

**T.C.  
GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**ÜLKE RİSKİNİN FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ**

**MASTER TEZİ**

**Hazırlayan  
Fatih KARA**

**Tez Danışmanı  
Doç. Dr. Arslan YİĞİDİM**

**Ankara-2006**

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Fatih KARA'ya ait "lke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi" adlı çalışma, jürimiz tarafından İktisat Ana Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan

Prof.Dr. Ahmet AKSOY

ye

Prof.Dr. Ömer Faruk ÇOLAK

ye

Doç.Dr. Arslan YİĞİDİM (Danışman)

## ÖNSÖZ

Bu çalışmada, ülke riski ele alınmış, ülke riskinin kaynakları belirtilerek, bu riski hangi kuruluşların ölçtüğü ve riskin ölçülmesi ile ilgili olarak kullanılan modellere yer verilmiştir. Ayrıca son olarak bir uygulama yapılarak Türkiye’de söz konusu riski en çok etkileyen değişkenler belirlenmiştir.

Bu çalışmanın hazırlanmasında katkıları nedeni ile ve yoğun geçen günlerinde bana da zaman ayırmasından dolayı, öncelikle; tez danışmanım Doç. Dr. Aslan YİĞİDİM’e teşekkür ederim.

Yine tezi hazırlamamda, özellikle çalışmanın son kısmındaki uygulama bölümünde, yaptığı yardımlar nedeniyle Ekonometri Bölümü Araştırma Görevlisi Şenay AÇIKGÖZ ve Sibel DUMAN’a teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

|                                                                     |    |
|---------------------------------------------------------------------|----|
| ÖNSÖZ.....                                                          | i  |
| İÇİNDEKİLER .....                                                   | ii |
| KISALTMALAR CETVELİ.....                                            | iv |
| TABLolar LİSTESİ.....                                               | v  |
| ŞEKİLLER LİSTESİ.....                                               | v  |
| GİRİŞ .....                                                         | 1  |
| BİRİNCİ BÖLÜM.....                                                  | 4  |
| 1. RİSK VE ÜLKE RİSKİ İLİŞKİSİ.....                                 | 4  |
| 1.1. RİSK VE ÜLKE RİSKİ KAVRAMI.....                                | 4  |
| 1.2. ÜLKE RİSKİNİN TARİHSEL SÜRECİ .....                            | 5  |
| 1.3. ÜLKE RİSKİ VE DİĞER RİSK KAVRAMLARI.....                       | 8  |
| 1.4. ÜLKE RİSKİ VE KREDİ RİSKİ İLİŞKİSİ .....                       | 9  |
| 1.5. ÜLKE RİSKİNİN SINIFLANDIRILMASI.....                           | 11 |
| 1.5.1. Borcun Reddi (Repudiation) ve Geri Ödeyememe (Default) ..... | 12 |
| 1.5.2. Borcun Yeniden Müzakeresi (Renegotiation) .....              | 13 |
| 1.5.3. Borcun Ertelenmesi (Rescheduling) veya Moratoryum .....      | 13 |
| 1.5.4. Teknik Ödeyememe (Default).....                              | 13 |
| 1.5.5. Transfer Olanaksızlığı .....                                 | 13 |
| İKİNCİ BÖLÜM.....                                                   | 14 |
| 2. ÜLKE RİSK ANALİZİ VE ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER .....     | 14 |
| 2.1. ÜLKE RİSK ANALİZİNİN AMACI.....                                | 14 |
| 2.2. ÜLKE RİSKİNİN BELİRLENMESİ .....                               | 15 |
| 2.3. ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER .....                        | 16 |
| 2.3.1. Ekonomik Faktörler .....                                     | 17 |
| 2.3.1.1. Cari İşlemler/Ödeme Dengesi .....                          | 18 |
| 2.3.1.2. Borç Servis Oranı.....                                     | 19 |
| 2.3.1.3. Uluslararası Rezervler.....                                | 20 |
| 2.3.1.4. Ekonomik Gelişme.....                                      | 20 |
| 2.3.1.5. Enflasyon Oranı .....                                      | 21 |
| 2.3.2. Sosyo-Politik Faktörler.....                                 | 22 |
| 2.3.2.1. Politik Risk Faktörleri.....                               | 22 |
| 2.3.2.2. Sosyal Risk Faktörleri.....                                | 25 |
| ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....                                                  | 26 |
| 3. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ.....                                     | 26 |
| 3.1. ÜLKE RİSKİ ÖLÇÜLÜRKEN DİKKATE ALINAN ETMENLER .....            | 26 |
| 3.2. ÜLKE RİSKİNİ ÖLÇEN KURUMLAR.....                               | 31 |
| 3.2.1. Derecelendirme (Rating) Şirketleri.....                      | 31 |
| 3.2.1.1. Standard&Poors'un Derecelendirme Faaliyetleri.....         | 35 |
| 3.2.1.2. Moody's Investor'in Derecelendirme Faaliyetleri .....      | 40 |
| 3.2.1.3. Fitch'in Derecelendirme Faaliyetleri.....                  | 44 |
| 3.2.1.4. Duff&Phelps'in Derecelendirme Faaliyetleri.....            | 45 |
| 3.2.2. Ülke Risk Ölçüm Kuruluşları.....                             | 46 |

|                                                                                    |            |
|------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 3.2.2.1. <i>Business Environment Risk Intelligence (BERI) Enstitüsü</i> .....      | 47         |
| 3.2.2.2. <i>Institutional Investor Dergisi</i> .....                               | 49         |
| 3.2.2.3. <i>International Country Risk Guide (ICRG)</i> .....                      | 49         |
| 3.2.2.4. <i>Euromoney Dergisi</i> .....                                            | 55         |
| 3.3. <b>ÜLKE RİSKİNİ ÖLÇMEDE KULLANILAN METODLAR</b> .....                         | 56         |
| 3.3.1. <i>Tam Kalitatif Sistemler</i> .....                                        | 58         |
| 3.3.2. <i>Yapısal Kalitatif Sistemler</i> .....                                    | 59         |
| 3.3.3. <i>Kontrol Listesi (Checklist) Yöntemi</i> .....                            | 60         |
| 3.3.4. <i>Diğer Kantitatif Metodlar</i> .....                                      | 62         |
| 3.3.4.1. <i>Diskriminant Analizi</i> .....                                         | 63         |
| 3.3.4.2. <i>Logit ve Probit Modelleri</i> .....                                    | 65         |
| 3.3.4.3. <i>Temel Bileşenler Analizi</i> .....                                     | 70         |
| 3.3.5. <i>Makro Ekonomik Yaklaşımlar</i> .....                                     | 73         |
| 3.3.5.1. <i>Makro-Ekonomik Likidite Oranı</i> .....                                | 73         |
| 3.3.5.2. <i>Makro-Ekonomik Finansman Oranı</i> .....                               | 75         |
| 3.3.6. <i>Türk Eximbank'ta Uygulanan Ülke Riski Analizi Yöntemi</i> .....          | 77         |
| 3.4. <b>TÜRKİYE'NİN ÜLKE RİSKİ DÜZEYİNDEKİ DEĞİŞİMLERİ</b> .....                   | 80         |
| 3.4.1. <i>Türkiye'nin Derecelendirme Geçmişi</i> .....                             | 81         |
| 3.4.1.1. <i>1992-1999 Arası Notlandırmalar</i> .....                               | 81         |
| 3.4.1.2. <i>1999-2005 Yılları Arası Notlandırmalar</i> .....                       | 84         |
| 3.4.2. <i>Türkiye'nin Gelişen Piyasalar (Emerging Markets) İçindeki Yeri</i> ..... | 90         |
| 3.4.3. <i>BASEL-II'nin Gelişmekte Olan Ülkelere Muhtemel Etkileri</i> .....        | 96         |
| <b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM</b> .....                                                        | <b>98</b>  |
| <b>4. TÜRKİYE İLE İLGİLİ BİR UYGULAMA</b> .....                                    | <b>98</b>  |
| 4.1. <i>DIŞ BORÇLANMANIN GELİŞİMİ</i> .....                                        | 98         |
| 4.2. <i>MODELDE YER ALAN DEĞİŞKENLER VE VERİ SETİ</i> .....                        | 101        |
| 4.3. <i>BULGULAR</i> .....                                                         | 105        |
| <b>SONUÇ</b> .....                                                                 | <b>111</b> |
| <b>KAYNAKÇA</b> .....                                                              | <b>115</b> |
| <b>ÖZET</b> .....                                                                  | <b>121</b> |
| <b>ABSTRACT</b> .....                                                              | <b>122</b> |

**KISALTMALAR CETVELİ**

|                |                                        |
|----------------|----------------------------------------|
| <b>BERI</b>    | Business Environment Risk Intelligence |
| <b>CRIS</b>    | Control Risks Information Services     |
| <b>D&amp;P</b> | Duff&Phelps Credit Rating              |
| <b>EIU</b>     | Economic Intelligence Unit             |
| <b>GATT</b>    | General Agreement Of Trade And Tariffs |
| <b>GSMH</b>    | Gayri Safi Milli Hasıla                |
| <b>ICRG</b>    | International Country Risk Guide       |
| <b>JCR</b>     | Japan Credit Raring                    |
| <b>S&amp;P</b> | Standard&Poor's Corporations           |

## TABLOLAR LİSTESİ

|                                                                                                                                             |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tablo 1:Uluslararası Bankaların Ülke Risk Değerlemesinin .....                                                                              | 16  |
| Tablo 2: Ülkelere Göre Ülke Riskini Belirleyen Faktörlerin Risk Analizindeki Önemi.....                                                     | 17  |
| Tablo 3 Ülke Riskini Belirleyen Önemli Ekonomik Değişkenler.....                                                                            | 18  |
| Tablo 4:Önemli Sosyo-Politik Değişkenler.....                                                                                               | 22  |
| Tablo 5: Ülke Riski Ölçümünde Farklı Bankaların Etmenleri Ağırlıklandırma Oranları .....                                                    | 30  |
| Tablo 6: Dünyadaki Başlıca Derecelendirme Şirketleri.....                                                                                   | 32  |
| Tablo 7: Standard &Poors Ülke Risk Göstergeleri .....                                                                                       | 37  |
| Tablo 8: Moody's Ülke Risk Göstergeleri.....                                                                                                | 43  |
| Tablo 9: Fitch Ülke Risk Göstergeleri.....                                                                                                  | 44  |
| Tablo 10: Bazı Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Karşılaştırmalı Not Tanımları .....                                                       | 46  |
| Tablo 11: BERI Endeksi .....                                                                                                                | 48  |
| Tablo 12: ICRG'nin Derecelendirme Sisteminde Göz önünde Bulundurduğu Faktörler.....                                                         | 50  |
| Tablo 13: ICRG Risk Kategorileri.....                                                                                                       | 51  |
| Tablo 14: ICRG'nin Ülke Risk Sıralaması.....                                                                                                | 52  |
| Tablo 15: Bazı kredi notlandırma kuruluşlarının ülke notlandırmasında kullandıkları kriterler ve bu kriterlerin kredi notuna etkileri ..... | 56  |
| Tablo 16: Kontrol Listesindeki İndikatörler ve Değişkenler .....                                                                            | 61  |
| Tablo 17: Frank ve Cline Modeli .....                                                                                                       | 64  |
| Tablo 18: Grinols Modeli .....                                                                                                              | 64  |
| Tablo 19: Sargen Modeli .....                                                                                                               | 65  |
| Tablo 20: Feder ve Just Modeli .....                                                                                                        | 66  |
| Tablo 21: Mayo ve Barrot Modeli .....                                                                                                       | 67  |
| Tablo 22: Cline Modeli .....                                                                                                                | 68  |
| Tablo 23: Kharas Modeli.....                                                                                                                | 69  |
| Tablo 24: Saini ve Bates Modeli.....                                                                                                        | 69  |
| Tablo 25: Solberg Modeli .....                                                                                                              | 70  |
| Tablo 26: Dhonte Modeli .....                                                                                                               | 72  |
| Tablo 27: Abbasi ve Taffler Modeli .....                                                                                                    | 72  |
| Tablo 28: Türk Eximbank'ın Ülke Risk Grupları .....                                                                                         | 79  |
| Tablo 29: Türkiye'nin Kredi Notunun Seyri .....                                                                                             | 89  |
| Tablo 30: Türkiye'nin Mevcut Kredi Notu Durumu .....                                                                                        | 90  |
| Tablo 31: Manasse&Roubini'nin Göreceli Güven Tablosu.....                                                                                   | 94  |
| Tablo 32:Enflasyon ve Borç Ödeyememenin Ülke Riski Notuna Etkisi.....                                                                       | 95  |
| Tablo 33: Türkiye'nin Dış Borç Stoku .....                                                                                                  | 99  |
| Tablo 34: Modelde Yeralan Değişkenlere Ait Yüzde Değerler .....                                                                             | 104 |
| Tablo 35:Logit Modele Göre Dış Borç Erteleme Olasılıkları .....                                                                             | 108 |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|                                                                       |     |
|-----------------------------------------------------------------------|-----|
| Şekil 1:Uluslararası Tahvil İhraçları İçin Ödenen Risk Primleri ..... | 93  |
| Şekil 2:Dış Borçların Vadelere Göre Dağılımı.....                     | 100 |
| Şekil 3:Ülke Riski ve Nedeni Arasındaki İlişki .....                  | 109 |

## GİRİŞ

Ekonomik anlamda bütünleşmenin önemli boyutlara ulaştığı bir dünyada, ülkeler birbirleriyle ile sıkı bir ilişki içerisindeyler. Bu ekonomik ilişkinin sağlıklı bir şekilde sürebilmesi için uluslararası alanda sermayenin serbest bir şekilde dolaşması kaçınılmazdır. Global ekonomik sistem içinde ülkelerin ekonomik işlevlerini devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duydukları fonları, uluslararası piyasalardan temin etmeleri büyük ölçüde onların ülke riski notlarına bağlıdır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde yabancılar tarafından alınacak yatırım kararları o ülkenin ülke riskine göre değerlendirilmektedir.

Ülke riski ekonomik, sosyal ve politik faktörler dikkate alınarak belirlenmektedir. Ülke riskinin ölçülmesi bağımsız organizasyonlar tarafından yapılmaktadır. Bu nedenle bu kuruluşlar tarafından verilen ülke riski puanları uluslararası finans kurumlarınca daima göz önünde bulundurulmakta ve uluslararası fon akımlarını etkileyen en önemli etkenlerden birisi olmaktadır.

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

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

Kredi veren ülke veya kurumların fon akımlarını, uluslararası derecelendirme şirketleri veya risk kurumlarının kararlarına göre yönlendirmeleri Türkiye gibi gelişmekte olan ve kalkınmasını genelde yabancı sermayeye bağlamış olan ülkeleri önemli ölçüde etkilemektedir. Kredibilitesi azalan ülkelerin uluslararası finansal piyasalardan uygun koşullardan kredi temin etme özelliği giderek zorlaşmaktadır. Özellikle 2001 ve 2002 yıllarındaki ekonomik ve politik gelişmeler Türkiye'nin ülke riskini önemli ölçüde düşmesine neden olmuş ve Türkiye'nin uluslararası piyasalardan kredi temin etmesi güçleşmiş ve temin edilen kredilerin de şartları ağırlaşmıştır.

Bu çalışmanın amacı, ülke riski kavramını ve ölçülmesini incelemek ve ülke riskinin ölçülmesiyle ilgili olarak Türkiye'nin ülke riskini en iyi açıklayan değişkenleri belirten bir model oluşturmaktır. Çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, risk ve ülke riski kavramı üzerinde durulmuş, ülke riskinin tarihi süreç içerisinde önem kazanma nedenleri irdelenmiş ve sınıflandırmaya tabi tutulmuştur.

İkinci bölümde, ülke riski kavramını oluşturan politik risk ve ekonomik risk kavramları üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde, ülke riskinin ölçümü üzerinde durulmuştur. İlk olarak ölçüm esnasında dikkate alınan etmenler belirtilmiş, daha sonra ülke riskini ölçen kurumlar ve bunların metodları üzerinde durulmuştur. Daha sonra Türkiye'nin uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından aldığı notlar tarihsel bir biçimde gözden geçirilmiştir. Gelişen piyasa ülkeleri arasında Türkiye'nin konumu belirtildikten sonra Basell'nin muhtemel etkileri üzerinde durulmuştur.

Dördüncü bölümde ise logit analizi kullanılarak Türkiye'nin ülke riskine etki eden en önemli değişkenler belirlenmeye çalışılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. RİSK VE ÜLKE RİSKİ İLİŞKİSİ

#### 1.1. RİSK VE ÜLKE RİSKİ KAVRAMI

Genel olarak risk; bir olayın gerçekleşme durumu ile o olayın gerçekleşmesini istediğimiz durumu arasındaki sapma olarak tanımlayabiliriz. Ülke riski ise sınır ötesi kredi ilişkisinde, kredi açılan ülkede meydana gelebilecek bazı olaylar neticesinde zarara uğrama olasılığı şeklinde tanımlanabilir.<sup>1</sup>

Diğer bir tanıma göre ülke riski, en azından bir derecede borçlu bir ülke hükümetinin kontrolü altında olan fakat kesinlikle özel veya bireysel girişimin kontrolü altında olmayan olayların sebep olduğu sınır ötesi borç verme ilişkilerinde bir zarara maruz kalmadır.<sup>2</sup>

Ülke riski ve ticari risk arasındaki ayrım esas olarak riskin gerçekleşmesinin nedeninin borçlu ülke hükümetinin kontrol altında olup olmaması üzerine odaklanmıştır.

Farklı bir tanımlama ülke riski ve hükümlanlık (sovereign) riski arasında herhangi bir ayrım yapmamıştır, ve ülke riskini (veya devlet riskini) hazine garantili borçlar veya doğrudan yabancı bir ülkeden yapılan borçlanma ile ilgili risk olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre ülke riski özel riskin (yani devlet garantisi olmayan özel dış borçların) karşıtıdır. Buradaki ayrım kavram olarak esas geri ödeme sorumluluğunun kalması

---

<sup>1</sup> Nevin YÖRÜK, *Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler*, Tokat 1999, s.1

<sup>2</sup> Pancras J. NAGY, *Country Risk, How to Assess, Quantify and Monitor It*, Euromoney Publications, London, 1979, s.13

üzerine dayalıdır<sup>3</sup>. Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde ülke riskinden bahsettiğimizde ikinci tanımı kastetmiş olacağız; yani ülke riski, devlet garantili borçlar veya doğrudan yabancı ülke hükümetine yapılan borçlanmalar ile ilgili risktir.

## 1.2 ÜLKE RİSKİNİN TARİHSEL SÜRECİ

Ülke riski analizinin uygulanması sınır ötesi borç verme işlemlerinin ilk örneklerine kadar uzanmaktadır. Ülke riskiyle ilgili bir kavram olan geri ödeyememe (default) durumunun çok sayıdaki ilk örnekleri 14.yy'da Batı Akdeniz'deki şehir devletlerinin borçlanmasıyla başlayan bir dönemden geçmiştir.

Kreditörler, borçlu ülkenin finansal durumu hakkında yetersiz bilgi veya borç alan ülkenin borcunu geri ödeme istekliliği veya yeteneğinin yetersiz değerlendirmesi nedeniyle bir çok zarara uğramıştır. Genellikle ülkenin geri ödemedeki yetersizliği yanlış mali yönetim, verimsiz hasat, yeni savaşa ilgili verimsiz harcamalar gibi belirli ülke faktörlerinin bileşiminden kaynaklanmaktadır. Diğer zamanlarda elverişsiz dünya şartları (önemli sayılan ihraç piyasalarındaki düşük artış, ticaret hadlerindeki azalma veya spekülative borç hareketleri) etki etmektedir. Bir ülkenin borcunu geri ödemedeki isteksizliği sözleşmedeki şartlara uyulmamasından sonuçlanan bu ekonomik olaylarla ilişkilendirilebilir. Yurtiçi veya bölgesel politik istikrarsızlık ülkenin borcunu ödemedeki isteksizliğinin diğer tehlikeleridir.<sup>4</sup>

Ülke riski bugünkü anlamı ile ifade edilmeye başlanmadan önce pek çok değişik risk, ülke riski olarak algılanmaktaydı. Uluslararası borç veren bankaların ilk olarak karşılaştıkları risk transfer riskiydi. 1950'li yıllarda Euro-

<sup>3</sup> Anna Micalea CIARRAPICOI , **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dartmouth Publishing Comp., Bookfield, s.4,5

<sup>4</sup> Ronald L. SOLBERG, **Country Risk Analysis A Handbook**, Routledge, London and Newyork, 1992, s. 10,11

Dolar piyasasının gelişmeye başlaması ile değişik ülkelerden şirketler kredi kullanmak için Euro-Dolar piyasalarına başvurmaya başladı. Kredilerin uluslararası boyut kazanmasını takiben, dış borç veren bankalar, kredi verdikleri şirketin yerleşik bulunduğu ülke hükümetlerinin kambiyo rejimini sıkılaştırması sonucu faiz ve anapara ödemelerinin transfer edilememesi riski ile karşı karşıya kaldılar.

1960'ların ortalarından itibaren az gelişmiş ülke hükümetlerinin borç almak için Euro-Dolar piyasalarına başvurmaya başlamasıyla işin içine hükümet garantileri girdi ve borç verenler açısından transfer riski bu yönüyle ortadan kalktı. Fakat bu sefer de borçlu ülke hükümetlerinin ana para ve faiz ödemeleri için gerekli miktarlarda konvertibil döviz kazanamamaları sorunu ortaya çıktı. Bunun sonucunda borçlu ülkelerin ekonomik durumlarındaki bozulmalar borç verenleri riske sokmaya başladı ve hükümlanlık riski (devletin ödeme zorluğuna düşme riski, sovereign risk) uluslararası bankalar açısından önem kazanmaya başladı. Bazı bankalar ortaya çıkan bu yeni riski değerlendirmek amacıyla yeni teknikler ararken, dış yatırım tecrübesine sahip çokuluslu şirketlerin uyguladıkları metodlara yöneldiler ve bu riski ifade ederken onların kullandıkları 'politik risk' terimini de kullanmaya başladılar. Zaman içinde uluslararası bankaların az gelişmiş ülkelerde yerleşik şirketlere hükümet garantisi olmaksızın borç vermeye başlamalarıyla politik risk terimi bankalar açısından varolan riski anlatmakta yetersiz kaldı. Çünkü uluslararası bankalar borç verdikleri ülkenin borçlarına hizmet kapasitelerini değerlendirirken, çokuluslu şirketlerin aksine politik risk faktörlerinin yanı sıra sosyal ve ekonomik faktörleri de göz önüne almak zorunluluğuyla karşı karşıya kaldılar. Bunların sonucunda 1970'lerde 'ülke riski' kavramı finansal literatürde bugünkü şekliyle yerini aldı.

Uluslararası borç vermede uzmanlaşan bankaları ülke riski kavramı üzerinde önemle durmaya iten en önemli etken 1982 yılında Meksika'nın borçlarının ertelenmesi (moratoryum) talebi ile ortaya çıkan borç krizi olmuştur. Diğer Latin Amerika ve Doğu Bloğu ülkeleriyle birlikte pek çok

gelişmekte olan ülkenin de Meksika'yı izleyerek borçlarının vadelerinin yeniden düzenlemeye tabi tutulması isteğinde bulunmalarıyla borç krizinin boyutları genişlemiş ve bu ülkelere borç veren bankaların ekonomik sarsıntılar geçirmesine neden olmuştur.<sup>5</sup>

Borç krizinin oluşmasını hazırlayan etkenlerin kökleri 1973 yılında patlak veren ilk petrol krizine kadar inmektedir. 1973 yılında petrol fiyatlarının birden bire yükselmesi petrol ihraç eden ülkeleri (OPEC) kaynak fazlası ile karşı karşıya bırakmış, OPEC ülkeleri de ellerindeki kaynak fazlalarını Euro piyasalara plase etme yolunu seçmişlerdir. Yine aynı yıllarda gelişmekte olan ülkeler, ekonomilerinin hızlı bir büyüme süreci içerisine girmesi ve o zamana kadar yatırımlarının finansmanında kullandıkları IMF ve Dünya Bankası kredilerinin yetersiz kalması nedenleriyle Euro kredilere başvurmuşlardır. Ayrıca petrol ithal eden gelişmekte olan ülkeler de petrol ithalinin fiyatının artması nedeniyle cari hesaplarında meydana gelen açıkları finanse etmek amacıyla Euro piyasalara yönelmişlerdir. Bunların sonucunda Euro piyasalarda gerek arz gerekse talep yönünde bir patlama yaşanmıştır. Diğer taraftan 1973 1974 yıllarında yaşanan resesyon ortamı gelişmiş ülkelerde yerleşik şirketlerin borç alma kapasitelerini önemli ölçüde azaltarak Euro piyasalardan çekilmelerine neden olunca ellerinde petro-dolar fazlası olan uluslararası bankalar da gelişmekte olan ülkelere büyük miktarlarda plase etme yoluna gitmişlerdir.

1979 yılında ortaya çıkan ikinci petrol krizinin mali piyasalar üzerindeki etkisi ise, o yıllarda dünya ekonomisinin II. Dünya Savaşı sonrası döneminin büyük resesyonu içerisinde olması nedeniyle daha fazla oldu. Petrol ithal eden gelişmekte olan ülkelerin ticari ve cari hesap dengeleri yükselen fiyatı ile birlikte büyük açıklar vermeye başladı. Açıkların finansmanında yine euro-piyasalardan alınan borçların kullanılması sonucunda borçların patlamasına neden oldu.

---

<sup>5</sup> Fatoş TUĞAY, "Ülke Riski", **Bankacılar**, Yıl :2, Sayı:5, Temmuz 1991, s30

Bu arada petrol ithal eden gelişmekte olan ülkelerin borç aldıkları kuruluşların kompozisyonu da değişmişti. IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların bu ülkelere verilen kredilerdeki payı %50'lerden %40'ın altına düşerken uluslararası ticari bankaların payı %30'lardan %50'nin üstüne ıktı. Uluslararası ticari bankaların petrol ithal eden gelişmekte olan ülkelere verilen kredilerdeki payının bu şekilde yükselmesi, bu bankaların borç krizinden fazlasıyla etkilenmesine neden oldu. Bunun sonucunda uluslararası ticari bankalar borç verirken, ülke riskini belirlemek amacıyla ülke risk analizi yapmanın gerekliliğini anladılar.<sup>6</sup>

### 1.3. ÜLKE RİSKİ VE DİğER RİSK KAVRAMLARI

Uluslararası finans ve bankacılık alanında ülke riski konusunda bir kavram kargaşasına rastlanmakta, söz konusu kavram devlet riski transfer risk, ticari risk ve politik risk sözcükleri ile birlikte veya onların yerine kullanıldığı gözlenmektedir. *Hükümranlık Riski (sovereign risk)* bağımsız bir devletin hkmetine verilen kredilerin geri ödenmesinin taşıdığı belirsizlikle ilgili bir risktir. *Transfer riski*, belli bir ülkenin kendi ekonomik politikalarının bir parçası olarak yabancı yatırımcılarına ya da kreditorlerine sermaye, kar payı, faiz ödemeleri gibi haklarına getirebileceği kısıtlama riskidir. *Ticari risk* belli bir şirketin sektörel gelişmeler nedeniyle teknik likiditesini yitirebilmesidir. *Politik risk* ise ülkeye verilen krediyi geri alımının (anapara, kar payı, faiz) yalnızca politik nedenlerden dolayı o ülke tarafından sınırlandırılmasıyla kreditorn maruz kaldığı risktir.

lke riski ise bir ülkenin borçlarını ödeyememe ya da ödemedeki isteksizliğinin olasılığıdır. Diğer bir tanıma göre ülke riski, en azından bir derecede borçlu bir ülke hükümetinin kontrolü altında olan fakat kesinlikle özel veya bireysel girişimin altında olmayan olayların sebep olduğu sınır

---

<sup>6</sup> Nevin YÖRÜK, a.g.e., s.3,4

ötesi borç verme ilişkilerinde bir zarara maruz kalmaz. Bu tanım birkaç hususta önemlidir. İlk olarak ülke riski burada yalnızca sınır ötesi borçlanmalarla ilgilidir. 'İçsel risk' yani ulusal para cinsinden fonlanan borçlar bu tanımın dışındadır. İkinci olarak bir ülkedeki tüm borçlanmalar (kamu, özel veya bireysel olup olmaksızın) ülke riskine açıktır. Bu yüzden ülke riski bağımsız bir ülke hükümetine verilen borcun riski olan hükümlerlik riskinden (sovereign risk) daha geniş bir kavramdır. Üçüncü olarak en azından bir dereceye kadar yalnızca hükümetin kontrolü altında olan olaylar ülke riskinin gerçekleşmesine yol açabilir. Örneğin, eğer iflas durumu hükümetin ekonomi yönetiminin hatasından sonuçlanmışsa iflas nedeniyle borç ödeyememe durumuna düşme ülke riskidir; eğer bir firmanın hatasından kaynaklanmışsa ticari risktir.<sup>7</sup>

Ülke riski ile kredi değerliliği (creditworthness) arasındaki ilişkide ise, aynı olaya iki değişik tarafın alacaklı ve borçlunun bakışının ötesinde bir farklılık söz konusu değildir. Ülke riski, politik ve ekonomik gelişmeler açısından kredi verilmeye layık borçlunun belirlenmesi, kredi değerliliği ise riski düşük ülkelerin borçlanabilme güç ve yeteneğine sahip olmasıdır.

## 1.4. ÜLKE RİSKİ VE KREDİ RİSKİ İLİŞKİSİ

Her borç verme işlemi, borç alanın vadesi geldiğinde faizi ve anaparasını ödeyemeyeceği bir risk olan kredi riskini içermektedir. Buna ödememe (insolvency) riski de denir. Bu riski minimize etmek için borçlunun borçlarını ödeyebilme yeteneğini değerlendirmek için hesaplamalar geliştirilmiştir. Tipik bir kredi kurumu olan banka bu yüzden borçlunun ekonomik durumuyla çok ilgilenmekte ve dikkatlice analiz etmektedir. Sadece geçmiş performans gözden geçirilmemekte, gelecekteki olası gelişme tahminleri bile önem kazanmaktadır. Genel olarak kredi veren kurum borcun

---

<sup>7</sup> Pancras J. NAGY, a.g.e., s.13,14

ne için kullanılacağını bilmek ister. Bir çok durumda borç veren kurum müşterisinin gelecekteki ekonomik performansını değerlendirmede zorluk olduğu durumlarda kredi riskini azaltmak için teminat isteyecektir. Eğer risk gerçekleşecekse, borç veren kurum borçluya karşı yasal faaliyete başvurma imkanına sahip olur.

Sınır ötesi borç ilişkileri daima bir döviz kuru içermektedir. Döviz kuru riski yalnızca borç veren taraf, yalnızca borç alan taraf veya her ikisi için de olabilir. Ülke riskinin bir parçası olarak döviz kuru riskinden bahsedildiğinde borçlu ülkenin üstlendiği döviz kuru riski anlaşılmalıdır.

