88	60,33	6,38	77,75	117,17	204,88	31.08.2011	141,63	152,14	8,33	140,48	189,80	226,58
31.03.2005	433,20	83,00	6,40	104,90	145,21	304,40	30.09.2011	201,76	211,51	8,32	197,32	309,37	294,46
29.04.2005	413,17	74,33	6,96	115,33	127,33	374,13	31.10.2011	139,25	167,65	8,84	136,50	199,00	236,33
31.05.2005	336,72	64,63	6,78	92,84	107,42	300,63	30.11.2011	161,84	197,24	8,71	158,51	244,20	277,47
30.06.2005	325,99	59,75	6,61	92,99	100,00	261,05	30.12.2011	161,59	202,07	8,44	153,53	275,12	287,09
29.07.2005	329,82	54,33	6,59	83,51	82,50	246,75	31.01.2012	144,83	189,70	8,29	141,44	224,64	277,04
31.08.2005	339,61	50,85	6,63	78,78	76,63	264,50	29.02.2012	141,01	159,32	8,33	136,71	185,75	242,19
30.09.2005	244,26	42,50	6,67	66,25	54,42	209,81	30.03.2012	122,17	160,39	8,60	117,68	184,20	228,40
31.10.2005	277,79	53,38	6,64	73,76	71,20	198,80	30.04.2012	122,92	156,44	8,49	117,50	194,67	231,80
30.11.2005	252,50	47,42	6,57	59,75	66,86	167,36	31.05.2012	171,13	197,37	8,31	164,72	267,88	292,96
30.12.2005	225,07	40,63	6,57	62,69	67,67	155,50	29.06.2012	157,25	163,00	8,18	139,22	230,56	241,03
31.01.2006	178,01	40,00	6,88	60,54	62,70	156,75	31.07.2012	132,67	131,29	8,19	113,17	174,04	185,50
28.02.2006	112,99	33,67	7,06	48,53	46,90	122,94	31.08.2012	131,02	151,93	8,23	111,18	164,75	179,81
31.03.2006	147,63	42,55	7,32	68,57	57,50	146,13	28.09.2012	112,83	149,25	8,18	101,83	150,34	160,67
28.04.2006	124,32	47,45	6,99	63,82	49,92	135,83	31.10.2012	112,32	150,25	8,18	101,34	153,81	162,32
31.05.2006	189,83	56,63	7,25	86,09	70,25	220,50	30.11.2012	110,82	149,52	8,16	101,33	136,47	130,80
30.06.2006	171,47	76,00	7,67	80,00	68,17	293,71	31.12.2012	108,45	142,82	8,03	97,82	131,62	127,03
31.07.2006	138,06	56,44	7,84	58,04	53,07	220,25	31.01.2013	116,34	173,58	7,98	98,25	146,63	135,26
31.08.2006	123,00	54,00	7,57	48,90	50,13	195,21	28.02.2013	131,16	172,75	7,94	102,34	146,84	138,34
29.09.2006	134,44	63,15	7,44	56,69	57,61	217,95	29.03.2013	137,22	181,33	7,96	97,17	164,33	146,59
31.10.2006	113,48	49,08	7,49	45,77	51,13	183,06	30.04.2013	109,01	157,29	7,55	82,38	137,12	117,81
30.11.2006	110,13	50,50	7,32	46,75	50,94	183,50	31.05.2013	146,99	191,65	7,38	102,82	155,45	130,95
29.12.2006	99,58	42,31	7,49	40,42	43,75	160,88	28.06.2013	185,00	216,33	7,70	131,16	195,24	190,83
31.01.2007	98,21	37,25	7,65	42,94	45,21	164,19	31.07.2013	188,17	222,19	8,87	128,33	187,90	206,99
28.02.2007	94,98	38,50	7,92	43,90	48,77	178,54	30.08.2013	206,86	239,79	9,40	132,41	199,59	239,95
30.03.2007	83,30	36,48	7,93	41,26	47,92	174,75	30.09.2013	176,00	197,23	8,85	122,38	172,64	213,58
30.04.2007	71,29	30,74	8,11	33,56	41,00	165,22	31.10.2013	167,15	184,75	8,55	103,17	161,43	184,99
31.05.2007	62,16	25,06	8,00	28,56	38,73	146,83	29.11.2013	205,00	210,65	8,67	103,00	171,50	207,14
29.06.2007	75,83	28,56	7,92	35,60	43,24	145,75	31.12.2013	193,77	204,11	8,89	91,51	165,17	244,72
31.07.2007	130,94	63,34	7,43	58,74	76,09	203,13	31.01.2014	205,68	233,02	8,92	107,68	202,85	270,33
31.08.2007	103,57	58,23	7,78	60,33	84,01	199,93	28.02.2014	171,34	203,62	8,98	90,33	191,36	229,95
28.09.2007	85,10	49,77	7,77	48,90	72,64	163,71	31.03.2014	169,66	194,80	8,88	87,50	222,08	219,80
31.10.2007	81,33	38,67	7,80	47,23	69,47	160,53	30.04.2014	146,68	185,75	8,80	84,01	259,80	199,20
30.11.2007	98,41	63,07	7,83	66,90	94,90	180,09	30.05.2014	142,33	171,70	8,55	74,50	193,34	179,53
31.12.2007	103,00	72,91	7,77	69,50	88,17	167,34	30.06.2014	144,15	176,63	8,64	67,82	183,69	176,81
31.01.2008	135,69	157,57	7,52	110,50	109,96	206,61	31.07.2014	155,98	188,82	8,45	85,66	238,81	185,32
29.02.2008	152,38	200,90	7,54	123,18	134,27	248,59	29.08.2014	127,00	167,34	8,62	68,50	257,84	178,32
31.03.2008	177,67	207,43	7,77	130,10	148,34	309,51	30.09.2014	175,63	195,32	8,56	86,84	248,51	207,66
30.04.2008	108,50	135,74	7,93	84,00	101,51	239,27	31.10.2014	151,75	170,51	8,28	79,00	244,50	173,49
30.05.2008	85,17	160,07	8,06	76,67	85,35	242,77	28.11.2014	153,52	165,17	8,14	83,16	314,31	163,00
30.06.2008	120,57	190,70	8,93	115,40	107,73	309,17	31.12.2014	200,76	191,79	7,94	103,49	476,09	184,38
31.07.2008	117,72	159,27	9,41	105,77	98,86	257,75	30.01.2015	226,63	211,24	7,67	117,76	628,39	192,31
29.08.2008	130,30	173,32	8,84	118,44	132,80	265,10	27.02.2015	242,91	192,39	7,77	102,74	479,49	203,00
30.09.2008	173,33	210,68	8,64	144,32	261,49	297,09	31.03.2015	282,71	208,74	7,75	125,61	407,86	217,20
31.10.2008	316,32	376,56	7,42	315,93	616,52	464,11	30.04.2015	234,34	209,49	7,88	120,85	358,85	224,50
28.11.2008	324,82	407,51	7,07	316,99	708,30	419,02	29.05.2015	235,50	206,52	7,84	116,38	309,49	211,32
31.12.2008	300,51	393,56	5,40	292,60	741,16	408,69	30.06.2015	259,89	209,39	8,06	131,15	341,87	225,12
30.01.2009	344,95	422,68	6,00	356,03	724,06	428,24	31.07.2015	292,67	218,40	7,94	135,92	337,50	236,10
27.02.2009	400,58	459,93	5,91	462,10	761,11	487,39	31.08.2015	350,77	247,80	7,91	145,57	370,43	262,21
31.03.2009	325,26	362,42	6,76	380,40	499,44	398,95	30.09.2015	480,03	292,49	7,63	175,99	361,13	312,40

30.04.2009	274,07	250,22	6,06	299,79	359,81	300,88	30.10.2015	440,51	252,64	7,69	151,94	272,89	253,19
29.05.2009	191,02	234,55	6,46	219,21	304,89	269,06	30.11.2015	444,13	264,15	7,84	155,02	271,89	261,04
30.06.2009	176,48	218,53	6,49	207,17	343,62	264,13	31.12.2015	494,94	335,85	7,69	170,13	308,97	273,56
31.07.2009	133,76	159,66	6,72	162,00	265,32	212,14	29.01.2016	473,45	349,16	7,58	196,01	332,56	279,85
31.08.2009	137,76	164,77	7,17	177,95	272,46	211,60	29.02.2016	459,65	354,52	7,64	198,22	323,87	296,60
30.09.2009	126,63	142,10	7,08	157,34	210,27	194,16	31.03.2016	365,74	298,90	7,43	162,36	283,19	254,58
30.10.2009	137,51	141,66	7,37	169,76	190,24	188,75	29.04.2016	339,76	285,51	7,44	161,61	245,88	239,53
30.11.2009	129,15	170,66	6,99	148,17	212,41	210,68	31.05.2016	362,95	318,47	7,49	172,40	260,45	273,30
31.12.2009	122,52	142,41	7,26	133,78	185,52	183,44	30.06.2016	316,97	281,04	7,39	159,01	232,87	242,87
29.01.2010	144,02	160,31	7,15	150,34	191,68	193,11	29.07.2016	291,18	252,49	7,05	151,74	239,31	274,62
26.02.2010	130,16	154,59	7,59	126,84	177,59	192,04	31.08.2016	259,60	261,01	7,02	137,89	220,33	245,40
31.03.2010	130,54	135,74	7,53	116,23	144,48	173,94	30.09.2016	273,00	256,34	6,88	167,00	219,67	261,62
30.04.2010	123,68	131,18	7,44	115,13	144,37	170,73	31.10.2016	273,96	243,66	6,71	155,35	223,66	255,13
31.05.2010	135,83	161,63	7,38	133,56	172,20	173,94	30.11.2016	297,31	255,67	6,24	180,69	231,35	290,17
30.06.2010	140,29	174,64	7,37	138,06	196,75	195,66	30.12.2016	280,76	255,67	6,57	155,91	184,33	273,17
30.07.2010	116,91	138,15	7,62	116,85	161,77	162,51	31.01.2017	250,94	213,17	6,52	166,75	168,32	267,50
31.08.2010	131,46	155,37	7,68	143,82	180,17	181,03	28.02.2017	223,74	191,30	6,80	141,64	166,70	240,89
30.09.2010	115,90	145,08	7,68	122,74	160,84	160,07	31.03.2017	226,44	191,02	6,76	130,28	153,50	239,28
29.10.2010	100,61	117,99	7,84	106,43	144,84	132,96	28.04.2017	217,70	193,17	6,92	119,20	153,24	208,51
30.11.2010	123,53	144,27	7,91	128,94	175,43	153,87	31.05.2017	235,90	191,33	6,82	118,76	169,23	198,15
31.12.2010	111,28	126,12	7,86	113,56	145,66	140,82	30.06.2017	242,38	200,48	6,61	112,66	164,16	194,72
31.01.2011	118,92	137,65	7,88	120,53	152,80	165,25	31.07.2017	209,90	183,71	6,56	101,66	140,56	182,64
28.02.2011	118,00	134,46	7,88	114,47	139,50	173,67	31.08.2017	195,80	169,68	6,50	101,57	142,08	161,69
31.03.2011	111,72	120,38	7,88	105,42	128,34	158,25	29.09.2017	195,95	186,33	6,64	110,34	129,41	187,51
29.04.2011	105,35	117,64	8,24	98,52	128,01	147,47	31.10.2017	171,77	185,02	6,75	106,88	127,17	185,66
31.05.2011	104,07	120,96	8,49	102,95	138,64	164,00	30.11.2017	170,79	181,08	6,90	102,47	127,57	202,18
30.06.2011	110,01	123,87	8,36	107,49	142,38	175,68	29.12.2017	161,97	156,97	7,11	106,11	106,55	164,79

*Çalışmada Hindistan için beş yıllık tahvil faizi alınmıştır.