Ülke riski ile ilişkilendirilebilecek diğer bir faktör borç veren ve borçlu arasındaki diyalogun zorluğudur. Daha uzak yerdeki bir borçlu borç veren taraftan farklı yerlerde olduğundan, diyalogun dil sorunundan, kültürel farklılıklardan veya zaman farklılıklarından dolayı zor olacağı muhtemeldir. Sınır ötesi borç ilişkileri aynı zamanda daha fazla bir yasal riske neden olmaktadır. Çünkü bir ülkede olduğundan daha fazla kanunlar kapsamaktadır. Her iki taraf için de potansiyel problemleri minimize etmek için yasal bir seçim genellikle belli ülke kanunlarının seçimi olur. Bu bağlamda İngiliz kanunları uluslararası borçlarda oldukça popülerdir.

Kredi riskinin en ekstrem durumu borçlunun iflas etmesi durumudur. Bu durumda borç veren (ya kredinin bir bölümünü iyileştirecek ya da tamamen kaybedecek) iflas işlemine katılır. Ülke riski çeşitli biçimlerde ortaya çıkar. Meydana gelen ülke riskinin en hafif sonucu faiz ödemesindeki veya anapara geri ödemesindeki bir gecikmedir. Ülke riskindeki kötüleşmenin bir sonraki adımı ülkenin borçlarını geri ödemedeki ve sınır ötesi borçlulara gerekli döviz yaratmada ülkenin zayıflığıdır. Bu durumda kamu ve özel kesim dış borçlarında anapara veya faizini ödememe durumu gerçekleştikçe ülke daha fazla kaygı yaratmaktadır. Bu durumdaki bir ülke iki seçeneğe sahiptir. Ya borçlarını yeniden müzakere eder ve erteler ya da moratoryuma gider. Ortaya çıkan bir ülke riskinin en katı sonucu ise bir ülkenin kendi borçlarını reddettiği zaman meydana gelir. Söz konusu ülke artık borçlarını ödemeyi

reddedecektir. Fakat böyle bir durum olağanüstü bir durumdur. Çünkü ülke böyle yapmakla kendini uluslararası finansal ve ekonomik birlikten kendini izole etmiş olur.<sup>8</sup>

### 1.5. ÜLKE RİSKİNİN SINIFLANDIRILMASI

Ülke riskinin oluşmasına en sık yol açan olayları politik , sosyal ve ekonomik olarak sıralayabiliriz.<sup>9</sup> Politik olaylara; savaş, dış güçler tarafından işgal, ayaklanmalar, bölgesel çekişmelerin sebep olduğu karışıklıklar, ideolojik farklılıklar, bölgeselcilik ve siyasi kutuplaşmayı örnek olarak gösterebiliriz. Sosyal olaylara; sivil savaş, ayaklanmalar, aşiret çekişmesi gibi olayların neden olduğu karışıklıklar, eşit olmayan gelir dağılımı, dinsel bölünmeler, sosyal sınıflar arasındaki düşmanlıkları, ekonomik olaylara ise; GSMH büyümesindeki uzun dönemli düşüşler, grev, üretim maliyetindeki hızlı artışlar, ihracat gelirlerindeki düşüş, gıda veya enerji ithalatındaki ani artışları örnek olarak gösterebiliriz.

Ekonomik olaylar arasında resesyon dikkat çeken bir durumdur. Eğer resesyon dünya çapında bir gelişme ise ve hükümet buna karşıt politikalar uyguluyorsa, bu ülke riski değildir. Fakat resesyon sadece bir ülkede meydana gelmişse veya hükümetin uyguladığı kötü politikalar sonucunda oluşmuşsa, bu ülke riski olur.

Risk kavramı çeşitli kriterlere göre sınıflandırılabilir. Bunlar arasında coğrafi, borçlu tipi, riske yol açan unsurların çeşidi, borcun amacı ile borçlunun tepki ve davranışına göre ayrılabilir. Coğrafi olarak risk denildiğinde ülkeler veya bölgeler bazında risk, borçlunun tipine göre riskte devlet riski, özel sektör riski, şirket riski ve bireysel risk, riske yol açan

<sup>8</sup> Thomas KRAYENBUEHL, **Country Risk, Assessment and Monitoring It**, Woodhead Faulkner, Cambridge, 1988, s.12

<sup>9</sup> Pancras J. NAGY, a.g.e., s.14,15

unsurlar olarak sosyal, siyasi, ekonomik risk, borcun amacına göre riskte ihracatın finansmanı, proje finansmanı, ödemeler dengesi için verilen krediler ve kalkınma kredileri, borçlunun tepki ve davranışına göre riskte ise borcun reddi, borcu ödeyememe ve borç ertelemesini örnek olarak göstermek uygun olacaktır.

Yukarıdaki sınıflandırmalar arasındaki en önemli risk sınıflandırması borçlunun hareket tarzına göre yapılan risk sınıflandırmasıdır. Bu çalışmada da konunun içeriği açısından bu tip sınıflandırma göz önünde tutulmuştur.

Bir borç ilişkisinde borçlunun borcunu reddetmesi veya ödemesi söz konusudur. Bu gibi durumlarda borçlu, alacaklıya borcunu ödemek istemediğini veya ödeyemeyeceği için durduracağını bildirir. Bu duruma *geri ödeyememe (default)* denir. Borçlu borcunu tanımayıp reddediyorsa bu duruma da *borcun reddi (repudiation)* denir.

### **1.5.1. Borcun Reddi (Repudiation) ve Geri Ödeyememe (Default)**

Borçlunun borcunu reddetmesi veya ödemesi söz konusudur. Bu gibi durumlarda borçlu, alacaklıya geri ödeme servislerini borcu ödemek istemediği ödeyemeyeceği için durduracağını bildirir. Bu duruma *geri ödeyememe (default)* denir. Diğer bir tanıma göre borç alan tarafın taahhüt ettiği miktardan daha az kısmını borç veren tarafa vermesi geri ödeyememe durumudur.<sup>10</sup> Borçlu borcunu tanımıyor reddediyorsa bu duruma da *borcun reddi (repudiation)* denir. Alacaklı açısından iki durum arasında sonuç bakımından büyük fark yoktur. Ayrıca borcun tanınmaması genellikle çok az rastlanan bir durum olduğundan çalışmalarda daha çok geri ödeyememe (default) durumunda yapılabilecek hareket tarzı üzerinde durulacaktır.

<sup>10</sup> Jonathan EATON, M. GERSOVITZ, J.E. STIGLITZ, "The Pure Theory of Country Risk" NBER Working Paper Series, 1986, No:1894, April, s.3

### 1.5.2. Borcun Yeniden Müzakeresi (Renegotiation)

Bu durum alacaklı açısından daha düşük bir faiz geliri veya daha düşük bir anapara geri dönüşü anlamına gelebilir. Bunun esas sebebi yeniden yapılan müzakereler sırasında faiz oranının aşağı çekilmesi ve anaparanın bir kısmının affedilmesi olabilmektedir.

### 1.5.3. Borcun Ertelenmesi (Rescheduling) veya Moratoryum

Bir alacağın yeni bir ödeme takvimine bağlanarak kredi şartlarının hafifletilmesine uluslararası alanda borcun ertelenmesi (*rescheduling*) denir. Burada kredi vadesi uzadığı gibi yıllık anapara ödeme miktarı da düşebilir. Eğer anapara için ayrıca belli bir ödemesiz süre eklenirse bu duruma moratoryum denir. Burada kreditor açısından meydana gelebilecek en büyük kayıp krediyi daha yüksek bir faizle fonluyor olması olabilir. Ancak bunun da tahsil edilecek olan faize cezai anlamda bir puan eklenmesi ile kapatılması mümkündür.

### 1.5.4. Teknik Ödeyememe (Default)

Teknik ödeyememe, borçlunun geçici bir süre için borcunu ödeyememesine denir. Burada önemli olan borcun geçici oluşudur. Borçlu, vadesi geçse bile borç servisini yerine getirir ve hatta cezai bir faiz de öder.

### 1.5.5. Transfer Olanaksızlığı

Ülke riskinin bu çeşidi yalnızca özel sektör borçluları için gerçekleşebilir. Hükümetin kambiyo rejimini sıkı kontrol altına alarak transferleri denetim altına alması ve zorlaştırılması durumlarında özel sektör, borçlarının tahsili konusunda sorunlar yaşar. Hükümet gerekli döviz miktarını elde edemediği için borçlarını ödeyemezse, o zaman yukarıda sayılan risk türlerinden biri ortaya çıkar.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. ÜLKE RİSK ANALİZİ VE ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER

#### 2.1. ÜLKE RİSK ANALİZİNİN AMACI

Ülke risk analizi, kredi açılacak veya yatırım yapılacak ülke hükümetinin izlediği ekonomik politikaları, ülkenin sosyal politik ve ekonomik unsurları ile bir bütün olarak inceleyerek, ülkenin barındırdığı risk faktörlerini belirlemek ve böylece o ülkenin kredibilitesini ve borçlarını ödeme kapasitesini değerlendirmek; yatırım yapılması halinde yatırımcının bundan dolayı yükleneceği riski tahmin etmek amacıyla yapılır.

Peter K. Oppenheim'e göre ülke risk analizi , bir banka için sadece olumsuz etkiler yaratabilecek problemleri belirleme amacı taşıyan savunmacı bir analiz değil; aynı zamanda, bankanın işletme yönetimiyle ilgili atılımcı bir strateji de olabilir.<sup>11</sup>

Ülke riski analizi, bir yandan daha önce risk taşımayan veya az riskli olan ülkelerin bu durumlarını koruyup korumadıklarını veya gelecekte bu ülkenin risk durumunda bir değişimin gerçekleşme olasılığını ortaya koyarken; diğer yandan daha önceki yıllarda riskli ülkeler grubunda yer alan ülkelerin durumunda bir düzelme ortaya çıkma ihtimalini değerlendirme imkanı sağlar. Bu sayede, daha önce tatminkar bulunmayan pazarlardaki yeni gelişmeleri takip etme fırsatı verir. Böylece ülke risk analizi, iş yapma

---

<sup>11</sup> Peter K. OPPENHEİM; **International Banking**, Fifth Edition, American Babkers Association, USA, 1987, s.34

imkanlarının bulunduğu ülkelerle ilgili kararlara katkıda bulunarak yeni iş imkanları yaratabilir. Ülke risk analizi, ülkenin kendi bünyesinden kaynaklanan ülke riskini tespit etmenin yanında, diğer ülkelerle karşılaştırma yapmaya da olanak sağlayarak, bir seçim yapılması gerektiğinde daha doğru karar vermeyi kolaylaştırır.

## 2.2. Ülke Riskinin Belirlenmesi

Ülke risk analizi yapılırken öncelikle ülke riskinin nelerden etkilendiğinin ortaya konulması gerekir. Bir ülkenin uluslararası borçlarını yerine getirmemesi çok çeşitli faktörlerden kaynaklanıyor olabilir. Çünkü, ülke riskini ülkedeki politik ve ekonomik olaylar da etkileyebilmektedir.

Ülke risk analistleri ülke riski ile ilişkili olduğunu düşündükleri çok fazla değişkene bakarak kapsamlı çalışmalar yapmaktadırlar. Ancak bu tür çalışmaların güvenilirliği kesin değildir. Ülkeler hakkında sağlıklı verilerin bulunmaması doğru ve güvenilir ülke risk analizinin önündeki temel sorunlardan biridir. Özellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin verilerine ulaşmak mümkün olmamakta veya ulaşılan veriler son veriler olmamaktadır. Diğer yandan, ülkeler arası kıyaslamalara olanak verecek şekilde aynı standartta hazırlanmış verileri bulmak da önemli bir sorundur.

Doğal afetler olduğu kadar, petrol fiyatlarındaki ani bir değişiklik veya dünya çapında meydana gelen bir daralma gibi dış şoklar da ülke riskinin tahmin edilmesini zorlaştırmaktadır. Belli bir olayın her ülkeyi farklı şekilde ve farklı derecelerde etkileyeceği de aşıkardır. Ayrıca, bir ülke içindeki farklı firmalar da aynı olaydan farklı şekillerde etkilenebilir. Söz konusu etkiler farklı zamanlarda farklı sonuçlar da doğurabilir. Dolayısıyla ülke risk değerlendirmesinin kesin bir sonuç olmayacağı göz önüne alınmalıdır.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Management of Banks' International Lending (Country Risk Analysis and Country Exposure Measurement and Control), Mart 1982, ss:1 (<http://www.bis.org/publ/bcbse122.pdf>)

Shelagh A. Hefferman,<sup>13</sup> Londra'da uluslararası faaliyette bulunan ve Kuzey Amerika, Avrupa, Orta Doğu, Asya ve Avustralya bankalarından oluşan 122 bankayı kapsayan araştırmasını, bağımsız bir ülke riski değerlendirmesi yapmayan veya bilgi vermekten kaçınan bankaları araştırma dışı bırakması sonucunda, 27 banka üzerinde sonuçlandırmıştır. Tablo 1'e göre, uluslararası bankaların ülke riskini ne kadar sıklıkta değerlendirdiklerine ilişkin soruya verdikleri cevaplar Tablo 1'de görülmektedir.

**Tablo 1:Uluslararası Bankaların Ülke Risk Değerlemesinin**

| Sıklık                       | %  |
|------------------------------|----|
| Yılda 4 defa                 | 15 |
| Yılda 2 defa                 | 15 |
| Yıllık olarak                | 40 |
| Belli bir sabit politika yok | 30 |

**Kaynak:** Shelagh A. Hefferman, **Sovereign Risk Analysis**, Ailen and Unwin Inc., London, 1986

Araştırmaya katılan uluslararası bankaların çoğunluğu yıllık olarak ülke risk analizi yapmaktadır. Bu araştırmada dikkat çeken önemli bir nokta da bankaların %30 gibi önemli bölümünün ülke riski konusunda sabit bir politikasının olmamasıdır.

### 2.3. Ülke Riskini Belirleyen Faktörler

Ülke risk analizi, ülkelerin döviz geliri üretme gücünü tespit etmeyi ve dış borçlarını ödeme gücüne göre ülkeleri sınıflandırmayı amaçlamaktadır. Alınan uluslararası bir kredinin geri ödenmemesinin büyük ölçüde ekonomik,

<sup>13</sup> Shelagh A. HEFFERMAN, **Sovereign Risk Analysis**, Ailen and Unwin Inc., London, 1986, p.66-72

politik ve sosyal faktörlerle ilişkili olduğu düşünülmekte ve açılan kredinin ferî dönmeme olasılığını tahmin etmek için borç verilen ülkelerin ekonomik, politik ve sosyal durumunu ve bu değişkenlerin zaman içindeki değişme eğilimleri yakından takip edilmektedir.

Shelagh Hefferman söz konusu çalışmasında, çeşitli ülkelere ait uluslararası faaliyette bulunan bankalar için, ekonomik ve sosyo-politik faktörlerin önemini Tablo2'deki şekilde belirtmiştir. Tablodan da görüldüğü üzere, ABD ve Avrupa'daki uluslararası bankalar %85'lik payla ekonomik faktörleri sosyo-politik faktörlerden daha önemli görürken; Japonya'daki bankalar ekonomik ve sosyo-politik faktörlerin aynı derecede önemli olduğu görüşündedir.

**Tablo 2: Ükelere Göre Ülke Riskini Belirleyen Faktörlerin Risk Analizindeki Önemi**

|                                    | Avrupa | Japonya | ABD |
|------------------------------------|--------|---------|-----|
| <b>Ekonomik Faktörler (%)</b>      | 75     | 50      | 85  |
| <b>Sosyo-politik Faktörler (%)</b> | 25     | 50      | 15  |

**Kaynak:** Shelagh A. Hefferman; Sovereign Risk Analysis, Allen&Unwin Publishewrs Ltd, London, 1986

### 2.3.1. Ekonomik Faktörler

Borçlu ülkenin borcunu geri ödememe olasılığı büyük ölçüde söz konusu ülkenin ekonomisinin geçmiş ve gelecekteki performansı ile yakından ilgilidir. Ekonomik değişkenlerin en önemli özelliği, ölçülebilir veriler olması ve tarihi gelişimleri hakkında ayrıntılı bilgiler bulunabilmesi nedeniyle sosyo-politik değişkenlere kıyasla çok daha kullanışlı olmasıdır.

Shelagh A. Hefferman tarafından yapılan araştırmanın sonuçlarına göre ülke riskini belirlemede uluslararası bankaların en önemli kabul ettikleri ekonomik göstergeler Tablo 3'de görülmektedir. Uluslararası faaliyette

bulunan ve ülke risk değerlendirmesi yapan bankaların %87'si, ülke riskini en fazla ödemeler dengesi kalemlerinin belirlediğini düşünmektedir.

**Tablo 3 Ülke Riskini Belirleyen Önemli Ekonomik Değişkenler**

| En Fazla Kullanılan Göstergeler | Bankaların %'si |
|---------------------------------|-----------------|
| Ödemeler Dengesi                | 87              |
| Borç Servis Oranı               | 52              |
| Uluslararası Rezervler          | 39              |
| Ekonomik Gelişme                | 39              |
| Enflasyon/Para Politikası       | 35              |

**Kaynak:** Shelagh A. Hefferman; Sovereign Risk Analysis, Allen&Unwin Publishewrs Ltd, London, 1986

#### 2.3.1.1. Cari İşlemler/Ödeme Dengesi

Mal ve hizmet ihracatının mal ve hizmet ithalatından olan farkını gösteren “cari işlemler dengesi”, ülkenin ekonomik gücünün bir göstergesidir ve ülkelerin dış borç ödemede ihtiyaç duyacakları dövizin kazanılması konusunda en sağlıklı kaynaktır. Cari işlemler dengesinin ülke risk analizinde kullanılması genellikle başka bir değişkene oranlanması şeklinde olur. En yaygın şekilde kullanılan oranlardan olan “cari işlemler pozisyonu”, cari işlemler açığının ihracata oranıdır.

Cari işlemler dengesini ülke risk analizine koymada kullanılan oranlardan bir diğeri de “Cari İşlemler Dengesi/GSMH oranı”dır. Bu oran kullanılmak istenirse sadece bir yılın verilerinin kullanılması yeterli olmayacaktır, geçmiş yıl, cari ve gelecek yılın verilerinin kullanılması faydalı olacaktır. Bu durumda cari yıl ve gelecek yıl verilerinin doğru tahmin edilmesi önem kazanacaktır ve bu da kolay değildir. Pozitif bir oran en azından dengeli bir duruma işaret ederken, bu oranın negatif değerler alması ülkenin dışarıdan fon bulması gereğini veya rezervlerinden kullanılması gerektiğini

ifade edecektir. Eksi %5 ve üstü bir değer ise oldukça tehlikeli bir duruma işaret etmektedir.<sup>14</sup>

Ödemeler dengesi kalemlerinden biri olan ihracatın ortalama yıllık artışını gösteren “ihracat artış hızı” da ülke risk analizinde yaygın olarak kullanılan değişkenlerdendir. Ülkelerin dış borçlarını ödemede ihtiyaç duyacakları döviz gelirleri ihracat artış hızıyla doğrudan ilişkilidir. İhracat artışının sürekli olup olmadığının belirlenmesi için bu oranın birkaç yılı kapsayacak şekilde incelenmesi gerekmektedir. %5’in üstünde bir reel ortalama artış hızı yakalayabilen ülkelerin uluslararası piyasada iyi bir performans sergilediği düşünülebilir.<sup>15</sup>

İhracatın ithalatı karşılama oranı gibi daha pek çok oran ülke risk analizlerinde ülke riskini belirleyici değişkenler olarak kullanılmaktadır. Ülke risk analizi yapan kuruluşlardan bazıları, bu oranlardan sadece birini kullandıkları yönteme koyarken, bazıları birden çok oranı aynı zamanda ele alıp incelemektedirler. Bu değişkenlerden birden fazlasının kullanılan modele konması halinde her bir değişkenin modeldeki ağırlığının değişeceği gözden kaçırılmamalıdır.

### **2.3.1.2. Borç Servis Oranı**

Borç servis oranı dış borç servis ödemelerinin ihracata oranıdır ve ülke risk analizlerinde en fazla kullanılan borç göstergesidir. Ülkenin belli bir döviz gelirin karşılık, döviz giderleri artarsa veya belli bir döviz giderine karşılık döviz gelirleri düşerse ülke borçlarını ödemede sorunlar yaşayabilir, yeni bir ödeme planı isteyebilir. Dolayısıyla, ülkelerin döviz gelirleri ihracat gelirin bağlı olarak ele alınmakta ve döviz giderlerini döviz gelirin ne kadar karşılayabileceği hesaplanmaya çalışılmaktadır. %15’in altındaki bir borç

<sup>14</sup> Thomas KRAYENBUEHL, a.g.e., s57-58

<sup>15</sup> Thomas KRAYENBUEHL, a.g.e., s58

servis oranı için riskin düşük olduğu kabul edilmektedir.<sup>16</sup> Shelagh Hefferman ise %20 oranının tehlike işareti olarak gördüğünü belirtmektedir.<sup>17</sup>

### 2.3.1.3. Uluslararası Rezervler

Dış borçların ödenmesinde büyük önem taşıyan uluslararası rezervler ülke risk analizine dahil edilirken daha çok uluslararası rezervlerin ithalata oranı olan rezervlerin ithalatı karşılama oranı dikkate alınmaktadır. Söz konusu oran ülkenin cari likit rezervleriyle ithalatını karşılama gücünü göstermektedir.

Uluslararası rezervlerin yeterliliğine ilişkin kullanılan diğer değişkenler arasında uluslararası rezervlerin dış borçlara oranı ve rezervler/GSMH oranı vardır. Uluslararası rezerv oranının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için aynı şekilde değerlendirilmesi hatalı olacaktır. Gelişmiş bir ülke için önemli miktarlarda rezerv bulundurmamak, fonları atıl bırakmak anlamına gelebilecekken, az gelişmiş bir ülke için rezerv seviyesinin yüksekliği ödeme gücünün bir göstergesi olarak kabul edilir. Gelişmiş ülkeler ihtiyaç duydukları fonu rahatlıkla uluslararası piyasalardan bulabilirken, gelişmekte olan ülkelerin böyle bir imkanı yoktur.

### 2.3.1.4. Ekonomik Gelişme

Ülkede uygulanan ekonomik politikalar ülkeye olan güveni etkileyerek ülkeye döviz girişini ve dolayısıyla ülkenin dış borç ödeme kapasitesini yakından etkilemektedir. Uygulanan güçlü ekonomik politikalar ülkeye doğrudan yabancı yatırımları çekerek sermaye girişini artırmakta ve ülkenin rezerv durumunu iyileştirmektedir.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> Thomas KRAYENBUEHL, a.g.e., s.54

<sup>17</sup> Shelagh A. HEFFERMAN, a.g.e.s.35

<sup>18</sup> Thomas KRAYENBUEHL, a.g.e., s

Ayrıca uygulanan ekonomik politikalar ve ekonomideki gelişmeler ülkenin uygun maliyetli dış borç bulmasını da etkilemektedir. Alınan dış borcun faiz oranı ülke riskinin ve dolayısıyla ülkeye olan güvenin bir göstergesidir. Riski az olan ülkeler daha düşük faiz oranından borçlanma imkanı bulurken, riskli ülkeler yüksek faiz oranlarından bile borçlanmada zorlanmaktadırlar. Bir krediye uygulanan risk primi sadece borçlanma maliyeti olarak görülmemelidir, çünkü söz konusu primin büyüklüğü borcun geri ödenmeme riskini de yakından etkilemektedir. Bir taraftan ülke riski borçlanma faizlerini yükseltici etkide bulunurken diğer taraftan yüksek borçlanma faizleri de ülkeye ek maliyetler ekleyerek ülkenin riskliliğini artırmaktadır.<sup>19</sup>

Ekonomik gelişme ve büyümenin ülke risk analizinde kullanılması daha çok GSMH'daki artış oranına bakılarak yapılır. GSMH artış oranının dışında kişi başına gelir de en fazla kullanılan göstergelerden birisidir.

### 2.3.1.5. Enflasyon Oranı

Enflasyon bir ülkenin dış ticaretini ve dolayısıyla döviz kazanma gücünü önemli oranda etkileyebilecek bir faktördür. Enflasyonun yüksek olduğu bir ülkede uygulanan döviz kuru politikası büyük önem taşır. Sabit döviz kuru politikası, dalgalı döviz kuru politikası veya enflasyon artışıyla orantılı olarak artırılan döviz kuru politikası uluslararası rekabet gücünü yakından etkileyecektir. Döviz kuru artışından daha hızlı artan enflasyon oranı ülkenin uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkiler, dolayısıyla ihracat gelirleri azalır. Döviz kurundan daha hızlı artan enflasyon aynı zamanda ithal malların daha ucuz olmasını sağlayacak ve ithalatı özendirecektir. Bu durum ise dış ticaret dengesini olumsuz etkileyerek döviz kaybına neden olacaktır.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Sebastian EDWARDS, “Country Risk, Foreign Borrowing and Social Discount Rate in an Open Developing Economy” NBER Working Paper Series, No:1651, 1985,s.22

<sup>20</sup> Thomas KRAYENBUEHL, a.g.e.,s.39

### 2.3.2. Sosyo-Politik Faktörler

Son yıllarda dünyanın politik çehresinde önemli değişiklikler olmaktadır. Günümüzde ski sömürgeci diktatörlük düzeni yıkılırken, dünya giderek siyaset ekonomisi kuralları çerçevesinde yönetilir hale gelmiştir. Soysa-politik olaylar, borçlunun ödeme gücünün olmasına rağmen borç sözleşmesindeki taahhütlerini yerine getirmemesine neden olabilir.<sup>21</sup> Hefferman yaptığı çalışmada uluslararası bankalara ülke riskini belirlemede en önemli gördükleri soysa-politik göstergeleri sormuş ve bankaların verdiği cevaplardan Tablo 4'teki sonuçları elde etmiştir. Tablodan görüldüğü üzere uluslararası bankalar politik istikrarı en önemli sosyo-politik değişken olarak görmektedir.

**Tablo 4:Önemli Sosyo-Politik Değişkenler**

| Sosyo-Politik Göstergeler            | Bankaların %'si |
|--------------------------------------|-----------------|
| Politik istikrar ve sorunsuz değişim | 74              |
| Sosyal birlik ve eğitim seviyesi     | 43              |
| Uluslararası ilişkiler               | 22              |
| Politik sistem                       | 22              |
| Diğer                                | 9               |

**Kaynak:** Shelagh A. Hefferman; Sovereign Risk Analysis, Allen&Unwin Publishewrs Ltd, London, 1986

#### 2.3.2.1. Politik Risk Faktörleri

Ülkenin şimdiki ve gelecekteki kredi değerliliği konusunda yapılan her analiz kaçınılmaz olarak politik eğilimler hakkındaki bazı değerlendirmeleri kapsar. Borcu geri ödeme niyeti temelde politik bir karardır.

<sup>21</sup> Erol BALKAN, , **International Bank Lending and Country Risk**, Nova Science Publishers, USA, 1995, s.18

Politik risk, vergi düzenlemelerindeki değişimden kambiyo kontrollerine, yerel üretimle ilgili koşullardan kamulaştırmaya veya yabancı şirketlere karşı ticari ayrımlara kadar değişik biçimler alabilir. Politik istikrar, savaş, işgal, iç huzursuzluk, isyan, ideolojik farklılaşmalar, ekonomideki çıkar çatışmaları, bölgeselcilik, politik sürtüşmeler gibi faktörlerden etkilenir. Bir ülkenin politik istikrarını belirleyen iç ve dış etmenler aşağıdaki şekilde sıralanabilir.<sup>22</sup>

1. Politik yapı ve kurumlar
2. Güç merkezleri
3. İdeolojik temel
4. Kültürel temel
5. Bürokrasi

Dış etmenler;

1. Süper güçlerle ilişkiler
2. Bölgesel ekonomik ve savunma ittifakları
3. Komşularla ilişkiler

Politika ve ekonominin karşılıklı etkileşimi, politik kargaşa nedeniyle ekonomik yaşamın felce uğraması ve dış borç yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi ya da aynı sonuca, değişen yönetim nedeniyle ulaşılması uluslararası bankalarca iyi bilinen bir olgudur. Literatürde de politik kriz ve borç ödememe ararsında bir ilişkinin olduğu belirtilmektedir. Bir ülkede hükümetin amaçlarıyla temsil olunan vatandaşları arasında bir sapma mevcut ise politik kriz ortamından söz edilebilmekte, böyle bir ortamdaki ülkenin aynı zamanda yüksek dış borç stokuna sahip olması da dış borç geri ödememe

---

<sup>22</sup> Hayri KOZANOĞLU, “Ülke Risk Analizleri ve Türkiye’nin Ödemeler Dengesi Üzerine Bir Projeksiyon Modeli”, **Doktora Tezi**, İstanbul, 1987, s.37-38

(default) ihtimalini artırabilmektedir.<sup>23</sup> Bir ülkenin dış dengesi ve büyümesindeki olumsuzluklar, ülkedeki politik müdahale riskini artıracaktır. Bu nedenle politik istikrar konusuna duyarlılık gösterilmekte, hükümetin güç, dış ekonomik ve politik tercihleri, ülkede grev, ayaklanma, savaş ve benzeri olağanüstü koşulların gerçekleşme olasılığı değerlendirilmeye çalışılmaktadır. Ancak politik risk faktörlerinin rakamsal olarak ifade edilmesinde yaşanan güçlük, sübjektif değerlendirmeler yapmayı zorunlu kılmaktadır.

Genel eğilim, çok partili sistemlerin ülke riskini olumlu etkilediği, tek partili sistemlerin ise risk göstergesi olduğu yönündedir. Ancak gerçekte bu her zaman geçerli olmamaktadır. Tek partili bir sistem bir istikrar faktörü olabileceği gibi, sisteme veya kişiye bağlı olarak istikrarsızlığın da temel faktörü olabilir. Birinci durum komünist ülkelerde, ikincisi ise pek çok gelişmekte olan ülkede görülebilen bir durumdur.<sup>24</sup>

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin risk analizinde politik istikrarın aynı derecede önem taşımadığı da diğer önemli bir noktadır. Az gelişmiş ülkeler politik istikrarsızlıklara karşı çok daha duyarlıdır ve politik hayatta yaşanan bir olumsuzluk ülkenin ekonomisini yakından etkilemekte ve borç ödemesini riske sokmaktadır. Gelişmiş ülkeler için önem taşımayan bir siyasi değişim, gelişmekte olan ülkede büyük etkiler doğurabilmektedir.<sup>25</sup> Politik risk kaynaklarından bazıları günümüzde ortadan kalkmaktadır. Kamulaştırma veya yönetimi ele geçirme 1980'li yıllarda çok yaygınken günümüzde önemli ölçüde azalmıştır. Ancak, savaş, iç isyanlar ve bağımsızlık hareketleri gibi diğer politik risk kaynakları ortadan kalkmamıştır. Soğuk savaşın ortadan kalkmasından bu yana etnik ve dini çatışmalar hız kazanmıştır. Politik bağlantıları olan yerli güçlü şirketler yabancı yatırımcıların alanlarına müdahale edebilmektedir.

<sup>23</sup> Roberto CHANG, “Financial Crises and Political Crises”, NBER Working Paper Series November 2005, s.25-26

<sup>24</sup> Thomas KRAYENBUEHL, a.g.e., s.25

<sup>25</sup> Balkan, EROL, a.g.e., s.29

### 2.3.2.2. Sosyal Risk Faktörleri

İç savaş, kargaşa, aşiret çatışması, düzensiz gelir dağılımı, dinsel bölünme, sosyal sınıflar arası çatışmalar gibi sosyal faktörler ülkenin politik ve ekonomik yapısını etkileyen bir niteliğe sahiptirler. Bu nedenle uluslararası bankacılar, ülke risk analizlerinde borçlu ülkelerin nüfus yoğunluğu, eğitim düzeyi, gelir dağılımı, işgücü-sendikalar ve dini-etnik gruplaşmalar gibi niteliklerini gerçekçi bir şekilde değerlendirmek durumundadır. Doğaldır ki gelir grupları arasında farklılığın az olduğu, dini ve etnik kutuplaşmaların önemli sayılamayacağı, örgütlü ve nitelikli işgücüne, dengeli nüfus artış ve dağılımına ve de yüksek eğitim düzeyine sahip ülkelerin riski daha az olacaktır. Borç krizi içerisindeki pek çok gelişmekte olan ülkenin bu tür sağlıklı bir sosyal yapıya sahip bulunmadığı ise bilinen bir gerçektir.

Sosyal bünyedeki bir istikrar, ekonomik ve ekonomi dışı faktörlerin bir bileşimidir. Ekonomi dışı faktörlerin başlıcaları nüfus artış oranı, nüfusun çeşitli bölgelere dağılışı ve yoğunluğu, nüfusun homojenliği gibi demografik unsurlardır. Kişi başına düşen milli gelir, gelir ve servet dağılımı, işsizlik oranı gibi bazı ekonomik faktörlerin de ülkelerin sosyal bünyeleri üzerindeki etkileri dolayısıyla politik risk seviyesini etkiledikleri bilinen bir husustur. Ekonomik göstergelerin olumsuz yönde seyrettiği dönemlerde ortaya çıkacak politik düzensizlikler daha kuvvetli olacaktır.

Anayasal düzen yabancı yatırımcıların ülkeye gelişlerini ve ülkeye yatırım yapmalarını etkileyerek ülkenin döviz durumunu yakından etkiler. Ülkede çok fazla etnik ve dini farklılıklar söz konusu ise bu durum, ülkede bir çatışma çıkması ihtimalini yükselten bir unsurdur ve politik istikrarı olumsuz etkileyerek ülkenin riskliliğini artırıcı etkide bulunur. Ancak politik faktörler gibi sosyal faktörlerin de rakamsal olarak ifade edilmesindeki güçlük kesin sonuçlara ulaşmayı güçleştirmektedir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ

Ülke riskinin saptanmasında ve ülkelerin risk derecelerinin tespiti için analiz edilmelerinde geliştirilmiş yöntem ve modeller oldukça fazladır. Bu modeller vasıtasıyla ülke riskini ölçmek ve analizini yapmak oldukça güç ve uzmanlık isteyen bir iştir. Bu zorluk ülke riski ölçülürken onu etkileyen ekonomik, sosyal ve siyasal değişkenlerin analizinin güçlüğünden kaynaklanmaktadır. Ancak yapılan çok sayıdaki ülkeye ait değerlendirmeler için güçlüğünü belirtmekle birlikte, mevcut değişkenlere ait bir standart kriterin ortaya çıkmasına yardımcı olmuş ve gerekliliğini ortaya koymuştur.

#### 3.1. ÜLKE RİSKİ ÖLÇÜLÜRKEN DİKKATE ALINAN ETMENLER

Bir ülkenin risklilik durumu ölçülürken dikkate alınan politik, ekonomik ve çevresel faktörlerin listesi aşağıdaki gibi verilebilir.<sup>26</sup>

##### *A- Politik ve Çevresel Etmenler*

##### 1. Politik Durum

##### a) İktidar partisinin programı ve amaçları

---

<sup>26</sup> Öztin AKGÜÇ, “Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım, Makro Ekonomik Finansman Oranı”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 22, Sayı 11, Kasım 1985, S.29

b) İktidar partisinin gelecek seçimlerdeki şansı, iktidarda kalabilme süresi

## 2. Kurumsal İlişkiler

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

## 3. Ülkenin Endüstriyel Özellikleri

- a) Başlıca hammadde
- b) Üretim bileşimi ve başlıca ürünler

## 4. Ekonomik Durum

- a) İşsizlik
- b) Kapasite kullanım oranı
- c) Enflasyon hızı
- d) Ekonomik büyüme (ana sektörler itibariyle büyüme hızları, sınai üretim artışı, özellikle imalat sanayinde büyüme hızı)
- e) Döviz kuru

5. Hükümetin ekonomik durumu değerlendirmesi, hükümetin verdiği öncelikler (enflasyonun düşürülmesi veya işsizliğin azaltılması, büyüme hızının artırılması, dış açığın azaltılması, cari işlemler dengesinin sağlanması vb...)

6. Amaçlara ulaşmak için hükümetin izlediği politikalar, kullandığı araçlar

- a) Para politikası
- b) Maliye politikası

## B- Dış Ticaret Durumu: İthalat Ve İhracat

- 1. Mal grupları itibariyle ithalat ve ihracatın bileşenleri
- 2. İhraç ve ithal mallarının fiyat ve gelir esnekliği
- 3. Başlıca ticaret yapılan ülkeler

#### 4. Nispi fiyatlar

a) Arz talep dengesi, arza göre talep

b) Ücretler

i. İşçi örgütleri

ii. İşsizlik oranı

iii. Gelecekteki işgücü talebi

iv. Grevler, grevlere ilişkin bekleyişler

c) Verimlilik

i. Teknolojik gelişmeler

ii. İşgücü becerisi

iii. Sabit sermaye yatırımları

d) Hükümet politikaları

i. Genişletici veya istikrara dönük

ii. İhracatçıların politikanın oluşmasında etkinliği, ihracat lobisinin önemi

iii. İhracat teşvikleri, ihracata sağlanan sübvansiyonlar

#### 5. Nispi gelirler- gelir dağılımı

a) Ulusal gelir artış hızı

i. Tüketim harcamaları

ii. Yatırımlar

iii. Kamu harcamaları

b) Gelir dağılımı tüketim kalıpları

c) Hükümetin gelirler politikası

*C- Cari İşlemler Dengesinde Hizmetler Hesabı (Görünmeyen Kalemler)*

1. Varsa önemli hizmet gelirleri
2. Öneminin nedeni
3. Hizmet gelirlerinin sürekliliği

*D- Tek Yönlü veya Karşılıksız Transferler*

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

*E- Uzun Süreli Sermaye Hareketleri*

1. Sermaye girişinin hangi ülkelerden yapıldığı
2. Dolaysız Yabancı sermaye yatırımları
3. Portföy yatırımları
  - a) Hisse senedi piyasası
  - b) Uzun süreli faiz hadleri
  - c) Karlara ilişkin bekleyişler
  - d) Özel ve kamu kesiminin fon talepleri
  - e) Birikimlerin oluşumu ve dağılımı
  - f) Uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin kontroller

*F- Kısa Süreli Sermaye Hareketleri*

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

*G- Altın- Döviz Rezervi ve Rezerv Hareketleri*

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

**Tablo 5: Ülke Riski Ölçümünde Farklı Bankaların Etmenleri Ağırlıklandırma Oranları**

|                                | Bir Avrupa<br>Bankası | Bir Japon<br>Bankası | Bir ABD Bankası |
|--------------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------|
| <i>İç Ekonomi</i>              | %25                   | %25                  | %40             |
| <i>Dış Ekonomi</i>             | %30                   | %20                  | %20             |
| <i>Dış Borçluluk</i>           | %20                   | %5                   | %25             |
| <i>Sosyo-Politik<br/>Durum</i> | %25                   | %50                  | %15             |

**Kaynak:** Burton, F.N. – Inoue Hisashi, “Country Risk Evaluation Methods: A Survey of Systems in Use”, The Banker, V.133, N.683, January 1983, s.43

Yukarıda sayılan etmenlere belirli bir ağırlık vermek , bunları nicel olarak ifade edebilmek, puanlamak olanaksız olmasa bile çok zordur ve tartışılabilir öznel (sübjektif) değerlendirmeleri gerektirir. Bu anlamda farklı ülkenin bankalarının ülke risklerini analiz ederken söz konusu etmenlere farklı ağırlıklandırma yaptıkları görülmektedir.<sup>27</sup> Bunlar Tablo 5’deki gibi özetlenebilir.

<sup>27</sup> F.N BURTON,. – Inoue HİSASHİ, “Country Risk Evaluation Methods: A Survey of Systems in Use”, **The Banker**, V.133, N.683, January 1983, s.43

## 3.2. ÜLKE RİSKİNİ ÖLÇEN KURUMLAR

### 3.2.1. Derecelendirme (Rating) Şirketleri

Derecelendirme şirketlerinin ilk örnekleri, 19. yüzyılda faaliyet gösteren esnafların üstlenmiş oldukları finansal yükümlülükleri yerine getirme gücünü değerlendiren ticari kredi şirketleridir. 1841 yılında Louis Tapan, New York'da ilk ticari kredi şirketini kurmuştur. Daha sonradan Robert Dun şirketi devralarak 1859 yılında ilk derecelendirme (rating) listesini yayınlamıştır. 1849 yılında John Bradstreet benzer bir firma kurmuş ve iki firma Dun and Bradstreet adı altında 1933 yılında birleşmişlerdir. Firma, 1962 yılından itibaren Moody's Investors Service adı altında faaliyet göstermeye devam etmiştir.

Risk ölçümü tarih sürecinde ilk olarak menkul kıymetler üzerinde gerçekleşmiştir. Menkul kıymetlerin derecelendirilmesine ilişkin veriler, ilk defa Amerika'da John Moody tarafından 1909 yılında kamuya duyurulmuştur. John Moody kredi kalitesi için geliştirmiş olduğu derecelendirme sistemini ortaya çıkarmıştır.

A-En yüksek kalitedeki borç,

B- Orta kalitedeki borç,

C- Düşük kalitedeki borç

olarak derecelendirme cetvelinin temeli oluşturmuştur. Moody ilk dereceleri "Demiryolları Yatırımının Analizi" adlı eserinde yayınlanmıştır. Moody's Investor Service olarak faaliyet gösteren şirket günümüzde bir çok derecelendirme hizmetlerini sunmaktadır.<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Moody's Investor Service, **The Function of Ratings In Capital Markets**, New York, 1997, s4

1924 yılında kurulan Fitch Investor Service bu konuda faaliyet gösteren ikinci büyük firma olmuştur.

1941 yılında Poor's Yayıncılık Şirketi ile Standard Statistics Şirketi birleşerek Standard & Poor's Şirketi'ni kurmuşlardır.

**Tablo 6: Dünyadaki Başlıca Derecelendirme Şirketleri**

| Kuruluş Yılı | Şirketler                 | Ülke      | İnternet Adresi                                                               |
|--------------|---------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 1909         | Moody's Investor Service  | ABD       | <a href="http://www.moodys.com">http://www.moodys.com</a>                     |
| 1922         | Fitch Investor Service    | ABD       | <a href="http://www.fitchratings.com">http://www.fitchratings.com</a>         |
| 1923         | Standard&Poors            | ABD       | <a href="http://www.standardandpoors.com">http://www.standardandpoors.com</a> |
| 1972         | Canadian Bond Rating      | Kanada    | <a href="http://www.finpipe.com">http://www.finpipe.com</a>                   |
| 1974         | Thomson Bankwatch         | ABD       | <a href="http://www.bankwatch.com">http://www.bankwatch.com</a>               |
| 1975         | Japanese Bond Rating      | Japonya   |                                                                               |
| 1977         | Dominion Bond Rating      | Kanada    | <a href="http://www.dbrs.com">http://www.dbrs.com</a>                         |
| 1978         | IBCA Ltd                  | İngiltere | <a href="http://www.ibca.com">http://www.ibca.com</a>                         |
| 1980         | Duff&Phelps Credit Rating | ABD       | <a href="http://www.fitchratings.com">http://www.fitchratings.com</a>         |
| 1985         | Japanese Credit Rating    | Japonya   | <a href="http://www.jcr.co.jp">http://www.jcr.co.jp</a>                       |
| 1985         | Nippon Investor Service   | Japonya   |                                                                               |

**Kaynak:** İnternet ortamındaki verilerden faydalanarak tarafımızca hazırlanmıştır.

Derecelendirme konusunda dünyaca muteber bu üç firmaya 1980 yılında Duff & Phelps, 1974 yılında Thomson Bankwatch, 1978 yılında Avrupa kökenli IBCA ve 1985 yılında Japon kökenli Japanese Credit Rating Service eklenmiş ve bu firmalar rating endüstrisinin başlıca oyuncuları arasında yerlerini almışlardır. <sup>29</sup>

Derecelendirme kuruluşları özel sektör, kamu sektörü ve bunlara ait menkul kıymetlerin risklerini ölçmekte ve ilgililer için belirli dönemler itibariyle

<sup>29</sup> Halil SUNALI- Ediz UMSAN, "Rating: Yatırımcı ve İhraççılar Açısından Fonksiyonları" **Active Bankacılık, Finans, İnsan Kaynakları ve Teknoloji Gazetesi**, ( [www.activefinans.com](http://www.activefinans.com))

sonuçları yayınlamaktadır. Günümüzdeki derecelendirme işlemleri ise genellikle Tablo 6 da gösterilen kuruluşlar tarafından yapılmaktadır.

Derecelendirme şirketlerinin ilk kuruluşu ve gelişimi ABD’de olmakla birlikte sermaye piyasasının gelişimine paralel olarak 1970’li yıllardan sonra diğer ülkelerde de hızla derecelendirme şirketleri kurulmaya başlanmıştır. Bu firmalar incelendiğinde ABD’de yer alan derecelendirme şirketleri dışında kalan derecelendirme firmalarının tamamının 1970 yılından sonra kurulduğu gözlemlenmektedir. Bunlar arasında dünya derecelendirme piyasasındaki önde gelen derecelendirme şirketlerinden Standard&Poors ve Moodys Investor Service en büyük ve en yaygın iki şirkettir.<sup>30</sup> Bu iki şirket yaptıkları risk analizleri ile hemen hemen tüm dünya piyasalarında etkili olmaktadır ve hiçbir ülke bu kuruluşlar tarafından verilmiş olan ülke puanından daha yüksek bir puanla değerlendirilememektedir. Dolayısıyla bu kuruluşların verecekleri yüksek puanlar borçlanacak olan ülkelerin daha rahat koşullarda ve daha çok çeşitlilikle dış borç bulma imkanlarını artıracaktır. Tersine, bu kuruluşların ülke notunu düşürdükleri takdirde ülkenin dış borç bulma imkanları zorlaşacak ve temin ettikleri yabancı finansmanla ilgili yükümlülükleri ağırlaşacaktır.<sup>31</sup>

Derecelendirme işlemi, uluslararası piyasalardan kaynak sağlayan ülke ve kuruluşların dış borç ana para ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirememesi riskini ölçmek için kullanılan bir araçtır.<sup>32</sup>

Derecelendirme işlemlerinin gerek yatırımcılar açısından gerekse borçlanılanlar (menkul kıymet ihraç edenler) açısından bir çok yararı mevcuttur. Yatırımcılar açısından yararları şunlardır:<sup>33</sup>

<sup>30</sup>“ Credit Rating Agencies”, **The Economist**, March 30TH 1991, s. 8

<sup>31</sup> Ali Mert SUNAR, **Türkiye’nin Kredi Değerliliği Analizi**, (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi) T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 1994, s.49

<sup>32</sup> İsa COŞKUN-Nevin YILMAZ, “Kredi Değerliliği (Rating) Analizi”, **Yaklaşım**, Yıl 5, Sayı50, Şubat 1997, s.26

<sup>33</sup> Moody’s Investor Service, a.g.e. , s.4

1. Derecelendirmeler belirsizliği azaltır. Daha az belirsizlik sermaye piyasasının büyümesini, daha geniş piyasa ise verimliliği teşvik eden daha geniş çaplı yatırımcı güveni anlamına gelir.

2. Derecelendirme yatırım ufkunu genişletir. Derecelendirme firmalarında görev yapan uzmanlar kredi riskleri üzerinde kapsamlı araştırmalar yapıp güvenilir bilgiler sağlayarak yatırımcılara daha geniş yatırım imkânları sunmaktadırlar.

3. Bir çok yatırımcı için derecelendirme, kredi risk limitlerini ayarlama özel bir karşılaştırmalı değerlendirme aracı olarak kullanılmaktadır.

4. Gelişmiş piyasalarda bir çok yatırımcı aynı zamanda derecelendirmeyi, satın alacakları menkul kıymetler için kredi risk primlerini ayarlama bir faktör olarak kullanmaktadırlar.

Menkul kıymet ihraç edenler açısından derecelendirmenin yararları ise şunlardır:

1. Sermaye bulmada daha geniş olanaklar sağlar. Günümüz dünya piyasalarında bir derecelendirme örneğin, menkul kıymet ihraç eden kurumun iyi bilinmediği piyasalarda ya da yatırımcının ihraç eden kurumun ulusal diliyle, iş kültürüyle ya da hesap sistemiyle aynı olmadığı durumlarda uluslararası sermaye imkânlarına ulaşmada kolaylık sağlamaktadır.

2. Derecelendirme, menkul kıymet ihraç eden firmalara finansal esneklik sağlar. Daha geniş piyasa imkânı, düşük fonlama maliyetlerine olanak sağlar. Derecelendirme, derecesi belirlenmiş bir şirketin piyasaya girişinde kolaylıklar sağlamaktadır.<sup>34</sup>

Günümüzde yatırımcılar dünyanın hangi köşesi olursa olsun, paralarını yatırdıkları yerde derecelendirme kuruluşunun yaptığı değerlendirmenin rahatlığını ve güvenini bulmak istemektedirler. Ülkeler de hiç olmamasındansa düşük bir dereceye sahip olarak daha çekici fiyatlarla

---

<sup>34</sup> Moody's Investor Service, a.g.e. , s.4

borç satabileceklerini veya herhangi bir dereceye sahip olunarak daha fazla yatırımcıya borç satılabileceğini anlamışlardır.

Derecelendirme, ilgili firma veya ülkenin başvurusu üzerine, veya başvuru olmaksızın rating şirketinin kendi değerlendirmesi ile yapılmaktadır. Eğer ilgili ülkenin başvurusu üzerine yapılmaksızın derecelendirme işlemi yapılmışsa bunlar “*istenilmeyen ratingler*”<sup>35</sup> olarak adlandırılır. Örneğin; Moody’s Investor Service şirketinin bir talep olmadan, kendiliğinden yaptığı değerlendirmelere *istenilmeyen rating* denir. Bu derecelendirme, şirket veya ülkenin derecelendirme kuruluşuna belli bir katkıda bulunmadığını gösterirken, şirketin bir inceleme yaptırıp bedelini ödemesi için bir çeşit baskı unsuru olmaktadır.

### 3.2.1.1. Standard&Poors’un Derecelendirme Faaliyetleri

Derecelendirme kuruluşları arasında en önemli ve en köklü kuruluşlardan biri Standard&Poors’dur. Standard&Poors’un ülke risk değerlendirme modeli, hem politik hem de ekonomik kriterlere dayanan bir derecelendirme modelidir. Özellikle gelişen piyasaları değerlendirirken iş risk faktörlerini ve finansal risk faktörlerini göz önünde tutmak suretiyle bir yöntem izlemektedir.<sup>36</sup> Bu kuruluşun dikkate aldığı temel ekonomik ve politik göstergeler politik kurumların istikrarı ve siyasete katılım derecesi, gelir ve ekonomik yapı, mali politika ve bütçe esnekliği, parasal politika ve enflasyon, kamu ve özel sektör borç yükü ve borç servis geçmişi başlıkları altında özetlenmektedir. Standard&Poors’a göre bu faktörler yerel para cinsinden hükümet borçlarının zamanında ödenmesini etkileyen en önemli faktörlerdir. Mali ve parasal politikalar sonuçta ülkenin ödemeler dengesi bilançolarını etkileyeceğinden bu faktörlerin aynı zamanda yabancı para cinsinden borçlarının ödenebilme kapasitelerini de gösterdiği düşünülmektedir.<sup>37</sup>

<sup>35</sup> P. Nye ROGER, “İstenilmeyen Ratingler” **Finans Dünyası**, Ekim 1996, s.38-40

<sup>36</sup> Standard&Poor’s, **Corporate Ratings Criteria**, New York, 2001, s.34-36

<sup>37</sup> Timur Han GÜR, “Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler” **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 18, Sayı 2, 2000, s.126

Standard &Poors derecelendirme şirketleri arasında en önemli iki şirketten birisidir. Bu nedenle bu kuruluşun ülke risk göstergelerinin belirtilmesinde yarar vardır. Buna göre Standard&Poors'un ülke risk göstergeleri Tablo 7'de gösterilmiştir. Bu değişkenler belirli ağırlıklar ile ağırlıklandırılıp incelenen ülke için notlandırılmakta ve sonuçta toplam puana göre ülke risk notu elde edilmektedir. Fakat bu faktörleri ağırlıklandırmada kullanılan kriterler için ortaya konmuş bilimsel bir çalışma yoktur.<sup>38</sup> Bu nedenle diğer derecelendirme kuruluşları gibi Standard &Poors da ülke riskini ölçerken büyük ölçüde “algılama” gücüne dayandığı söylenebilir.

Standard&Poors Tablo 7'deki faktörleri göz önünde tutarak riski en iyi şekilde yansıtabilecek bir sıralama yapılmıştır. Risk ölçütü , en düşük risk düzeyini gösteren “AAA” ile en yüksek risk düzeyini gösteren “D” arasında sembolik olarak harflerle ifade edilmiştir. Buna göre risklilik düzeylerini temsil eden notlandırma sistemi aşağıdaki gibidir. <sup>39</sup>

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

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

**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.

<sup>38</sup> Timur Han GÜR, a.g.e., s.126

<sup>39</sup> Standard&Poors, **Public Finance Criteria**, 2000, s. 7-9

**Tablo 7: Standard &Poors Ülke Risk Göstergeleri**

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

**Kaynak:** Timur Han Gür, "Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler" Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, 2000, s.127

### BBB

Bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme gücü açısından yeterli bir kapasiteye sahip olduğu kabul edilir. Bu ülkeler yeterli ödeme gücüne sahip olsa da, ekonomik şartlarda meydana gelebilecek

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

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

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

**CCC** Bu, borç ödeme kapasitesinin zayıf olduğu ülkeler için verilecek bir nottur. Ülkede geri ödenmeme riski yüksektir. Anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmaması muhtemeldir.

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

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

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

Standard&Poors derecelendirme sisteminde “AA” ile “CCC” arasında “+” veya “-” işareti koyarak derecelendirmeyi çeşitlendirmektedir. Örneğin, “A”nın sağına (+) konması (yani A+) söz konusu ülke notunun “AA”

düzeyinden biraz altında olmakla beraber “A” düzeyinin de biraz üzerinde olduğunu, yani “AA” düzeyi ile “A” düzeyi arasında olduğunu ifade eder. (-) konması ise kredi notunun “BBB” den daha iyi ancak “A” dan biraz aşağıda olduğunu ifade eder.<sup>40</sup>

Standard&Poors tarafından verilen derecelendirme notları itibariyle, AAA ve AA yüksek dereceyi, A ve BBB orta dereceyi, BB ve B spekülâtif dereceyi, CCC, CC, C ve D ise borçların ödenme riskinin çok yüksek olduğu durumları ifade etmektedir.

Standard&Poors derecelendirme faaliyetlerini yerine getirirken uyguladığı başlıca kriterler aşağıdaki gibi sıralandırılabilir.<sup>41</sup>

- Borcu ödememe olasılığı: Borçlunun anaparayı ya da faizini ödeme kapasitesi, anlaşma koşulları,
- Borç anlaşmasının içeriği,
- Borç ödemesini etkileyebilecek durumların incelenmesi: Bunlar iflas ve borç vereni etkileyecek yasa değişikliği durumlarıdır.

Standard&Poors’un *genel görünüm (Outlook)* derecelendirmesi ise belli bir dönemdeki potansiyel yönetimi değerlendirmektedir. Bir genel görünüm derecesi belirlemede ekonomik ve/veya temel iş şartları göz önünde bulundurulmaktadır. Bunlar değerlendirilirken belirli ifadeler yardımıyla ilgililere açıklanmakta ve bu ifadeler rating notuyla beraber kullanılmakta olup aşağıdaki anlamlara gelmektedirler.<sup>42</sup>

Pozitif; derecenin arttırılabileceği anlamına gelmektedir

Negatif; derecenin düşürülebileceği anlamına gelmektedir.

<sup>40</sup> Standard&Poors, a.g.e.,s.8

<sup>41</sup> Alper BAKDUR-Gülyeter DUMAN, **Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları**, Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, İkili Ekonomik İlişkiler ve Teknik İşbirliği Dairesi, Temmuz, 1999, s.5-6

<sup>42</sup> <http://www.standardandpoors.com/ResourceCenter/RatingsDefinitions.html>

Durağan; derecenin muhtemelen değişmeyeceği durumu ifade eder.

Hareketli; derecenin arttırılabileceği ya da düşürülebileceği durumu ifade etmek için kullanılır

“NM”(not meaningful);”anamlı değil” anlamındadır.

### **3.2.1.2. Moody’s Investor’ın Derecelendirme Faaliyetleri**

Derecelendirme kuruluşları içerisinde önemli bir yere sahip olan diğer bir kuruluş da Moody’s Investor Service’dir. Şirket 20.yy’ın başında John Moody tarafından kurulmuş ve yaptığı ilk derecelendirmeleri de 1909 yılında John Moody tarafından “Demiryolları Yatırımlarının Analizleri” adlı eserde yayınlanmıştır. John Moody tarafından yayınlanan bu eserde ilk defa kullanılan “Aaa, Aa, Ba,,...C” semboller daha sonra uluslararası alanda ülkelerin kredibilitesinin ölçülmesi sürecinde kullanılır hale gelmiştir. <sup>43</sup>

Moody’s tarafından yapılan derecelendirmelerdeki mantık genelde dört ana grupta sıralanabilir;<sup>44</sup>

I.Önemli miktarlarda yatırım yapan yatırımcının derecelendirme sahasını genişletmek için yapılan baskı,

II.Yeni pazarlardaki derecelendirmeler için piyasanın bilincini arttırmak,

III.Bono banka sertifikası gibi borç kağıtlarının kredi kalitesinin yanlış anlaşılmasını düzeltmek,

IV.Daha geniş karşılaştırılabilir amaçlar için geniş kapsamlı derecelendirme örnekleri sunmak.

Moody’s şirketinin derecelendirme faaliyetlerinde kullandıkları semboller ve anlamları ise aşağıdaki gibidir. <sup>45</sup>

<sup>43</sup> Moody’s Investor Service, a.g.e. , s.3

<sup>44</sup> Roger P. NYE, “İstenmeyen Ratingler” Finans Dünyası, sayı 82, Ekim 1996, s.38-39

<sup>45</sup> Moody’s Investor Service’nin web sayfası  
([www.moody.com/moodys/cust/ratingdefinitions/rdef.asp](http://www.moody.com/moodys/cust/ratingdefinitions/rdef.asp))

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

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

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

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

**Ba** Bu gruptaki ülkeler spekülâtif unsurlara sahiptirler ve gelecekleri hakkında, önceden bir tahmin yapılamamaktadır. Anapara ve faiz

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

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

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

**Ca** Bu gruptaki ülkelerin özelliği spekülasyon karakterli olmalarıdır. Bunlar genellikle anapara ve faizleri geri ödemezler.

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

Moody's Investor Service ülkelere kredi notu verirken Aa'dan Caa'ya kadar olan her derecelendirme grubunda 1,2,3 gibi sayısal semboller kullanmaktadır. 1 rakamı; derecelendirme grubundaki en iyi, 2 rakamı; derecelendirme grubundaki orta, 3 rakamı ise not grubundaki borç ödeme kapasitesi en zayıf ülkeleri ifade etmektedir.

Moodys derecelendirme şirketi ülkelerin analizinde ülkelerin siyasi dinamiklerini ve sosyal oluşumlarını, mali ve ekonomik durumlarını ayrı ayrı değerlendirmekte, bunların birleşiminden oluşan ülke risk notlarını açıklamaktadır. Bu anlamda Tablo 8 Moody's'in politik ve ekonomik risk göstergelerini sunmaktadır. Buna göre Moody's ülke risk göstergeleri politik ve sosyal yapı, mali yapı ve ekonomik yapı olarak bölümlere ayrılır. Tablo 7 ve Tablo 8'den anlaşılacağı üzere Standard&Poors ve Moody's arasında

seçilmiş göstergeler bakımından önemli farklar göze çarpmamaktadır. Dolayısıyla bu iki derecelendirme şirketi de ülkelerin risklilik düzeylerini tespit ederken hemen hemen aynı göstergelerden yararlanmaktadır. Bu yüzden not standartları farklı olsa bile ülkeler en riskliden en risksize göre sıralandığında bir ülkenin diğer ülkeler arasındaki sırası Standard&Poors ve Moody's'in sıralamalarında pek değişmemektedir.

**Tablo 8: Moody's Ülke Risk Göstergeleri**

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

**Kaynak:** Timur Han Gür, "Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler" Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, 2000, s.129

### 3.2.1.3. Fitch'in Derecelendirme Faaliyetleri

Üçüncü önemli derecelendirme kuruluşu Fitch-IBCA'dır. Fitch ülke risk analizini 13 ana başlık altında topladığı 100'ü aşkın değişken ile yapmaktadır. Borçlu ülkelere yüzdesel skorlar veren bir risk modeli içerisinde bu değişkenler notlanmaktadır.

**Tablo 9: Fitch Ülke Risk Göstergeleri**

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

**Kaynak:** Timur Han Gür, "Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler" Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, 2000, s.131

Fitch derecelendirme yönteminde değişkenler, borç erteleme veya erteleme yakını sınırlara ayrılmakta ve bu kritik sınıra yaklaşımlar bazında ülke skorları oluşturulmaktadır. Fitch'e göre modelin sınırlamalarının bilinmesinde fayda vardır. Ülke riski, firma veya banka riski ile kıyaslandığında ölçümü oldukça zordur. Bu nedenle Fitch'e göre en ileri ekonometrik teknikler bile bazen anlamsız sonuçlar verebilmektedir. Önemli olan deneyimli ülke analistlerinin, politikaların kalıcılığı ve politika

yapıcılarının kalitelerinin ve ülkelerin uzun vadeli ihracat potansiyellerinin belirlenebilmesidir. Bu kuruluşun dikkate aldığı değişkenleri gruplandığı 13 temel kategori Tablo 9’da gösterilmiştir.

Fitch IBCA şirketi Standard&Poors gibi grup notu içindeki çeşitli düzeyleri gösterebilmek için “+” ve “-” işaretlerini kullanmaktadır. En üst düzey olan AAA notu Standard&Poors şirketinde olduğu gibi “+” ve “-” işareti almaz. Burada dikkat edilmesi gereken “+” işareti ile belirtilen bir grup notunun üst düzey grup notuna daha yakın olduğudur. Aynı şekilde “-” işareti ile belirtilen bir grup notu bir alt düzey grup notuna daha yakındır.<sup>46</sup>

#### **3.2.1.4. Duff&Phelps’in Derecelendirme Faaliyetleri**

Diğer bir derecelendirme şirketi de Duff&Phelps’dir. Şirket kendi amacını, borçluların düzenli anapara ve faiz ödeme durumunu incelemek olarak belirtmektedir. Çalışmaları nicel ve nitel temellere dayanmaktadır. Nicel çalışmalar bazı eğilimler incelenerek yapılmaktadır. Örneğin, şirketin karlılık oranı, mal varlığı üzerinden kar oranı ve kar marjı gibi oranlar üzerinden hesaplanmaktadır. Nitel çalışma kredi notu verilmesinde önemlidir. İşin riski hesaplanırken nitel çalışma olarak borçlu şirketin pazardaki durumu, promosyon stratejileri, ürünleri fiyatlandırma yöntemi ve rakiplerin hareketleri konuları ele alınmaktadır. Bundan başka borçlu şirket yöneticilerinin kalitesi ve deneyimi de kredi notlandırılmasında dikkate alınan değişkenler arasında bulunmaktadır.