Ek 3: Ülkelerin Bankacılık-Finans Endeksi Verileri

Tarih	Brezilya	Güney Afrika	Hindistan	Meksika	Rusya	Türkiye	Tarih	Brezilya	Güney Afrika	Hindistan	Meksika	Rusya	Türkiye
31.01.2005	369,35	381,93	78,44	12,15	129,47	37046,76	29.07.2011	2089,89	583,73	246,53	5,11	801,19	76518,57
28.02.2005	432,37	400,01	84,18	11,87	148,24	41716,52	31.08.2011	1976,47	577,20	236,33	4,43	647,63	64911,58
31.03.2005	399,95	359,56	80,85	11,16	149,37	34602,81	30.09.2011	1631,64	475,25	193,37	3,69	485,19	68991,67
29.04.2005	417,26	361,58	72,64	11,64	164,23	32699,89	31.10.2011	1978,90	505,59	205,15	4,27	594,89	62297,33
31.05.2005	443,25	335,40	79,35	11,74	165,49	35666,32	30.11.2011	1841,58	502,84	164,03	3,87	606,54	58829,77
30.06.2005	478,22	351,35	83,67	11,49	166,25	39343,63	30.12.2011	1858,28	509,00	150,17	3,75	520,13	52225,34
29.07.2005	471,36	396,01	100,30	10,94	190,18	44533,90	31.01.2012	2101,84	568,21	200,58	4,23	634,54	62300,76
31.08.2005	653,95	402,42	92,02	10,95	224,18	46604,76	29.02.2012	2260,67	618,92	212,43	4,40	721,81	66569,60
30.09.2005	781,26	422,23	105,01	11,41	238,04	51192,72	30.03.2012	2074,45	606,71	200,74	4,63	682,05	68454,73
31.10.2005	782,66	384,79	88,65	11,41	224,18	49356,10	30.04.2012	1846,93	624,45	194,87	4,46	665,38	64337,05
30.11.2005	882,47	399,67	93,58	11,44	279,35	60765,07	31.05.2012	1661,41	564,61	168,26	3,83	505,58	55410,65
30.12.2005	859,30	461,93	100,65	11,57	329,97	63393,19	29.06.2012	1673,20	585,78	185,86	4,20	551,44	69146,49
31.01.2006	1131,69	515,60	104,67	11,72	375,31	73079,35	31.07.2012	1770,57	595,80	186,58	4,24	567,17	71598,43
28.02.2006	1201,31	500,42	103,15	11,69	389,17	77016,34	31.08.2012	1807,29	582,08	179,92	4,60	583,45	76543,70
31.03.2006	1119,15	529,69	104,47	11,97	370,28	66710,01	28.09.2012	1802,84	578,67	216,74	5,03	593,17	75067,56
28.04.2006	1215,42	546,04	98,86	12,53	455,92	69462,07	31.10.2012	1752,09	561,52	209,40	5,31	597,00	85511,49
31.05.2006	997,75	442,97	88,93	12,03	408,06	51598,41	30.11.2012	1772,12	546,95	224,07	5,25	597,07	85277,36
30.06.2006	1048,95	399,54	80,56	12,03	429,47	45827,60	31.12.2012	1965,19	629,75	226,87	5,82	614,98	91110,96
31.07.2006	1092,51	414,91	87,72	12,22	448,36	49165,36	31.01.2013	2045,68	606,86	238,78	6,03	727,68	92411,99
31.08.2006	1104,44	410,22	98,94	12,65	546,60	53077,13	28.02.2013	2081,55	587,17	211,32	6,07	684,48	89804,45
29.09.2006	1108,37	377,68	115,03	12,80	549,12	50992,08	29.03.2013	2120,78	581,78	211,63	6,48	635,17	97973,32
31.10.2006	1214,51	439,15	124,10	13,24	566,75	58764,43	30.04.2013	2081,02	576,47	233,46	6,54	637,14	99760,43
30.11.2006	1281,64	461,40	138,52	13,43	628,46	54846,63	31.05.2013	2013,13	500,05	220,79	6,52	612,93	93798,16
29.12.2006	1416,91	515,57	135,73	14,39	883,98	57509,82	28.06.2013	1724,90	505,65	195,61	6,12	571,98	77188,01
31.01.2007	1468,72	520,64	134,76	14,32	832,07	59994,01	31.07.2013	1696,54	505,42	165,93	6,59	577,64	70631,11
28.02.2007	1384,92	531,11	118,31	13,60	933,66	60501,24	30.08.2013	1629,92	494,68	137,72	6,18	534,05	61708,60
30.03.2007	1438,49	551,80	122,10	13,66	896,81	64723,84	30.09.2013	1900,68	548,17	153,60	6,37	596,26	69689,82
30.04.2007	1546,94	588,44	136,51	13,97	980,18	68764,96	31.10.2013	2028,66	584,19	186,57	6,49	632,18	73352,41
31.05.2007	1802,35	547,44	155,73	14,49	895,13	70795,43	29.11.2013	1850,72	543,58	178,61	6,79	616,91	68946,41
29.06.2007	1816,83	526,45	165,51	13,84	958,85	71276,38	31.12.2013	1751,59	550,34	184,23	6,88	617,34	56756,45
31.07.2007	1893,13	536,43	171,63	13,23	998,63	86805,03	31.01.2014	1585,04	468,61	163,39	6,34	537,30	47172,12
31.08.2007	1796,65	539,09	163,10	13,05	913,91	79837,79	28.02.2014	1694,41	517,64	174,31	6,39	505,89	48386,75
28.09.2007	1927,69	535,81	201,84	13,14	976,33	94692,51	31.03.2014	1941,95	575,02	212,76	6,51	474,75	59481,48
31.10.2007	2015,01	651,37	229,19	13,09	1018,40	107836,17	30.04.2014	2100,61	592,43	213,07	6,49	417,55	64377,09
30.11.2007	1769,71	566,87	236,77	11,77	994,78	99708,77	30.05.2014	2045,95	600,47	250,30	6,70	504,77	73038,49
31.12.2007	1540,95	522,78	250,26	11,21	994,60	102540,51	30.06.2014	2181,72	612,15	253,25	6,75	499,64	69842,34
31.01.2008	1381,83	417,66	234,36	10,05	847,40	76598,93	31.07.2014	2236,87	627,22	252,11	6,78	421,21	72880,43
29.02.2008	1527,56	451,53	217,13	9,38	789,72	73284,93	29.08.2014	2568,48	614,35	252,29	7,10	403,32	69602,31
31.03.2008	1337,83	390,78	165,89	9,56	743,11	56765,65	30.09.2014	2032,82	563,85	249,24	7,06	388,78	60156,97
30.04.2008	1674,35	416,16	188,39	10,46	771,19	66635,94	31.10.2014	2082,24	627,91	277,75	7,14	358,89	66910,48
30.05.2008	1831,51	381,17	155,08	9,94	849,01	60257,59	28.11.2014	2112,76	638,63	298,44	6,84	310,14	74000,86
30.06.2008	1539,56	340,15	116,80	8,39	742,04	48503,02	31.12.2014	1857,87	630,89	297,21	6,62	234,61	68068,61
31.07.2008	1583,50	438,90	134,60	8,73	697,50	71015,29	30.01.2015	1740,97	662,78	320,72	6,02	217,65	70126,18
29.08.2008	1539,79	417,55	138,88	8,19	552,88	66474,67	27.02.2015	1846,09	664,83	308,43	6,49	286,36	61586,88
30.09.2008	1244,27	396,41	123,60	7,97	401,52	57784,01	31.03.2015	1629,38	671,79	291,32	6,39	256,91	54571,05
31.10.2008	822,70	285,77	91,43	5,44	253,71	37352,53	30.04.2015	1884,57	708,46	289,14	6,41	340,71	54667,46
28.11.2008	819,17	310,45	85,64	4,13	201,37	33307,68	29.05.2015	1627,36	634,40	293,32	6,40	342,57	54288,90
31.12.2008	816,14	320,91	102,49	4,37	184,89	36345,47	30.06.2015	1729,53	643,90	287,44	6,36	317,09	52400,40
30.01.2009	773,64	264,78	91,18	3,27	110,95	31517,65	31.07.2015	1504,55	615,77	292,03	6,50	281,51	49215,50
27.02.2009	723,11	234,85	76,08	2,43	96,49	26955,12	31.08.2015	1268,77	565,63	257,91	5,91	259,33	42666,64

31.03.2009	859,94	282,69	81,47	2,90	148,41	31437,30	30.09.2015	1111,86	511,23	262,48	5,65	266,31	39502,81
30.04.2009	1056,94	330,06	82,51	3,36	196,27	43328,05	30.10.2015	1156,01	540,58	265,91	6,09	315,51	44413,38
29.05.2009	1349,02	359,82	157,48	3,91	328,18	49917,56	30.11.2015	1171,00	473,80	261,45	6,11	334,93	42433,39
30.06.2009	1358,57	395,15	153,20	3,90	274,88	51913,65	31.12.2015	1091,09	394,82	255,80	5,96	307,71	41106,92
31.07.2009	1498,35	418,48	157,39	4,22	307,32	66795,34	29.01.2016	1038,12	387,02	228,97	5,16	283,35	42090,43
31.08.2009	1533,68	446,04	152,21	4,79	336,42	70249,70	29.02.2016	1087,82	379,89	203,84	4,96	306,14	42256,23
30.09.2009	1833,77	457,44	183,17	4,90	449,27	72107,02	31.03.2016	1499,88	463,12	243,66	5,48	354,48	48318,11
30.10.2009	1718,93	452,81	179,64	4,66	498,53	69896,51	29.04.2016	1681,20	461,04	253,20	5,50	391,06	51195,24
30.11.2009	1870,76	468,64	194,50	4,81	531,52	65351,86	31.05.2016	1431,83	401,03	261,98	5,03	403,03	43608,29
31.12.2009	1942,02	495,74	194,08	4,51	614,13	79765,45	30.06.2016	1723,28	442,29	265,61	5,15	419,44	44968,48
29.01.2010	1715,24	501,69	187,35	4,31	650,80	79033,53	29.07.2016	1882,44	506,11	282,90	5,06	417,93	41205,87
26.02.2010	1800,34	486,83	189,28	4,47	570,96	69446,57	31.08.2016	1927,97	453,11	295,50	5,22	436,93	43239,43
31.03.2010	1952,25	561,01	210,60	4,98	656,52	84650,83	30.09.2016	1883,63	514,20	289,51	4,93	461,94	43718,36
30.04.2010	1942,27	553,04	222,48	5,13	609,38	89025,67	31.10.2016	2194,56	534,19	288,80	5,29	458,01	44017,71
31.05.2010	1771,09	500,75	201,95	4,67	525,16	79556,71	30.11.2016	1909,78	529,53	272,38	4,35	477,32	35807,85
30.06.2010	1698,15	474,37	203,76	4,53	552,58	80235,66	30.12.2016	1959,23	564,37	267,61	4,52	545,34	36767,28
30.07.2010	2075,87	555,60	218,95	4,94	624,22	93973,87	31.01.2017	2200,17	549,70	287,56	4,44	550,86	38020,14
31.08.2010	1994,29	517,39	228,28	4,57	575,42	90351,79	28.02.2017	2356,51	561,73	309,00	4,47	518,80	40736,55
30.09.2010	2225,15	592,53	275,14	4,91	637,38	105281,47	31.03.2017	2299,15	531,94	330,67	5,16	542,28	40816,98
29.10.2010	2284,92	557,58	277,55	5,25	739,85	111508,83	28.04.2017	2293,80	552,51	348,02	5,20	554,61	45905,03
30.11.2010	2188,10	535,42	260,49	5,21	727,21	99581,76	31.05.2017	2086,87	555,12	363,11	5,18	523,10	46898,15
31.12.2010	2254,48	618,25	263,76	5,71	767,65	93070,86	30.06.2017	2076,09	546,07	359,42	5,49	476,63	48459,88
31.01.2011	2049,27	558,69	231,82	5,80	801,20	82517,05	31.07.2017	2285,66	587,94	391,10	5,75	514,05	51913,22
28.02.2011	2125,20	562,32	230,51	5,69	796,34	81050,75	31.08.2017	2421,70	619,11	380,53	5,72	583,88	53124,59
31.03.2011	2279,94	606,87	262,54	5,58	831,80	85153,18	29.09.2017	2568,35	558,29	368,48	5,79	611,36	45944,04
29.04.2011	2277,50	629,94	259,70	5,84	801,68	93042,07	31.10.2017	2445,17	545,60	386,42	5,11	604,89	45183,62
31.05.2011	2225,19	608,61	244,58	5,45	766,13	80864,88	30.11.2017	2351,46	609,32	393,00	5,12	672,44	38973,29
30.06.2011	2260,67	594,65	251,57	5,41	784,53	80558,29	29.12.2017	2424,32	776,78	399,86	4,82	674,82	45120,93

Ek 4: Brezilya Banka Verileri

Tarih	Banka Mercantil Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Banka Bradesco Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Tarih	Banka Mercantil Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Banka Bradesco Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı
31.01.2005	6,50	0,68	0,66	4,99	0,41	0,29	29.07.2011	11,19	0,72	0,65	16,79	0,49	0,33
28.02.2005	8,00	0,68	0,66	6,34	0,41	0,29	31.08.2011	11,59	0,72	0,65	16,02	0,49	0,33
31.03.2005	7,20	0,66	0,65	5,98	0,58	0,52	30.09.2011	11,29	0,71	0,63	15,77	0,49	0,29
29.04.2005	7,20	0,66	0,65	6,18	0,58	0,52	31.10.2011	11,59	0,71	0,63	17,67	0,49	0,29
31.05.2005	6,00	0,66	0,65	6,00	0,58	0,52	30.11.2011	11,40	0,71	0,63	16,87	0,49	0,29
30.06.2005	6,00	0,65	0,62	6,45	0,81	0,70	30.12.2011	11,69	0,73	0,65	17,50	0,41	0,22
29.07.2005	6,00	0,65	0,62	6,43	0,81	0,70	31.01.2012	12,29	0,73	0,65	17,87	0,41	0,22
31.08.2005	6,02	0,65	0,62	7,74	0,81	0,70	29.02.2012	12,10	0,73	0,65	17,76	0,41	0,22
30.09.2005	6,24	0,62	0,58	8,42	0,95	1,00	30.03.2012	11,99	0,72	0,63	18,15	0,36	0,19
31.10.2005	6,29	0,62	0,58	8,97	0,95	1,00	30.04.2012	12,07	0,72	0,63	17,43	0,36	0,19
30.11.2005	6,60	0,62	0,58	10,47	0,95	1,00	31.05.2012	11,83	0,72	0,63	16,85	0,36	0,19
30.12.2005	7,00	0,57	0,52	10,48	1,00	0,94	29.06.2012	11,68	0,62	0,54	17,04	0,29	0,16
31.01.2006	6,98	0,57	0,52	13,47	1,00	0,94	31.07.2012	11,62	0,62	0,54	17,99	0,29	0,16
28.02.2006	6,76	0,57	0,52	13,56	1,00	0,94	31.08.2012	11,99	0,62	0,54	18,78	0,29	0,16
31.03.2006	6,00	0,57	0,53	12,00	0,99	0,98	28.09.2012	10,99	0,64	0,55	18,54	0,27	0,13
28.04.2006	6,24	0,57	0,53	12,33	0,99	0,98	31.10.2012	11,24	0,64	0,55	18,21	0,27	0,13
31.05.2006	5,80	0,57	0,53	10,84	0,99	0,98	30.11.2012	10,69	0,64	0,55	20,20	0,27	0,13
30.06.2006	5,20	0,57	0,53	10,48	0,95	0,95	31.12.2012	11,29	0,66	0,57	20,02	0,24	0,11
31.07.2006	6,40	0,57	0,53	11,27	0,95	0,95	31.01.2013	11,83	0,66	0,57	20,83	0,24	0,11
31.08.2006	6,50	0,57	0,53	10,76	0,95	0,95	28.02.2013	11,29	0,66	0,57	20,10	0,24	0,11
29.09.2006	5,70	0,58	0,53	11,15	0,57	0,66	29.03.2013	11,44	0,65	0,55	21,38	0,23	0,10
31.10.2006	5,70	0,58	0,53	11,86	0,57	0,66	30.04.2013	11,24	0,65	0,55	20,60	0,23	0,10
30.11.2006	5,80	0,58	0,53	12,68	0,57	0,66	31.05.2013	11,84	0,65	0,55	21,49	0,23	0,10
29.12.2006	6,04	0,57	0,52	13,48	0,51	0,55	28.06.2013	11,34	0,61	0,51	18,03	0,22	0,08
31.01.2007	7,60	0,57	0,52	13,45	0,51	0,55	31.07.2013	11,30	0,61	0,51	17,34	0,22	0,08
28.02.2007	7,92	0,57	0,52	12,17	0,51	0,55	30.08.2013	11,00	0,61	0,51	17,35	0,22	0,08
30.03.2007	8,38	0,56	0,51	13,09	0,48	0,53	30.09.2013	10,85	0,44	0,36	19,02	0,22	0,08
30.04.2007	11,35	0,56	0,51	13,55	0,48	0,53	31.10.2013	11,00	0,44	0,36	20,21	0,22	0,08
31.05.2007	13,59	0,56	0,51	15,24	0,48	0,53	29.11.2013	11,45	0,44	0,36	19,41	0,22	0,08
29.06.2007	13,21	0,58	0,52	14,57	0,58	0,63	31.12.2013	9,00	0,49	0,41	18,21	0,18	0,08
31.07.2007	14,81	0,58	0,52	15,27	0,58	0,63	31.01.2014	7,70	0,49	0,41	16,38	0,18	0,08
31.08.2007	14,20	0,58	0,52	15,25	0,58	0,63	28.02.2014	7,01	0,49	0,41	17,10	0,18	0,08
28.09.2007	14,35	0,62	0,56	16,70	0,87	0,87	31.03.2014	6,70	0,36	0,30	19,53	0,21	0,10
31.10.2007	14,01	0,62	0,56	18,45	0,87	0,87	30.04.2014	6,79	0,36	0,30	20,78	0,21	0,10
30.11.2007	14,09	0,62	0,56	17,73	0,87	0,87	30.05.2014	6,50	0,36	0,30	19,54	0,21	0,10
31.12.2007	14,19	0,64	0,58	17,75	0,85	0,85	30.06.2014	5,80	0,19	0,15	20,07	0,27	0,15
31.01.2008	13,89	0,64	0,58	14,59	0,85	0,85	31.07.2014	6,00	0,19	0,15	21,67	0,27	0,15
29.02.2008	17,59	0,64	0,58	16,49	0,85	0,85	29.08.2014	5,24	0,19	0,15	25,57	0,27	0,15
31.03.2008	15,81	0,67	0,62	15,24	0,82	0,85	30.09.2014	4,51	0,24	0,19	21,81	0,31	0,17
30.04.2008	15,49	0,67	0,62	17,90	0,82	0,85	31.10.2014	4,86	0,24	0,19	23,37	0,31	0,17
30.05.2008	16,26	0,67	0,62	18,41	0,82	0,85	28.11.2014	4,32	0,24	0,19	24,77	0,31	0,17
30.06.2008	15,39	0,69	0,62	15,45	0,70	0,67	31.12.2014	4,51	0,00	0,00	21,95	0,33	0,26
31.07.2008	14,94	0,69	0,62	15,53	0,70	0,67	30.01.2015	4,16	0,00	0,00	21,12	0,33	0,26
29.08.2008	14,68	0,69	0,62	14,03	0,70	0,67	27.02.2015	4,79	0,00	0,00	23,54	0,33	0,26
30.09.2008	11,79	0,64	0,57	14,49	0,67	0,60	31.03.2015	4,90	0,11	0,10	22,29	0,35	0,25
31.10.2008	7,79	0,64	0,57	11,75	0,67	0,60	30.04.2015	4,26	0,11	0,10	24,16	0,35	0,25
28.11.2008	7,39	0,64	0,57	11,54	0,67	0,60	29.05.2015	4,36	0,11	0,10	21,20	0,35	0,25

31.12.2008	7,60	0,66	0,59	10,58	0,54	0,42	30.06.2015	4,18	0,40	0,33	21,41	0,36	0,29
30.01.2009	8,48	0,66	0,59	9,74	0,54	0,42	31.07.2015	4,19	0,40	0,33	20,50	0,36	0,29
27.02.2009	8,60	0,66	0,59	9,70	0,54	0,42	31.08.2015	4,20	0,40	0,33	17,32	0,36	0,29
31.03.2009	7,70	0,62	0,55	10,82	0,41	0,31	30.09.2015	3,96	0,53	0,44	16,09	0,36	0,26
30.04.2009	8,15	0,62	0,55	12,69	0,41	0,31	30.10.2015	4,00	0,53	0,44	15,78	0,36	0,26
29.05.2009	8,85	0,62	0,55	14,19	0,41	0,31	30.11.2015	4,10	0,53	0,44	15,87	0,36	0,26
30.06.2009	9,18	0,60	0,52	13,58	0,41	0,29	31.12.2015	4,20	0,70	0,57	14,49	0,35	0,33
31.07.2009	9,44	0,60	0,52	13,84	0,41	0,29	29.01.2016	3,90	0,70	0,57	13,64	0,35	0,33
31.08.2009	9,88	0,60	0,52	14,41	0,41	0,29	29.02.2016	4,49	0,70	0,57	16,03	0,35	0,33
30.09.2009	11,29	0,63	0,55	16,51	0,36	0,26	31.03.2016	4,18	0,72	0,59	20,34	0,30	0,27
30.10.2009	13,08	0,63	0,55	16,19	0,36	0,26	29.04.2016	5,25	0,72	0,59	21,41	0,30	0,27
30.11.2009	11,99	0,63	0,55	17,10	0,36	0,26	31.05.2016	5,30	0,72	0,59	18,84	0,30	0,27
31.12.2009	10,43	0,64	0,57	17,04	0,40	0,27	30.06.2016	5,30	0,60	0,50	20,81	0,24	0,24
29.01.2010	11,59	0,64	0,57	16,14	0,40	0,27	29.07.2016	5,49	0,60	0,50	23,44	0,24	0,24
26.02.2010	12,69	0,64	0,57	16,05	0,40	0,27	31.08.2016	5,00	0,60	0,50	24,02	0,24	0,24
31.03.2010	12,44	1,00	1,00	16,90	0,42	0,27	30.09.2016	4,40	0,56	0,47	24,52	0,18	0,13
30.04.2010	11,63	1,00	1,00	16,39	0,42	0,27	31.10.2016	4,16	0,56	0,47	27,64	0,18	0,13
31.05.2010	11,59	1,00	1,00	15,67	0,42	0,27	30.11.2016	4,10	0,56	0,47	24,59	0,18	0,13
30.06.2010	12,86	0,99	0,95	14,49	0,39	0,25	30.12.2016	4,19	0,53	0,45	23,97	0,12	0,10
30.07.2010	13,19	0,99	0,95	18,28	0,39	0,25	31.01.2017	4,32	0,53	0,45	27,03	0,12	0,10
31.08.2010	12,79	0,99	0,95	17,27	0,39	0,25	28.02.2017	5,41	0,53	0,45	27,62	0,12	0,10
30.09.2010	12,39	1,00	0,93	19,23	0,44	0,28	31.03.2017	4,40	0,51	0,43	26,76	0,07	0,09
29.10.2010	12,78	1,00	0,93	19,87	0,44	0,28	28.04.2017	4,45	0,51	0,43	27,61	0,07	0,09
30.11.2010	12,23	1,00	0,93	19,03	0,44	0,28	31.05.2017	4,28	0,51	0,43	25,02	0,07	0,09
31.12.2010	12,09	0,96	0,89	18,58	0,47	0,32	30.06.2017	4,45	0,51	0,43	25,59	0,04	0,07
31.01.2011	12,08	0,96	0,89	17,53	0,47	0,32	31.07.2017	4,95	0,51	0,43	27,45	0,04	0,07
28.02.2011	11,91	0,96	0,89	18,21	0,47	0,32	31.08.2017	5,08	0,51	0,43	30,53	0,04	0,07
31.03.2011	11,99	0,58	0,52	18,98	0,48	0,33	29.09.2017	4,85	0,51	0,43	31,86	0,00	0,00
29.04.2011	11,78	0,58	0,52	17,88	0,48	0,33	31.10.2017	4,84	0,51	0,43	31,53	0,00	0,00
31.05.2011	11,73	0,58	0,52	17,66	0,48	0,33	30.11.2017	4,70	0,51	0,43	29,68	0,00	0,00
30.06.2011	11,96	0,72	0,65	18,04	0,49	0,33	29.12.2017	5,01	0,56	0,48	30,77	0,00	0,01

Ek 5: Güney Afrika Banka Verileri

Tarih	Nedbank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	FirstRand Bank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Standard Bank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Tarih	Nedbank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	FirstRand Bank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Standard Bank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı
31.01.2005	7280	0,17	0,00	1102	0,22	0,21	7291	0,79	0,85	29.07.2011	14.050	0,11	0,46	1.927	0,48	0,70	9.735	0,02	0,11
28.02.2005	8002	0,17	0,00	1129	0,22	0,21	7230	0,79	0,85	31.08.2011	14.225	0,11	0,46	2.022	0,48	0,70	9.980	0,02	0,11
31.03.2005	7520	0,17	0,00	1076	0,22	0,21	7074	0,79	0,85	30.09.2011	13.674	0,11	0,46	1.960	0,48	0,70	9.279	0,02	0,11
29.04.2005	7500	0,17	0,00	1045	0,22	0,21	6832	0,79	0,85	31.10.2011	14.100	0,11	0,46	1.974	0,48	0,70	9.780	0,02	0,11
31.05.2005	7580	0,17	0,00	1104	0,22	0,21	6968	0,79	0,85	30.11.2011	14.338	0,11	0,46	2.005	0,48	0,70	9.860	0,02	0,11
30.06.2005	7439	0,21	0,26	1119	0,29	0,30	7273	0,83	0,89	31.12.2011	14.500	0,19	0,57	2.074	0,25	0,43	9.875	0,10	0,27
29.07.2005	8500	0,21	0,26	1279	0,29	0,30	7954	0,83	0,89	31.01.2012	15.657	0,19	0,57	2.255	0,25	0,43	10.716	0,10	0,27
31.08.2005	8789	0,21	0,26	1227	0,29	0,30	7819	0,83	0,89	29.02.2012	16.061	0,19	0,57	2.390	0,25	0,43	11.056	0,10	0,27
30.09.2005	9220	0,21	0,26	1368	0,29	0,30	7875	0,83	0,89	30.03.2012	16.400	0,19	0,57	2.370	0,25	0,43	11.136	0,10	0,27
31.10.2005	8550	0,21	0,26	1274	0,29	0,30	7785	0,83	0,89	30.04.2012	16.948	0,19	0,57	2.527	0,25	0,43	11.475	0,10	0,27
30.11.2005	8750	0,21	0,26	1275	0,29	0,30	7706	0,83	0,89	31.05.2012	16.497	0,19	0,57	2.575	0,25	0,43	11.400	0,10	0,27
31.12.2005	10000	0,68	0,70	1489	0,37	0,37	8529	0,94	0,87	30.06.2012	17.389	0,28	0,69	2.639	0,17	0,38	11.054	0,11	0,28
31.01.2006	10700	0,68	0,70	1561	0,37	0,37	9224	0,94	0,87	31.07.2012	18.062	0,28	0,69	2.764	0,17	0,38	11.401	0,11	0,28
28.02.2006	11950	0,68	0,70	1509	0,37	0,37	8889	0,94	0,87	31.08.2012	18.500	0,28	0,69	2.745	0,17	0,38	11.100	0,11	0,28
31.03.2006	12845	0,68	0,70	1614	0,37	0,37	9540	0,94	0,87	28.09.2012	18.299	0,28	0,69	2.789	0,17	0,38	10.563	0,11	0,28
28.04.2006	12555	0,68	0,70	1598	0,37	0,37	9652	0,94	0,87	31.10.2012	17.900	0,28	0,69	2.878	0,17	0,38	10.711	0,11	0,28
31.05.2006	11500	0,68	0,70	1429	0,37	0,37	8778	0,94	0,87	30.11.2012	17.933	0,28	0,69	2.905	0,17	0,38	10.515	0,11	0,28
30.06.2006	11300	0,85	0,89	1364	0,34	0,35	8662	0,96	0,74	31.12.2012	18.800	0,30	0,75	3.100	0,19	0,38	11.888	0,17	0,51
31.07.2006	11001	0,85	0,89	1394	0,34	0,35	8595	0,96	0,74	31.01.2013	19.476	0,30	0,75	3.225	0,19	0,38	11.667	0,17	0,51
31.08.2006	11045	0,85	0,89	1440	0,34	0,35	8756	0,96	0,74	28.02.2013	19.269	0,30	0,75	3.085	0,19	0,38	11.649	0,17	0,51
29.09.2006	11420	0,85	0,89	1428	0,34	0,35	8754	0,96	0,74	29.03.2013	19.053	0,30	0,75	3.220	0,19	0,38	11.839	0,17	0,51
31.10.2006	12190	0,85	0,89	1555	0,34	0,35	9731	0,96	0,74	30.04.2013	19.064	0,30	0,75	3.118	0,19	0,38	11.210	0,17	0,51
30.11.2006	12550	0,85	0,89	1595	0,34	0,35	9900	0,96	0,74	31.05.2013	18.167	0,30	0,75	2.950	0,19	0,38	11.186	0,17	0,51
31.12.2006	13350	0,70	0,75	1791	0,39	0,34	10631	0,96	0,86	30.06.2013	17.553	0,32	0,77	2.893	0,17	0,39	11.148	0,17	0,50
31.01.2007	13800	0,70	0,75	1856	0,39	0,34	11137	0,96	0,86	31.07.2013	17.775	0,32	0,77	2.966	0,17	0,39	11.051	0,17	0,50
28.02.2007	13475	0,70	0,75	1933	0,39	0,34	11306	0,96	0,86	30.08.2013	18.852	0,32	0,77	3.007	0,17	0,39	11.450	0,17	0,50
30.03.2007	14100	0,70	0,75	1985	0,39	0,34	12015	0,96	0,86	30.09.2013	20.450	0,32	0,77	3.350	0,17	0,39	11.988	0,17	0,50
30.04.2007	15135	0,70	0,75	2034	0,39	0,34	12465	0,96	0,86	31.10.2013	21.800	0,32	0,77	3.600	0,17	0,39	12.752	0,17	0,50
31.05.2007	14800	0,70	0,75	1847	0,39	0,34	11840	0,96	0,86	29.11.2013	21.070	0,32	0,77	3.381	0,17	0,39	12.065	0,17	0,50
30.06.2007	13200	0,93	0,96	1824	0,99	1,00	11059	0,80	0,71	31.12.2013	21.000	0,35	0,86	3.589	0,20	0,43	12.942	0,06	0,39
31.07.2007	13440	0,93	0,96	1871	0,99	1,00	11486	0,80	0,71	31.01.2014	19.271	0,35	0,86	3.112	0,20	0,43	11.695	0,06	0,39
31.08.2007	13475	0,93	0,96	1884	0,99	1,00	11755	0,80	0,71	28.02.2014	21.100	0,35	0,86	3.417	0,20	0,43	12.321	0,06	0,39
28.09.2007	12501	0,93	0,96	1783	0,99	1,00	11189	0,80	0,71	31.03.2014	22.404	0,35	0,86	3.610	0,20	0,43	13.880	0,06	0,39
31.10.2007	14250	0,93	0,96	2074	0,99	1,00	13196	0,80	0,71	30.04.2014	22.515	0,35	0,86	3.866	0,20	0,43	13.808	0,06	0,39
30.11.2007	13510	0,93	0,96	1856	0,99	1,00	11812	0,80	0,71	30.05.2014	22.187	0,35	0,86	3.983	0,20	0,43	14.165	0,06	0,39
31.12.2007	13600	0,94	0,96	1705	1,00	0,92	11259	1,00	1,00	30.06.2014	22.917	0,40	0,91	4.075	0,21	0,47	14.500	0,02	0,28
31.01.2008	10900	0,94	0,96	1433	1,00	0,92	10080	1,00	1,00	31.07.2014	23.400	0,40	0,91	4.325	0,21	0,47	14.474	0,02	0,28
29.02.2008	11700	0,94	0,96	1614	1,00	0,92	9850	1,00	1,00	29.08.2014	22.870	0,40	0,91	4.325	0,21	0,47	13.800	0,02	0,28
31.03.2008	11680	0,94	0,96	1381	1,00	0,92	8820	1,00	1,00	30.09.2014	21.888	0,40	0,91	4.302	0,21	0,47	13.065	0,02	0,28
30.04.2008	11450	0,94	0,96	1352	1,00	0,92	9000	1,00	1,00	31.10.2014	24.024	0,40	0,91	4.720	0,21	0,47	13.875	0,02	0,28
30.05.2008	9963	0,94	0,96	1269	1,00	0,92	8310	1,00	1,00	28.11.2014	24.297	0,40	0,91	4.970	0,21	0,47	13.620	0,02	0,28
30.06.2008	9195	1,00	1,00	1148	0,28	0,26	7630	0,65	0,92	31.12.2014	24.900	0,37	0,93	5.057	0,23	0,51	14.348	0,06	0,39
31.07.2008	10412	1,00	1,00	1443	0,28	0,26	9090	0,65	0,92	30.01.2015	25.648	0,37	0,93	5.208	0,23	0,51	15.462	0,06	0,39
29.08.2008	10420	1,00	1,00	1417	0,28	0,26	9000	0,65	0,92	27.02.2015	25.582	0,37	0,93	5.350	0,23	0,51	15.251	0,06	0,39
30.09.2008	10350	1,00	1,00	1442	0,28	0,26	9353	0,65	0,92	31.03.2015	23.778	0,37	0,93	5.584	0,23	0,51	16.800	0,06	0,39
31.10.2008	9370	1,00	1,00	1208	0,28	0,26	7700	0,65	0,92	30.04.2015	25.678	0,37	0,93	5.683	0,23	0,51	17.460	0,06	0,39
28.11.2008	9350	1,00	1,00	1424	0,28	0,26	8658	0,65	0,92	29.05.2015	24.100	0,37	0,93	5.200	0,23	0,51	15.810	0,06	0,39
31.12.2008	9550	0,75	0,81	1390	0,17	0,13	8300	0,51	0,51	30.06.2015	24.180	0,43	0,95	5.332	0,23	0,52	16.017	0,27	0,94
30.01.2009	9100	0,75	0,81	1286	0,17	0,13	7090	0,51	0,51	31.07.2015	25.245	0,43	0,95	5.474	0,23	0,52	15.228	0,27	0,94
27.02.2009	7525	0,75	0,81	1040	0,17	0,13	6500	0,51	0,51	31.08.2015	23.598	0,43	0,95	5.291	0,23	0,52	14.612	0,27	0,94
31.03.2009	8500	0,75	0,81	1041	0,17	0,13	7950	0,51	0,51	30.09.2015	21.970	0,43	0,95	4.915	0,23	0,52	13.500	0,27	0,94