Şirketin kredi notlandırma sistemi ise Standard&Poors şirketinin notlandırma sistemi ile aynıdır. Bu yüzden ayrıca notların anlatımını tekrar edilmeyecektir. Tablo 10’da ise uluslararası alanda faaliyet gösteren en önemli dört derecelendirme şirketinin karşılaştırmalı olarak risk tanımları gösterilmiştir.

---

<sup>46</sup> Alper Bakdur-Gülyeter Duman, a.g.e., s.6

**Tablo 10: Bazı Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Karşılaştırmalı Not Tanımları**

| Moody's                                                           | Standard & Poors | Fitch | Duff & Phelps | Kısa Tanım                       |
|-------------------------------------------------------------------|------------------|-------|---------------|----------------------------------|
| <b>Yatırım yapılabilir - Yüksek Kredibilite</b>                   |                  |       |               |                                  |
| Aaa                                                               | AAA              | AAA   | AAA           | Maksimum Güvenilirlik            |
| Aa1                                                               | AA+              | AA+   | AA+           |                                  |
| Aa2                                                               | AA               | AA    | AA            | Çok Yüksek Derece, Yüksek Kalite |
| Aa3                                                               | AA-              | AA-   | AA-           |                                  |
| A1                                                                | A+               | A+    | A+            |                                  |
| A2                                                                | A                | A     | A             | Üst Orta Derece                  |
| A3                                                                | A-               | A-    | A-            |                                  |
| Baa1                                                              | BBB+             | BBB+  | BBB+          |                                  |
| Baa2                                                              | BBB              | BBB   | BBB           | Alt Orta Derece                  |
| Baa3                                                              | BBB-             | BBB-  | BBB-          |                                  |
| <b>Oldukça Spekülatif - Düşük Kredibilite</b>                     |                  |       |               |                                  |
| Ba1                                                               | BB+              | BB+   | BB+           |                                  |
| Ba2                                                               | BB               | BB    | BB            | Düşük Derece, Spekülatif         |
| Ba3                                                               | BB-              | BB-   | BB-           |                                  |
| B1                                                                | B+               | B+    | B+            |                                  |
| B2                                                                | B                | B     | B             | Yüksek Oranda Spekülatif         |
| B3                                                                | B-               | B-    | B-            |                                  |
| <b>Çok spekülatif - Yüksek risk, taahhüdünü yerine getirememe</b> |                  |       |               |                                  |
|                                                                   | CCC+             |       |               |                                  |
| Caa                                                               | CCC              | CCC   | CCC           | Zayıf Durum, Yüksek Risk         |
|                                                                   | CCC-             |       |               |                                  |
| Ca                                                                | CC               | CC    |               | Çok Yüksek Oranda Spekülatif     |
| C                                                                 | C                | C     |               | Yukarıdakilerden de Spekülatif   |
|                                                                   | C1               |       |               | Faiz ödemesi yapamıyor           |
|                                                                   |                  | DDD   |               | Taahhütlerini yerine getiremiyor |
|                                                                   |                  | DD    | DD            |                                  |
|                                                                   | D                | D     |               |                                  |

**Kaynak:** F-Almanak İnternet Sayfası, [www.f-almanak.com/finhat](http://www.f-almanak.com/finhat)

### 3.2.2. Ülke Risk Ölçüm Kuruluşları

Uluslararası kredi veren kuruluşların bir kısmı, ülke risk analizlerini kendileri yaparak ülke risk endekslerini hazırlarken, bir kısmı ise çeşitli kurumlar tarafından hazırlanan endekslerden yararlanmaktadır. Bunun temel amacı ülke riskini belirleyen politik sosyal ve ekonomik etmenlerin, geçmişteki durumları ve gelecekleri konusunda kredi veren kuruluşlara

sağlıklı veriler sunmaktır. Ülke risk analizi yapan kuruluşlardan en tanınmışları şunlardır<sup>47</sup>.

- Business Environment Risk Intelligence (BERI),
- Bank of America World Information Services,
- Control Risks Information Services (CRIS),
- Economic Intelligence Unit (EIU),
- *Euromoney*,
- *Institutional Investor*,
- Political Risk Services, *International Country Risk Guide*,
- Political Risk Services: Coplin-O'Leary Rating System.

### 3.2.2.1. Business Environment Risk Intelligence (BERI) Enstitüsü

Ülke riski analizi konusunda çalışma yapan en eski kuruluşlardan biri olan BERI Enstitüsü Prof. F. T. Haner tarafından 1966 yılında kurulmuştur. 100 kadar uzmanın yılda 3 kez yaklaşık 140 ülkeyi kapsayan, 15 değişik ölçüt doğrultusunda, ülkelerin ekonomik ve politik durumlarının değerlemesine dayanan endeksi yayınlamaktadır. BERI Enstitüsü ayrıca ülke analiz raporları ve uluslararası borç veren kuruluşlar için ülke risk tahminleri de hazırlamaktadır.<sup>48</sup>

Politik istikrarın ağırlıklı olarak yer aldığı değerlendirme sisteminde;

70 puanın üstü gelişmiş ülkelere özgü olmakta,

55-70 puan arası kabul edilebilir risk olmakta,

40-55 puan arası risk yüksek risk,

<sup>47</sup> B Erb CLAUDE, I R. HarveyCAMPEL, and Tadas E. VİSKANTA, **Financial Analyst Journal**, "Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk", November/December 1996, p.29

<sup>48</sup> <http://www.beri.com/aboutus.asp>

40 puanın altı ise kabul edilemez risk

olarak değerlendirilerek, yabancılar açısından yatırımın hiç düşünülmemesi gereken ülkeler olarak değerlendirilmektedir.

**Tablo 11: BERI Endeksi**

|                                                                           | Puan<br>(1-4) | Ağırlık | Toplam Değer |
|---------------------------------------------------------------------------|---------------|---------|--------------|
| 1. Politik istikrar                                                       | - x           | 3.0 =   |              |
| 2. Yabancı sermayeye karşı tutum                                          | - x           | 1.5 =   |              |
| 3. özelleştirme eğilimleri                                                | - x           | 1.5 =   |              |
| 4. Enflasyon                                                              | - x           | 1.5 =   |              |
| 5. Büyüme oranı                                                           | - x           | 2.5 =   |              |
| 6. Üretim giderleri                                                       | - x           | 2.0 =   |              |
| 7. Ödemeler dengesi                                                       | - x           | 1.5 =   |              |
| 8. Konvertibilite                                                         | - x           | 2.5 =   |              |
| 9. Bürokratik engeller                                                    | - x           | 1.0 =   |              |
| 10. Sermaye araçlarının uygulanabilirliği                                 | - x           | 1.5 =   |              |
| 11. Üretim kapasitesi                                                     | - x           | 0.5 =   |              |
| 12. Yabancı ortaklığın yönetim kadrosu                                    | - x           | 1.0 =   |              |
| 13. Ulaşım kolaylıkları                                                   | - x           | 1.0 =   |              |
| 14. Kısa vadeli kredi olanakları                                          | - x           | 2.0 =   |              |
| 15. Uzun vadeli borçlanma olanakları ve yabancı sermaye pazarlarına giriş | - x           | 2.0 =   |              |

**Kaynak:** Nevin Yörük, Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler, Tokat 1999, s. 28

Tablo 11'de BERI endeksinin bir örneği verilmiştir. 1-4 arası verilen puanlar ağırlıklı ölçü ile çarpılarak ülkelere ait toplam değerler bulunmaktadır.<sup>49</sup>

Yabancı yatırımcılar açısından yatırım yapmayı düşündükleri ülkenin riski konusunda genel bir görüş veren BERI endeksi, ülkenin borç ödeme kapasitesini gösterme açısından oldukça yetersizdir.

<sup>49</sup> Nevin YÖRÜK, a.g.e., s.28

### 3.2.2.2. Institutional Investor Dergisi

Aylık olarak yayınlanan Institutional Investor dergisi altı aylık raporlar şeklinde yaklaşık 115 ülkeyi kapsayan ülke riski derecelerini yayımlar. *Institutional Investor*, anket yaparak belli başlı uluslararası bankalardan söz konusu ülke için (75-100 kadar banka) sıfırdan 100'e kadar bir not vermelerini istemektedir (100 en iyi kredi notu olarak belirlenir). Daha sonra Institutional Investor, ağırlıklı ortalamaya göre her ülke için ortalama bir kredi notu bulmaktadır. Ağırlıklı ortalama, uluslararası bankaların yapısına göre değişmekte, uluslararası bankanın Dünya genelindeki yaygınlığı ve gelişmiş ülke analiz sistemine sahip olmasına göre artmaktadır.

*Institutional Investor*'ın kullandığı bu yöntemle yapılan çalışmalarda anket katılımcıları öznel olarak ülkelere kredi notları verdiği için hangi faktörlere göre kredi notu belirlediklerini bulmak zor olmaktadır. Faktörleri belirleyebilmek için katılımcılardan ayrıca hangi faktörlere kredi notu verdiklerini sıralayan bir liste sunmalarını istenmektedir. Bu liste daha sonra *Institutional Investor* tarafından kredi notları ile birlikte tablo halinde sunulmaktadır. Bu faktörler ülke gruplarına ve zamana bağlı olarak farklılıklar göstermektedir.<sup>50</sup>

### 3.2.2.3. International Country Risk Guide (ICRG)

ICRG 1980'den bu yana siyasi, mali ve ekonomik faktörlerde risk indeksini belirleyebilmek için düzenli olarak aylık veri toplamaktadır. Toplam riski belirleyebilmek için alt başlıklar halinde 5'i mali, 13'ü politik ve 6'sı ekonomik olmak üzere 24 faktör kullanmaktadır. Her faktör kendi limitleri içinde bir değer almakta ve ağırlıklı ortalama alınarak ülkenin riski belirlenmektedir. Burada yüksek kredi notu düşük risk anlamını taşımaktadır.

Politik riskin belirlenmesi subjektif olarak belirlenmekte, ekonomik risk mevcut verilerin işlenmesi ile matematiksel olarak hesaplanmaktadır.

<sup>50</sup> Alper BAKDUR-Gülyeter DUMAN, a.g.e., s.2

Finansal risk ise subjektif değerlendirmeler ve matematiksel hesaplamaların karışımından oluşmaktadır.

**Tablo 12: ICRG'nin Derecelendirme Sisteminde Göz önünde Bulundurduğu Faktörler**

| Faktör                                   | Puan | Bireysel Endeksin yüzdesi | Bileşik Endeksin Yüzdeliği |
|------------------------------------------|------|---------------------------|----------------------------|
| <i>POLİTİK</i>                           |      |                           |                            |
| Gerçeğe karşı ekonomik beklentiler       | 12   | 12                        | 6                          |
| Ekonomik planlama hataları               | 12   | 12                        | 6                          |
| Siyasi Liderlik                          | 12   | 12                        | 6                          |
| Dış çatışma                              | 10   | 10                        | 5                          |
| Hükümet yolsuzluğu                       | 6    | 6                         | 3                          |
| Siyasette ordunun konumu                 | 6    | 6                         | 3                          |
| Siyasette dini organizasyonlar           | 6    | 6                         | 3                          |
| Hukuk ve düzen geleneği                  | 6    | 6                         | 3                          |
| Irka ve milliyete dayalı gerginlikler    | 6    | 6                         | 3                          |
| Siyasi terör                             | 6    | 6                         | 3                          |
| Sivil savaş                              | 6    | 6                         | 3                          |
| Siyasi parti kalkınması                  | 6    | 6                         | 3                          |
| Bürokrasi                                | 6    | 6                         | 3                          |
| <i>Toplam siyasi puan</i>                | 100  | 100                       | 50                         |
| <i>FINANSAL</i>                          |      |                           |                            |
| Borç ödeyememe veya yeniden yapılandırma | 10   | 20                        | 5                          |
| Borcun geç ödenmesi                      | 10   | 20                        | 5                          |
| Hükümetin borcu reddetmesi               | 10   | 20                        | 5                          |
| Döviz kontrolünden yapılan zararlar      | 10   | 20                        | 5                          |
| Özel yatırımların kamulaştırılması       | 10   | 20                        | 5                          |
| <i>Toplam Finansal Puan</i>              | 50   | 100                       | 25                         |
| <i>EKONOMİK</i>                          |      |                           |                            |
| Enflasyon                                | 10   | 20                        | 5                          |
| Borç servis oranı                        | 10   | 20                        | 5                          |
| Uluslararası likidite oranı              | 5    | 10                        | 3                          |
| Dış ticaret deneyimi                     | 5    | 10                        | 3                          |
| Cari hesap dengesi                       | 15   | 30                        | 8                          |
| Döviz kuru piyasası göstergesi           | 5    | 10                        | 3                          |
| <i>Toplam Ekonomik Puan</i>              | 50   | 100                       | 25                         |
| <i>Toplam Puan</i>                       | 200  |                           | 100                        |

**Kaynak:** Claude B Erb, Campell R. Harvey, and Tadas E. Viskanta, Financial Analyst Journal, "Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk", November/December 1996, p31

Üç bireysel risk endeksinin belirlenmesi, o başlığın içerdiği faktörlerin risklerinin basit olarak toplanmasıyla hesaplanmaktadır. Ülke bileşik riskinin hesaplanması ise ağırlıklı ortalama yöntemiyle bulunmaktadır. Politik riskin ağırlığı 100 iken mali ve ekonomik riskin ağırlığı 50'şer olarak verilmektedir. ICRG diğer risk ölçüm kuruluşları gibi ülke riskini iki ana bileşenden oluştuğunu düşünmektedir; bunlar borç ödeme yeteneği ve borç ödeme istekliliğidir. Politik risk borç ödeme istekliliği ile, ekonomik risk ise borç ödeme yeteneği ile ilgilidir.<sup>51</sup>

**Tablo 13: ICRG Risk Kategorileri**

| Risk Kategorisi | Bileşik Puan Sıralaması |
|-----------------|-------------------------|
| Çok Yüksek      | 0,0-49,5                |
| Yüksek          | 50,0-59,5               |
| Orta            | 60,0-69,5               |
| Düşük           | 70,0-84,5               |
| Çok Düşük       | 85,0-100,0              |

**Kaynak:** Claude B Erb, Campbell R. Harvey, and Tadas E. Viskanta, Financial Analyst Journal, "Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk", November/December 1996, p31

Bu hesaplamaların formülü aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$PR=\sum PR_j, ER=\sum ER_j, FR=\sum FR_j$$

ve

$$CR=0,5(PR+ER+FR)$$

Burada PR politik riski, ER ekonomik riski, FR mali riski ve CR ise bileşik ülke riskini temsil etmektedir. ICRG'nin her risk indeksi için göz önünde bulundurduğu faktörler Tablo 13'de gösterilmiştir

<sup>51</sup> B. Erb CLAUDE, CAMPELL R. Harvey, and Tadas E. VİSKANTA, a.g.m., p. 30

ICRG hesaplamış olduğu ülke riskine ait puanlara göre ülkeleri çok yüksekten çok düşük riske doğru kategorize eder. Buna göre hesaplamış olduğu ülke risk puanına göre risk kategorileri Tablo 13'de gösterilmiştir.

ICRG'nin 2004 yılında belirlemiş olduğu 140 ülkeye ait ülke risk sıralamaları ise Tablo 14'de gösterilmiştir. Buna göre Türkiye 2004 yılında 95. sıra ile orta risk grubuna ait ülkeler içerisinde yer almıştır.

**Tablo 14: ICRG'nin Ülke Risk Sıralaması**

| Sıra                  |                            | Bileşik            | Bileşik            | 09/04                         | Sıralamadaki<br>değişim |
|-----------------------|----------------------------|--------------------|--------------------|-------------------------------|-------------------------|
|                       |                            | Risk<br>Dereceleri | Risk<br>Dereceleri | Derece<br>Artış<br>Azalışları |                         |
| 09/04                 | Ülke                       | 09/04              | 10/03              | 10/03                         | 10/03                   |
| <b>Çok Düşük Risk</b> |                            |                    |                    |                               |                         |
| 1                     | Norveç                     | 92.0               | 90.5               | 1.5                           | 3                       |
| 2                     | İsviçre                    | 91.0               | 91.0               | 0.0                           | 1                       |
| 3                     | Lüksemburg                 | 90.0               | 91.0               | -1.0                          | 1                       |
| 4                     | Singapur                   | 89.5               | 87.5               | 2.0                           | 5                       |
| 5                     | Brunei                     | 87.8               | 88.3               | -0.5                          | 4                       |
| 6                     | Finlandiya                 | 87.5               | 86.8               | 0.8                           | 7                       |
| 6                     | İsveç                      | 87.5               | 86.5               | 1.0                           | 8                       |
| 8                     | Danimarka                  | 86.5               | 85.5               | 1.0                           | 13                      |
| 8                     | Hollanda                   | 86.5               | 85.0               | 1.5                           | 15                      |
| 10                    | Kanada                     | 86.3               | 85.8               | 0.5                           | 12                      |
| 11                    | Avusturya                  | 86.0               | 86.0               | 0.0                           | 11                      |
| 11                    | İrlanda                    | 86.0               | 87.3               | -1.3                          | 6                       |
| 13                    | Japonya                    | 85.3               | 86.5               | -1.3                          | 8                       |
| 14                    | Belçika                    | 85.0               | 85.3               | -0.3                          | 14                      |
| 15                    | Kuveyt                     | 84.8               | 86.3               | -1.5                          | 10                      |
| 16                    | Tayvan                     | 84.0               | 83.0               | 1.0                           | 19                      |
| 16                    | İngiltere                  | 84.0               | 83.8               | 0.3                           | 17                      |
| 18                    | Hong Kong                  | 83.8               | 82.0               | 1.8                           | 20                      |
| 19                    | İzlanda                    | 83.5               | 80.0               | 3.5                           | 26                      |
| 21                    | Kore Cumhuriyeti           | 82.8               | 80.8               | 2.0                           | 25                      |
| 22                    | Birleşik Aarap Emirlikleri | 82.5               | 84.5               | -2.0                          | 16                      |
| 23                    | Almanya                    | 82.3               | 81.8               | 0.5                           | 21                      |
| 24                    | Avustralya                 | 82.0               | 81.8               | 0.3                           | 21                      |
| 25                    | Bahamalar                  | 81.8               | 78.8               | 3.0                           | 34                      |
| 26                    | Yenim Zelanda              | 81.5               | 81.8               | -0.3                          | 21                      |
| 27                    | Botswana                   | 81.3               | 79.8               | 1.5                           | 29                      |
| 28                    | Umman                      | 81.0               | 81.0               | 0.0                           | 24                      |

|                   |                   |      |      |      |    |
|-------------------|-------------------|------|------|------|----|
| 29                | Malezya           | 80.5 | 75.3 | 5.3  | 49 |
| 29                | Malta             | 80.5 | 79.5 | 1.0  | 31 |
| <b>Düşük Risk</b> |                   |      |      |      |    |
| 31                | İtalya            | 79.8 | 80.0 | -0.3 | 26 |
| 32                | Bahreyn           | 79.5 | 79.8 | -0.3 | 29 |
| 32                | Şili              | 79.5 | 77.0 | 2.5  | 40 |
| 32                | İspanya           | 79.5 | 80.0 | -0.5 | 26 |
| 35                | Namibya           | 79.3 | 76.5 | 2.8  | 41 |
| 36                | Slovenya          | 78.8 | 79.5 | -0.8 | 31 |
| 37                | Katar             | 78.5 | 78.5 | 0.0  | 35 |
| 38                | Fransa            | 78.3 | 79.0 | -0.8 | 33 |
| 39                | Portekiz          | 78.0 | 78.5 | -0.5 | 35 |
| 39                | Trinidad & Tobago | 78.0 | 76.5 | 1.5  | 41 |
| 41                | Suudi Arabistan   | 77.8 | 76.5 | 1.3  | 41 |
| 42                | Libya             | 77.5 | 74.0 | 3.5  | 55 |
| 43                | ABD               | 77.3 | 75.8 | 1.5  | 48 |
| 44                | Moroko            | 77.0 | 75.0 | 2.0  | 50 |
| 45                | Çin               | 76.8 | 77.3 | -0.5 | 39 |
| 46                | Litvanya          | 76.5 | 76.5 | 0.0  | 41 |
| 47                | Latvia            | 76.3 | 78.3 | -2.0 | 37 |
| 47                | Rusya             | 76.3 | 75.0 | 1.3  | 50 |
| 49                | Yunanistan        | 75.8 | 76.0 | -0.3 | 47 |
| 50                | Çek Cumhuriyeti   | 75.5 | 77.8 | -2.3 | 38 |
| 50                | Estonya           | 75.5 | 75.0 | 0.5  | 50 |
| 50                | Tayland           | 75.5 | 76.5 | -1.0 | 41 |
| 53                | Polonya           | 75.0 | 75.0 | 0.0  | 50 |
| 53                | Slovakya          | 75.0 | 74.3 | 0.8  | 54 |
| 55                | Algeria           | 74.8 | 66.3 | 8.5  | 81 |
| 55                | Macaristan        | 74.8 | 76.5 | -1.8 | 41 |
| 55                | Meksika           | 74.8 | 71.5 | 3.3  | 62 |
| 58                | Panama            | 74.0 | 71.5 | 2.5  | 62 |
| 59                | Kazakistan        | 73.8 | 72.3 | 1.5  | 58 |
| 59                | Tunus             | 73.8 | 72.8 | 1.0  | 56 |
| 61                | Kuzey Africa      | 73.5 | 68.8 | 4.8  | 74 |
| 62                | Hırvatistan       | 73.0 | 72.0 | 1.0  | 59 |
| 63                | Jordan            | 72.8 | 71.0 | 1.8  | 64 |
| 64                | Kosta Rika        | 72.5 | 72.0 | 0.5  | 59 |
| 65                | Romanya           | 72.0 | 70.5 | 1.5  | 65 |
| 65                | Ukrayna           | 72.0 | 68.8 | 3.3  | 74 |
| 67                | Hindistan         | 71.8 | 69.0 | 2.8  | 72 |
| 68                | İsrail            | 71.0 | 72.5 | -1.5 | 57 |
| 69                | Bulgaristan       | 70.5 | 71.8 | -1.3 | 61 |
| 70                | Azerbaycan        | 70.3 | 69.0 | 1.3  | 72 |
| 71                | Gambia            | 70.0 | 67.0 | 3.0  | 77 |
| 71                | Guatemala         | 70.0 | 67.0 | 3.0  | 77 |
| 71                | Iran              | 70.0 | 70.5 | -0.5 | 65 |
| 71                | Filipinler        | 70.0 | 69.3 | 0.8  | 71 |

|                    |                   |             |             |            |           |
|--------------------|-------------------|-------------|-------------|------------|-----------|
| 71                 | Uruguay           | 70.0        | 64.5        | 5.5        | 90        |
| <b>Orta Risk</b>   |                   |             |             |            |           |
| 76                 | El Salvador       | 69.8        | 69.8        | 0.0        | 68        |
| 77                 | Peru              | 69.5        | 68.3        | 1.3        | 76        |
| 77                 | Vietnam           | 69.5        | 69.8        | -0.3       | 68        |
| 79                 | Mısır             | 69.3        | 66.0        | 3.3        | 82        |
| 80                 | Mongolia          | 69.0        | 63.8        | 5.3        | 93        |
| 81                 | Belarus           | 68.8        | 65.3        | 3.5        | 86        |
| 82                 | Jamaika           | 68.5        | 69.5        | -1.0       | 70        |
| 83                 | Brezil ya         | 68.3        | 65.5        | 2.8        | 85        |
| 83                 | Moldova           | 68.3        | 64.5        | 3.8        | 90        |
| 83                 | Suriye            | 68.3        | 70.3        | -2.0       | 67        |
| 86                 | Arjantin          | 68.0        | 64.0        | 4.0        | 92        |
| 87                 | Suriname          | 67.3        | 65.3        | 2.0        | 86        |
| 88                 | Gana              | 66.8        | 62.8        | 4.0        | 98        |
| 88                 | Kenya             | 66.8        | 65.8        | 1.0        | 83        |
| 88                 | Yemen             | 66.8        | 67.0        | -0.3       | 77        |
| 91                 | Gabon             | 66.5        | 65.3        | 1.3        | 86        |
| 92                 | Mozambik          | 66.0        | 61.3        | 4.8        | 108       |
| 92                 | Paraguay          | 66.0        | 62.5        | 3.5        | 100       |
| 94                 | Bolivya           | 65.8        | 65.8        | 0.0        | 83        |
| 95                 | Ermenistan        | 65.5        | 62.3        | 3.3        | 103       |
| <b>95</b>          | <b>Türkiye</b>    | <b>65.5</b> | <b>62.8</b> | <b>2.8</b> | <b>98</b> |
| 97                 | Kongo Cumhuriyeti | 65.0        | 48.8        | 16.3       | 134       |
| 98                 | Albania           | 64.8        | 66.8        | -2.0       | 80        |
| 98                 | Ekvator           | 64.8        | 62.5        | 2.3        | 100       |
| 100                | Kamerun           | 64.5        | 62.0        | 2.5        | 106       |
| 100                | Senegal           | 64.5        | 64.8        | -0.3       | 89        |
| 102                | Kolombiya         | 64.3        | 63.5        | 0.8        | 94        |
| 102                | Honduras          | 64.3        | 62.3        | 2.0        | 103       |
| 104                | Pakistan          | 63.8        | 63.5        | 0.3        | 94        |
| 105                | Kuba              | 63.5        | 60.3        | 3.3        | 110       |
| 105                | Tanzanya          | 63.5        | 57.8        | 5.8        | 119       |
| 107                | Dominik Cum.      | 63.3        | 60.3        | 3.0        | 110       |
| 108                | Endonezya         | 63.0        | 60.8        | 2.3        | 109       |
| 109                | Bangladeş         | 62.3        | 63.0        | -0.8       | 97        |
| 110                | Guyana            | 61.8        | 62.5        | -0.8       | 100       |
| 110                | Sri Lanka         | 61.8        | 63.5        | -1.8       | 94        |
| 112                | Venezuela         | 61.5        | 58.3        | 3.3        | 117       |
| 113                | Papua Yeni Gine   | 61.3        | 59.0        | 2.3        | 115       |
| 114                | Uganda            | 61.0        | 62.3        | -1.3       | 103       |
| 115                | Nijer             | 60.5        | 57.5        | 3.0        | 121       |
| 116                | Togo              | 60.3        | 58.3        | 2.0        | 117       |
| <b>Yüksek Risk</b> |                   |             |             |            |           |
| 117                | Madagaskar        | 59.8        | 60.0        | -0.3       | 112       |
| 118                | Burkina Faso      | 59.3        | 57.8        | 1.5        | 119       |
| 119                | Lübnan            | 59.0        | 55.5        | 3.5        | 124       |

|                        |                   |      |      |      |     |
|------------------------|-------------------|------|------|------|-----|
| 120                    | Etiyopya          | 58.8 | 59.3 | -0.5 | 114 |
| 121                    | Mali              | 58.5 | 58.5 | 0.0  | 116 |
| 121                    | Zambiya           | 58.5 | 53.0 | 5.5  | 131 |
| 123                    | Sırbistan Karadağ | 58.3 | 55.3 | 3.0  | 125 |
| 123                    | Sierra Leone      | 58.3 | 51.3 | 7.0  | 133 |
| 125                    | Myanmar           | 58.0 | 59.5 | -1.5 | 113 |
| 126                    | Angola            | 57.5 | 53.3 | 4.3  | 130 |
| 126                    | Malavi            | 57.5 | 54.0 | 3.5  | 128 |
| 128                    | Nijerya           | 57.0 | 57.0 | 0.0  | 122 |
| 129                    | Nikaragua         | 56.8 | 54.3 | 2.5  | 125 |
| 129                    | Sudan             | 56.8 | 54.3 | 2.5  | 125 |
| 131                    | Cote d'Ivoire     | 55.3 | 55.8 | -0.5 | 123 |
| 132                    | Haiti             | 55.0 | 52.0 | 3.0  | 132 |
| 133                    | Guinea            | 54.3 | 62.0 | -7.8 | 106 |
| 134                    | Guinea-Bissau     | 53.5 | 46.5 | 7.0  | 136 |
| <b>Çok Yüksek Risk</b> |                   |      |      |      |     |
| 135                    | Kongo             | 49.8 | 47.0 | 2.8  | 135 |
| 136                    | Kore              | 49.0 | 53.5 | -4.5 | 129 |
| 137                    | Somali            | 43.8 | 45.5 | -1.8 | 137 |
| 138                    | Liberya           | 41.0 | 36.0 | 5.0  | 139 |
| 139                    | Irak              | 38.5 | 42.0 | -3.5 | 138 |
| 140                    | Zimbabve          | 36.3 | 34.3 | 2.0  | 140 |

**Kaynak:** International Country Risk Guide, Volume XXV, The PRS Group Inc, Number 9, September 2004,

#### 3.2.2.4. Euromoney Dergisi

Euromoney dergisi yıllık olarak ülkelere ait risk değerlemeleri yaparak bunları yayınlar. Uzmanları temsil eden bir kesim tarafından oylanarak belli ağırlıklar çerçevesinde derecelendirme işlemi yapılır. Bu uzmanlar cetveldeki etmenlerin çoğu veya biri hakkında her bir ülkedeki düşüncelerini belirtmek isterler. Euromoney ülke risk değerlemesinde 3 ana grup içinde toplanan 9 kategori kullanılır. 3 ana grup içinde analitik göstergeler %40, kredi göstergeleri %20 ve pazar göstergeleri %40 ağırlıktadır.

Diğer kredi notlandırma kuruluşlarıyla ilişkisini göstermek anlamında bazı kuruluşlarla kullandıkları kriterler ve bu kriterlerin kredi notlarına etkilerini gösteren Tablo 15'e bakmak yararlı olacaktır.