30.04.2009	8700	0,75	0,81	1126	0,17	0,13	8250	0,51	0,51	30.10.2015	23.049	0,43	0,95	5.079	0,23	0,52	14.393	0,27	0,94
29.05.2009	8927	0,75	0,81	1178	0,17	0,13	8250	0,51	0,51	30.11.2015	21.095	0,43	0,95	4.702	0,23	0,52	12.984	0,27	0,94
30.06.2009	9805	0,36	0,53	1214	0,01	0,00	8870	0,12	0,20	31.12.2015	18.861	0,35	0,90	4.237	0,21	0,48	11.350	0,25	0,85
31.07.2009	10705	0,36	0,53	1309	0,01	0,00	9338	0,12	0,20	29.01.2016	18.744	0,35	0,90	4.472	0,21	0,48	11.221	0,25	0,85
31.08.2009	11527	0,36	0,53	1371	0,01	0,00	10050	0,12	0,20	29.02.2016	18.215	0,35	0,90	4.433	0,21	0,48	10.919	0,25	0,85
30.09.2009	11950	0,36	0,53	1425	0,01	0,00	9715	0,12	0,20	31.03.2016	19.425	0,35	0,90	4.837	0,21	0,48	13.248	0,25	0,85
30.10.2009	11840	0,36	0,53	1535	0,01	0,00	9820	0,12	0,20	29.04.2016	18.210	0,35	0,90	4.575	0,21	0,48	12.772	0,25	0,85
30.11.2009	11300	0,36	0,53	1499	0,01	0,00	9580	0,12	0,20	31.05.2016	17.700	0,35	0,90	4.250	0,21	0,48	12.401	0,25	0,85
31.12.2009	12405	0,16	0,40	1583	0,00	0,00	10200	0,05	0,00	30.06.2016	18.640	0,33	0,85	4.484	0,20	0,48	12.780	0,13	0,65
29.01.2010	12200	0,16	0,40	1610	0,00	0,00	10885	0,05	0,00	29.07.2016	19.900	0,33	0,85	4.859	0,20	0,48	13.855	0,13	0,65
26.02.2010	12000	0,16	0,40	1570	0,00	0,00	10746	0,05	0,00	31.08.2016	20.652	0,33	0,85	4.407	0,20	0,48	13.314	0,13	0,65
31.03.2010	14000	0,16	0,40	1743	0,00	0,00	11460	0,05	0,00	30.09.2016	22.235	0,33	0,85	4.750	0,20	0,48	14.067	0,13	0,65
30.04.2010	13387	0,16	0,40	1763	0,00	0,00	11469	0,05	0,00	31.10.2016	22.050	0,33	0,85	4.832	0,20	0,48	14.306	0,13	0,65
31.05.2010	13309	0,16	0,40	1678	0,00	0,00	10560	0,05	0,00	30.11.2016	23.000	0,33	0,85	5.050	0,20	0,48	15.100	0,13	0,65
30.06.2010	12000	0,00	0,28	1559	0,11	0,13	10239	0,09	0,24	31.12.2016	23.813	0,19	0,68	5.317	0,21	0,49	15.175	0,14	0,66
30.07.2010	13521	0,00	0,28	1748	0,11	0,13	11350	0,09	0,24	31.01.2017	23.221	0,19	0,68	5.020	0,21	0,49	14.392	0,14	0,66
31.08.2010	14036	0,00	0,28	1668	0,11	0,13	10453	0,09	0,24	28.02.2017	24.500	0,19	0,68	4.972	0,21	0,49	14.321	0,14	0,66
30.09.2010	14749	0,00	0,28	1852	0,11	0,13	11100	0,09	0,24	31.03.2017	24.150	0,19	0,68	4.636	0,21	0,49	14.375	0,14	0,66
29.10.2010	13102	0,00	0,28	1779	0,11	0,13	10330	0,09	0,24	28.04.2017	22.545	0,19	0,68	4.985	0,21	0,49	14.836	0,14	0,66
30.11.2010	12450	0,00	0,28	1731	0,11	0,13	10203	0,09	0,24	31.05.2017	22.011	0,19	0,68	4.931	0,21	0,49	14.654	0,14	0,66
31.12.2010	13035	0,03	0,34	1951	0,41	0,57	10755	0,00	0,05	30.06.2017	20.879	0,13	0,66	4.715	0,21	0,49	14.404	0,14	0,66
31.01.2011	12725	0,03	0,34	1949	0,41	0,57	10522	0,00	0,05	31.07.2017	21.907	0,13	0,66	5.186	0,21	0,49	16.373	0,14	0,66
28.02.2011	12780	0,03	0,34	1959	0,41	0,57	9985	0,00	0,05	31.08.2017	21.987	0,13	0,66	5.553	0,20	0,49	16.743	0,20	0,85
31.03.2011	14154	0,03	0,34	2010	0,41	0,57	10400	0,00	0,05	29.09.2017	20.265	0,13	0,66	5.203	0,20	0,49	15.781	0,20	0,85
29.04.2011	14624	0,03	0,34	2066	0,41	0,57	10303	0,00	0,05	31.10.2017	20.737	0,13	0,66	5.125	0,20	0,49	16.400	0,20	0,85
31.05.2011	14943	0,03	0,34	2050	0,41	0,57	10250	0,00	0,05	30.11.2017	23.130	0,13	0,66	5.635	0,20	0,49	17.300	0,20	0,85
30.06.2011	14650	0,11	0,46	1985	0,48	0,70	9997	0,02	0,11	31.12.2017	25.610	0,28	0,87	6.725	0,20	0,49	19.566	0,20	0,85

Ek 6: Hindistan Banka Verileri

Tarih	IDBI Bank Hisse Fiyatı	Özermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	HDFC Bank Hisse Fiyatı	Özermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Axis Bank Hisse Fiyatı	Özermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Tarih	IDBI Bank Hisse Fiyatı	Özermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	HDFC Bank Hisse Fiyatı	Özermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Axis Bank Hisse Fiyatı	Özermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı
31.01.2005	110,30	0,90	1,00							31.07.2011	128,75	1,00	0,91	486,80	0,10	0,37	267,50	0,20	2,18
28.02.2005	94,50	0,90	1,00							31.08.2011	110,50	1,00	0,91	471,95	0,10	0,37	214,55	0,20	2,18
31.03.2005	91,15	0,90	1,00							30.09.2011	102,55	1,00	0,91	467,65	0,10	0,37	203,78	0,20	2,18
30.04.2005	80,05	0,90	1,00							31.10.2011	117,00	1,00	0,91	490,00	0,10	0,37	231,87	0,20	2,18
31.05.2005	93,45	0,90	1,00							30.11.2011	92,95	1,00	0,91	442,50	0,10	0,37	189,53	0,20	2,18
30.06.2005	101,70	0,90	1,00							31.12.2011	77,95	1,00	0,91	426,85	0,10	0,37	161,62	0,20	2,18
31.07.2005	110,95	0,90	1,00							31.01.2012	101,40	1,00	0,91	492,10	0,10	0,37	215,01	0,20	2,18
31.08.2005	109,05	0,90	1,00							29.02.2012	108,10	1,00	0,91	517,10	0,10	0,37	235,55	0,20	2,18
30.09.2005	123,20	0,90	1,00							31.03.2012	104,70	0,98	0,96	519,85	0,46	0,57	229,24	0,22	2,20
31.10.2005	86,45	0,90	1,00							30.04.2012	101,55	0,98	0,96	542,50	0,46	0,57	221,39	0,22	2,20
30.11.2005	94,80	0,90	1,00							31.05.2012	84,95	0,98	0,96	506,20	0,46	0,57	194,19	0,22	2,20
31.12.2005	97,20	0,90	1,00							30.06.2012	93,40	0,98	0,96	563,55	0,46	0,57	203,15	0,22	2,20
31.01.2006	90,20	0,90	1,00							31.07.2012	88,00	0,98	0,96	587,75	0,46	0,57	208,83	0,22	2,20
28.02.2006	83,80	0,90	1,00							31.08.2012	83,95	0,98	0,96	595,35	0,46	0,57	198,36	0,22	2,20
31.03.2006	78,30	0,90	1,00							30.09.2012	100,05	0,98	0,96	629,15	0,46	0,57	227,20	0,22	2,20
30.04.2006	84,80	0,90	1,00							31.10.2012	92,80	0,98	0,96	634,20	0,46	0,57	236,52	0,22	2,20
31.05.2006	70,45	0,90	1,00							30.11.2012	108,15	0,98	0,96	703,95	0,46	0,57	263,98	0,22	2,20
30.06.2006	57,65	0,90	1,00							31.12.2012	111,45	0,98	0,96	678,60	0,46	0,57	271,31	0,22	2,20
31.07.2006	57,30	0,90	1,00							31.01.2013	107,60	0,98	0,96	643,05	0,46	0,57	301,03	0,22	2,20
31.08.2006	65,20	0,90	1,00							28.02.2013	87,95	0,98	0,96	625,35	0,46	0,57	268,83	0,22	2,20
30.09.2006	82,95	0,90	1,00							31.03.2013	80,25	0,90	0,90	625,35	0,79	0,83	260,14	0,20	2,31
31.10.2006	82,00	0,90	1,00							30.04.2013	88,25	0,90	0,90	682,30	0,79	0,83	298,54	0,20	2,31
30.11.2006	73,80	0,90	1,00							31.05.2013	79,75	0,90	0,90	700,50	0,79	0,83	286,11	0,20	2,31
31.12.2006	76,15	0,90	1,00							30.06.2013	70,85	0,90	0,90	669,50	0,79	0,83	265,04	0,20	2,31
31.01.2007	101,55	0,90	1,00	215,72	0,60	0,00				31.07.2013	65,10	0,90	0,90	609,75	0,79	0,83	206,91	0,20	2,31
28.02.2007	80,70	0,90	1,00	187,00	0,60	0,00				31.08.2013	54,85	0,90	0,90	594,00	0,79	0,83	166,59	0,20	2,31
31.03.2007	77,60	0,85	0,90	190,83	0,60	0,00				30.09.2013	58,45	0,90	0,90	593,05	0,79	0,83	201,57	0,20	2,31
30.04.2007	84,50	0,85	0,90	204,83	0,60	0,00				31.10.2013	67,75	0,90	0,90	680,80	0,79	0,83	244,54	0,20	2,31
31.05.2007	94,90	0,85	0,90	229,52	0,60	0,00				30.11.2013	64,85	0,90	0,90	661,30	0,79	0,83	231,19	0,20	2,31
30.06.2007	118,70	0,85	0,90	229,35	0,60	0,00				31.12.2013	66,45	0,90	0,90	665,85	0,79	0,83	259,91	0,20	2,31
31.07.2007	112,30	0,85	0,90	240,12	0,60	0,00				31.01.2014	55,55	0,90	0,90	628,50	0,79	0,83	224,59	0,20	2,31
31.08.2007	124,15	0,85	0,90	234,34	0,60	0,00				28.02.2014	56,00	0,90	0,90	669,60	0,79	0,83	253,41	0,20	2,31
30.09.2007	156,45	0,85	0,90	287,12	0,60	0,00				31.03.2014	65,30	0,77	0,78	748,80	1,00	0,99	292,10	0,19	2,39
31.10.2007	160,40	0,85	0,90	330,68	0,60	0,00				30.04.2014	68,20	0,77	0,78	721,30	1,00	0,99	303,44	0,19	2,39
30.11.2007	163,10	0,85	0,90	343,23	0,60	0,00				31.05.2014	93,60	0,77	0,78	792,75	1,00	0,99	367,23	0,19	2,39
31.12.2007	165,20	0,85	0,90	345,82	0,60	0,00				30.06.2014	109,45	0,77	0,78	821,55	1,00	0,99	383,77	0,19	2,39
31.01.2008	112,10	0,85	0,90	313,91	0,60	0,00	224,16	0,18	1,60	31.07.2014	89,15	0,77	0,78	834,00	1,00	0,99	391,65	0,19	2,39
29.02.2008	118,45	0,85	0,90	291,35	0,60	0,00	204,51	0,18	1,60	31.08.2014	75,95	0,77	0,78	843,55	1,00	0,99	397,25	0,19	2,39
31.03.2008	89,10	0,87	0,91	266,25	0,26	0,05	157,97	0,18	1,60	30.09.2014	60,85	0,77	0,78	872,65	1,00	0,99	377,70	0,19	2,39
30.04.2008	104,35	0,87	0,91	304,83	0,26	0,05	184,71	0,18	1,60	31.10.2014	70,60	0,77	0,78	911,85	1,00	0,99	439,40	0,19	2,39
31.05.2008	87,40	0,87	0,91	273,74	0,26	0,05	158,65	0,18	1,60	30.11.2014	72,40	0,77	0,78	957,15	1,00	0,99	481,20	0,19	2,39
30.06.2008	64,35	0,87	0,91	201,48	0,26	0,05	121,01	0,18	1,60	31.12.2014	73,15	0,77	0,78	951,60	1,00	0,99	502,40	0,19	2,39
31.07.2008	74,85	0,87	0,91	219,63	0,26	0,05	130,78	0,18	1,60	31.01.2015	70,80	0,77	0,78	1077,35	1,00	0,99	588,10	0,19	2,39
31.08.2008	83,75	0,87	0,91	255,34	0,26	0,05	144,68	0,18	1,60	28.02.2015	73,95	0,77	0,78	1071,20	1,00	0,99	612,60	0,19	2,39
30.09.2008	74,35	0,87	0,91	245,94	0,26	0,05	144,05	0,18	1,60	31.03.2015	71,00	0,73	0,75	1022,70	0,67	1,00	560,20	0,19	2,41
31.10.2008	58,50	0,87	0,91	204,52	0,26	0,05	112,59	0,18	1,60	30.04.2015	74,50	0,73	0,75	988,80	0,67	1,00	567,80	0,19	2,41
30.11.2008	58,05	0,87	0,91	184,55	0,26	0,05	81,70	0,18	1,60	31.05.2015	71,30	0,73	0,75	1050,55	0,67	1,00	585,40	0,19	2,41
31.12.2008	67,70	0,87	0,91	199,67	0,26	0,05	100,94	0,18	1,60	30.06.2015	60,70	0,73	0,75	1067,15	0,67	1,00	558,95	0,19	2,41
31.01.2009	57,15	0,87	0,91	185,12	0,26	0,05	86,74	0,18	1,60	31.07.2015	65,75	0,73	0,75	1111,65	0,67	1,00	573,50	0,19	2,41
28.02.2009	48,40	0,87	0,91	177,90	0,26	0,05	69,58	0,18	1,60	31.08.2015	60,90	0,73	0,75	1027,45	0,67	1,00	507,75	0,19	2,41

31.03.2009	45,40	0,86	0,85	194,68	0,10	0,05	82,99	0,20	1,94	30.09.2015	78,75	0,73	0,75	1068,80	0,67	1,00	495,65	0,19	2,41
30.04.2009	63,60	0,86	0,85	220,07	0,10	0,05	111,46	0,20	1,94	31.10.2015	85,65	0,73	0,75	1099,60	0,67	1,00	475,40	0,19	2,41
31.05.2009	92,90	0,86	0,85	288,90	0,10	0,05	155,79	0,20	1,94	30.11.2015	93,55	0,73	0,75	1077,75	0,67	1,00	469,15	0,19	2,41
30.06.2009	109,90	0,86	0,85	298,63	0,10	0,05	166,45	0,20	1,94	31.12.2015	88,85	0,73	0,75	1082,15	0,67	1,00	449,10	0,19	2,41
31.07.2009	105,65	0,86	0,85	299,82	0,10	0,05	183,43	0,20	1,94	31.01.2016	58,70	0,73	0,75	1049,85	0,67	1,00	408,40	0,19	2,41
31.08.2009	104,00	0,86	0,85	294,20	0,10	0,05	181,06	0,20	1,94	29.02.2016	58,55	0,73	0,75	971,85	0,67	1,00	375,75	0,19	2,41
30.09.2009	127,45	0,86	0,85	330,10	0,10	0,05	197,03	0,20	1,94	31.03.2016	69,40	0,18	0,17	1071,15	0,43	0,90	444,15	0,18	2,27
31.10.2009	113,95	0,86	0,85	324,14	0,10	0,05	181,48	0,20	1,94	30.04.2016	69,35	0,18	0,17	1132,35	0,43	0,90	472,40	0,18	2,27
30.11.2009	121,95	0,86	0,85	353,25	0,10	0,05	199,88	0,20	1,94	31.05.2016	67,90	0,18	0,17	1181,90	0,43	0,90	515,20	0,18	2,27
31.12.2009	127,40	0,86	0,85	340,45	0,10	0,05	197,84	0,20	1,94	30.06.2016	69,80	0,18	0,17	1176,45	0,43	0,90	533,50	0,18	2,27
31.01.2010	121,20	0,86	0,85	326,21	0,10	0,05	205,14	0,20	1,94	31.07.2016	69,85	0,18	0,17	1246,20	0,43	0,90	546,15	0,18	2,27
28.02.2010	119,05	0,86	0,85	340,96	0,10	0,05	224,90	0,20	1,94	31.08.2016	72,90	0,18	0,17	1291,20	0,43	0,90	596,85	0,18	2,27
31.03.2010	115,00	0,93	0,85	386,70	0,00	0,16	233,65	0,20	2,08	30.09.2016	68,70	0,18	0,17	1272,85	0,43	0,90	541,35	0,18	2,27
30.04.2010	126,05	0,93	0,85	400,09	0,00	0,16	254,00	0,20	2,08	31.10.2016	73,65	0,18	0,17	1253,30	0,43	0,90	487,70	0,18	2,27
31.05.2010	113,80	0,93	0,85	377,69	0,00	0,16	246,47	0,20	2,08	30.11.2016	69,20	0,18	0,17	1199,60	0,43	0,90	469,85	0,18	2,27
30.06.2010	119,15	0,93	0,85	383,80	0,00	0,16	248,48	0,20	2,08	31.12.2016	69,40	0,18	0,17	1206,20	0,43	0,90	449,95	0,18	2,27
31.07.2010	119,00	0,93	0,85	425,38	0,00	0,16	268,69	0,20	2,08	31.01.2017	77,25	0,18	0,17	1286,65	0,43	0,90	466,00	0,18	2,27
31.08.2010	121,55	0,93	0,85	426,85	0,00	0,16	266,13	0,20	2,08	28.02.2017	79,55	0,18	0,17	1390,10	0,43	0,90	506,65	0,18	2,27
30.09.2010	152,40	0,93	0,85	497,87	0,00	0,16	307,32	0,20	2,08	31.03.2017	75,10	0,00	0,00	1442,55	0,38	0,85	490,80	0,08	0,94
31.10.2010	180,60	0,93	0,85	455,98	0,00	0,16	294,21	0,20	2,08	30.04.2017	78,10	0,00	0,00	1546,50	0,38	0,85	509,65	0,08	0,94
30.11.2010	163,50	0,93	0,85	457,08	0,00	0,16	273,37	0,20	2,08	31.05.2017	60,00	0,00	0,00	1636,20	0,38	0,85	514,05	0,08	0,94
31.12.2010	165,05	0,93	0,85	469,27	0,00	0,16	270,02	0,20	2,08	30.06.2017	53,50	0,00	0,00	1652,05	0,38	0,85	517,35	0,08	0,94
31.01.2011	141,75	0,93	0,85	409,46	0,00	0,16	248,44	0,20	2,08	31.07.2017	59,45	0,00	0,00	1784,40	0,38	0,85	519,80	0,08	0,94
28.02.2011	131,75	0,93	0,85	410,45	0,00	0,16	243,71	0,20	2,08	31.08.2017	55,10	0,00	0,00	1776,45	0,38	0,85	500,35	0,08	0,94
31.03.2011	142,45	1,00	0,91	469,17	0,10	0,37	280,77	0,20	2,18	30.09.2017	52,35	0,00	0,00	1805,70	0,38	0,85	509,15	0,08	0,94
30.04.2011	143,45	1,00	0,91	459,11	0,10	0,37	257,32	0,20	2,18	31.10.2017	62,65	0,00	0,00	1808,50	0,38	0,85	523,15	0,08	0,94
31.05.2011	134,55	1,00	0,91	479,91	0,10	0,37	256,50	0,20	2,18	30.11.2017	60,55	0,00	0,00	1853,70	0,38	0,85	535,40	0,08	0,94
30.06.2011	136,35	1,00	0,91	503,11	0,10	0,37	257,91	0,20	2,18	31.12.2017	59,85	0,00	0,00	1872,40	0,38	0,85	563,95	0,08	0,94

Ek 7: Meksika Banka Verileri

Tarih	Grupo Elektra Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Grupo Financiero Banorte Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Tarih	Grupo Elektra Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Grupo Financiero Banorte Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı
31.01.2005	95,45			17,99	0,27	0,13	29.07.2011	854,93	0,39	0,73	51,29	0,05	0,02
28.02.2005	95,93			19,20	0,27	0,13	31.08.2011	1027,48	0,39	0,73	50,18	0,05	0,02
31.03.2005	89,49			18,19	0,39	0,26	30.09.2011	1058,05	0,33	0,73	41,16	0,07	0,04
29.04.2005	80,26			17,85	0,39	0,26	31.10.2011	1023,56	0,33	0,73	45,51	0,07	0,04
31.05.2005	77,00			18,13	0,39	0,26	30.11.2011	1343,14	0,33	0,73	46,94	0,07	0,04
30.06.2005	80,00			17,72	0,77	0,56	30.12.2011	1385,72	0,29	0,72	42,32	0,11	0,08
29.07.2005	82,68			22,48	0,77	0,56	31.01.2012	1140,85	0,29	0,72	51,94	0,11	0,08
31.08.2005	76,88			22,13	0,77	0,56	29.02.2012	1120,10	0,29	0,72	52,54	0,11	0,08
30.09.2005	80,85			24,04	0,92	0,75	30.03.2012	1205,72	0,26	0,66	56,98	0,14	0,10
31.10.2005	82,29			22,99	0,92	0,75	30.04.2012	805,90	0,26	0,66	63,11	0,14	0,10
30.11.2005	92,26			22,87	0,92	0,75	31.05.2012	510,69	0,26	0,66	64,13	0,14	0,10
30.12.2005	94,00			22,28	1,00	0,96	29.06.2012	540,08	0,34	0,70	69,15	0,07	0,07
31.01.2006	103,76			24,86	1,00	0,96	31.07.2012	628,91	0,34	0,70	71,21	0,07	0,07
28.02.2006	118,42			25,61	1,00	0,96	31.08.2012	532,65	0,34	0,70	67,27	0,07	0,07
31.03.2006	110,99			25,89	0,95	1,00	28.09.2012	528,06	0,27	0,66	72,76	0,09	0,09
28.04.2006	119,37			28,90	0,95	1,00	31.10.2012	539,57	0,27	0,66	72,75	0,09	0,09
31.05.2006	121,24			26,86	0,95	1,00	30.11.2012	545,26	0,27	0,66	74,12	0,09	0,09
30.06.2006	106,99			26,25	0,68	0,80	31.12.2012	550,30	0,21	0,51	83,45	0,10	0,10
31.07.2006	107,82			30,12	0,68	0,80	31.01.2013	593,00	0,21	0,51	87,67	0,10	0,10
31.08.2006	105,85			32,00	0,68	0,80	28.02.2013	529,59	0,21	0,51	94,84	0,10	0,10
29.09.2006	105,71			34,66	0,64	0,85	29.03.2013	486,65	0,19	0,49	98,68	0,12	0,12
31.10.2006	114,09			38,74	0,64	0,85	30.04.2013	523,28	0,19	0,49	91,56	0,12	0,12
30.11.2006	115,17			40,97	0,64	0,85	31.05.2013	471,47	0,19	0,49	81,75	0,12	0,12
29.12.2006	130,99			42,25	0,67	0,80	28.06.2013	428,95	0,18	0,46	76,72	0,15	0,13
31.01.2007	159,81	0,68	0,48	43,77	0,67	0,80	31.07.2013	462,88	0,18	0,46	81,15	0,15	0,13
28.02.2007	168,86	0,68	0,48	43,61	0,67	0,80	30.08.2013	436,35	0,18	0,46	83,49	0,15	0,13
30.03.2007	171,47	0,68	0,48	52,30	0,63	0,80	30.09.2013	417,32	0,17	0,43	81,73	0,04	0,16
30.04.2007	179,98	0,68	0,48	47,56	0,63	0,80	31.10.2013	440,12	0,17	0,43	83,28	0,04	0,16
31.05.2007	208,66	0,68	0,48	50,11	0,63	0,80	29.11.2013	470,41	0,17	0,43	89,62	0,04	0,16
29.06.2007	187,84	0,92	0,71	49,58	0,60	0,77	31.12.2013	444,47	0,22	0,50	91,36	0,10	0,17
31.07.2007	214,06	0,92	0,71	49,64	0,60	0,77	31.01.2014	408,31	0,22	0,50	84,42	0,10	0,17
31.08.2007	219,31	0,92	0,71	44,99	0,60	0,77	28.02.2014	378,08	0,22	0,50	86,03	0,10	0,17
28.09.2007	223,10	0,85	0,68	42,92	0,55	0,78	31.03.2014	402,58	0,20	0,32	87,83	0,10	0,17
31.10.2007	244,96	0,85	0,68	49,16	0,55	0,78	30.04.2014	375,89	0,20	0,32	86,73	0,10	0,17
30.11.2007	257,57	0,85	0,68	47,33	0,55	0,78	30.05.2014	339,82	0,20	0,32	92,98	0,10	0,17
31.12.2007	325,02	1,00	0,74	45,08	0,54	0,72	30.06.2014	345,16	0,15	0,34	92,79	0,11	0,20
31.01.2008	258,41	1,00	0,74	44,66	0,54	0,72	31.07.2014	341,85	0,15	0,34	87,86	0,11	0,20
29.02.2008	251,54	1,00	0,74	42,97	0,54	0,72	29.08.2014	382,68	0,15	0,34	92,05	0,11	0,20
31.03.2008	290,58	0,85	0,63	46,14	0,55	0,72	30.09.2014	377,98	0,15	0,32	85,78	0,02	0,20
30.04.2008	324,14	0,85	0,63	46,31	0,55	0,72	31.10.2014	499,84	0,15	0,32	86,39	0,02	0,20
30.05.2008	407,79	0,85	0,63	50,15	0,55	0,72	28.11.2014	587,18	0,15	0,32	78,80	0,02	0,20
30.06.2008	379,97	0,74	0,56	48,47	0,49	0,66	31.12.2014	562,93	0,15	0,29	81,20	0,05	0,19
31.07.2008	397,93	0,74	0,56	43,46	0,49	0,66	30.01.2015	564,28	0,15	0,29	76,07	0,05	0,19
29.08.2008	380,94	0,74	0,56	41,43	0,49	0,66	27.02.2015	498,72	0,15	0,29	81,19	0,05	0,19
30.09.2008	381,62	0,17	0,20	34,92	0,49	0,64	31.03.2015	394,54	0,30	0,38	88,52	0,03	0,17
31.10.2008	343,12	0,17	0,20	24,81	0,49	0,64	30.04.2015	401,32	0,30	0,38	87,48	0,03	0,17
28.11.2008	500,87	0,17	0,20	21,41	0,49	0,64	29.05.2015	390,22	0,30	0,38	86,93	0,03	0,17
31.12.2008	581,21	0,12	0,12	24,88	0,38	0,27	30.06.2015	350,56	0,45	0,80	86,24	0,03	0,18
30.01.2009	324,51	0,12	0,12	18,93	0,38	0,27	31.07.2015	351,37	0,45	0,80	84,80	0,03	0,18
27.02.2009	303,54	0,12	0,12	16,09	0,38	0,27	31.08.2015	291,11	0,45	0,80	80,41	0,03	0,18