**Tablo 15: Bazı kredi notlandırma kuruluşlarının ülke notlandırmasında kullandıkları kriterler ve bu kriterlerin kredi notuna etkileri**

| Notlandırma Kuruluşu        | Notlandırma Kriteri ve Yüzde Etkisi                                                                                                                  |
|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Institutional Investor      | Gerekli veri 75-100 arası lider uluslararası bankalardan her ülke için 0-100 arası bir notlandırma yapması istenerek elde edilir. 100 en iyi nottur. |
|                             | Her yanıtın o ülke notunu belirlemede ağırlığı bankanın Dünya çapındaki önemine göre belirlenir.                                                     |
|                             | Bankanın kullandığı kriterler açıklanmaz                                                                                                             |
| Euromoney                   | 1-Analitik Göstergeler(%40)                                                                                                                          |
|                             | Politik risk (%15)                                                                                                                                   |
|                             | Ekonomik risk(%10)                                                                                                                                   |
|                             | Ekonomik göstergeler(%15)                                                                                                                            |
|                             | 2-Kredi Göstergeleri(%20)                                                                                                                            |
|                             | Geri ödeme durumu(%15)                                                                                                                               |
|                             | Borç ödeme sorunları(%5)                                                                                                                             |
|                             | 3- Piyasa Göstergeleri(%40)                                                                                                                          |
|                             | Bono piyasasına erişim(%15)                                                                                                                          |
|                             | Kısa vadeli senet satışı(%10)                                                                                                                        |
|                             | Forfaiting(%15)                                                                                                                                      |
|                             |                                                                                                                                                      |
| Economist Intelligence Unit | Orta vade borç verme riski(%45)                                                                                                                      |
|                             | Politik risk(%40)                                                                                                                                    |
|                             | Kısa vade ticaret riski(%15)                                                                                                                         |

**Kaynak:** Alper Bakdur-Gülyeter Duman, **Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları, Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı**, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, İkili Ekonomik İlişkiler ve Teknik İşbirliği Dairesi, Temmuz, 1999, s.12

### 3.3. ÜLKE RİSKİNİ ÖLÇMEDE KULLANILAN METODLAR

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının son yıllarda çok önemli boyutlara ulaşması, borç ödemelerinin durdurulması veya yavaşlamasının uluslararası bankacılık sisteminde bir bunalıma yol açabileceği kaygısı; bankaları, uluslararası finans kurumlarını, ülkelerin kredi değerliliğinin saptanması konusunda daha duyarlı olmaya, kredi riskini ölçmede yeni yöntemler geliştirmeye zorlamıştır.<sup>52</sup>

<sup>52</sup> Öztin AKGÜÇ, a.g.m., s.29

Ülke riskinin ölçülmesine ilişkin yaklaşımlar, ticari bankaların sınır ötesi kredi verme faaliyetleri çok yoğun olduğunda, özellikle 1970’li yılların başlarında ve ortasında geliştirilmiştir.

Ülke riskinin değerlemesi borç ödeme probleminin ortaya çıkıp çıkmayacağını değerlendirmesidir. Borçlu ülkeyle ilgili olarak ekonomik ve politik tanımlayıcı bilgi ve indikatörlerden oluşan resmi olmayan değerlendirme metodları vardır. Böyle bilgi ve indikatörlerin yardımıyla analist, bir ülkenin nasıl riskli olacağı hakkında sistematik bir biçimde açıklanabilen (rating) veya tanımlayıcı biçimde açıklanabilen (yüksek risk, düşük risk gibi) yargıları formüle etmektedir. Bunun yanında, yapısı katı ve iyi tanımlanmış kontrol listesi (checklist) ve istatistik sistemleri gibi resmi değerlendirme sistemleri de vardır.

Ülke riski üzerinde literatürde genellikle 4 çeşit sistem tipi tanımlanmıştır;<sup>53</sup>

- I. Tamamen kalitatif (nitel) yöntemler
- II. Yapısallaştırılmış kalitatif yöntemler
- III. Kontrol listesi (cehecklist)
- IV. Diğer kantitatif yöntemler

Bu sınıflandırma ilk olarak Stephen Goodman’ın “How the Big US Banks Really Evaluate Sovereign Risk”<sup>54</sup> adlı makalesinde ortaya çıkmış ve Eximbank’ın 37 Amerikan bankasının ülke riski değerlendirme prosedürü araştırmasından elde edilmiştir.

Tam kalitatif sistemler temel olarak bir ülkenin analitik içeriğinin ülkeden ülkeye değiştiği, sabit olmayan bir formattaki değerlendirme raporundan oluşmaktadır. Tüm ülkelere uygulanacak kesin bir analiz çerçevesinin olmaması karşılıklı ülke karşılaştırılmasını imkansız kılmaktadır.

<sup>53</sup> Anna Micalea CİARRAPİCOİ, a.g.e., s. 7

<sup>54</sup> Aktaran ;Timur Han GÜR,a.g.e., s.23

Üstelik bu değerlendirme sistemleri gelecekte ziyade geriye dönük olma eğilimindedir.

Yapısallaştırılmış kalitatif sistemler, iyi tanımlanmış olan ve genellikle bazı istatistiksel analiz çeşitlerini içeren standartlaştırılmış bir biçime göre ülke raporlarını meydana getirmektedir.

Kontrol listesi (checklist) yöntemi karakterine göre kantitatif sistemdir. Bu sistem bankanın ilgili olduğu tüm borçlu ülkeler için derlenen ekonomik, finansal, sosyal ve politik indikatörler grubundan meydana gelmektedir. Ağırlıklandırılmış ve ağırlıklandırılmamış kontrol listeleri olarak ayırım yapılmaktadır.

Ağırlıklandırılmış kontrol listesi yönteminde her değişken ilgili faktörler üzerinde analistin tercih ettiği öneme göre subjektif olarak ağırlıklandırılır. Ağırlıklandırılmamış yöntemde ise tüm değişkenlere aynı ağırlık verilmiştir. Buradaki tüm değişkenler kantitatifir veya kantitatif olabilecek niteliktedir. Bu metod değişkenlerin seçimindeki serbestlik ve ağırlıklandırılmasındaki serbestlikten dolayı genellikle subjektif olarak nitelendirilmektedir.

Son olarak diğer kantitatif sistemler ülke riski değerlendirmesinde ekonometrik ve diğer istatistiksel metodları içermektedir. Bu tekniklerin bir ülkenin kredibilitesinin saptanmasında en objektif, sistematik ve karşılaştırılmalı yolu sunduğuna inanılmaktadır.<sup>55</sup>

### **3.3.1. Tam Kalitatif Sistemler**

Yukarıda da belirtildiği gibi bir ülkenin ekonomik, politik ve sosyal şartlar ve görünümünün tamamen yargısal olarak değerlendirildiği subjektif bir değerlendirme sistemidir.

---

<sup>55</sup> Anna Micalea CİARRAPÍCOİ, a.g.e., s. 8

### 3.3.2. Yapısal Kalitatif Sistemler

Yapısal kalitatif sistemler standart bir biçime sahiptir ve bazı istatistikleri içermektedir. Genellikle ülke değerlendirme projesi ekonomik ve politik faktörler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Borçlanması muhtemel ülkelerin ekonomik durumu geçmişe dönük faktörlerin analizi, mevcut iç göstergeler, mevcut dış göstergeler ve kısa ve uzun dönem kredibilite görünümü ile incelenir.

Ülke raporunu yazan analist genellikle farklı indikatörler tarafından verilen tüm bilgilerin olduğu ve “country spread sheet” (ülke tablosu) olarak adlandırılan bir tablo ile elde edilen veriyi kullanır. Hefferman’ının ülke tablosunun (country spread sheet) bileşenleri değişebilmekte fakat genellikle 6 bölümden oluşmaktadır;<sup>56</sup>

BÖLÜM A: İç ekonomik indikatörler

BÖLÜM B: Ödemeler dengesi

BÖLÜM C: Dış varlıklar

BÖLÜM D: Borç yapısı

BÖLÜM E: Yeni borç

BÖLÜM F: Borç indikatörleri

İç ekonomik indikatörler yurtiçi ekonomi politikası üzerinde bilgi vermelidir. Bunlar genellikle ekonominin büyüklüğünün indikatörleri (nüfus, nüfus artışı, GSYİH, kişi başı GSYİH), büyüme indikatörleri (GSYİH artış oranı, işsizlik oranı) ve TÜFE, para arzı artışı ve bütçe açığının GSYİH’ya oranı gibi indikatörleri kapsar.

---

<sup>56</sup> Anna Micalea CİARRAPİCOİ, a.g.e., s. 9

Bazı ülke risk analistlerine göre bir diğer ilgili indikatör yatırımların ulusal gelir içindeki payıdır. Paydaki bir azalış muhtemel olarak yabancı sermayenin yalnızca yatırım amaçlı olarak kullanılmadığı anlamına gelmektedir.

Ülke tablosunun ikinci kısmı ödemeler dengesindeki detaylı bilgileri kapsamaktadır (ticari denge, mevcut denge, sermaye hesapları, rezervlerdeki değişimler). Dış indikatörler aynı zamanda hassas borçlu bir ülke ekonomisinin dünya ekonomisi içerisinde yavaşlamanın nasıl olduğunun fikrini de vermelidir. Bu amaca göre, ekonominin açıklık ölçüsünü içermesi ve ithalat ve ihracat üzerindeki bilgileri sağlaması da önemlidir. Aynı zamanda döviz kuru oranındaki bilginin katılması da yararlıdır.

Son dört aşama ise ülke kredibilitesi hakkında fikir vermeyi amaçlamaktadır. Üçüncü bölüm genellikle uluslararası rezervler, kullanılmayan IMF kredisi ve diğer dış varlıklar hakkındaki verileri rapor eder. Dördüncü bölüm dış borç (kamu ve özel) üzerinde bilgi verir. Beşinci bölüm yeni alınan borç hakkında ve son olarak altıncı bölüm borç servis oranı, Borç/GSYİH, borç ihraç oranını, Yabancı varlıklar/Dış borç, içeren çeşitli borç indikatörlerini vermektedir.

### 3.3.3. Kontrol Listesi (Checklist) Yöntemi

Ülke riskini belirlemede bankalar tarafından kullanılan diğer bir metod da kontrol listesi yöntemidir. Çok sayıda indikatör ve puanlar kullanılarak ülkelerin sıralandığı kontrol listesi sistemini Thornblade(1978) geliştirmiştir.<sup>57</sup> Kontrol listesi yöntemi, Tablo 16'dan da görüldüğü üzere, üç kategori içerisindeki farklı değişkenlerden oluşmaktadır.<sup>58</sup>

<sup>57</sup> Aktaran: Timur Han GÜR, a.g.e., s.19

<sup>58</sup> Anna Micalea CÍARRAPÍCOÍ, a.g.e., s. 11

**Tablo 16: Kontrol Listesindeki İndikatörler ve Değişkenler**

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>I.Yurtiçi Ekonomi</b><br>GSMH<br>Kişi başı GSMH<br>Kişi başı GSMH artışı<br>Enflasyon oranı<br>Para arzı artışı<br>Yatırımların gelire oranı<br>Net bütçe pozisyonu                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>II. Dış Ekonomik Değişkenler</b><br>İhracat ve ihracat artışı<br>İthalat ve ithalat artışı<br>Uluslararası rezervler<br>Rezerv ithalat oranı<br>Ticari ve cari hesap dengesi<br>Borç servis oranı<br>IMF kredileri<br>Borç servis ödemeleri<br>Anapara ödeme toplam dış borç oranı<br>Altının rezervlerdeki payı<br>Ticaretin GSMH'daki payı<br>Kısa dönem kredinin toplam kredideki payı<br>Toplam dış borç |
| <b>III. Sosyal ve Politik Değişkenler</b><br>Siyasi istikrar<br>Uluslararası banka dereceleri<br>Geçmişteki işsizlik trendi                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

**Kaynak:** Anna Micalea CIARRAPICOI, **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dortmund Publishing Company, Bookfield, s.12

Tüm ülkelerin içinde bulunduğu sıralamayı elde etmek için, ülke 1'den  $n$ 'e kadar her bir değişken üzerindeki sıralamaya göre oranlanır. Her bir değişkenler üzerindeki sıralamalar daha sonra ülkelerin pozisyonlarının belirlendiği puanlar toplanır. Ülke risk sıralamasının asıl amacı ödemeler dengesini etkileyen faktörlere bağlı olan borçlarını ödemede ülkenin yeteneğini bulmaktır. Kontrol listesi yöntemine göre 6 değişken doğrudan ödemeler dengesiyle ilişkilidir. Bu yüzden, bu yöntem ödemeler dengesi kalemleriyle ağırlıklıdır.

### 3.3.4. Diğer Kantitatif Metodlar

Ülke riskinin ölçülmesinde diğer kantitatif metodlardan kastettiğimiz bir ülkenin borç servis kapasitesinin ölçülmesindeki istatistiksel metodlardır. Bu metodlar bağımlı veya açıklayıcı değişkenlerin bir fonksiyonu olarak bir ülkenin borç ödeme zorluklarının olasılığını tahmin etmektedir.<sup>59</sup>

İstatistiksel çalışmalar ortak bazı sorunlara sahiptir<sup>60</sup>. Bunlardan ilki ülke riskinin tanım zorluğundan kaynaklanmaktadır. Sorun, hangi değişkenin ülke riskinin bir göstergesi olarak modele alınacağıdır. Yani modelde açıklanmaya veya tahmin edilmeye çalışılan değişkenin nasıl bir değişken olacağı sorusu önemlidir. 1970'li yıllardan bugüne kadar çeşitli değişkenler kullanılmış olmakla beraber ekonometrik yaklaşımlarda bağımlı değişken olarak en yaygın kullanılan değişken dış borç ertelemeleri olmuştur. Seçilen modele göre dış borç ertelemelerinin gerek miktarı, gerek oranı ve gerekse erteleme kendisi bir davranış biçimi olarak rakamsallaştırılarak ekonometrik modellere sokulmuşlardır. Her şeye rağmen ülke riski ile dış borç erteleme riskini tam olarak ikame etmek pek olası değildir. Birçok durumda gerekli olduğu halde, ülkeler dış borç erteleme yapmamaktadır. Bu durumda ekonometrik modeller sinyal vermekte fakat erteleme

<sup>59</sup> Anna Micalea CİARRAPİCOİ, a.g.e., s. 12

<sup>60</sup> Timur Han GÜR.a.g.m., s.121

yapılmadığından modelin hatalı sinyal verdiği sonucu ortaya çıkmaktadır. Dolayısı ile ülke riskini, borç erteleme riski ile eş anlamlı kullanmak sakıncalar taşımaktadır. Yine de daha anlamlı bir değişken bulunamadığı ve ülke riski, yabancı para cinsinden borçların zamanında ve tam olarak ödenememesi olarak tanımlandığı için bu değişkenin yaygın kullanımı kaçınılmaz olmaktadır.

İstatistiksel modelleri, kullanılan yöntemler temelinde gruplara ayırmak mümkündür.

#### **3.3.4.1. Diskriminant Analizi**

Ülke riskini hesaplamada yaygın bir biçimde kullanılan istatistiksel metodlardan birisi de diskriminant analizidir. Bu metodda “yüksek” ve “düşük” riskli ülke grupları arasında en iyi ayrımı sağlayan bir lineer diskriminant fonksiyonu oluşturulur. Bu yöntemle çok sayıda çalışma yapılmıştır. Frank ve Cline(1971), Grinols(1976), Sergen(1977), Smith(1977), Saini ve Bates(1978) bu yöntemle ülke riskini ölçmeyi amaçlamış çalışmalardan bazılarıdır. Ülkelerin karakterlerine göre gruplanmaları ve ülkeler arası farklılığı maksimize edecek değişkenlerin bulunmasını sağlayan bu analizlerden Frank ve Cline (Tablo 17), ortalama borç vadesi ve borç ödemelerinin toplam borca oranlarını en anlamlı açıklayıcı değişkenler olarak bulurken, Grinlos (Tablo 18) dış borç erteleme olasılığının açılanmasında kullandığı yirmi değişken içerisinde borç ödemelerinin toplam borca oranını, borç servisinin ihracata oranını, toplam dış borcun GSMH'ya oranını ve kullanılan borcun borç servisine oranını anlamlı değişkenler olarak saptamıştır. Diskriminant analizi çerçevesinde değişik bir yaklaşım iki farklı yaklaşımın modellendiği Sargen'in (Tablo 19) çalışmasıdır. Kullanılan borç

**Tablo 17: Frank ve Cline Modeli**

|                                                     |                                                          |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Frank-Cline (1971)                                       |
| Bağımlı değişken                                    | İkili değer; borç erteleme yapan, borç erteleme yapmayan |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | Borç servis oranı; ithalat/rezervler; Amortisman/borç    |
| Analiz metodu                                       | Diskriminant analizi                                     |
| Gözlem yılları                                      | 1960-1968                                                |
| Toplam gözlem sayısı                                | 145                                                      |
| Örnekteki toplam ülke sayısı                        | 26                                                       |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 8 ülke içerisinde 13                                     |
| I. tip hata sayısı                                  | 3                                                        |
| Hata oranı                                          | %23                                                      |
| II. tip hata sayısı                                 | 14                                                       |
| Hata oranı                                          | %10.5                                                    |

Kaynak: Anna Micalea CIARRAPICOLI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dartmouth Publishing Company, Bookfield, s.21

**Tablo 18: Grinols Modeli**

|                                                     |                                                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Grinols (1976)                                                                                                                      |
| Bağımlı değişken                                    | İkili değer; borç erteleme yapan, borç erteleme yapmayan                                                                            |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | Borç servis ödemeleri/rezervler; ödenmiş dış borç/borç servis ödemesi; borç servis ödemesi/ithalat; dış borç/GSYH; dış borç/ithalat |
| Analiz metodu                                       | Diskriminant analizi                                                                                                                |
| Gözlem yılları                                      | 1961-1974                                                                                                                           |
| Toplam gözlem sayısı                                | 343                                                                                                                                 |
| Örnekteki toplam ülke sayısı                        | 64                                                                                                                                  |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 24                                                                                                                                  |
| I. tip hata sayısı                                  | 3                                                                                                                                   |
| Hata oranı                                          | %12.5                                                                                                                               |
| II. tip hata sayısı                                 | 19                                                                                                                                  |
| Hata oranı                                          | %6                                                                                                                                  |

Kaynak: Anna Micalea CIARRAPICOLI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dartmouth Publishing Company, Bookfield, s.22

servisi ve paracı yaklaşımlarda, borç servisinin ihracata oranı ve enflasyon oranı en anlamlı iki değişken olarak bulunmuştur.<sup>61</sup>

**Tablo 19: Sargen Modeli**

|                                                     |                                                           |
|-----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Sargen (1977)                                             |
| Bağımlı değişken                                    | İkili değer; borç erteleme yapan, borç erteleme yapmayan  |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | Enflasyon oranı; planlanmış borç servis ödemeleri/ihracat |
| Analiz metodu                                       | Diskriminant analizi                                      |
| Gözlem yılları                                      | 1960-1975                                                 |
| Toplam gözlem sayısı                                | 466                                                       |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 24                                                        |
| I. tip hata sayısı                                  | 8                                                         |
| Hata oranı                                          | %33                                                       |
| II. tip hata sayısı                                 | 35                                                        |
| Hata oranı                                          | %8                                                        |

Kaynak: Anna Micalea CIARRAPICOLI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dartmouth Publishing Company, Bookfield, s.24

### 3.3.4.2. Logit ve Probit Modelleri

Ampirik yaklaşımlar içerisinde Logit ve Probit modellerini kullanan çalışmalar en önemli yeri oluşturmaktadır. Logit ve Probit modellerinin yaygın kullanımında en önemli gerekçe bu modellerin binom dağılımlı bağımlı değişken kullanması nedeniyle pratik olmalarıdır. Dış borç servis güçlükleri eğer borç ertelemeleri ile açıklanıyorsa, bir borçlunun ödemelerini yapıp yapmaması gibi iki sonuçlu bir olayın modellenmesi için oluşturulan Logit ve Probit tahmin teknikleri en uygun tekniklerdir. Dolayısıyla bir ülkenin, miktarı ne olursa olsun, verilen bir yıl içerisinde borç servis erteleme yapması 1, yapmaması ise 0 değeri ile ifade edilirse, Logit ve Probit modelleri en küçük

<sup>61</sup> Timur Han GÜR.a.g.e., s.23

kareler tahmin yöntemleri ile kıyaslandığında etkin ve sapmasızdır. Model içerisinde elde edilen borç servis erteleme olasılıkları 1 ve 0 arasında uygun bir kesim değeri iki uçlu hale getirildiğinde, modelin tahmin gücü 1. ve 2. tip hataların gözlem değerine oranı ile açıklanmakta ve açıklayıcı değişkenler bu kıstasa göre modele alınmaktadır. Rosett ve Nelson (1975), Feder ve Just (1977), Mayo ve Barret (1977), Feder, Just ve Ross (1981), Cline (1984), Kharas(1984), Ngassam(1991), Hernandez-Trillo (1995) Logit ve veya Probit analizi ile ülke riski tahmini yapan çalışmalardan bazılarıdır.

**Tablo 20: Feder ve Just Modeli**

|                                                     |                                                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Feder-Just (1977)                                                                                                                      |
| Bağımlı değişken                                    | Geri ödeyememe olasılığı (borç erteleme olasılığı)                                                                                     |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | Borç servis oranı; ithalat/rezervler; Amortisman/borç; kişi başına gelir; sermaye girişi/borç servis ödemesi; reel ihracat artış oranı |
| Analiz metodu                                       | Logit Analizi                                                                                                                          |
| Gözlem yılları                                      | 1962-1972                                                                                                                              |
| Toplam gözlem sayısı                                | 238                                                                                                                                    |
| Örnekteki toplam ülke sayısı                        | 30                                                                                                                                     |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 11 ülke içinde 21                                                                                                                      |
| I. tip hata sayısı                                  | 1                                                                                                                                      |
| Hata oranı                                          | %5                                                                                                                                     |
| II. tip hata sayısı                                 | 5                                                                                                                                      |
| Hata oranı                                          | %2.5                                                                                                                                   |

**Kaynak:** Anna Micalea CIARRAPICOI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dortmund Publishing Company, Bookfield, s.23

**Tablo 21: Mayo ve Barrot Modeli**

|                                                     |                                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Mayo ve Barret(1977)                                                                                                   |
| Bağımlı değişken                                    | Borç erteleme olasılığı                                                                                                |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | Ödenmiş dış borç/ihracat; rezervler/ithalat; Brüt sabit sermaye/GSYH; ithalat/GSYH; IMF rezerv pozisyonu/ithalat; TÜFE |
| Gözlem yılları                                      | 1960-1975                                                                                                              |
| Toplam gözlem sayısı                                | 571                                                                                                                    |
| Örnekteki toplam ülke sayısı                        | 48                                                                                                                     |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 28                                                                                                                     |
| I. tip hata sayısı                                  | 7                                                                                                                      |
| Hata oranı                                          | %25                                                                                                                    |
| II. tip hata sayısı                                 | 71                                                                                                                     |
| Hata oranı                                          | %13                                                                                                                    |

**Kaynak:** Anna Micaela CIARRAPICOLI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dartmouth Publishing Company, Bookfield, s.23

Feder ve Just (Tablo 20), borç servis oranı, ithalatın rezervlere oranı, kişi başına gelir, sermaye akışının borç servisine oranı, ihracat ve gelir artış hızlarını bir ülkenin borç ödeme kapasitesinin anlamlı ve önemli göstergeleri olarak ortaya çıkarmıştır. 1980’li yılların ortalarında Kharas,<sup>62</sup> kurumsal bir model oluşturmuş ve modelde anlam ifade eden değişkenleri 43 kalkınmakta olan ülke için uyguladığı Logit analizi içerisinde analiz etmiştir. Çalışmada borç servisinin gelire oranının, net sermaye girişinin gelire oranının, yatırımın ve nüfusun gelire oranlarının anlamlılığı ölçülmüştür. Bu çalışmanın önemi teorik bir modele dayanmasıdır. Modelde tanımlanan “en az sermaye stoku” kavramı bir ülkenin borçlanma programını sürdürebilmesi için gereken minimum stok olarak tanımlanmaktadır. Ülkelerin bu stoka sahip olmadan dış borç programını yürütüp yürütemeyecekleri çalışmada test edilmektedir. Ülke riski düşük ülkeler bu minimum sermaye stokuna sahip ülkeler olarak modelde ayrıştırılmışlardır. Ngassam’ın sadece Afrika ülkelerini kapsayan analizinde öncelikle “ana bileşen” analizi ile değişkenler ağırlıklandırılmış ve

<sup>62</sup> Aktaran; Timur Han GÜR, a.g.e., s.22

sonrası borç servis oranı, rezerv ithalat oranı, borç servisinin sermaye girişine oranı, gelir artış oranı, enflasyon oranı, borçlanma gereği ve global fon arzı önemli göstergeler olarak modele açıklayıcı değişken olarak dahil edilmiştir.<sup>63</sup>

**Tablo 22: Cline Modeli**

|                                                     |                                                                                                                                    |
|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Cline (1984)                                                                                                                       |
| Bağımlı değişken                                    | Borç erteleme olasılığı                                                                                                            |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | Borç servis oranı; rezervler/ithalat; amortizasyon; cari hesap açığı/ihracat; kişi başı GSYH'nın artış oranı; global dış borçlanma |
| Analiz metodu                                       | Logit                                                                                                                              |
| Gözlem yılları                                      | 1968-1982                                                                                                                          |
| Toplam gözlem sayısı                                | 670                                                                                                                                |
| Örnekteki toplam ülke sayısı                        | 60                                                                                                                                 |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 15 ülkede 22                                                                                                                       |
| I. tip hata sayısı                                  | 2                                                                                                                                  |
| Hata oranı                                          | %9.1                                                                                                                               |
| II. tip hata sayısı                                 | 82                                                                                                                                 |
| Hata oranı                                          | %13                                                                                                                                |

**Kaynak:** Anna Micalea CIARRAPICOLI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dartmouth Publishing Company, Bookfield, s.26

<sup>63</sup> Chris NGASSAM, "Factors Affecting the External Debt-Servicing Capacity of African Nations: An Empirical Investigation", **School of Bussiness Montclair State University**, October 1992, p. 17-18

**Tablo 23: Kharas Modeli**

|                                                     |                                                                      |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Kharas (1984)                                                        |
| Bağımlı değişken                                    | Borç erteleme                                                        |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | Borç servisi/GSYH; net sermaye girişi/GSYH; nüfus/GSYH; yatırım/GSYH |
| Analiz metodu                                       | Probit analizi                                                       |
| Gözlem yılları                                      | 1965-1976                                                            |
| Toplam gözlem sayısı                                | 441                                                                  |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 30                                                                   |
| I. tip hata sayısı                                  | 5                                                                    |
| Hata oranı                                          | %17                                                                  |
| II. tip hata sayısı                                 | 29                                                                   |
| Hata oranı                                          | %7                                                                   |

**Kaynak:** Anna Micalea CIARRAPICOI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dortmund Publishing Company, Bookfield, s.26

**Tablo 24: Saini ve Bates Modeli**

|                                                     |                                                                                                   |
|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Saini-Bate (1978)                                                                                 |
| Bağımlı değişken                                    | Yeniden ödeme planı+ödemeler dengesi destekli krediler                                            |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | TÜFE artış oranı; para arzı artış oranı; kümülatif cari hesap dengesi/ihracat; rezerv artış oranı |
| Analiz metodu                                       | Logit, diskriminant                                                                               |
| Gözlem yılları                                      | 1960-1977                                                                                         |
| Toplam gözlem sayısı                                | 298                                                                                               |
| Örnekteki toplam ülke sayısı                        | 25                                                                                                |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 23                                                                                                |
| I. tip hata sayısı                                  | 4                                                                                                 |
| Hata oranı                                          | %17                                                                                               |
| II. tip hata sayısı                                 | 42                                                                                                |
| Hata oranı                                          | %15                                                                                               |

**Kaynak:** Anna Micalea CIARRAPICOI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dortmund Publishing Company, Bookfield, s.24

**Tablo 25: Solberg Modeli**

|                                                     |                                                                                                                           |
|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Solberg(1988)                                                                                                             |
| Bağımlı değişken                                    | Borç erteleme olasılığı                                                                                                   |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | İthalat/GSYH; borç servis oranı; sermaye artışı/çıktı oranı; satınalma gücü paritesi; ödenmiş borç/uluslararası rezervler |
| Analiz metodu                                       | Logit;probit                                                                                                              |
| Gözlem yılları                                      | 1971-1984                                                                                                                 |
| Toplam gözlem sayısı                                | 770                                                                                                                       |
| Örnekteki toplam ülke sayısı                        | 67                                                                                                                        |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 40 ülkede 114                                                                                                             |
| I. tip hata oranı                                   | %18 (1971-1981)<br>%29 (1982-1984)                                                                                        |
| II. tip hata sayısı                                 | %45 (1971-1981)<br>%35 (1982-1984)                                                                                        |

**Kaynak:** Anna Micalea CIARRAPICOI **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Dartmouth Publishing Company, Bookfield, s.26

### 3.3.4.3. Temel Bileşenler Analizi

Çok değişkenli istatistiksel analizde (n) tane bireye (nesne) ilişkin (p) tane değişken (özellik) incelenmektedir. Bu özelliklerden birçoğunun birbiriyle ilişkili (bağımlı) ve değişken sayısının (p) çok büyük olması, çeşitli değerlendirmeler yapılmasını güçleştirmektedir. Böyle durumlarda başvurulacak tekniklerden en önemlisi; Temel Bileşenler Analizidir (Principal Component Analysis). Genel olarak değişkenler arasındaki bağımlılık yapısının yok edilmesi ve/veya boyut indirgeme amacıyla kullanılan bu teknik başlı başına bir analiz olduğu gibi başka analizler için veri hazırlama tekniği olarak da kullanılmaktadır

Temel Bileşenler Analizi bir değişkenler setinin varyans-kovaryans yapısını, bu değişkenlerin doğrusal birleşimleri vasıtasıyla açıklayarak, boyut indirgenmesi ve yorumlanmasını sağlayan, çok değişkenli bir istatistik

yöntemidir. Yöntemde karşılıklı bağımlılık yapısı gösteren, ölçüm sayısı  $(n)$  olan  $(p)$  adet değişken; doğrusal, ortogonal ve birbirinden bağımsız olma özelliklerini taşıyan  $k$  ( $k \leq p$ ) tane yeni değişkene dönüştürülmektedir.

$(n)$  tane birime ait  $(p)$  özellik ölçüldüğünde toplam değişkenlik (varyans),  $(p)$  adet değişkenin tümü tarafından açıklanmaktadır. Toplam değişkenliğin önemli bir kısmı  $k$  ( $k \leq p$ ) bileşen tarafından açıklanabilir. Bu durumda,  $(k)$  adet bileşen gerçek  $(p)$  adet değişkeni temsil edebilmektedir. Böylece  $(n)$  ölçümdeki  $(p)$  değişken, önemli bir bilgi (varyans) kaybı olmadan,  $(n)$  ölçümdeki,  $(p)$   $(k)$  değişkene indirgenmektedir. Söz konusu  $(k)$  adet yeni değişken, gerçek değişkenlerin bazı kısıtlamalara bağlı kalınarak oluşturulmuş çeşitli doğrusal birleşimleridir.

Temel Bileşenler Analizi ile ulaşılması istenilen sonuç;  $X_1, X_2, \dots, X_p$  gibi  $(p)$  tane değişkeni, önemli bir bilgi kaybına neden olmaksızın, bu değişkenleri temsil edebilen daha az sayıda değişkene indirgemektir. Daha sonra indirgenmiş yeni değişkenler ile çalışmanın amacı doğrultusunda çeşitli sonuçlara ulaşılabilmektedir.