31.03.2009	470,20	0,13	0,13	18,83	0,32	0,22	30.09.2015	290,42	0,49	0,77	82,80	0,02	0,19
30.04.2009	581,95	0,13	0,13	21,70	0,32	0,22	30.10.2015	329,04	0,49	0,77	88,95	0,02	0,19
29.05.2009	691,12	0,13	0,13	31,25	0,32	0,22	30.11.2015	355,94	0,49	0,77	89,49	0,02	0,19
30.06.2009	598,53	0,15	0,17	32,05	0,21	0,16	31.12.2015	379,04	0,51	0,77	94,99	0,00	0,17
31.07.2009	683,71	0,15	0,17	32,57	0,21	0,16	29.01.2016	341,02	0,51	0,77	94,63	0,00	0,17
31.08.2009	505,92	0,15	0,17	39,19	0,21	0,16	29.02.2016	334,57	0,51	0,77	91,62	0,00	0,17
30.09.2009	534,21	0,00	0,00	45,19	0,11	0,09	31.03.2016	337,64	0,50	0,77	97,43	0,01	0,16
30.10.2009	536,13	0,00	0,00	43,31	0,11	0,09	29.04.2016	323,51	0,50	0,77	97,67	0,01	0,16
30.11.2009	572,04	0,00	0,00	44,75	0,11	0,09	31.05.2016	287,70	0,50	0,77	96,51	0,01	0,16
31.12.2009	642,62	0,00	0,02	47,84	0,12	0,00	30.06.2016	255,67	0,27	0,41	102,52	0,02	0,18
29.01.2010	663,85	0,00	0,02	43,01	0,12	0,00	29.07.2016	277,01	0,27	0,41	102,69	0,02	0,18
26.02.2010	667,97	0,00	0,02	47,78	0,12	0,00	31.08.2016	264,29	0,27	0,41	101,21	0,02	0,18
31.03.2010	628,05	0,13	0,27	54,57	0,16	0,02	30.09.2016	251,08	0,30	0,44	101,68	0,04	0,22
30.04.2010	585,76	0,13	0,27	51,12	0,16	0,02	31.10.2016	263,54	0,30	0,44	111,31	0,04	0,22
31.05.2010	502,05	0,13	0,27	50,51	0,16	0,02	30.11.2016	256,06	0,30	0,44	98,62	0,04	0,22
30.06.2010	518,52	0,24	0,46	50,14	0,14	0,01	30.12.2016	263,39	0,32	0,42	102,30	0,04	0,20
30.07.2010	504,65	0,24	0,46	49,55	0,14	0,01	31.01.2017	270,37	0,32	0,42	99,95	0,04	0,20
31.08.2010	422,41	0,24	0,46	47,49	0,14	0,01	28.02.2017	291,85	0,32	0,42	99,85	0,04	0,20
30.09.2010	441,70	0,37	0,71	47,71	0,15	0,04	31.03.2017	443,35	0,31	0,45	107,66	0,07	0,25
29.10.2010	463,28	0,37	0,71	52,67	0,15	0,04	28.04.2017	622,42	0,31	0,45	108,95	0,07	0,25
30.11.2010	500,94	0,37	0,71	53,79	0,15	0,04	31.05.2017	767,49	0,31	0,45	107,43	0,07	0,25
31.12.2010	522,85	0,41	0,97	58,86	0,15	0,06	30.06.2017	762,64	0,33	0,48	115,39	0,12	0,27
31.01.2011	504,16	0,41	0,97	53,98	0,15	0,06	31.07.2017	795,30	0,33	0,48	118,02	0,12	0,27
28.02.2011	504,87	0,41	0,97	54,96	0,15	0,06	31.08.2017	779,23	0,33	0,48	121,92	0,12	0,27
31.03.2011	512,59	0,43	1,00	55,98	0,16	0,06	29.09.2017	823,51	0,32	0,47	125,58	0,15	0,31
29.04.2011	524,20	0,43	1,00	57,97	0,16	0,06	31.10.2017	768,90	0,32	0,47	113,78	0,15	0,31
31.05.2011	534,09	0,43	1,00	53,94	0,16	0,06	30.11.2017	794,67	0,32	0,47	109,30	0,15	0,31
30.06.2011	602,71	0,39	0,73	53,30	0,05	0,02	29.12.2017	700,60	0,40	0,55	107,83	0,22	0,36

Ek 8: Rusya Banka Verileri

Tarih	Vozrozhdenie Bank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Sber Bank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Tarih	Vozrozhdenie Bank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Sber Bank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı
31.01.2005	270,48	0,74	0,70				31.07.2011	935,00	0,49	0,55	101,66	0,94	0,94
28.02.2005	270,48	0,74	0,70				31.08.2011	890,70	0,49	0,55	84,81	0,94	0,94
31.03.2005	270,48	0,74	0,70				30.09.2011	780,30	0,52	0,58	70,54	1,00	1,00
30.04.2005	270,48	0,74	0,70				31.10.2011	789,90	0,52	0,58	82,03	1,00	1,00
31.05.2005	270,48	0,74	0,70				30.11.2011	670,00	0,52	0,58	87,55	1,00	1,00
30.06.2005	270,48	0,75	0,69				31.12.2011	544,90	0,55	0,61	79,35	0,89	0,86
31.07.2005	270,48	0,75	0,69				31.01.2012	701,00	0,55	0,61	90,32	0,89	0,86
31.08.2005	362,81	0,75	0,69				29.02.2012	666,40	0,55	0,61	100,11	0,89	0,86
30.09.2005	371,41	1,00	0,89				31.03.2012	576,80	0,57	0,63	94,64	0,82	0,83
31.10.2005	320,05	1,00	0,89				30.04.2012	556,80	0,57	0,63	94,03	0,82	0,83
30.11.2005	551,11	1,00	0,89				31.05.2012	509,00	0,57	0,63	81,76	0,82	0,83
31.12.2005	838,00	0,77	0,71				30.06.2012	536,40	0,59	0,66	86,39	0,77	0,77
31.01.2006	805,08	0,77	0,71				31.07.2012	551,70	0,59	0,66	89,68	0,77	0,77
28.02.2006	900,62	0,77	0,71				31.08.2012	572,10	0,59	0,66	93,24	0,77	0,77
31.03.2006	807,93	0,83	0,74				30.09.2012	602,90	0,61	0,67	91,08	0,74	0,72
30.04.2006	821,31	0,83	0,74				31.10.2012	551,00	0,61	0,67	91,82	0,74	0,72
31.05.2006	611,09	0,83	0,74				30.11.2012	563,90	0,61	0,67	91,40	0,74	0,72
30.06.2006	697,19	0,87	0,75				31.12.2012	539,00	0,61	0,67	92,92	0,75	0,70
31.07.2006	704,99	0,87	0,75				31.01.2013	614,00	0,61	0,67	109,38	0,75	0,70
31.08.2006	715,21	0,87	0,75				28.02.2013	616,10	0,61	0,67	104,46	0,75	0,70
30.09.2006	907,19	0,72	0,69				31.03.2013	499,60	0,58	0,65	98,83	0,69	0,66
31.10.2006	982,72	0,72	0,69				30.04.2013	499,80	0,58	0,65	99,02	0,69	0,66
30.11.2006	1156,04	0,72	0,69				31.05.2013	445,00	0,58	0,65	98,73	0,69	0,66
31.12.2006	1435,33	0,76	0,69				30.06.2013	393,80	0,53	0,58	93,50	0,68	0,62
31.01.2007	1599,28	0,76	0,69				31.07.2013	418,00	0,53	0,58	95,22	0,68	0,62
28.02.2007	1565,97	0,76	0,69				31.08.2013	358,80	0,53	0,58	88,16	0,68	0,62
31.03.2007	1503,93	0,79	0,71				30.09.2013	341,20	0,49	0,55	97,70	0,65	0,59
30.04.2007	1560,00	0,79	0,71				31.10.2013	414,00	0,49	0,55	102,80	0,65	0,59
31.05.2007	1614,54	0,79	0,71				30.11.2013	441,00	0,49	0,55	103,27	0,65	0,59
30.06.2007	1556,22	0,71	0,74				31.12.2013	443,00	0,50	0,56	101,05	0,63	0,55
31.07.2007	1570,00	0,71	0,74				31.01.2014	451,00	0,50	0,56	94,80	0,63	0,55
31.08.2007	1420,92	0,71	0,74				28.02.2014	467,50	0,50	0,56	91,10	0,63	0,55
30.09.2007	1333,60	0,73	0,78				31.03.2014	408,30	0,50	0,56	83,80	0,58	0,51
31.10.2007	1519,97	0,73	0,78				30.04.2014	364,30	0,50	0,56	72,50	0,58	0,51
30.11.2007	1596,38	0,73	0,78				31.05.2014	380,10	0,50	0,56	84,50	0,58	0,51
31.12.2007	1674,79	0,84	0,86				30.06.2014	400,10	0,53	0,60	84,50	0,59	0,50
31.01.2008	1619,74	0,84	0,86	87,98	0,54	0,62	31.07.2014	389,90	0,53	0,60	73,60	0,59	0,50
29.02.2008	1542,90	0,84	0,86	80,30	0,54	0,62	31.08.2014	385,00	0,53	0,60	73,21	0,59	0,50
31.03.2008	1406,68	0,91	0,92	73,29	0,54	0,62	30.09.2014	444,50	0,54	0,61	75,52	0,52	0,44
30.04.2008	1339,70	0,91	0,92	77,11	0,54	0,62	31.10.2014	419,00	0,54	0,61	76,23	0,52	0,44
31.05.2008	1400,76	0,91	0,92	85,24	0,54	0,62	30.11.2014	382,00	0,54	0,61	72,25	0,52	0,44
30.06.2008	1297,88	0,86	0,95	74,33	0,60	0,65	31.12.2014	411,00	0,47	0,53	54,90	0,43	0,31
31.07.2008	1094,70	0,86	0,95	69,21	0,60	0,65	31.01.2015	366,00	0,47	0,53	61,50	0,43	0,31
31.08.2008	926,12	0,86	0,95	57,30	0,60	0,65	28.02.2015	401,00	0,47	0,53	75,91	0,43	0,31
30.09.2008	730,00	0,91	1,00	43,69	0,58	0,63	31.03.2015	427,00	0,44	0,49	62,88	0,34	0,25
31.10.2008	313,99	0,91	1,00	28,14	0,58	0,63	30.04.2015	405,00	0,44	0,49	76,90	0,34	0,25
30.11.2008	314,06	0,91	1,00	23,25	0,58	0,63	31.05.2015	422,00	0,44	0,49	73,50	0,34	0,25
31.12.2008	269,31	0,87	0,95	22,79	0,40	0,40	30.06.2015	482,00	0,34	0,38	72,35	0,26	0,19
31.01.2009	230,50	0,87	0,95	16,42	0,40	0,40	31.07.2015	561,00	0,34	0,38	72,30	0,26	0,19

28.02.2009	190,63	0,87	0,95	14,29	0,40	0,40	31.08.2015	533,00	0,34	0,38	74,50	0,26	0,19
31.03.2009	252,06	0,80	0,90	20,82	0,25	0,24	30.09.2015	598,00	0,13	0,14	75,30	0,24	0,17
30.04.2009	426,98	0,80	0,90	27,84	0,25	0,24	31.10.2015	610,00	0,13	0,14	90,53	0,24	0,17
31.05.2009	548,14	0,80	0,90	44,21	0,25	0,24	30.11.2015	604,00	0,13	0,14	102,90	0,24	0,17
30.06.2009	566,56	0,69	0,77	38,08	0,09	0,09	31.12.2015	606,00	0,03	0,04	101,26	0,27	0,16
31.07.2009	685,00	0,69	0,77	42,46	0,09	0,09	31.01.2016	517,00	0,03	0,04	96,50	0,27	0,16
31.08.2009	863,50	0,69	0,77	47,43	0,09	0,09	29.02.2016	520,00	0,03	0,04	107,00	0,27	0,16
30.09.2009	1199,70	0,56	0,64	59,88	0,00	0,00	31.03.2016	505,00	0,00	0,00	109,90	0,38	0,27
31.10.2009	1000,01	0,56	0,64	64,76	0,00	0,00	30.04.2016	510,00	0,00	0,00	123,55	0,38	0,27
30.11.2009	1161,50	0,56	0,64	69,17	0,00	0,00	31.05.2016	643,00	0,00	0,00	132,56	0,38	0,27
31.12.2009	1180,00	0,52	0,59	83,14	0,03	0,02	30.06.2016	642,50	0,12	0,14	133,00	0,49	0,39
31.01.2010	1230,00	0,52	0,59	88,45	0,03	0,02	31.07.2016	645,00	0,12	0,14	139,15	0,49	0,39
28.02.2010	1464,99	0,52	0,59	76,29	0,03	0,02	31.08.2016	691,50	0,12	0,14	143,50	0,49	0,39
31.03.2010	1239,54	0,48	0,55	85,83	0,21	0,19	30.09.2016	716,50	0,37	0,41	145,34	0,57	0,45
30.04.2010	1123,15	0,48	0,55	78,67	0,21	0,19	31.10.2016	698,50	0,37	0,41	147,40	0,57	0,45
31.05.2010	982,33	0,48	0,55	71,05	0,21	0,19	30.11.2016	705,00	0,37	0,41	158,70	0,57	0,45
30.06.2010	840,05	0,46	0,53	76,68	0,27	0,26	31.12.2016	749,50	0,56	0,61	173,25	0,63	0,51
31.07.2010	1015,00	0,46	0,53	84,45	0,27	0,26	31.01.2017	751,50	0,56	0,61	172,20	0,63	0,51
31.08.2010	1030,00	0,46	0,53	78,30	0,27	0,26	28.02.2017	758,00	0,56	0,61	156,00	0,63	0,51
30.09.2010	1107,71	0,46	0,52	86,02	0,43	0,41	31.03.2017	738,00	0,64	0,69	159,80	0,66	0,59
31.10.2010	1314,20	0,46	0,52	101,34	0,43	0,41	30.04.2017	742,50	0,64	0,69	165,20	0,66	0,59
30.11.2010	1280,38	0,46	0,52	101,75	0,43	0,41	31.05.2017	743,00	0,64	0,69	155,93	0,66	0,59
31.12.2010	1370,00	0,44	0,49	104,36	0,63	0,59	30.06.2017	742,50	0,62	0,66	145,59	0,68	0,63
31.01.2011	1442,52	0,44	0,49	105,83	0,63	0,59	31.07.2017	624,00	0,62	0,66	164,53	0,68	0,63
28.02.2011	1230,00	0,44	0,49	102,09	0,63	0,59	31.08.2017	575,50	0,62	0,66	183,51	0,68	0,63
31.03.2011	1094,90	0,46	0,52	106,79	0,72	0,73	30.09.2017	560,00	0,68	0,74	192,33	0,73	0,72
30.04.2011	1025,00	0,46	0,52	99,95	0,72	0,73	31.10.2017	589,50	0,68	0,74	193,80	0,73	0,72
31.05.2011	1017,60	0,46	0,52	97,61	0,72	0,73	30.11.2017	590,00	0,68	0,74	224,35	0,73	0,72
30.06.2011	887,50	0,49	0,55	100,06	0,94	0,94	31.12.2017	501,00	0,64	0,70	225,20	0,74	0,75