Ngassam (1991) Afrika ülkelerinin borç ödeyememe riskiyle ilişkili makro ekonomik değişkenleri logit analizi kullanarak bulmaya çalışmıştır. Birbirine bağımlı çok sayıda makro ekonomik değişken setini temel bileşenler analizi kullanarak az sayıda birbiriyle ilişkisiz değişken setine dönüştürmüştür. Sonuçta, borç servis oranını, rezervlerin ithalata oranını, borç servis ödemelerinin sermaye alışına oranını, GSMH büyüme hızını, enflasyon oranını ve kamu kesimi borçlanma gereğini Afrika ülkelerinin borç ödeyebilme kapasitesini en iyi ölçen değişkenler olarak bulmuştur. Temel Bileşenler analizini kullanan modeller arasında ise Dhonte (1975) ile Abbasi ve Taffler(1982) modelleri yer almaktadır. (Tablo26-27)

**Tablo 26: Dhonte Modeli**

|                                                         |                                                                                          |
|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                          | Dhonte(1975)                                                                             |
| Bağımlı değişken                                        | Borç müzakeresi                                                                          |
| Bileşenler                                              | Borç gereksinimi;borcun vadesi; borç servis hacmi                                        |
| İlk bileşenle ilgili önemli açıklayıcı değişkenler      | Borç ödeme/ithalat; net transferler/ithalat; ödenmemiş borç/ihracat; ödenmemiş borç/GSMH |
| İkinci bileşenle ilgili önemli açıklayıcı değişkenler   | Borç servis ödemeleri/borç ödemesi; borç servis ödemeleri/ödenmemiş borç                 |
| Müzakere durumunu ayırtetmede yardımcı olan değişkenler | Borç servisi/ödenmemiş borç; borç servis oranı; borç ödemesi/ithalat                     |
| Analiz metodu                                           | Ana bileşenler                                                                           |
| Gözlem yılları                                          | 1959-1971                                                                                |
| Toplam gözlem sayısı                                    | 82                                                                                       |
| Yeniden ödeme takvimi belirleme sayısı                  | 13                                                                                       |
| I. tip hata sayısı                                      | 4                                                                                        |
| Hata oranı                                              | %34                                                                                      |
| II. tip hata sayısı                                     | 9                                                                                        |
| Hata oranı                                              | %8                                                                                       |

**Kaynak:** Anna Micalea CIARRAPICOI **Country Risk, A Theoritical Framework of Analysis**, Dortmund Publishing Company, Bookfield, s.26

**Tablo 27: Abbasi ve Taffler Modeli**

|                                                     |                                                                            |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| İstatistiksel modelin kurucusu                      | Abbasi-Taffler (1982)                                                      |
| Bağımlı değişken                                    | Borç erteleme                                                              |
| İstatistiksel anlamda önemli açıklayıcı değişkenler | Dış borç/ihracat; kişi başına borç; TÜFE'deki %değişim; yurtiçi kredi/GSYH |
| Analiz metodu                                       | Ana bileşenler                                                             |
| Gözlem yılları                                      | 1967-1977                                                                  |
| Toplam gözlem sayısı                                | 681                                                                        |
| Örnekteki toplam ülke sayısı                        | 95                                                                         |
| Yeniden ödeme planı sayısı                          | 55                                                                         |
| I. tip hata sayısı                                  | 5                                                                          |
| Hata oranı                                          | %10.5                                                                      |
| II. tip hata sayısı                                 | 56                                                                         |
| Hata oranı                                          | %8.9                                                                       |

**Kaynak:** Anna Micalea CIARRAPICOI **Country Risk, A Theoritical Framework of Analysis**, Dortmund Publishing Company, Bookfield, s.23

### 3.3.5. Makro Ekonomik Yaklaşımlar

Bir ülkenin dış borç yükü, ülke riski değerlendirilirken daha objektif daha somut ölçüler de geliştirilmiş olup, bu ölçülerden de yararlanılmaktadır. Bu geleneksel ölçülerin başlıcaları şunlardır.

- a. Dış borç anapara ve faiz ödemeleri / İhracat tutarı
- b. Dış borç anapara ve faiz ödemeleri / İhracat + hizmet gelirleri
- c. Dış borç faiz ödemeleri / İhracat tutarı
- d. Dış borç anapara ve faiz ödemeleri / GSMH
- e. Dış borç faiz ödemeleri / GSMH
- f. Altın ve döviz varlığı(dış rezervler) / Dış borç tutarı
- g. Altın ve döviz varlığı / Aylık ithalat tutarı

Bu oranların yüksekliği veya düşüklüğü, ilgili ülkenin dış borç yükü ve kredi değerliliği konusunda bir görüş vermekle beraber, yetersiz olduğu, söz konusu ülkenin ödeme gücünün tam resmini yansıtmadığı ileri sürülmekte; daha kapsamlı oranlar ileri önerilmektedir. Burada yukarıdaki sayılan oranlardan daha kapsamlı olarak öngörülen makro-ekonomik likidite oranı ve makro-ekonomik finansman oranı üzerinde durulacaktır. <sup>64</sup>

#### 3.3.5.1. Makro-Ekonomik Likidite Oranı

Yukarıda açıklanan göstergeleri tamamlamak üzere, F.A. von Dewall tarafından makro-ekonomik likidite oranı geliştirilmiştir. Makro-ekonomik likidite oranı, bir ülkenin yakın gelecekte dış borç ödeme gücünü veya potansiyelini ölçmede kullanılabilecek bir gösterge sağlamaktadır. Söz konusu oran, bir ülkenin dış ödemelerde kullanabileceği kısa süreli kaynaklarla, anapara ve faiz ödemesinden (borç servisi) oluşan dış borç yükümlülüğünü karşılaştırmaktadır. Oranın payında ;

---

<sup>64</sup> Öztin AKGÜÇ, a.g.m., s.33-35

- Brüt resmi döviz rezervi
- Uluslararası bankacılık sisteminden kullanılabilecek krediler
- Ulusal bankacılık sisteminin net döviz varlığı
- Cari işlemler açığı veya fazlası

yer almaktadır.

Resmi döviz rezervi, uluslararası bankacılık sisteminden kullanılabilecek krediler (açılmış ancak tamamı kullanılmamış kredi limitleri) ve ulusal bankacılık sisteminin net döviz varlığı, yılbaşı tutarları olarak alınmakta, cari işlemler dengesine ilişkin olarak ise tahminlere yer verilmektedir.

Oranın paydasında ise ilgili yılda ödenecek dış borç anapara ve faiz ödemeleri gösterilmektedir.

Söz konusu oran bazı bankalar tarafından, ülke riski analizlerinde kullanılmış olmakla beraber, bazı eksikliklerin olduğu, yanlış değerlendirmelere yol açtığı ileri sürülmektedir. Makro-ekonomik likidite oranının en fazla eleştirilen yönleri; (i) dış borç faiz ödemeleri ve (ii) oranın paydasının kaynakların ve varlıkların yanı sıra kullanımı (veya pasifleri) da kapsamasıdır. Bu eleştirileri daha açık bir şekilde ortaya koyarsak, dış borç faizleri hem oranın payında hem de paydasında yer almaktadır. Oranın payında cari işlemler dengesine yer verildiğinden, bu denge, dış borç faiz ödemelerini de kapsamaktadır. Gerçekten dış borç faiz ödemeleri, hizmet giderleri olarak cari işlemlerde yer almaktadır. Eğer bir ülkenin dış borç faizleri, ithalata kıyasla önemsiz tutarda ise, dış borç faiz ödemelerinin , oranın hem payında hem de paydasında yer alması büyük bir yanılgı doğurmayabilir.

Oranın ikinci sakıncası, daha açık bir deyişle oranın payında borç ödemede kullanılabilecek kaynaklar arasında, bazı pasif veya gider veya kullanım kalemlerinin (örneğin ithalat, hizmet giderlerinin) yer alması, daha

önemlidir. Payda yer alan cari işlemler dengesi kalemi, ithalatla birlikte görünmeyen veya hizmet giderlerini de içermektedir. Beklenen cari işlemler açığının, resmi döviz rezervinden, bankacılık sisteminin net döviz varlığından, kullanılmamış dış kredi olanaklarından, fazla olması halinde; payın tutarı eksi (negatif), dolayısıyla oranın değeri eksi olacaktır. Oranın değerinin eksi oluşu halinde bu gösterge, çarpıtılmış, yanlış yorumlara yol açabilecek bir tablo ortaya oyacaktır. Bu son noktayı daha somut bir şekilde ortaya koyalım. Makro-Ekonomik likidite oranı hesaplanacak ülkenin cari işlemler açığının, kullanabileceği kısa süreli kaynakları ve varlıkları 1 milyar doları aştığını varsayalım. İlgili ülkenin dış borç ana para ve faiz ödemelerinin de 1 milyar dolar olması halinde, makro-ekonomik likidite oranı (-1) olacaktır. Söz konusu ülkenin dış borç servisinin 500 milyar dolar olması halinde ise oranın değeri (-2) olacaktır. Daha açık bir deyişle dış borç ana para ve faiz ödemeleri küçüldükçe ülkenin durumu makro-ekonomik likidite oranına göre daha kötü, dış borç ana para ve faiz ödemeleri büyüldükçe daha iyi görülecektir. Görüldüğü gibi oran, payının değerinin negatif olması durumunda (böyle bir durum bir çok gelişmekte olan ülke için olasıdır) yanlış değerlendirmelere yol açabilecektir.

### 3.3.5.2. Makro-Ekonomik Finansman Oranı

Makro-ekonomik likidite oranının sakıncalarını, eksikliklerini göstermek üzere, makro-ekonomik finansman oranı önerilmiştir. Söz konusu oranın makro-ekonomik likidite oranından farklı yönü, dış ödemelerde kullanılabilecek kaynakların oranın payında, buna karşılık tüm dış finansman gereksiniminin paydada yer almasıdır. Başka bir deyişle, oranın payında cari işlemler dengesine artı veya eksi olarak yer vermek yerine, döviz gelirlerine (ihracat ve görünmeyen hizmet gelirleri) payda, döviz giderlerine de (ithalat ve görünmeyen hizmet giderleri) paydada yer verilmektedir. Böylece kullanılacak kaynaklar, toplam dış finansman gereksinimine oranlanmaktadır. Daha açık bir deyişle oranın payında;

- Yılbaşında mevcut brüt döviz rezervi

- Yılbaşında bankacılık sisteminin net döviz varlığı
- Yılbaşı itibariyle, uluslararası bankacılık sisteminden sağlanmış fakat henüz kullanılmamış krediler veya kullanılabilecek kredi bakiyeleri
- İhracat
- Görünmeyen gelirler

yer almaktadır.

Makro-ekonomik finansman oranının paydasında ise;

- İlgili dönemde ödenecek dış borç ana para taksitleri
- Dış borç faiz ödemeleri
- İthalat
- Dış borç faizi dışında diğer görünmeyen hizmet giderleri

yer almaktadır.

Oran, yılbaşında veya yıl tamamlanmadan hesaplanıyorsa, ihracat, ithalat, görünmeyen gelir ve gider kalemleri, tahmini tutarları üzerinden oranın pay ve paydasında yer alacaktır.

Oranın eksik bir yönü, yıl içinde doğabilecek kısa süreli dış borçları kabul kredileri gibi ticari kredileri dikkate almamasıdır. Üstü kapalı bir şekilde kısa süreli dış kredilerin sürekli yenileneceği, bir sorun yaratmayacağı varsayılmaktadır. Ancak bazen kısa süreli dış kredilerin yenilenmediği, ödenmemiş borçların olduğu da gözlenmektedir. Özellikle ödeme güçlüğü içine giren, likidite sorunları ağırlaşan ülkelere açılan kısa süreli ticari kredilerin yenilenmemesi olasılığı bulunmaktadır.

Makro-ekonomik finansman oranının 1'den büyük olması, ülkenin mevcut döviz varlığı artı ihracat gelirleri artı kısa sürede kullanabileceği dış kredilerin toplamının tüm ithalat giderleri ile dış borç ana para ve faizlerini kapsayabileceğini gösterir. Ancak oranın 1'den küçük olması, her zaman için,

ilgili ülkenin dış borç yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini göstermez. Makro-ekonomik finansman oranı bir ülkenin yıl içinde yeni olarak sağlayabileceği kredileri dikkate almamaktadır. Makro-ekonomik finansman oranı 1'den küçük olarak hesaplanan ülke yeni dış krediler bularak dış borç yükümlülüğünü yerine getirebilir.

Makro-ekonomik finansman oranı değerlendirilirken, gelişmekte olan ülkeler iki büyük gruba ayrılabilir:

- i. Küçük, yoksul, uluslararası finans pazarlarından borçlanma olanakları sınırlı olan ülkeler,
- ii. Büyük, gelişmişlik düzeyi daha yüksek, uluslararası finans pazarlarına girebilme, yeni dış borçlar bulabilme olanaklarına sahip gelişmekte olan ülkeler.

Birinci gruba giren ülkelerde Makro-ekonomik finansman oranının 1'den küçük oluşu, genellikle yükümlülüklerin yerine getirilemeyeceğini gösterir. Buna karşı ikinci kategoriye giren gelişmekte olan ülkelerde söz konusu oranın 1'den küçük oluşu her zaman sorun doğurmayabilir.

Makro-ekonomik finansman oranı değerlendirilirken, bu oranın gösterdiği eğilim de göz önünde tutulmalıdır. Oranda hızlı bir düşüş, izlenen politikalarda bir değişiklik yapılmadığı takdirde, dış ödeme sorunlarının doğabileceğini gösterir.

### **3.3.6. Türk Eximbank'ta Uygulanan Ülke Riski Analizi Yöntemi**

Niteliksel yöntemlerde istatistiki bilgi yetersizliğinin ve niceliksel yöntemlerde subjektif unsurların eksikliğinin bulunması dolayısıyla ülke riski analizlerinde sadece niteliksel veya sadece niceliksel yöntemlerin kullanılması çeşitli sakıncalar meydana getirmektedir. Bu nedenle iki yöntemin bir arada değerlendirildiği Kontrol Listesi Yaklaşımı

kullanılmaktadır. Türk Eximbank ve çoğu ABD bankaları tarafından da bu yöntem uygulanmaktadır.<sup>65</sup>

Bu yöntem ülkelerin doğrudan rakamsal olarak ifade büyüklüklerinin ve bunların toplam risk içindeki ağırlıklarının göz önüne alınarak risk puanların bulunması temeline dayanır. Riski belirlediği düşünülen değişkenlerin ve bunların ağırlığının bulunması sistemin en hayati yönüdür. Sistem analiz sonunda bulunan puana göre sonuca vardığı için objektif yönü ağırlıklı olmakla birlikte, değişken ve bunların ağırlıklarının saptanmasında subjektif yargılar büyük rol oynar.

Türk Eximbank tarafından kısa vadeli ülke riski derecelendirmesinde kullanılan lineer model aşağıdaki 12 değişkeni içermektedir:

- 1) Borç Servis Oranı
- 2) Rezervlerin İthalatı Karşılama Oranı
- 3) İhracatın İthalatı Karşılama Oranı
- 4) Faiz Ödemelerinin İhracata Oranı
- 5) Geri Ödemelerdeki Gecikmeler
- 6) Son Beş Yıllık İhracat Performansı
- 7) Rezervlerin Kısa Vadeli Dış Borçlara Oranı
- 8) Dış Borçların Gayri Safi Milli Hasılaya Oranı
- 9) Kredi Değerliliği
- 10) Siyasi İstikrar Durumu
- 11) Ekonomik Yapı
- 12) Demokratik Yapı

Görüldüğü üzere ilk dokuz değişken ekonomik, son üç değişken ise politik faktörleri dikkate almaktadır. Bu modelde, her değişken belirli bir ölçek dahilinde puanlanmaktadır. Ancak değişkenler arasında ölçek farklılıkları mevcuttur. Örneğin, Borç Servis Oranı 0-9 arasında puanlanırken, Geri Ödemelerdeki Gecikme 0-10 puan arasında değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, her değişken farklı bir ağırlıkla modele girmekte; toplam ülke riski puanını ağırlığı paralelinde etkilemektedir. Kullanılan değişkenlerin her ülke

<sup>65</sup> İsmail KARADAĞ, **Ülke Riski Yüksek Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik İhracat Kredi Sigortası Ve Garanti Programları**, (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi) Türk Eximbank, 2003, s.22

için hesaplanan puanların toplamı o ülkenin toplam ülke risk puanını vermektedir. Çalışmada kapsanan tüm ülkelerin risk puanları dikkate alınarak ortalama ( $\mu$ ) ve standart sapma ( $\sigma$ ) hesaplanmakta, ortalamanın bir standart sapma üzerinde puanı olan ülkeler “A Grubu Ülkeler” ( $A > (\mu + \sigma)$ ), bir standart sapma altında olan ülkeler “E Grubu Ülkeler” ( $E < (\mu - \sigma)$ ) olarak sınıflandırılmaktadır. A ve E grubundaki ülkeler ayrıldıktan sonra, kalan ülkeler için risk puanları dikkate alınarak tekrar ortalama ( $\mu^1$ ) ve standart sapma ( $\sigma^1$ ) hesaplanmakta, ortalamanın bir standart sapma üzerinde puan alan ülkeler “B Grubu Ülkeler” ( $B > (\mu^1 + \sigma^1)$ ), bir standart sapma altında puan alan ülkeler “D Grubu Ülkeler” ( $D < (\mu^1 - \sigma^1)$ ) olarak tanımlanmaktadır. B ve D grubundaki ülkeler ayrıldıktan sonra kalan diğer ülkeler C Grubu Ülkeler sınıfına girmektedir.

Sonuçta elde edilen beş ayrı ülke grubu şu şekilde değerlendirilir:

**Tablo 28: Türk Eximbank'ın Ülke Risk Grupları**

| <u>ÜLKE GRUBU</u> | <u>DIŞ KREDİ GERİ ÖDEME YETENEĞİ</u> |
|-------------------|--------------------------------------|
| A GRUBU ÜLKELER   | ÇOK YÜKSEK                           |
| B GRUBU ÜLKELER   | YÜKSEK                               |
| C GRUBU ÜLKELER   | ORTA                                 |
| D GRUBU ÜLKELER   | DÜŞÜK                                |
| E GRUBU ÜLKELER   | ÇOK DÜŞÜK                            |

**Kaynak:** İsmail KARADAĞ, **Ülke Riski Yüksek Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik İhracat Kredi Sigortası Ve Garanti Programları**, (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi) Türk Eximbank, 2003, s.22

### 3.4. TÜRKİYE’NİN ÜLKE RISKİ DÜZEYİNDEKİ DEĞİŞİMLERİ

Ülke risk derecesi, bir ülkenin uluslararası piyasalardan borçlanma maliyetini yükseltirken, yabancı sermaye hareketlerini kısıtlayıcı bir rol de oynayabilmektedir. Ülke riskini oluşturan ekonomik ve politik risk faktörleri dönemler itibariyle değişme göstereceğinden ülke risk derecesi de değişecektir. Ülkemizin sahip bulunduğu ekonomik ve politik risk, uluslararası derecelendirme kurumlarına göre istikrarlı olmadığından değişme ihtimali fazlalaşmaktadır.

İlk defa 1992 yılı sonunda Standard&Poors tarafından yayınlanan bir raporda Türkiye ele alınmış ve tüm ülkeler ile Dünya Bankası ilişkilerini özetleyen raporda, ülkemizde kamu kesimi açığı ve enflasyon konusunda dengesizlikleri ortadan kaldırma yönünde hiçbir şey yapılmadığı ve kritik makroekonomik problemlerin aynen devam ettiği yönünde görüş bildirilmiştir.<sup>66</sup>

Ülke risk derecesinin istikrar göstermemesi ve düşük bulunması, ülkemizdeki işletmelerin risk derecesine bakış açılarını etkileyen bir faktör olmaktadır. Ülkemizde yapılan araştırmalarda<sup>67</sup> 1980 ve sonrasında Türkiye’nin dış borç gelişiminin, ülke riski ile karşılaştırılması yapılmış ve 1990 yılından itibaren tehlikeli sinyaller görülmüştür. Bu tehlike sinyalleri, uluslararası piyasalardaki maliyeti artırıp, vadeyi kısalttığı için işletmeleri alternatif alanlardan fon temin etmeye yöneltecek değişikliklere neden olmuştur.

<sup>66</sup> Deniz GÖKÇE, “Bu Standard çok poor”, **Capital** , Yıl.1 Sayı4 (Haziran-1993) s.76

<sup>67</sup> Emel YURT, “1980 ve Sonrasında Türkiye’nin Dış Borçlanmasında Ülke Riskindeki Gelişmeler”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl.30, sayı ½ (Ocak-Şubat,1996), s.59-68

### 3.4.1. Türkiye'nin Derecelendirme Geçmişi

Türkiye'nin derecelendirme notu ile ilk tanışması ABD piyasalarında 200 milyon dolarlık Yankee Tahvili ihraç etmeyi düşündüğü 1992 başında gerçekleşti. Türkiye'nin başvurusu üzerine Standard&Poors 1992 yılı Mayıs ayında Türkiye'nin uzun vadeli borçlanma notu olarak BBB verdi ve geleceğe dönük görünümünün istikrarlı olduğunu belirtti. Türkiye'ye verilen bu not borçlarının anapara ve faizlerini zamanında ödeyebileceği anlamına geliyordu. Yani Türkiye'nin ihraç ettiği tahvillere yatırımcılar yatırım yapabilirlerdi. Standard&Poors bu notu vermesine gerekçe olarak, Türkiye'nin geçmiş 10 yıllık dönemde ekonomisini serbest piyasa sistemine dönüştürmesindeki başarısını gösterdi. Standard&Poors'un ardından Moody's de Türkiye'ye Baa3 notunu verdi.

#### 3.4.1.1. 1992-1999 Arası Notlandırmalar

S&P 1993 yılı Mayıs ayında Türkiye'nin BBB olan notunu teyit etmiş ancak daha önce istikrarlı olduğunu belirttiği görünümün negatife dönüştüğünü açıklamış, ayrıca Türkiye'nin kamu sektörü reformu ve mali açıkları konusunda uyarıda bulunmuştur. Bu notun ve uyarının hemen arkasından Ekimde Moody's şirketinden de bir uyarı gelmiş ve uyarısında ekonomide sürekli bir kötüleşme yaşandığını, bütçe açıklarının ve enflasyonun yükselebileceğini belirterek notu düşürebileceğini ifade etmiştir. Ocak 1994'te ise Türkiye'nin Baa3 olan notunu Ba1'e düşürmüştür. Gerekçe olarak ise kamu finansmanındaki bozulma ve mali açıkların daha uzun bir süre devam edeceği yönündeki beklentiler gösterilmiştir.

Yine Ocak 1994'te bu sefer de S&P şirketi aynı gerekçelerle Türkiye'nin BBB olan uzun vadeli dış borçlanma notunu BBB-'ye düşürüp görünümünü negatif tutarak notun daha da fazla düşebileceğine işaret etmiştir.<sup>68</sup>

<sup>68</sup> Can Fuat GÜRLESEL, "Türkiye'nin Uluslararası Kredibilitesi", *Finans Dünyası*, Ocak 1997, s.53

Kredi notundaki düşüşlerin ardından finansal çalkantı hızla bir krize doğru dönüşürken, Japon Kredi Derecelendirme şirketi JCR 28 Şubat 1994'te Türkiye'nin ihraç ettiği tahvillere BBB notu vermiştir.

Ocak ayında Moodys'e göre daha olumlu davranan ve daha yavaş bir not düşüşüyle yetinen S&P, Mart ayında Türkiye'nin notunu bir kez daha düşürerek BB'ye indirdi ve Türkiye'nin ihraç ettiği tahvilleri "yatırım yapılabilir" sınıfının dışına çıkararak, spekülatif araç kategorisine sokmuştur. Bir ay sonra 28 Nisan'da S&P Türkiye'nin BB olan notunu B+'ya indirdi. Ödemeler dengesi baskısı ve dövize olan yoğun talep, döviz rezervlerindeki hızlı erime ve 5 Nisan'da açıklanan ekonomik tedbirlerin TL'ye olan güveninin tekrar sağlanması olasılığının zayıflamasından endişelenen S&P, kredi notunun daha da düşürülebileceğini ifade etmiştir.

2 Haziran 1994 günü de Moodys Türkiye'nin Ba1 olan notunu Ba3'e indirirken mali ve finansal krizin sona erdirilmesi için Türkiye'nin ciddi bir yapısal uyum programına ihtiyacı olduğunu söylemiştir.

Ağustos 1994'te ise bir Avrupa kredi derecelendirme şirketi IBCA Türkiye'ye B notu verdi. Bu notun özelliği, Türkiye'nin talebi olmadan verilmesiydi. IBCA'nın vermiş olduğu B notunun anlamı ise Türkiye'nin borcunu zamanında ödemesiyle ilgili belirsizlikler bulunduğuydu ve açıklamaları S&P ve Moodys şirketinin verdikleri notlarla uyumluydu.

IBCA'nın ardından JCR tarafından 15 Ağustos 1994'te Türkiye'nin notu BBB'den BB'ye indirildi. JCR, bu kararın Türk Lirasının hızlı değer kaybını ve hükümetin bu durumu düzeltecek tedbirleri alma ve uygulama konusundaki belirsizlikleri yansıttığını söylemektedir.

Arka arkaya not düşüşlerinin ardından 16 Ağustos'ta S&P tarafından yapılan bir açıklama ile Türkiye izleme (creditwatch) kapsamından çıkarılmıştır. Bir ülkenin izleme kapsamına alınması, piyasalara o ülkenin kredi notunda çok kısa vadede bir değişiklik yapılabileceği mesajını vermek

anlamına gelmektedir. Türkiye'nin izleme kapsamı dışına çıkarılması, kredi görünümünün istikrarlı hale geldiği mesajını verirken, S&P tarafından, bunun 1994 ikinci çeyreğinden itibaren mali performansta görülen ilerlemeye ve bu gelişmenin sonucunda Türk Lirasının göreceli olarak daha istikrarlı duruma gelmesinden kaynaklandığı ifade edilmiştir. Ancak S&P Türkiye'yi uyarmaya devam ederek, bu olumlu gelişmenin sürdürülebilmesi için kamu kesiminin yeniden yapılandırılması, bu kesimde istihdamın azaltılması, vergi sisteminin etkinleştirilmesi ve devlet sübvansiyonlarının azaltılması ile ilgili kararların alınması yönünde hükümetin gerekli tedbirleri almaya devam edeceği beklentisiyle, görünümünün istikrarlı hale geldiğini açıklamıştır.

S&P'un olumlu açıklamasını yaklaşık 4 ay sonra IBCA izlemiş ve Türkiye'nin B olan kredi notundaki görünümünün istikrarlı hale dönüştüğü duyurulmuştur. IBCA, Türkiye'nin mali pozisyonundaki dikkate değer gelişmeye dikkat çekmekle beraber, borç geri ödemeleri nedeniyle 1995'in 1994'ten daha zorlu geçebileceğini söylemiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından art arda gelen bu olumlu açıklamalar etkisini göstermiş ve Türkiye yaklaşık bir yıllık bir aradan sonra ilk defa uluslararası borçlanma piyasalarına dönerek yüksek maliyetle de olsa sendikasyon kredisi ve değişken faizli tahvil ihracından oluşan 500 milyon dolarlık bir borçlanma gerçekleştirmiştir.

Haziran 1995'te başka bir derecelendirme şirketi olan Duff&Phelps Türkiye'ye ilk kez not vermiş ve bu notu da BB olarak belirlemiştir. Buna gerekçe olarak ise Türk ekonomisinin krizlere karşı koymadaki yeteneğini ve bugüne kadar uluslararası yükümlülüklerini zamanında yerine getirmedeki başarısını göstermiştir. Duff&Phelps'in notlandırmasının ardından S&P Temmuz 1995'te Türkiye'nin B+ olan notunu teyit edip kredi notunun görünümünü durağandan pozitifte çevirmiştir.<sup>69</sup>

---

<sup>69</sup> Can Fuat GÜRLESEL, a.g.m., s.55

Krizden çıkan ekonominin gösterdiği toparlanmanın etkisi sürerken 1995 Eylül'ünde IBCA Türkiye'nin notunu B'den BB-ye yükseltmiştir. Açıklamada ülkenin notunun uygulanan istikrar programının dış borç ertelemesini (rescheduling) önlemesi nedeniyle yükseltildiği belirtilmiş, ancak yapısal önlemlerin alınması konusunda bir ortak fikrin oluşmadığı vurgulanmış, bunun da kredi notunun daha fazla yükselmesini engelleyebileceği görüşü savunulmuştur. Ekim ayındaki hükümetin istifasının ardından yeni bir politik belirsizlik başlamıştır. Böyle bir ortamda S&P Türkiye'nin B+ olan kredi notunu teyit ederken görünümün pozitiften durağana dönüştüğünü açıklamıştır.

1996 Temmuz ayında Türkiye hakkında yeni bir rapor hazırlayan S&P, Türkiye'nin kredi notunu değiştirmeden Türkiye'yi izleme kapsamına alarak riskli ülkeler içine sokmuştur. Aynı şekilde Moodys ve JCR de Türkiye'yi izleme kapsamlarına alarak riskli ülkeler kategorisinde göstermiştir. 1997 yılında ise Moodys şirketi Türkiye'nin notunu B'ye düşürerek çok riskli ülkeler kapsamına almıştır.

1997 ve 1998 yıllarında ekonominin bazı bölümlerinde görülen iyileşmeden sonra S&P Türkiye'ye B+ notunu ve hemen ardından da JCR şirketi ise BB+ notlarını belirtmişlerdir.<sup>70</sup>

#### **3.4.1.2. 1999-2005 Yılları Arası Notlandırmalar**

Thomson Bankwatch isimli derecelendirme şirketi Ocak 1999 itibarıyla Türkiye'nin ekonomik görünümünü durağandan negatife düşürmüştü ve devlet borçları riski notu olarak BB- vermiştir. Thomson Bankwatch bunun nedenini Rusya Krizinin etkisi, en büyük ihracat pazarlarında talebin azalması ve yurtiçinde faizlerin yükselmesiyle zayıflayan ekonomik büyüme hızında büyük bir düşüş, daha yüksek borçlanma maliyeti ve sürekli olarak ağır borç geri ödeme programıyla karşı karşıya olması olarak açıklamıştır. Adı geçen derecelendirme şirketi açıklamalarında olumsuz ekonomik koşulların

---

<sup>70</sup> Nevin YÖRÜK, a.g.e., s.52

bankacılık sektöründeki sistematik risk seviyesini yükseltmeye başladığını, nakit sıkıntısının artmasına neden olduğunu, faiz oranlarının borç servisi baskısını arttırdığını ve ülkenin kronik devlet maliyesi sorunlarına neden olduğunu belirtmiştir.

Duff&Phelps, Şubat 1999 itibariyle Türkiye'nin döviz cinsinden borçlanmalarına yönelik kredi notunu değiştirmeden, TL cinsinden borçlanmalarına yönelik kredi notunu, BB+'dan BB notuna düşürmüştür. Duff&Phelps ayrıca TL cinsinden kredi notuyla ilgili olarak görünümünü ise negatif olarak açıklamıştır. Duff&Phelps açıklamalarında hazine bonosu faizlerinin yüksek olduğuna değinmiş, faizlerdeki bu yüksekliğin, hükümetin enflasyonu düşürmeyi amaçlayan politikası ve genel seçimler öncesindeki mali bünyesi yanında, bankaların fonlama maliyetini kırılgan hale getirdiğini söylemiştir. Bu kredi kuruluşu, kredi riskini tahmin etmek amacıyla yerli ve yabancı yatırımcıların, yüksek faizlerin yanı sıra daha kısa vade talep ettiklerini belirtmiş, borçlanmalarda 1997'ye yaklaşık ortalama 340 olan vadenin, 1998'de 230 güne düştüğünü de açıklamıştır. Hazinesinin Türk Lirası cinsinden borcunun 1998'de dolar bazında %20 artış gösterdiğini belirten Duff&Phelps, GSMH'nin %19'una tekabül eden bu borç yükünün kabul edilebilir bir yük olarak görülebileceğini vurgulamıştır.