Ek 9: Türkiye Banka Verileri

Tarih	İş Bankası Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Garanti Bankası Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Akbank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Tarih	İş Bankası Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Garanti Bankası Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Akbank Hisse Fiyatı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı
31.01.2005	2,86	0,24	0,93	1,80	0,04	0,02	3,42	0,34	0,77	29.07.2011	4,85	0,38	0,38	7,46	0,26	0,42	7,38	0,26	0,39
28.02.2005	3,32	0,24	0,93	2,00	0,04	0,02	3,27	0,34	0,77	31.08.2011	4,41	0,38	0,38	6,26	0,26	0,42	6,40	0,26	0,39
31.03.2005	2,84	0,28	0,97	1,72	0,00	0,02	2,68	0,53	0,95	30.09.2011	4,81	0,19	0,21	7,24	0,23	0,36	7,34	0,25	0,39
29.04.2005	2,57	0,28	0,97	1,67	0,00	0,02	2,72	0,53	0,95	31.10.2011	4,13	0,19	0,21	6,24	0,23	0,36	6,46	0,25	0,39
31.05.2005	2,70	0,28	0,97	1,73	0,00	0,02	2,99	0,53	0,95	30.11.2011	3,78	0,19	0,21	6,26	0,23	0,36	6,46	0,25	0,39
30.06.2005	2,84	0,11	0,66	1,94	0,12	0,11	3,15	0,77	0,93	30.12.2011	3,31	0,20	0,22	5,90	0,23	0,36	6,02	0,15	0,30
29.07.2005	3,30	0,11	0,66	2,16	0,12	0,11	3,61	0,77	0,93	31.01.2012	3,71	0,20	0,22	6,42	0,23	0,36	6,68	0,15	0,30
31.08.2005	3,50	0,11	0,66	2,24	0,12	0,11	3,90	0,77	0,93	29.02.2012	4,16	0,20	0,22	6,64	0,23	0,36	7,02	0,15	0,30
30.09.2005	4,09	0,14	0,62	2,37	0,08	0,07	4,39	0,64	0,80	30.03.2012	4,39	0,23	0,23	7,06	0,22	0,36	7,00	0,08	0,21
31.10.2005	4,09	0,14	0,62	2,37	0,08	0,07	4,12	0,64	0,80	30.04.2012	4,02	0,23	0,23	6,46	0,22	0,36	6,52	0,08	0,21
30.11.2005	5,12	0,14	0,62	2,69	0,08	0,07	5,30	0,64	0,80	31.05.2012	3,76	0,23	0,23	5,98	0,22	0,36	5,70	0,08	0,21
30.12.2005	5,12	0,31	0,82	2,89	0,30	0,31	5,40	0,79	0,93	29.06.2012	4,80	0,36	0,36	7,10	0,17	0,26	6,62	0,01	0,14
31.01.2006	5,25	0,31	0,82	3,60	0,30	0,31	5,65	0,79	0,93	31.07.2012	5,26	0,36	0,36	7,00	0,17	0,26	6,76	0,01	0,14
28.02.2006	5,47	0,31	0,82	3,51	0,30	0,31	6,58	0,79	0,93	31.08.2012	5,54	0,36	0,36	7,80	0,17	0,26	7,18	0,01	0,14
31.03.2006	4,90	0,45	1,00	2,95	0,36	0,39	5,55	0,94	1,00	28.09.2012	5,64	0,50	0,49	7,50	0,20	0,29	7,10	0,07	0,16
28.04.2006	4,86	0,45	1,00	3,21	0,36	0,39	5,40	0,94	1,00	31.10.2012	6,10	0,50	0,49	8,56	0,20	0,29	8,64	0,07	0,16
31.05.2006	4,03	0,45	1,00	2,78	0,36	0,39	4,57	0,94	1,00	30.11.2012	5,76	0,50	0,49	8,48	0,20	0,29	8,38	0,07	0,16
30.06.2006	3,41	0,67	1,00	2,32	0,43	0,33	4,56	1,00	0,78	31.12.2012	6,18	0,52	0,53	9,26	0,15	0,25	8,80	0,20	0,31
31.07.2006	3,50	0,67	1,00	2,53	0,43	0,33	4,32	1,00	0,78	31.01.2013	6,50	0,52	0,53	8,82	0,15	0,25	8,90	0,20	0,31
31.08.2006	3,70	0,67	1,00	2,52	0,43	0,33	4,80	1,00	0,78	28.02.2013	6,42	0,52	0,53	8,60	0,15	0,25	8,74	0,20	0,31
29.09.2006	3,52	0,56	0,89	2,64	0,47	0,43	4,65	0,86	0,70	29.03.2013	6,96	0,60	0,59	9,66	0,16	0,28	9,46	0,31	0,41
31.10.2006	4,14	0,56	0,89	3,15	0,47	0,43	4,98	0,86	0,70	30.04.2013	6,92	0,60	0,59	9,90	0,16	0,28	9,42	0,31	0,41
30.11.2006	3,71	0,56	0,89	2,84	0,47	0,43	4,89	0,86	0,70	31.05.2013	6,96	0,60	0,59	9,70	0,16	0,28	8,94	0,31	0,41
29.12.2006	3,98	0,25	0,44	2,76	0,48	0,42	5,16	0,81	0,69	28.06.2013	5,70	0,54	0,50	8,42	0,19	0,27	7,86	0,45	0,48
31.01.2007	4,10	0,25	0,44	3,12	0,48	0,42	5,40	0,81	0,69	31.07.2013	5,14	0,54	0,50	7,58	0,19	0,27	7,44	0,45	0,48
28.02.2007	4,10	0,25	0,44	3,18	0,48	0,42	5,58	0,81	0,69	30.08.2013	4,78	0,54	0,50	7,04	0,19	0,27	6,78	0,45	0,48
30.03.2007	4,10	0,16	0,36	3,68	0,52	0,47	5,58	0,58	0,61	30.09.2013	5,34	0,46	0,43	7,96	0,14	0,22	7,44	0,33	0,33
30.04.2007	4,01	0,16	0,36	3,95	0,52	0,47	6,00	0,58	0,61	31.10.2013	5,48	0,46	0,43	8,04	0,14	0,22	7,84	0,33	0,33
31.05.2007	3,77	0,16	0,36	4,27	0,52	0,47	5,55	0,58	0,61	29.11.2013	5,20	0,46	0,43	7,62	0,14	0,22	7,40	0,33	0,33
29.06.2007	3,77	0,26	0,36	4,33	1,00	0,91	5,48	0,85	0,80	31.12.2013	4,65	0,30	0,30	6,96	0,09	0,14	6,70	0,13	0,18
31.07.2007	4,35	0,26	0,36	5,30	1,00	0,91	6,64	0,85	0,80	31.01.2014	4,05	0,30	0,30	5,96	0,09	0,14	5,76	0,13	0,18
31.08.2007	3,89	0,26	0,36	4,92	1,00	0,91	6,23	0,85	0,80	28.02.2014	4,09	0,30	0,30	6,06	0,09	0,14	5,72	0,13	0,18
28.09.2007	4,47	0,44	0,68	5,45	0,99	1,00	6,90	0,83	0,88	31.03.2014	4,75	0,19	0,18	7,32	0,03	0,07	6,80	0,06	0,11
31.10.2007	4,87	0,44	0,68	6,31	0,99	1,00	7,95	0,83	0,88	30.04.2014	4,97	0,19	0,18	7,73	0,03	0,07	7,37	0,06	0,11
30.11.2007	4,69	0,44	0,68	6,16	0,99	1,00	6,45	0,83	0,88	30.05.2014	5,97	0,19	0,18	8,55	0,03	0,07	8,18	0,06	0,11
31.12.2007	4,50	0,63	0,76	6,19	0,93	0,90	6,53	0,78	0,86	30.06.2014	5,73	0,14	0,13	8,29	0,03	0,06	7,79	0,04	0,06
31.01.2008	3,55	0,63	0,76	4,36	0,93	0,90	5,06	0,78	0,86	31.07.2014	6,00	0,14	0,13	8,85	0,03	0,06	8,53	0,04	0,06
29.02.2008	3,46	0,63	0,76	4,30	0,93	0,90	4,91	0,78	0,86	29.08.2014	5,58	0,14	0,13	8,47	0,03	0,06	8,24	0,04	0,06
31.03.2008	3,03	0,85	0,84	3,54	0,90	0,84	4,20	0,84	0,90	30.09.2014	5,06	0,19	0,15	8,00	0,06	0,07	7,42	0,09	0,08
30.04.2008	3,61	0,85	0,84	4,04	0,90	0,84	4,99	0,84	0,90	31.10.2014	5,56	0,19	0,15	8,68	0,06	0,07	8,03	0,09	0,08
30.05.2008	3,09	0,85	0,84	3,30	0,90	0,84	4,05	0,84	0,90	28.11.2014	6,16	0,19	0,15	9,77	0,06	0,07	8,99	0,09	0,08
30.06.2008	2,45	0,87	0,90	2,82	0,48	0,51	3,18	0,58	0,64	31.12.2014	6,74	0,19	0,17	9,42	0,08	0,11	8,66	0,14	0,14
31.07.2008	3,31	0,87	0,90	3,92	0,48	0,51	4,88	0,58	0,64	30.01.2015	7,13	0,19	0,17	10,35	0,08	0,11	8,96	0,14	0,14
29.08.2008	3,49	0,87	0,90	3,56	0,48	0,51	4,61	0,58	0,64	27.02.2015	6,29	0,19	0,17	8,98	0,08	0,11	8,20	0,14	0,14
30.09.2008	3,28	0,45	0,56	3,06	0,39	0,44	4,91	0,45	0,58	31.03.2015	5,87	0,26	0,18	8,53	0,07	0,08	7,65	0,17	0,13
31.10.2008	2,62	0,45	0,56	2,52	0,39	0,44	3,92	0,45	0,58	30.04.2015	6,02	0,26	0,18	8,51	0,07	0,08	7,79	0,17	0,13
28.11.2008	2,46	0,45	0,56	2,28	0,39	0,44	3,23	0,45	0,58	29.05.2015	5,66	0,26	0,18	8,43	0,07	0,08	7,93	0,17	0,13
31.12.2008	2,51	0,36	0,38	2,60	0,33	0,33	3,59	0,30	0,40	30.06.2015	5,64	0,23	0,15	8,36	0,07	0,10	7,75	0,06	0,06
30.01.2009	2,25	0,36	0,38	2,25	0,33	0,33	3,59	0,30	0,40	31.07.2015	5,40	0,23	0,15	8,20	0,07	0,10	7,42	0,06	0,06
27.02.2009	2,01	0,36	0,38	2,07	0,33	0,33	2,94	0,30	0,40	31.08.2015	4,87	0,23	0,15	7,38	0,07	0,10	6,82	0,06	0,06
31.03.2009	2,29	0,39	0,34	2,36	0,37	0,37	3,66	0,20	0,26	30.09.2015	4,71	0,07	0,02	7,03	0,02	0,00	6,78	0,03	0,00