Standard&Poors, Türkiye'nin görünüm notunu Ağustos 1998'de pozitif çıkarmış ve o zamanki değerlendirmede, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Haziran 1998'de varılan "izleme anlaşması" etken olmuş ve bu anlaşmada belirtilen hedeflere ulaşılabilceği umulmuştu. Ocak 1999 itibariyle S&P, Türkiye notunu tekrar durağana dönüştürmüştür. Ayrıca Türkiye'nin kısa ve uzun vadeli döviz notunda bir değişiklik yapmayarak eskisi gibi B düzeyinde tutmuştur.

Görünüm notunun kırılmasına ana sebep olarak, mali performansa ilişkin olumlu beklentilerin yitilmesi ve bankacılık sektörü üzerinde artan baskılar gösterilmiştir. Türkiye'nin değerini olumsuz etkileyen faktörler de parçalanmış ve şahsi politikaların egemenliğindeki siyaset sahnesi, vergi

gelirlerinin üçte ikisini götüren faiz yükünün kanıtladığı gibi mali esneklik olmayışı, yüksek enflasyon beklentisinin sürmesi ve dış krizlerin etkisine karşı kendini koruyamamak sayılmıştır.<sup>71</sup>

Türkiye 1999 yılı sonunda kapsamlı ve iddialı bir ekonomik istikrar programını uygulamaya karar vermiş bu bağlamda Türkiye ile geçmişteki deneyimlerini göz önüne alan IMF istikrar programını destekleme kararını almadan Türkiye'den bir dizi ön tedbirlerin alınmasını şart koşmuştur. Bu tedbirlerin Türkiye tarafından hızla uygulamaya geçmesi ile birlikte IMF ile stand-by anlaşması imzalanmış ve bu durum uluslararası piyasalarda Türkiye'nin görüntüsünü olumlu hale çevirerek S&P'un önce Aralık 1999'da ülke görünümünü B durağından B+'ya Nisan 2000'de ise BB-'ye yükseltmesine sebep olmuştur.

Nisan 2000'de Standar&Poors Türkiye'nin döviz cinsinden uzun vadeli kredi notunu B'den B+'ya yükselterek 1994 krizinden itibaren ilk defa bir not yükseltmesi yapmıştır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan ekonomik krizlerin ardından ise Türkiye'yi takibe alan derecelendirme kuruluşları daha önce teyit ettikleri notlarını düşürdüler. Nisan ayından başlayarak önce Standar&Poors Türkiye'nin mali alanlardaki sorunlarının, hükümetin borçlarının ödeme yeteneğinin önünde giderek tehdit oluşturduğunu belirterek, Türkiye'nin uzun vadeli kredi notunu B'ye düşürmüştür. Daha sonra Fitch-IBCA Türkiye'nin uzun vadeli TL borçlanması notunu B+'dan B'ye, uzun vadeli döviz borçlanması notunu ise BB-'ye düşürdü. Moodys ise Türkiye'nin kamu borçlarının sürdürülemez olduğunu neden göstererek döviz mevduat notunu B3'e düşürürken, döviz için ülke tavan notunu B1 olarak korumuştur.

2004 Mart'ına gelindiğinde S&P Türkiye'nin uzun vadeli Türk Lirası notunu B+'dan BB-'ye yükseltmiştir, görünümü de durağından pozitif çıkarmıştır. Not artırımının siyasi ve ekonomik cephelerde, dayanıklı

<sup>71</sup> Alper BAKDUR-Gülyeter DUMAN, a.g.e., s.9-10

makroekonomik istikrarı yeniden oluşturmaya yönelik gelişmelerin bir neticesi olduğunu bildirmiştir. Fakat cari açığa da dikkat edilmesi gerektiğini vurgulamıştır.<sup>72</sup>

S&P'un hemen ardından JCR Türkiye'nin döviz cinsinden uzun vadeli borçlanma ile TL cinsinden uzun vadeli borçlara ilişkin olarak B+ olan kredi notunu teyit ederken, daha önce durağan olan ekonomik görünümü de olumluya çevirmiştir. Ayrıca IMF ile sürdürülen yedinci gözden geçirmenin sonucunda yapısal reformlarda ilerleme sağlanırsa kredi notunun da yükselebileceği kaydedilmiştir.<sup>73</sup>

Ekim 2004'te Moodys Türkiye'nin TL cinsinden notunu B3'ten B2'ye yükseltti. Yükseltmenin nedeni olarak da borç servisindeki iyileşmenin Avrupa Birliği ile müzakere takvimi konusundaki beklentilerin sonucu olduğunu belirtmiştir.<sup>74</sup>

2004 Ağustosuna gelindiğinde bu defa S&P Türkiye'nin görünümünün iyi olduğunu ve cari açığın krize neden olmayacağını belirterek yerel ve yabancı para cinsinden notların sırasıyla BB ve BB-'ye yükseltmiştir.<sup>75</sup> S&P Türkiye'nin notunu arttırırken dikkat çektiği hususlar ise şunlardır;<sup>76</sup>

- Not arttırımı Türkiye'nin makroekonomik istikrara yönelik ilerlemesini yansıtmaktadır.
- Yüksek borcun düşürülmesi için hükümetin mevcut IMF programındaki hedefe yakın bir faiz dışı fazlaya bağlı kalması gerekmektedir.
- Yüksek reel faizler zayıf gelir tabanı ve büyük sosyal güvenlik mali esnekliği sınırlıyor.
- IMF ile 2005-2007 arasında yeni bir program ve AB müzakerelerinin 2005'te başlaması güçlü bir siyasi çapa sağlayacak.

<sup>72</sup> “S&P, Türkiye'nin Kredi Notunu Arttırdı” **Milliyet**, 9 Mart 2004

<sup>73</sup> “Japonlar Türkiye'nin Görünümünü Düzeltti” **Milliyet**, 18 Ağustos 2004

<sup>74</sup> “Moodys Notumuzu Arttırdı”, **Türkiye**, 1 Ekim 2004

<sup>75</sup> “Görünüm İyi Dedi Not Arttırdı”, **Milliyet**, 18 Ağustos 2004

<sup>76</sup> “S&P Türkiye'nin Notunu Arttırırken Nelere Dikkat Çekti”, **Hürriyet**, 18 Ağustos 2004

S&P'un ardından Fitch de Ağustos 2004'te Türkiye'nin kredi notu görünümünü durağandan pozitifte çevirirken, sebep olarak makroekonomik ve bütçe verilerindeki iyileşmenin yanında, IMF ile çalışmaya devam edeceğine yönelik güçlü beklentiyi göstermiştir. B+ olan kredi notu aynen teyit edilirken, görünümün pozitifte çevrilmesi kredi derecelendirme kuruluşunu daha sonraki dönemlerde not artırımına gidebileceğinin işareti sayılmaktadır.<sup>77</sup> Tablo 29'da Türkiye'nin 2000 yılından bu yana almış olduğu notların seyri gösterilmiştir.

Ocak 2005'te Fitch B+ olan kredi notunu da BB-'ye yükseltti. Notun yükseltilmesi ve durağan görünümün pozitifte yükseltilmesi mali disiplinin sürdürüleceği beklentisine bağlandı.<sup>78</sup>

2005 Martına geldiğimizde ise JCR kredi notumuzu B+'dan BB-'ye yükseltti. Artırımın sebebi olarak da mevcut hükümetin parlamentodaki çoğunluğunun da etkisiyle sağladığı siyasi istikrar ile "AB'den müzakere tarihinin alınması, IMF ile stand-by anlaşmasının imzalanacak olması ve yapısal reformlar ile makroekonomik istikrarda elde edilen ilerlemeyi" işaret etmiştir.<sup>79</sup>

Türkiye'nin derecelendirme geçmişine bakıldığında derecelendirme şirketleri tarafından sık olarak not değişimine uğrayan ülkeler arasında olduğunu görmekteyiz. 1996-2002 yılları arasında S&P şirketi tarafından negatif veya pozitif yönde değerlendirmelerde 85 ülke arasında Türkiye 6'sı pozitif, 9'u negatif yönde olmak üzere toplam 15 kere not değişimine uğrayarak 2. ülke olmuştur.<sup>80</sup>

<sup>77</sup> "Fitch Notumuzu Arttırdı", **Hürriyet**, 26 Ağustos 2004

<sup>78</sup> "Mali Disiplin Karneye Yansıdı", **Akşam**, 14 Ocak 2005

<sup>79</sup> "JCR Kredi Notunu Arttırdı", **Tercüman**, 11 Mart 2005

<sup>80</sup> Amar GANDE ve David PARSLEY, "Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows" ([www.imf.org/October](http://www.imf.org/October), 2004 , p.9

**Tablo 29: Türkiye'nin Kredi Notunun Seyri**

|             | <b>S&amp;P</b> | <b>MOODYS</b> | <b>FITCH</b> |
|-------------|----------------|---------------|--------------|
| 2000 Öncesi | B+/Pozitif     | B1/ Pozitif   | BB-/Durağan  |
| 05.12.2000  | B+/Durağan     |               |              |
| 21.02.2001  | B+/Negatif     | B1/Durağan    |              |
| 23.02.2001  | B/ Negatif     |               |              |
| 06.04.2001  |                | B1/ Negatif   | B+/ Negatif  |
| 16.04.2001  | B-/ Negatif    |               |              |
| 27.04.2001  | B-/Durağan     |               |              |
| 11.07.201   | B-/Negatif     |               | B-/Negatif   |
| 03.12.2001  | B-/Durağan     |               |              |
| 15.01.2002  |                | B1/Durağan    |              |
| 29.01.2002  | B-/Pozitif     |               |              |
| 05.02.2002  |                |               | B/Durağan    |
| 29.06.2002  | B-/Durağan     |               |              |
| 09.07.2002  | B-/ Negatif    |               |              |
| 10.07.2002  |                | B1/ Negatif   |              |
| 07.11.2002  | B-/Durağan     |               |              |
| 25.03.2003  |                |               | B-/Negatif   |
| 28.07.2003  | B/Durağan      |               |              |
| 06.08.2003  |                |               | B-/Pozitif   |
| 25.09.2003  |                |               | B/Pozitif    |
| 16.10.2003  | B+/Durağan     |               |              |
| 21.10.2003  |                | B1/Durağan    |              |
| 09.02.2004  |                |               | B+/Durağan   |
| 08.03.2004  | BB-/Pozitif    |               |              |
| 17.08.2004  | BB/ Durağan    |               |              |
| 13.01.2005  |                |               | BB-/Pozitif  |

**Kaynak:** Hürriyet, 18 Ağustos 2004

Son durum itibariyle Türkiye'nin kredi notları ise Tablo 30'da gösterilmiştir. Buna göre derecelendirme şirketleri tarafından son birkaç yıldır not artırımına gidildiği gözlenmesine karşın mevcut durum itibariyle hala spekülative derece kategorisi içerisinde bulunmaktadır.

**Tablo 30: Türkiye'nin Mevcut Kredi Notu Durumu**

|                     | Standard&Poors        | Moody's              | Fitch                 | JCR                   |
|---------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>2003 sonu</b>    | <b>B+ (Durağan)</b>   | <b>B1 (Durağan)</b>  | <b>B (Pozitif)</b>    | <b>B+ (Durağan)</b>   |
| 09.02.2004          |                       |                      | B+ (Durağan)          |                       |
| 08.03.2004          | B +(Pozitif)          |                      |                       |                       |
| 12.03.2004          |                       |                      |                       | B +(Pozitif)          |
| 17.08.2004          | BB- (Durağan)         |                      |                       |                       |
| 25.08.2004          |                       |                      | B +(Pozitif)          |                       |
| <b>2004 Sonu</b>    | <b>BB- (Durağan)</b>  | <b>B1 (Durağan)</b>  | <b>B +(Pozitif)</b>   | <b>B +(Pozitif)</b>   |
| 13.01.2005          |                       |                      | BB - (durağan)        |                       |
| 11.02.2005          |                       | B1 (pozitif)         |                       |                       |
| 10.03.2005          |                       |                      |                       | BB - (pozitif)        |
| 06.12.2005          |                       |                      | BB - (pozitif)        |                       |
| 14.12.2005          |                       | Ba3 (durağan)        |                       |                       |
| <b>2005 Sonu</b>    | <b>BB - (durağan)</b> | <b>Ba3 (durağan)</b> | <b>BB - (pozitif)</b> | <b>BB - (pozitif)</b> |
| 23.01.2006          | BB - (pozitif)        |                      |                       |                       |
| <b>Mevcut Durum</b> | <b>BB - (pozitif)</b> | <b>Ba3 (durağan)</b> | <b>BB - (pozitif)</b> | <b>BB - (pozitif)</b> |

**Kaynak:** T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetim Raporu, Şubat 2006, s.32

### 3.4.2. Türkiye'nin Gelişen Piyasalar (Emerging Markets) İçindeki Yeri

“Gelişen piyasa ekonomilerinde” (*emerging market economies*) uzun vadeli devlet tahvillerinin spread’leri<sup>81</sup>, bu kağıtlara yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar açısından ülkenin taşıdığı riski temsil etmekte ve yatırım kararında önemli bir referans niteliği taşımaktadır. Bu bağlamda, spread üç farklı riskin bileşkesinden oluşan bir risk primi olarak değerlendirilmektedir. Bu riskler kredi riski (borçlunun borcunu ödeyememesi), piyasa riski (ikinci el piyasasında fiyatların tahvil sahibinin aleyhine gelişmesi) ve likidite riskidir (tahvilin istenildiği anda nakde çevrilememesi). Dolayısıyla, ülkenin makro

<sup>81</sup> Spread, seçilen ülke tahvillerinin faiziyle risksiz olarak kabul edilen ülke tahvillerinin faizi arasındaki farktır. Risksiz olarak kabul edilen kağıtlar gelişmiş ülkelerin (yaygın olarak ABD Hazinesi tahvilleri) tahvilleridir.

ekonomik göstergelerindeki değişiklikler, uluslararası yatırımcıların gözünde ülkenin kredibilite düzeyi, potansiyel yatırımcıların risk alma durumu ve uluslararası konjonktürdeki değişimler ülke kağıtlarının spread'lerine yansımaktadır.

Uluslararası derecelendirme kuruluşlarınca devlet tahvillerine verilen kredi notu da benzer bir işlev görmektedir. Ülkenin ekonomik ve siyasi koşulları, derecelendirme şirketlerince verilen bu kredi notunun belirleyicileri olmakta ve bu not aracılığıyla uluslararası yatırımcılar borçlu ülkenin gelecekteki ödeme taahhütlerini yerine getirememe durumu (*default risk*) konusunda bilgilendirilmektedir. Yapılan uygulamalı çalışmalar<sup>82</sup> ülkelerin kredi notunun ekonomik bazı durumlarda uyumlu olduğunu göstermektedir. Yüksek kredi notuna sahip ülkeler aynı zamanda düşük enflasyona, kişi başı yüksek milli gelire, başarılı büyüme performansına, düşük dış borç servis oranına sahip ülkelerdir. Ülkenin siyasi ve ekonomik yapılarında meydana gelen değişikliklere bağlı olarak kredi notu revize edilmektedir. Uluslararası yatırımcıların yatırım kararında kredi kuruluşlarınca verilen kredi notu büyük önem taşımaktadır. Öyle ki ülkenin uluslararası piyasalarda borçlanabilmesi için kredi notunun olması gerekmekte, kurumsal yatırımcılar sadece kredi notu "yatırım derecesinde" (*investment grade*) olan kağıtlara yatırımla sınırlandırılabilmekte, devletin kredi notu çoğu zaman özel sektörün kredi notunda üst limit olarak algılanabilmektedir.

Ülkelerin kredi notu ve bu kredi notunun seyri hem devlet tahvillerinin fiyatlanmasında hem de bu tahvillerin spread'lerindeki değişikliklerde belirleyici olmaktadır. Kredi notunda yükselme beklenen ülkelerin devlet tahvillerinin spread'leri azalabilmektedir. Bu çerçevede yapılan çalışmalarda<sup>83</sup>, ülkelerin kredi notunda meydana gelebilecek değişikliklerin devlet tahvillerinin spread'leri üzerindeki etkisinin boyutlarının ortaya konarak,

<sup>82</sup> Amadou N.R. Sy , "Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling Market Views with Economic Fundamentals", **IMF Working Paper** 2001/165.

<sup>83</sup> Münür YAYLA ve Y.T. KAYA, "Basel-II, Ekonomik Yansımaları ve Geçiş Süreci", **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu**, ARD Çalışma Raporları:2005/3:33-35

Ülkelerin kredi notlarındaki değişimin borçlanma maliyetleri üzerine etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla, seçilmiş ülkelerin (Türkiye, Brezilya, Meksika, Rusya) kredi notlarındaki değişimin aylık Eurobond spread’leri dolayısıyla “borçlanma maliyetleri” üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Regresyon sonuçlarına göre; ülkelerin kredi notundaki 1 puanlık yükselme (düşme) çalışmaya konu olan ülkelerin Eurobond spread’lerini yaklaşık 1,3 puan (126 baz puan) düşürmektedir (artırmaktadır).

Doğal olarak, kredi notundaki artış/azalış sonucu Eurobond spread’lerinin azalmasına/artmasına bağlı olarak borçlanma maliyeti de düşmektedir/artmaktadır. Çalışmanın sonucuna göre kredi notundaki bir puanlık düşüş 500 milyon \$’lık bir borçlanmanın maliyetini 6,3 milyon \$ artırmaktadır.

Yine aynı çalışmada Türkiye, borçlanma maliyetleri kredi notundaki değişmeye en hassas ülke olarak görülmektedir. Türkiye özelinde elde edilen tahmin sonuçları değerlendirildiğinde, 2001 Ocak-2004 Aralık döneminde Türkiye’nin kredi notundaki bir puanlık bir artış(düşüş) Eurobond spreadini ortalama 188 baz puan düşürmektedir (artırmaktadır). Dolayısıyla, yapılan regresyon sonuçlarına göre 500 milyon \$’lık bir borçlanmanın maliyeti 9,4 milyon \$ artmaktadır.

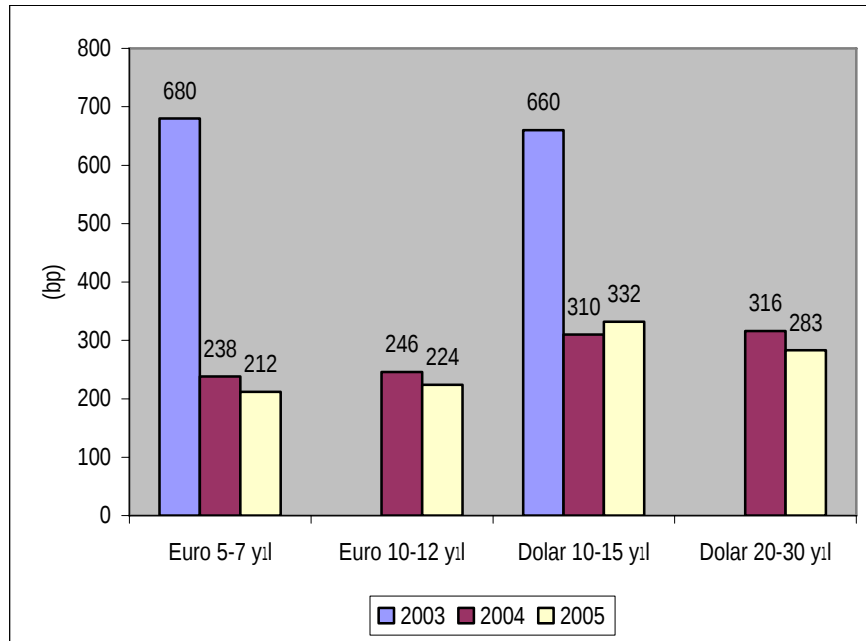
Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanmaları çeşitli faktörler tarafından etkilenmektedir. Ramcharran<sup>84</sup> yapmış olduğu araştırmada derecelendirme şirketleri tarafından gelişmekte olan ülkelere verilen kredi notlarının, ülkelerin borç-servis kapasitesini ve dolayısıyla da borç erteleme ihtimalini en önemli belirleyici faktörü olduğu sonucuna varmıştır.

---

<sup>84</sup> Harri RAMCHARRAN, “Determinants of Secondary Market Prices for Developing Country Loans: Impact of Country Risk”, **Global Finance Journal**, 10:2(1999) s.184

Derecelendirme şirketlerinin vermiş olduğu notların gelişmekte olan ülkeler açısından diğer bir sonucu da gelişmekte olan ülkelerin dış piyasalardan borçlanma koşulları üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğudur.<sup>85</sup> Bu etki genellikle borçlanma faizlerindeki ödenen risk primleriyle ilgilidir. Türkiye'nin uluslararası tahvil ihraçları bazında ödenen risk primleri incelendiğinde (Şekil 1), 2004 yılında 10 yıl vadeli Euro cinsinden tahvil ihraçları için ödenen risk primlerinin 246 baz puan, 10 yıl vadeli ABD Doları cinsinden tahvillerinin maliyetinin ise 310 baz puan olduğu görülmektedir. 2003 ve 2004 yılları ile kıyaslandığında, 2005 yılının ilk üç ayında yapılan tahvil ihraçları için ödenen risk primlerinin genel olarak düştüğü görülmektedir. Ayrıca Türkiye ile benzer kredi notuna sahip piyasalardan borçlanan diğer gelişen piyasa ülkeleri ile kıyaslandığında daha uygun koşullarda borçlanma yapıldığı dikkat çekmektedir.

**Şekil 1:Uluslararası Tahvil İhraçları İçin Ödenen Risk Primleri**



**Kaynak:** Kamu Borç Yönetim Raporu, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ankara, Kasım 2005

<sup>85</sup> Graciela KAMİNSKY and Sergio L. SCHUMKLER, "Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?", **The World Bank Economic Review**, Vol.16, No:2, s.190

2004 yılında gelişen piyasa ülkelerinin yaptıkları tahvil ihraçları çerçevesinde bakıldığında, Türkiye yüzde 15,6 ile Meksika'nın ardından ikinci büyük borçlanan ülke olmuştur. Böylece, tahvil ihracı olarak gelişen piyasa ülkeleri içerisinde, Türkiye'nin son üç yılda uluslararası piyasalardaki payını koruduğu gözlenmektedir.

Manossse ve Roubini'nin (2005) yapmış olduğu amprik çalışmada<sup>86</sup>, Türkiye'nin kırılmalıklarının azalmakta olduğu, fakat kendi öngörmüş olduğu rakamlar çerçevesinde değerdendirdiğinde kırılmalıkların diğerd gelişen piyasa ortalamalarının üzerinde olduğu sonucuna ulaşmıştır. Tablo31'e göre Türkiye'nin özellikle dış borç oranının %50'nin altında olması gerekirken bu oranın 2004 itibariyle %54 seviyelerinde olmasının ülkenin kırılmalıklık seviyesinin hala yüksek olmasının önemli bir nedeni olarak görölmektedir.

**Tablo 31: Manasse&Roubini'nin Göreceli Güven Tablosu**

|                                     | Manasse&Roubini'nin<br>Hesapladığı<br>Eşikdeğerler | Türkiye<br>(2004) |
|-------------------------------------|----------------------------------------------------|-------------------|
| Toplam Dış Borç/GSMH                | < 50                                               | 54                |
| Kısa Vadeli Dış Borç+Rezervler/GSMH | < 130                                              | 137               |
| Kamu Dış Borçu+Hasıla/GSMH          | < 214                                              | 104               |
| Enlasyon                            | < 10                                               | 9,3               |
| Büyüme                              | > -5,5                                             | 9,9               |

**Kaynak:** Paolo Manasse and Nouriel Roubini, “**Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises**”, IMF Working Paper March 2005

<sup>86</sup> Paolo Manasse and Nouriel Roubini, “Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises”, **IMF Working Paper** March 2005:1-29

Gelişen piyasa ülkeleri için son dönemlerde ileri sürülen “borç hoşgörüsüzlüğü” (debt intolerance) kavramı Türkiye gibi ülkelerin derecelendirme şirketleri tarafından niçin düşük olarak not verdiklerini açıklamaktadır.<sup>87</sup> Bu kavram ülkelerin borçlarını güvenli bir şekilde yönetebileceği borç/gelir oranını aşan ülkeler için kullanılan bir kavramdır. Reinhart’a(2003) göre güvenli bir borç/gelir oranı ülkeden ülkeye değişmekte ve daha çok ülkelerin geçmiş deneyimlerine bağlıdır.

**Tablo 32:Enflasyon ve Borç Ödeyememenin Ülke Riski Notuna Etkisi**

|                                                                                           | Enflasyon Ortalaması<br>(1958:2001) | Borç Ödeme Zorluğuna<br>Düşme ve Borç Yapılandırma<br>Sayısı<br>(1824-1999) | Institutional Investor’ın Notları<br>2002 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| <i>Gelişen Piyasa Ülkeleri (En az bir defa Borç ödememe veya Borç Yapılandırma yapan)</i> |                                     |                                                                             |                                           |
| Arjantin                                                                                  | 47,2                                | 4                                                                           | 15,8                                      |
| Brezilya                                                                                  | 59,0                                | 7                                                                           | 39,9                                      |
| Şili                                                                                      | 18,6                                | 3                                                                           | 66,1                                      |
| Kolombiya                                                                                 | 0,8                                 | 7                                                                           | 38,7                                      |
| Mısır                                                                                     | 0,0                                 | 2                                                                           | 45,5                                      |
| Meksika                                                                                   | 16,7                                | 8                                                                           | 59,0                                      |
| Filipinler                                                                                | 2,1                                 | 1                                                                           | 44,9                                      |
| Türkiye                                                                                   | 57,8                                | 6                                                                           | 33,8                                      |
| Venezüella                                                                                | 11,6                                | 9                                                                           | 30,6                                      |
| Grup Ortalaması                                                                           | 23,8                                | 5,2                                                                         | 41,6                                      |
| <i>Gelişen Piyasa Ülkeleri (Borç Ödememe veya Borç Yapılandırması yapmayan)</i>           |                                     |                                                                             |                                           |
| Hindistan                                                                                 | 0                                   | 0                                                                           | 47,3                                      |
| Kore                                                                                      | 0                                   | 0                                                                           | 65,6                                      |
| Malezya                                                                                   | 0                                   | 0                                                                           | 57,7                                      |
| Singapur                                                                                  | 0                                   | 0                                                                           | 86,1                                      |
| Tayland                                                                                   | 0                                   | 0                                                                           | 59,1                                      |
| Grup Ortalaması                                                                           | 0                                   | 0                                                                           | 61,7                                      |
| <i>Endüstrileşmiş Ülkeler</i>                                                             |                                     |                                                                             |                                           |
| Avustralya                                                                                | 0                                   | 0                                                                           | 84,5                                      |
| Kanada                                                                                    | 0                                   | 0                                                                           | 89,4                                      |
| Yeni Zelanda                                                                              | 0                                   | 0                                                                           | 81,2                                      |
| Norveç                                                                                    | 0                                   | 0                                                                           | 93,1                                      |
| İngiltere                                                                                 | 0                                   | 0                                                                           | 94,1                                      |
| ABD                                                                                       | 0                                   | 0                                                                           | 93,1                                      |
| Grup Ortalaması                                                                           | 0                                   | 0                                                                           | 89,2                                      |

**Kaynak:** Carmen M. REINHART, K.S. ROGOFF ve M.A. SAVASTANO, “Debt Intolerance” National Bureau of Economic Research Working Paper, August 2003:9908:10

Bir ülkenin güvenli bir borç/gelir oranına sahip olması da ülkenin enflasyon geçmişine ve borç krizlerine bağlı olarak ödememe durumuna (default) düşme olasılığına bağlıdır. Borç düzeyi hoş görülme (debt intolerance) ülkeler genellikle mali yapıları ve finansal sistemleri zayıf olan

<sup>87</sup> Carmen M. REINHART, K.S. ROGOFF ve M.A. SAVASTANO, “Debt Intolerance” National Bureau of Economic Research Working Paper, August 2003:9908:1-15

lkelerdir. Borç ödememe durumuna dme olayları da bu problemleri aırlatırmakta ve ülkenin gelecekte borç ödememe ihtimalini artırmaktadır. Reinhart (2003) yaptığı çalışmada ülkenin enflasyon ve geri ödeyememe gemileriyle ülke riskini karılatırmı; bu karılatırmada ise geçmişte enflasyonu yüksek olan ve sık sık ödeme zorluğuna dm ülkelerin ülke risk notlarının düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır. (Tablo32)

### 3.4.3. BASEL-II'nin Gelişmekte Olan lkelere Muhtemel Etkileri

Sermayenin daha iyi yönetilebilmesi için bir süredir Uluslararası demeler Bankasi (BIS) nclnde bir takım çalışmalar yapılmaktadır. Sermaye yeterliliğine ilişkin ilk uzlaı (Basel-I), söz konusu banka bünyesinde faaliyet gösteren Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından 1988 yılında yayımlanmıştır. Küresel finans sektöründe birçok ülkenin yürürlüğe koyduğu Basel-I, bir bankanın batması halinde mevduat sahiplerinin karılaabilecei maliyetleri en aza indirmek için asgari olarak tutulması gereken sermaye üzerinde odaklanmıştır.

Ayrıca, Basel-I'de, "OECD klüp kuralı" eklinde tanımlanmış olan uygulamadan dolayı OECD'ye ye ülkelerin hkmetlerine yüzde sıfır, ye ülkelerin bankalarına olan borçlara ise yüzde 20 risk ağırlığı verilmektedir. Buna karşın, OECD yesi olmayan ülkeler için yüzde 100 risk ağırlığı ngrlmtır.<sup>88</sup>

Basel-II'de ise kredi riskinin hesaplanmasında OECD "klüp kuralı" terk edilmektedir. Bu çerçevede, risk ağırlığı borçlunun bağımsız derecelendirme şirketleri tarafından almış olduğu derecelendirme notuna göre saptanmaktadır.

<sup>88</sup> Mnr YAYLA ve Y.T. KAYA, a.g.e., s.1,2,25

Yeni Sermaye Uzlaşışında OECD üyesi olma avantajının kaldırılması OECD üyesi düşük notlu ülkeler aleyhine olurken, OECD üyesi olmayan yüksek notlu ülkeler Yeni Uzlaşıştan olumlu etkilenmektedir. Buna bağlı olarak, yasal sermayenin bağlayıcı kısıt olduğu varsayımı altında, ülke notları hükümetlerin uluslararası piyasalardan borçlanma imkanlarının belirleyicisi olabilecektir. Dolayısıyla OECD'ye üye ülke olan Türkiye'nin bundan etkileneceği beklenmektedir.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **4. TÜRKİYE İLE İLGİLİ BİR UYGULAMA**

#### **4.1. DIŞ BORÇLANMANIN GELİŞİMİ**

Globalleşme sürecinin yaşandığı yüzyılımızda hemen hemen tüm gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunlardan biri olan dış borç sorunu Türkiye açısından da ciddi boyutlarda yaşanmaktadır. Kamu kesimi finansman açıklarının ve ödemeler dengesi açıklarının giderek büyümesi zorunlu olarak bu ülkelerin finansman arayışlarını dış aleme yönlendirmektedir. Gerek bu dengeler gerekse kalkınmanın ve finansmanın sağlanması amacıyla dış borçlanmaya gidilirken, dış borçlanmanın önemli boyutlara ulaştığı görülmektedir. Türkiye’de dış borç sorunu incelediği zaman, kamu kesiminin ekonomide uzun süre ağırlıklı payının olmasının sonucunda borçlanmaya duyulan ihtiyacın artması ve bu gelişimin hem iç hem de dış borçlanma yönüyle geliştiği şeklinde olduğu tespitine gidebiliriz.