30.04.2009	2,83	0,39	0,34	3,36	0,37	0,37	4,65	0,20	0,26	30.10.2015	4,98	0,07	0,02	7,57	0,02	0,00	7,49	0,03	0,00
29.05.2009	3,25	0,39	0,34	3,84	0,37	0,37	4,84	0,20	0,26	30.11.2015	4,73	0,07	0,02	7,32	0,02	0,00	6,93	0,03	0,00
30.06.2009	3,11	0,51	0,47	4,18	0,36	0,45	5,18	0,31	0,38	31.12.2015	4,60	0,01	0,03	7,12	0,00	0,02	6,70	0,00	0,01
31.07.2009	3,49	0,51	0,47	5,20	0,36	0,45	6,23	0,31	0,38	29.01.2016	4,62	0,01	0,03	7,43	0,00	0,02	7,19	0,00	0,01
31.08.2009	4,07	0,51	0,47	5,55	0,36	0,45	6,45	0,31	0,38	29.02.2016	4,52	0,01	0,03	7,36	0,00	0,02	7,39	0,00	0,01
30.09.2009	3,97	0,61	0,60	5,60	0,36	0,48	6,45	0,43	0,54	31.03.2016	4,66	0,00	0,00	8,24	0,01	0,02	8,02	0,06	0,04
30.10.2009	3,94	0,61	0,60	5,50	0,36	0,48	6,15	0,43	0,54	29.04.2016	4,91	0,00	0,00	8,62	0,01	0,02	8,60	0,06	0,04
30.11.2009	3,56	0,61	0,60	5,20	0,36	0,48	6,15	0,43	0,54	31.05.2016	4,51	0,00	0,00	7,56	0,01	0,02	7,97	0,06	0,04
31.12.2009	4,31	0,84	0,76	6,35	0,47	0,61	7,09	0,64	0,71	30.06.2016	4,56	0,10	0,07	7,58	0,04	0,08	8,23	0,19	0,16
29.01.2010	4,55	0,84	0,76	6,35	0,47	0,61	6,60	0,64	0,71	29.07.2016	4,60	0,10	0,07	7,33	0,04	0,08	7,70	0,19	0,16
26.02.2010	4,28	0,84	0,76	5,70	0,47	0,61	5,85	0,64	0,71	31.08.2016	4,81	0,10	0,07	7,63	0,04	0,08	7,82	0,19	0,16
31.03.2010	4,94	1,00	0,90	7,10	0,49	0,71	7,35	0,83	0,91	30.09.2016	4,75	0,19	0,15	7,95	0,10	0,13	8,04	0,30	0,20
30.04.2010	5,20	1,00	0,90	7,25	0,49	0,71	7,45	0,83	0,91	31.10.2016	5,02	0,19	0,15	8,41	0,10	0,13	8,27	0,30	0,20
31.05.2010	4,80	1,00	0,90	6,75	0,49	0,71	7,80	0,83	0,91	30.11.2016	4,82	0,19	0,15	7,29	0,10	0,13	7,55	0,30	0,20
30.06.2010	4,95	0,87	0,80	6,65	0,51	0,78	7,65	0,78	0,89	30.12.2016	5,18	0,30	0,27	7,62	0,10	0,17	7,82	0,29	0,21
30.07.2010	5,65	0,87	0,80	7,80	0,51	0,78	8,35	0,78	0,89	31.01.2017	5,96	0,30	0,27	8,32	0,10	0,17	8,40	0,29	0,21
31.08.2010	5,60	0,87	0,80	7,40	0,51	0,78	8,10	0,78	0,89	28.02.2017	6,33	0,30	0,27	8,62	0,10	0,17	8,69	0,29	0,21
30.09.2010	6,15	0,82	0,85	8,40	0,42	0,68	8,85	0,55	0,76	31.03.2017	6,63	0,43	0,39	8,86	0,14	0,20	8,53	0,29	0,25
29.10.2010	6,45	0,82	0,85	8,80	0,42	0,68	9,00	0,55	0,76	28.04.2017	7,01	0,43	0,39	9,59	0,14	0,20	9,51	0,29	0,25
30.11.2010	5,82	0,82	0,85	8,34	0,42	0,68	8,50	0,55	0,76	31.05.2017	7,01	0,43	0,39	9,60	0,14	0,20	9,53	0,29	0,25
31.12.2010	5,50	0,74	0,78	7,82	0,33	0,54	8,58	0,47	0,67	30.06.2017	7,45	0,38	0,36	9,79	0,11	0,20	9,80	0,27	0,25
31.01.2011	5,04	0,74	0,78	7,14	0,33	0,54	7,52	0,47	0,67	31.07.2017	7,57	0,38	0,36	10,54	0,11	0,20	10,46	0,27	0,25
28.02.2011	4,98	0,74	0,78	7,08	0,33	0,54	7,48	0,47	0,67	31.08.2017	7,49	0,38	0,36	10,74	0,11	0,20	10,34	0,27	0,25
31.03.2011	4,94	0,58	0,58	7,22	0,27	0,48	7,50	0,35	0,52	29.09.2017	6,78	0,40	0,37	9,68	0,12	0,21	9,40	0,29	0,28
29.04.2011	5,38	0,58	0,58	7,88	0,27	0,48	7,90	0,35	0,52	31.10.2017	7,14	0,40	0,37	10,43	0,12	0,21	10,01	0,29	0,28
31.05.2011	4,99	0,58	0,58	7,12	0,27	0,48	7,40	0,35	0,52	30.11.2017	6,17	0,40	0,37	9,61	0,12	0,21	8,99	0,29	0,28
30.06.2011	4,98	0,38	0,38	7,36	0,26	0,42	7,50	0,26	0,39	29.12.2017	6,97	0,30	0,26	10,72	0,14	0,23	9,85	0,32	0,27

KAYNAKÇA

Kitaplar:

ACAR BOYACIOĞLU, Melek. **Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma**, İlk Baskı, İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı, 2005.

ASLAN, Nurdan ve TERZİ, Nuray. **Küresel Finans**, 1. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2013.

BABUŞCU, Şenol. **Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması**, 1. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997.

BABUŞCU, Şenol. HAZAR, Adalet ve YENİCE, Sedat. **Kredi Derecelendirmesi (Rating) ve Finans**, 3. Baskı, İstanbul, Akademi, 2012.

DİNLER, Zeynel. **İktisada Giriş**, 17. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2011.

ETTINGER, Richard Prentice ve GOLIEB, David Edwin. **Credits and Collections**, United States: Nabu Press, 2010.

GÜRSOY, Cudi Tuncer. **Finansal Yönetim İlkeleri**, 2. Baskı, İstanbul: Beta Basım A.Ş., 2012.

HASPOLAT, Fatih Bahadır. “**Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye’nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi**” İlk Baskı, Ankara: T.C. Kakınma Bakanlığı 2015.

ORHAN, Osman Zekayi ve ERDOĞAN, Seyfettin. **Para Politikası**, 4. Baskı, Ankara: Yazıt Yayın, 2008.

PARASIZ, İlker. **İktisada Giriş**, 10. Baskı, İstanbul: Ezgi Kitabevi, 2010.

SAYAR, Nihad S. **Kamu Maliyesi**, İstanbul: Sermet Matbaası, 1975.

SEVAL, Belkıs. **Kredi Derecelendirmesi Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları**, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 2017.

ŞENER, Orhan. **Kamu Ekonomisi**, İstanbul: Okan Yayıncılık, 1984.

ŞİRVAN, Nesrin. **Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi**, İlk Baskı, İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, 2004.

YASLIDAĞ, Beyhan. **Kredi Derecelendirme Sistemi SPK Lisanslama Sınavına Hazırlık Soru Örnekleri**, 1. Baskı, Literatür Yayınları, 2007.

Sürelî Yayınlar:

AKBULAK, Yavuz. “Kredi Derecelendirmesi Veya Rating: Kavram Ve Ölçütler” **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 111, 2012.

AKÇAYIR, Ömer ve YILDIZ, Zafer. “Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi”, **Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 40, 2014.

AKÇAYIR, Ömer. “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı**, Isparta, 2013.

ALTUĞ, Nuray. “Gelişmekte Olan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye’nin Dış Borçlanması”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, İstanbul, 1986.

APAYDIN, Ufuk ve ERDOĞAN, Adil Ünlü. “Kredi Değerliliği”, **HDTM Dergisi**, Sayı:7, 1990.

AZGÜN, Sabri. “Dış Borç Sürdürülebilirliği: Zamanlararası Bütçe Kısıtı Testleri”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 2, 2005.

ERDOĞAN, Ali. “Basel Kriterlerinin Bankacılık Sektörüne Etkisi ve Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Basel Kriterlerine Uyum Süreci”, **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 16, Sayı 1, 2014.

ERDOĞAN, Engin ve ENER, Meliha. “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küresel Boyutlu Finansal Yönelimlerdeki Rolü ve Türkiye Değerlendirmesi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 15, Sayı 168.

GÜR, Timur Han ve ÖZTÜRK, Hüseyin. “Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler”, **Sosyoekonomi Dergisi**, Cilt 2.

GÜRBÜZ, Ali Osman. “Uluslararası Kredi Değerliliği ve Türkiye’nin Durumu”, **Yeni İş Dünyası Dergisi**, Sayı:7, 1984.

KARAÖZ, Mehmet Aydın. “Kredi Değerliliğinin Tespiti (Rating)”, **Hazine Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:1, 1990.

KILIÇ, Berra. “Derecelendirme (Rating) İşlemi, ABD’de Tahvil Derecelendirme Süreci”, İstanbul, **SPK Araştırma Raporu**, 1989.

KUNT, Abdullah Selim ve TAŞ, Oktay. “Kredi Temerrüt Swapları Ve Türkiye’nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama”, **İTÜ Dergisi**, Cilt:5, 2008.

MANÇER, Cansun. “Uluslararası Kredi Piyasaları ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Kredi Değerliliği Sorunu”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 1978.

ÖZTÜRK, Hüseyin. “Ülke Kredi Notu Değerlendirmelerinde Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülke Ayrımı Üzerine Bir İnceleme”, Hazine Uzmanlığı Yeterlik Tezi, **Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü**, Ankara, 2011.

ROUBINI, Nouriel ve WACHTEL, Paul. “Current Account Sustainability in Transition Economies”, **NBER Workink Paper Series**, No:6468, 1998.

TUTAR, Erdinç. TUTAR, Filiz ve EREN, Mehmet Vahit. “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye” **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı:25, Temmuz-Ağustos 2011.

ULUSOY, Ahmet ve YILMAZ, Hikmet. “Kredi Notu Eleştirilerini Test Eden Mekanizma: CDS Primleri”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt: 13, Sayı: 1, 2017.

YAPAR SAÇIK, Sinem. “Türkiye’de Cari İşlemler Açığı Sorunu ve Borçlanma İle İlişkisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 2, Sayı 2, 2010.

İnternet Adresleri:

Akbank, Yatırımcı İlişkileri, <https://www.akbank.com/tr>, (06/07/2018).

ALP, Ömer. “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi Gelişimi”, <http://blog.milliyet.com.tr/kredi-derecelendirme-kuruluslarinin-tarihi-gelisimi/Blog/?BlogNo=68805>, (15/12/2017).

Axis Bank, About Us, <http://www.axisbank.com/>, (25/08/2018).

Banka Bradesco, About, <https://banco.bradesco/html/classic/index.shtm>, (20/09/2018).

BBC, “Rus Ekonomisi”, http://www.bbc.com/turkce/ekonomi/2016/01/160125_rus_ekonomi, (11.03.2018).

BDDK, Mevzuat, <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat>, (12/11/2018).

BIS, Committees & associations, <https://www.bis.org>, (12/11/2018).

Bilgihanem, “Dış Borç”, <http://bilgihanem.com/dis-borc-nedir/>, (08/03/2018).

BusinessHT, “Cari Açık”, <http://www.businessht.com.tr/piyasalar/haber/1282645-cari-acik-nedir>, (18/03/2018).

Eğilmez, Mahfi. Türkiye'nin Kredi Notu ve CDS Primi, <http://www.mahfiegilmez.com>, (01/10/2018).

Ekonomist, "Kişi Başına Düşen Milli Gelir", <https://ekonomist.co/akademi/kisi-basina-dusen-milli-gelir-6936/>, (08/03/2018).

Euronews, "Brezilya Ekonomisi", <http://tr.euronews.com/2016/02/05/brezilya-ekonomisine-zika-virusu-darbe-vurdu>, (11.03.2018).

Firststrand Bank, About Us, <https://www.firststrand.co.za>, (26/09/2018).

Fitch Ratings, About Fitch Ratings A.Ş., <https://www.fitchratings.com/site/turkey>, (13/12/2017).

Fitch, Sovereign Rating Criteria, <https://www.fitchratings.com/site/re/901261>, (31/01.2018).

Fortune, "Brezilya Ekonomisi", <http://www.fortuneturkey.com/brezilya-2015te-yuzde-38-kuculdu-29393>, (11.03.2018).

Garanti Bankası, Garanti'yi Tanıyın, <https://www.garanti.com.tr>, (06/07/2018).

Grupo Elektra, About, <http://www.grupoelektra.com.mx/en>, (20/09/2018).

Grupo Financiero Banorte, Informe, <https://www.banorte.com>, (20/09/2018).

HDFC Bank, About Us, <https://www.hdfcbank.com/>, (22/09/2018).

IDBI Bank, About Us, <https://m.idbibank.com/smart-index.asp>, (20/05/2018).

India Brand Equity Foundation, "Manufacturing Sector in India", <https://www.ibef.org/industry/manufacturing-sector-india.aspx>, (20/03/2018).

KARAGÖL, Erdal Tanas ve MIHÇİOKUR, Ülkü İstiklal. "Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar" **SETA Rapor**, http://file.setav.org/Files/Pdf/20121126124257_seta-kredi_derecelendirme_kuruluslari-alternatif_arayislar.pdf, (20/11/2017).

KARAGÖL, Erdal Tanas ve MIHÇIOKUR, Ülkü İstiklal. “ Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar” **SETA Rapor**, http://file.setav.org/Files/Pdf/20121126124257_seta-kredi_derecelendirme_kuruluslari-alternatif_arayislar.pdf, (01/06/2018).

Mercantil do Brasil, About, <https://mercantildobrasil.com.br/Paginas/Home.aspx>, (25/07/2018).

Milliyet, Güngör URAS, “Rezerv Nedir? Ne İşe Yarar”, <http://www.milliyet.com.tr/yazarlar/gungor-uras/rezerv-nedir--ne-ise-yarar--1448868/>, (20/03/2018).

Moody’s, Moody’s Corporation, <https://www.moody.com/Pages/atc.aspx>, (19/12/2017).

Moody’s, Ratings, https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1044859, (31/01/2018).

Nedbank, About Us, <https://www.nedbank.co.za>, (20/09/2018).

S&P Global Ratings, What Are Credit Ratings?, https://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings, (12/12/2017).

S&P Global Ratings, What We Do, https://www.spratings.com/en_US/what-we-do, (31/12/2017).

S&P Global, How We Rate Sovereigns, <https://www.spratings.com/documents/20184/774196/How+We+Rate+Sovereigns.pdf/a9419c9e-eb76-4283-83a6-34d0e8b13112>, (31/01/2018).

S&P Global, Methodology, https://www.standardandpoors.com/ja_JP/delegate/getPDF?articleId=1975930&type=COMMENTS&subType=REGULATORY, (31/01/2018).

Sber Bank, About, <https://www.sberbank.ru/en>, (27/07/2018).

Standard Bank, About Us, <https://international.standardbank.com>, (20/09/2018).

T.C. Dışışleri Bakanlığı, “Türk Ekonomisinin Genel Görünümü”, <http://www.mfa.gov.tr>, (25/02/2018).

T.C. Ekonomi Bakanlığı, “Genel Ekonomik Durum”, <https://www.ekonomi.gov.tr>, (23/02/2018).

Tarihi Olaylar, “Brezilya’da Enflasyon”, <http://www.tarihiolaylar.com/gundem/brezilya-da-son-12-yilin-en-yuksek-enflasyonu-454>, (09.03.2018).

TCMB, Bülten Haziran 2010, Sayı 18 <http://www.tcmb.gov.tr>, (15/12/2017).

TETSIAD, “Rusya Ülke Raporu”, <https://www.tetsiad.org/files/raporlar/rusya.pdf>, (12.03.2018).

Türkiye İş Bankası, Hakkımızda, <https://www.isbank.com.tr>, (05/07/2018).

Vozrozhdenie Bank, About the bank, <http://www.vbank.ru/en>, (20/07/2018).

Wikipedia, “Hindistan Ekonomisi”, https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:Ecin_SUAehYJ:https://tr.wikipedia.org/wiki/Hindistan_ekonomisi+&cd=2&hl=tr&ct=clnk&gl=tr, (11.03.2018).

Wikipedia, Kredi Derecelendirmesi, <https://webcache.googleusercontent.com>, (11/12/2017).