Türkiye’nin dış borç verileri incelendiğinde (Tablo-33) toplam dış borç stokunun sürekli bir artış içerisinde olduğunu görmekteyiz. 1950 yılında 373 milyon dolar olan dış borç, 1960’da 992 milyon dolar, 1970’de 1,9 milyar dolar, 1980’de 16,2 milyar dolar, 1990’da 49 milyar dolar, 2000’de 118,5 milyar dolar ve 2005 üçüncü çeyrek itibariyle 165 milyar dolara ulaşmıştır.

**Tablo 33: Türkiye'nin Dış Borç Stoku**

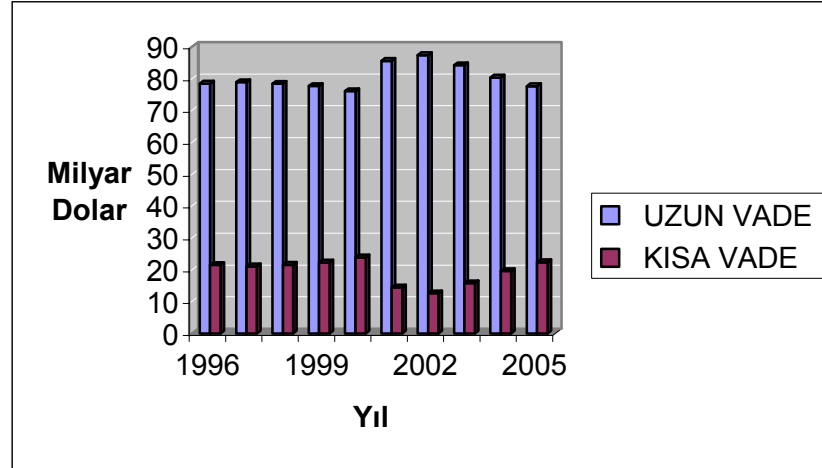
(Milyon Dolar)

|                                   | 1996   | 1997   | 1998   | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005 Q3 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU             | 79.280 | 83.991 | 96.226 | 102.975 | 118.552 | 113.643 | 130.420 | 145.833 | 161.900 | 165.269 |
| UZUN VADE                         | 62.208 | 66.300 | 75.452 | 80.054  | 90.251  | 97.240  | 113.996 | 122.820 | 130.107 | 128.322 |
| KISA VADE                         | 17.072 | 17.691 | 20.774 | 22.921  | 28.301  | 16.403  | 16.424  | 23.013  | 31.793  | 36.947  |
| KAMU SEKTÖRÜ                      | 51.475 | 49.488 | 51.772 | 52.687  | 61.098  | 69.752  | 84.031  | 91.111  | 91.924  | 82.083  |
| ÖZEL SEKTÖR                       | 10.733 | 16.812 | 23.680 | 27.367  | 29.153  | 27.488  | 29.965  | 31.709  | 38.183  | 46.239  |
| DIŞ BORÇ STOKUNDAKİ YÜZDE DEĞİŞME |        | 5,94   | 14,57  | 7,01    | 15,13   | -4,14   | 14,76   | 11,82   | 11,02   | 1,94    |
| MAKRO EKONOMİK BÜYÜKLÜKLER        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |
| İHRACAT                           | 23.225 | 26.261 | 26.973 | 26.587  | 27.775  | 31.334  | 36.059  | 47.253  | 63.121  | 71.180  |
| İTHALAT                           | 43.627 | 48.559 | 45.922 | 40.671  | 54.503  | 41.399  | 51.554  | 69.340  | 97.540  | 112.253 |
| CARI İŞLEMLER DENGESİ             | -2.437 | -2.638 | 1.984  | -1.344  | -9.819  | 3.390   | -1.524  | -8.035  | -15.647 | -21.258 |
| DIŞ BORÇ SERVİSİ                  | 11.418 | 12.418 | 16.504 | 18.314  | 21.939  | 24.623  | 28.852  | 27.808  | 30.482  | 35.002  |
| ANAPARA                           | 7.218  | 7.830  | 11.690 | 12.867  | 15.638  | 17.489  | 22.450  | 20.821  | 23.341  | 27.140  |
| FAİZ                              | 4.200  | 4.588  | 4.814  | 5.447   | 6.301   | 7.134   | 6.402   | 6.987   | 7.141   | 7.862   |
| TOPLAM DIŞ BORÇ / GSMH            | 43,2   | 43,7   | 46,6   | 55,6    | 59,3    | 78      | 72,1    | 61      | 54,1    |         |

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

Borçların vadelerine bakıldığında (Şekil-2) 2002 yılından günümüze kadarki süreçte dış borçların içerisinde kısa vadeli olan miktarın arttığı, uzun vadeli dış borç miktarının ise azaldığı görülmektedir. Toplam dış borç içerisinde kamu sektörünün ağırlığı yerini korumakta olduğunu görmekteyiz. Fakat son 8 yıl içinde kamu sektöründeki dış borç artışı %62 iken özel sektör dış borçlanma artışı %281 olmuştur. Buna göre özel sektörün daha fazla dış borçlanma yoluna gittiği görülmektedir.

**Şekil 2:Dış Borçların Vadelere Göre Dağılımı**



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, (www.hazine.gov.tr)

İhracat ve ithalattaki uçurumun giderek artması sonucu oluşan cari açık 2002 yılında 1,5 milyar dolar, 2003 yılında 8 milyar dolar, 2004 yılında ise 15 milyar dolar seviyelerine çıkarak dış borçlanmayı olumsuz yönde etkilemiştir. Türkiye 2004 yılında ise 23,3 milyar doları anapara ve 7,1 milyar doları faiz olmak üzere toplam 30,4 milyar dolar dış borç servisi gerçekleştirmiştir.

Dünya Bankası, ülkeleri borç yükü yönünden yararlanarak üç kategoride sınıflandırmaktadır. Buna göre ülkenin dış borç servisinin cari değerinin GSMH'ya oranı %80'den fazla olması halinde söz konusu ülke *aşırı borçlu ülke* kategorisine girmektedir. Bu oranının %80'den küçük ve %48'den büyük olması durumunda o ülke *orta derecede borçlu ülke* kategorisine girmektedir. Eğer oran %48'den küçük ise bu sefer ülke *düşük derecede borçlu ülke* kategorisinde değerlendirilmektedir. Dünya bankasının bu kriterlerini göz önüne aldığımızda, Türkiye 2004 yılına ait %54,1'lik bir Dış Borç/GSMH oranına sahip olmasından dolayı orta derecede borçlu ülke kategorisinde değerlendirilmektedir.

## 4.2. MODELDE YER ALAN DEĞİŞKENLER VE VERİ SETİ

Ülke riski analizlerinde kullanılmak üzere bazı ampirik yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemler borçlu ülkenin borçlarını geri ödeyememe durumunu açıklamaya yönelik ekonometri modellerini içermektedir.<sup>89</sup> Bu amaçla kurulabilecek bir model ülke riskini ölçtüğü kabul ederken dış borcu geri ödeyememe değişkeni diğer ekonomik değişkenlerin bir fonksiyonu olarak tanımlar.

Burada yapılan çalışmada logit analizi kullanılmıştır. Bunun nedeni ampirik yaklaşımlar içerisinde Logit modelini kullanan çalışmaların en önemli yeri oluşturması ve ilgilenilen olayın ortaya çıkma olasılıklarının belirlenebileceğini göstermesidir. Logit modelinin yaygın kullanımında en önemli gerekçe bu modelin binom dağılımlı bağımlı değişken kullanması nedeniyle pratik olmalarıdır. Dış borç servis güçlükleri eğer borç ertelemeleri ile açıklanıyorsa, bir borçlunun ödemelerini yapıp yapmaması gibi iki sonuçlu bir olayın modellenmesi için oluşturulan Logit tahmin tekniği en uygun tekniktir. Dolayısıyla bir ülkenin, miktarı ne olursa olsun, verilen bir yıl içerisinde borç servis ertelemesi yapması 1, yapmaması ise 0 değeri ile ifade edilirse, Logit modelleri etkin ve sapmasızdır. Bu model ile geri ödeyememe durumunu etkileyen ekonomik değişkenlerin tespitine çalışılmaktadır. Literatürde genellikle geri ödeyememe durumu, dış borçlardan doğan taahhütleri yerine getirmeyi reddetme durumu ile bağdaştırılmaktadır. Ancak pratikte bu durumlara oldukça az rastlanmaktadır. Geri ödeyememe durumunun tanımı gereği ortaya çıkan veri probleminden dolayı (kantitatif bir olay olmamasından), bağımlı değişkenin yerini tutabilecek bir kukla değişken bulunması gerekmektedir. Bunun için de kullanılabilecek en anlamlı değişkenin “dış borç ertelemesi” olduğu düşünülmektedir. Bağımlı değişkenin kukla değişken olduğu bu modelde değişkenimiz iki veya daha fazla değer

<sup>89</sup> Shelagh A. HEFFERMAN, *Sovereign Risk Analysis*, Ailen and Unwin Inc., London, 1986, p.32

alabilmektedir. Ancak bizim modelimizde yalnızca 0 ve 1 değerini alabilmektedir. Bu nedenle de bağımlı değişken ikili (dikotomus) değişken olmaktadır. Kurulan modelde açıklanmaya çalışılan  $Z_t$  dış borcu geri ödeyememe durumuna ilişkin olasılıkları tahmin etmektir. Bu olasılık değerleri de geri ödeyememe değişkenini etkileyen iktisadi değişkenler aracılığıyla bulunabilmektedir.

$$Z_t = \begin{cases} 0 & \text{dış borç ertelemesinin olmadığı durumlar} \\ 1 & \text{dış borç ertelemesinin olduğu durumlar} \end{cases}$$

Oluşturulacak denklem modeli ise aşağıdaki gibi kurulacaktır.

$$Z_t = \alpha + \beta X_t + \mu_t \quad (4.1)$$

Eşitlik (4.1)'de  $Z_t$  bağımlı değişkeni,  $X_t$  açıklayıcı değişkenleri ve  $\mu_t$  ise hata terimini göstermektedir.

Modelimiz 1964 ile 2004 yıllarını kapsamaktadır. Dolayısıyla gözlem sayımız 41 olmaktadır. Türkiye Cumhuriyeti 1964-2004 yılları arasında dört kez (1965, 1978, 1979, 1980 yıllarında olmak üzere) dış borç ertelemesine gitmiştir. Bu yüzden bağımlı değişken değerleri borç ertelemesi olan yıllar için "1", diğer yıllar için "0" değeri almaktadır.

(4.1) numaralı modelde genel olarak  $X_t$  ile gösterilen açıklayıcı değişkenler literatürde bu amaçla yapılan çalışmalardan hareketle,

- İhracat/GSMH (XY),
- Dış Borç Stoku/İhracat (DX),
- Net Uluslararası Rezervler/İthalat (RM),
- Net Uluslararası Rezervler/GSMH (RY),
- Dış Borç Stoku/GSMH (DY),
- İthalat/GSMH (MY),
- Dış Borç Servisi/İhracat (SX)

olarak belirlenmiştir. Tablo 34’de ise bu değişkenlere ait yüzde değerler verilmiştir.

İhracatın GSMH’ya oranı (XY) genel olarak ekonominin dışa açıklığının bir ifadesi olarak kullanılmaktadır. Ayrıca milli gelir içerisindeki döviz cinsi gelirlerin etkisini yansıtmaktadır. Bu değişkenle bağımlı değişken arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

Diğer bir değişken de dış borç stokunun ihracata oranıdır (DX). Bu değişkenin paydasında ihracat gelirleri yer almaktadır. Ancak payında ise, dış borç stoku bulunmaktadır. Borç servis oranı, ülkenin acil veya başka bir deyişle kısa dönemde ortaya çıkabilecek güçlüklerini belirlerken, dış borç stokunun ihracata oranı ülkenin taahhütlerinin uzun dönemli etkilerini ölçmede faydalı olabilir.

Net uluslararası rezervlerin ithalata oranı (RM) ise kısa dönem likidite problemlerinin bir göstergesidir ve ihracat gelirlerinde beklenmedik düşüşlerin yaşanması durumunda, ithalatın ne oranda karşılanabileceğini belirler. Dolayısıyla bağımlı değişkenle uluslararası rezervlerin ithalata oranı arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

**Tablo 34: Modelde Yeralan Değişkenlere Ait Yüzde Değerler**

| YIL  | XY   | DX  | RM    | DY    | SX    | MY    | RY    |
|------|------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1965 | 5,49 | 227 | 10,09 | 12,44 | 39,44 | 6,77  | 0,68  |
| 1966 | 4,88 | 234 | 3,48  | 11,41 | 29,79 | 7,13  | 0,25  |
| 1967 | 4,67 | 246 | 6,51  | 11,51 | 24,66 | 6,13  | 0,4   |
| 1968 | 2,75 | 302 | 5,18  | 8,32  | 25,89 | 4,23  | 0,22  |
| 1969 | 2,48 | 313 | 21,12 | 7,75  | 27,18 | 3,7   | 0,78  |
| 1970 | 2,87 | 321 | 42,41 | 9,22  | 33,9  | 4,62  | 1,96  |
| 1971 | 3,65 | 322 | 63,88 | 11,73 | 28,17 | 6,31  | 4,03  |
| 1972 | 3,89 | 259 | 83,94 | 10,06 | 34,29 | 6,87  | 5,76  |
| 1973 | 4,6  | 201 | 97,79 | 9,27  | 15,37 | 7,29  | 7,13  |
| 1974 | 3,95 | 189 | 42,59 | 7,47  | 14,99 | 9,73  | 4,14  |
| 1975 | 2,95 | 232 | 21,25 | 6,86  | 17,72 | 9,99  | 2,12  |
| 1976 | 3,65 | 215 | 19,32 | 7,85  | 15,93 | 9,55  | 1,85  |
| 1977 | 2,86 | 275 | 9,44  | 7,87  | 24,56 | 9,46  | 0,89  |
| 1978 | 3,42 | 295 | 13,26 | 10,1  | 15,87 | 6,88  | 0,91  |
| 1979 | 2,77 | 437 | 11,23 | 12,1  | 19,2  | 6,2   | 0,7   |
| 1980 | 4,26 | 455 | 12,37 | 19,34 | 6,84  | 11,56 | 1,43  |
| 1981 | 6,58 | 307 | 11,36 | 20,21 | 9,62  | 12,49 | 1,42  |
| 1982 | 8,95 | 280 | 13,42 | 25,06 | 10,48 | 13,77 | 1,85  |
| 1983 | 9,2  | 321 | 22,6  | 29,6  | 66,9  | 14,8  | 3,4   |
| 1984 | 11,7 | 290 | 32,4  | 34,0  | 52,3  | 17,7  | 5,8   |
| 1985 | 11,7 | 320 | 28,9  | 37,4  | 53,0  | 16,6  | 4,9   |
| 1986 | 9,8  | 430 | 39,1  | 42,0  | 62,8  | 14,5  | 5,7   |
| 1987 | 11,6 | 397 | 36,8  | 46,1  | 54,1  | 16,1  | 6,06  |
| 1988 | 12,8 | 349 | 44,8  | 44,8  | 61,4  | 15,8  | 7,1   |
| 1989 | 10,7 | 359 | 58,8  | 38,4  | 61,8  | 14,5  | 8,6   |
| 1990 | 8,5  | 378 | 51,1  | 32,2  | 56,3  | 14,6  | 7,5   |
| 1991 | 8,9  | 371 | 58,2  | 33,2  | 55,6  | 13,8  | 8,1   |
| 1992 | 9,2  | 378 | 66,7  | 34,6  | 59,3  | 14,2  | 9,6   |
| 1993 | 8,4  | 439 | 60,4  | 37,0  | 53,6  | 16,2  | 9,99  |
| 1994 | 13,8 | 362 | 71,0  | 49,6  | 55,2  | 17,7  | 12,4  |
| 1995 | 12,6 | 339 | 65,3  | 43,1  | 55,0  | 20,8  | 13,7  |
| 1996 | 12,6 | 341 | 57,2  | 42,9  | 49,2  | 23,6  | 13,5  |
| 1997 | 13,5 | 321 | 55,9  | 43,3  | 47,3  | 25,0  | 14,1  |
| 1998 | 13,1 | 358 | 64,2  | 46,8  | 61,2  | 22,3  | 14,2  |
| 1999 | 14,2 | 387 | 83,0  | 54,9  | 68,9  | 21,7  | 18,2  |
| 2000 | 13,8 | 427 | 62,7  | 59,0  | 79,0  | 27,1  | 17,07 |
| 2001 | 21,7 | 363 | 72,9  | 79,0  | 78,6  | 27,9  | 20,7  |
| 2002 | 19,8 | 364 | 73,8  | 72,2  | 79,4  | 27,6  | 21    |
| 2003 | 19,7 | 308 | 64,8  | 60,8  | 58,8  | 28,9  | 18,7  |
| 2004 | 21   | 256 | 58,3  | 54,0  | 48,3  | 32,5  | 18,9  |

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı İstatistik Yıllığı, Çeşitli Yıllar  
Merkez Bankası Yıllık Raporları, Çeşitli Yıllar

Net uluslararası rezervlerin GSMH'ya oranı (RY) ülkenin cari üretimi ile rezervlerinin seviyesi arasındaki ilişkiyi belirler ve bu oran yükseldikçe dış borç geri ödemesi ile ilgili problemlerin ortaya çıkma olasılığı artar.

Dış borç stokunun GSMH'ya oranı (DY) ülkenin cari üretimi üzerindeki dış borç ile ilgili alacakları belirler. Oran yükseldikçe dış borcu geri ödeyememe olasılığı artar.

Dış borç servisinin ihracata oranı (SX) dış borç ana para ve faiz ödemelerinin ihracata oranıdır. Dış borç servis oranı, dış borç anapara ve faiz ödemeleri tarafından emilen ihracat gelirlerini belirler. Bu oranla bağımlı değişken arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Bunun da nedeni ülkenin ihracat gelirlerindeki ani bir düşüşün dış borçları ödemede zorlanmasına neden olacağıdır.

Son olarak, ithalatın GSMH'ya oranı (MY) ülkenin dış borç servisi güçlükleriyle karşılaşması durumunda ithalatını kısıtladığında, milli gelirin ne şekilde etkileneceğini açıklamak amacıyla kullanılabilir. Bu oran yükseldikçe, borç erteleme olasılığı da yükselir. Çünkü bu oranın yüksek olması aynı zamanda ülkenin ekonomik büyümesinin ve üretimini sürdürebilmesinin önemli boyutlarda ithalata bağlı olduğu anlamına gelmektedir.

### 4.3. BULGULAR

Yedi açıklayıcı değişkenli modelde, açıklayıcı değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun tespit edilmesi ve ciddi boyutta olması nedeniyle değişkenlere ait parametre tahminlerinin işareti beklentilere uygun çıkmamıştır. Çoklu bağlantı sorununa neden olan değişkenler tespit edilip modelden dışlanmış ancak yine de model beklentileri karşılamamıştır. Bu nedenle yedi değişkeni  $Z_t$  bağımlı değişkenini açıklamak üzere teker teker

modeller kurulmuş ve beklentilere uygun cevap veren değişkenler tespit edilmiştir. Bu değişkenler,

- Dış borçların ihracata oranı (DX)
- İhracatın GSMH'ya oranı (XY)
- Net uluslararası rezervlerin ithalata oranı (RM)
- Net uluslararası rezervlerin GSMH'ya oranı (RY)'dir.

Ancak bu değişkenlerin açıklayıcı değişken olarak alındığı modelde de beklentiler karşılanamamıştır. Bu amaçla  $X_t$ 'ye giren bu değişkenlere ait bilgiyi bir araya getirmenin  $Z_t$ 'yi açıklayıp açıklamadığı araştırılmak istenmiştir. Ancak DX değişkeninin bağımlı değişken ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olması ve diğer üç değişkenin negatif yönlü bir ilişkiye sahip olmaları nedeniyle XY, RM ve RY değişkenlerinin birlikte oluşturulduğu yeni değişken, endeks olarak değerlendirilmiştir. Endeks olarak adlandırılan yeni değişken, bu üç değişkene belirli ağırlıklar verilerek ağırlıklı toplamı olarak tanımlanmıştır. Bu dört değişkene ait ağırlıklar çok değişkenli istatistik yöntemlerinden olan “Temel Bileşenler Analizi” ile tespit edilmiştir. Buna göre tahmin edilen model;

$$Z_t = \alpha + \beta END + \mu_t \quad (4.2)$$

şeklinde. Bu modelin logit model olarak tahmin sonuçları aşağıdaki gibidir.

$$Z_t = 0,749 - 0,111 END_t \quad (4.3)$$

|     |         |          |
|-----|---------|----------|
| $z$ | (0,584) | (-1,555) |
| $p$ | (0,559) | (0,120)  |

Üç değişkenin de içinde bulunduğu bir endeks değeri oluşturmak suretiyle kurulan Logit modelden elde edilen parametre tahminlerinin

olabilirlik oran değeri 9,35 olup  $p$  değeri 0,002 olarak bulunmuştur. Bu da modelin tümüyle anlamlı olduğunu ima etmektedir. Ayrıca model için  $z$  istatistikleri ya da sıfır hipotezinin reddedilmesinin en küçük anlamlılık düzeyini gösteren  $p$ (olasılık) değerlerine bakıldığında istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır. Ancak  $\beta$  katsayısı için  $p$  değeri 0,12 olarak tahmin edilmiştir. Bu da istatistiki araştırmalarda kullanılan %10 düzeyinden çok da uzak olmadığını ima ettiğinden, yine de  $\beta$  katsayısının istatistiksel olarak anlamlı olduğunun söylenebildiğine karar verilmiştir.

Elde edilen parametre tahminleri alışageldiğimiz regresyon katsayılarından farklı yorumlanmaktadır. Katsayıların yorumlanmasında “bahis oranı” kavramından yararlanılır Buna göre endeks değerinin 1 birim artması bahis oranında ortalama olarak 0,111’lik bir azalmaya neden olmaktadır. Yani İhracatın GSMH’ya oranı (XY), Net uluslararası rezervlerin ithalata oranı (RM) ve Net uluslararası rezervlerin GSMH’ya oranı (RY) değişkenlerinden oluşan endeks değerindeki 1 birimlik artış ülkenin borç erteleme olasılığının veya ülke riskinin 0,11 birim kadar azalmasına neden olmaktadır.

Bu yöntemle logit modeli katsayılarına göre ülkenin dış borç erteleme olasılıkları hesaplanabilir. Buna göre Türkiye’nin dış borç erteleme öncesi dönemler için tahmin edilen olasılıkları Tablo 35’de özetlenmiştir.

Tabloda Türkiye’nin dış borç erteleme yaptığı 1978, 1979 ve 1980 yıllarından önceki dönemlerde dış borç erteleme olasılık değerlerinin arttığı söylenebilir. Dikkat çeken diğer bir husus 1980 öncesi dönemle 1980 sonrası dönem arasında bir karşılaştırma yapıldığında 1980 öncesi dönemde borç erteleme olasılık değerlerinin nispeten daha yüksek oldukları görülmektedir. Bu da Türkiye’nin 1980 sonrası dönemde izlemiş olduğu ekonomi politikalarına bağlı olduğu ileri sürülebilir.

Tabloya göre borç erteleme olasılıkları 1990’lı yıllar boyunca %4 ve %5’ler seviyesinde seyretmişken, 90’lı yılların sonuna doğru olasılık

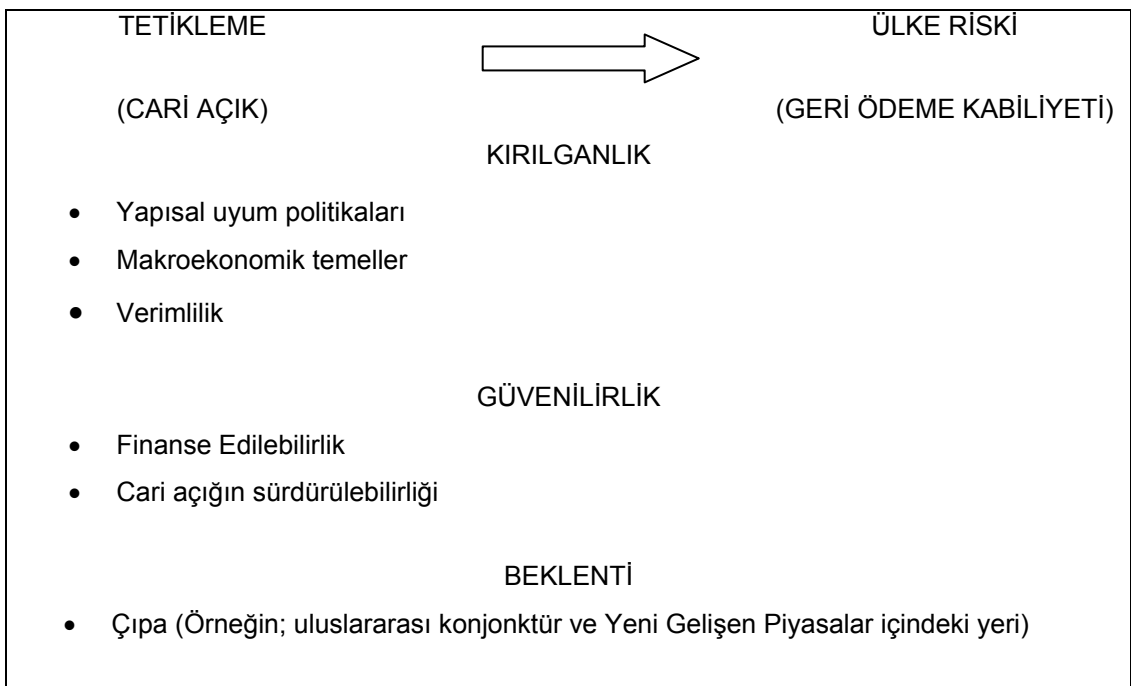
değerlerinde azalış tespit edilmiştir. 2000-2002 yılları boyunca çok düşük değerlerde olan borç erteleme olasılıkları günümüze doğru tekrar artışa geçtiği görülmektedir. Bu da bize çok sınırlı da olsa ülke risklilik düzeyinin artmakta olduğu izlenimini vermektedir. Fakat geçmiş yıllarla kıyaslandığında bu seviyelerin önemli bir risk unsuru taşımadığı söylenebilir.

**Tablo 35:Logit Modele Göre Dış Borç Erteleme Olasılıkları**

| Dönem       | f(P)  | Dönem       | f(P)  |
|-------------|-------|-------------|-------|
| <b>1965</b> | 0,247 | <b>1985</b> | 0,081 |
| <b>1966</b> | 0,271 | <b>1986</b> | 0,037 |
| <b>1967</b> | 0,265 | <b>1987</b> | 0,046 |
| <b>1968</b> | 0,22  | <b>1988</b> | 0,052 |
| <b>1969</b> | 0,188 | <b>1989</b> | 0,048 |
| <b>1970</b> | 0,143 | <b>1990</b> | 0,053 |
| <b>1971</b> | 0,12  | <b>1991</b> | 0,052 |
| <b>1972</b> | 0,135 | <b>1992</b> | 0,043 |
| <b>1973</b> | 0,187 | <b>1993</b> | 0,033 |
| <b>1974</b> | 0,285 | <b>1994</b> | 0,036 |
| <b>1975</b> | 0,272 | <b>1995</b> | 0,045 |
| <b>1976</b> | 0,297 | <b>1996</b> | 0,049 |
| <b>1977</b> | 0,233 | <b>1997</b> | 0,054 |
| <b>1978</b> | 0,222 | <b>1998</b> | 0,036 |
| <b>1979</b> | 0,11  | <b>1999</b> | 0,021 |
| <b>1980</b> | 0,096 | <b>2000</b> | 0,017 |
| <b>1981</b> | 0,189 | <b>2001</b> | 0,016 |
| <b>1982</b> | 0,194 | <b>2002</b> | 0,002 |
| <b>1983</b> | 0,086 | <b>2003</b> | 0,035 |
| <b>1984</b> | 0,095 | <b>2004</b> | 0,055 |

Şekil 3’de Türkiye’nin ülke riskini dolayısıyla da dış borç erteleme olasılığını ya da geri ödeme kabiliyetini etkileyebilecek faktörler belirtilmiştir. Bu şeklin açıklanması ile birlikte ülke riskine neden olabilecek etkenin hangi durumlarda etkisinin azalacağı belirtilecektir.

### Şekil 3: Ülke Riski ve Nedeni Arasındaki İlişki



**Kaynak:** Yiğidim 2006’dan esinlenerek tarafımızca hazırlanmıştır.

1970’li yıllardaki petrol fiyatlarındaki artış tetiklemeye örnek olarak verilebilir. 1970’lerde petrol fiyatlarındaki ani ve yüksek oranlı artışlar Türkiye gibi petrol ithal eden gelişmekte olan ülkelerin cari açıklarının oluşmasına ya da cari açıklarının artmasına neden olmuştur. Cari açıktaki bu artışlar ülkelerin dış borçlarını geri ödeyebilme kabiliyetini azaltmış ve ülke riskini artırmıştır. Oysa petrol fiyatlarında 1990(I. Körfez Krizi), 1999 (OPEC Toplantısı), 2001 (Afganistan Savaşı), 2003 (Irak Savaşı) ve günümüzde gözlenen petrol fiyatlarındaki artış 1970’lerdeki gibi dış borç geri ödeme riskini artırıcı bir riske dönüşmemiştir. Buna sebep olarak kırılگانlıkların

azalmasını gösterebiliriz. Özellikle yapısal uyum politikalarına daha fazla ağırlık verilmesi, makro ekonomik temellerin belli bir düzeyde iyileşmesi ve son yıllarda gözlenen verimlilikteki artışlar kırılganlıkların azalmasının sebepleri arasında gösterilebilir.<sup>90</sup>

Diğer bir neden ise güvenilirlik kavramı ile açıklanabilir. Buradaki güvenilirlikten kastedilen esas olarak cari açığın sürdürülebilirliği ile ilgili olarak Türkiye'nin yeni gelişen piyasalar içinde cari açığın finanse edilebilirliğidir. Önceki bölümde de görüldüğü üzere Türkiye tahvil ihracı yoluyla borçlanmasında son üç yılda giderek daha az risk primi ödeyerek cari açıklarını zaman içerisinde daha kolay bir şekilde finanse edebildiği söylenebilir.

Petrol fiyatlarında 1980 öncesindeki artışla günümüzdeki artışlar arasında gösterdiği etkilerin farklı olmasına neden olabilecek üçüncü bir sebep olarak da beklentilerdeki değişimleri gösterebiliriz. Çıpa gelecekle ilgili beklentileri belirlemede kontrol edilebilir ve/veya kontrol edilemeyen öğelerden bir kaçıdır. Günümüzde ülke riskini etkileyebilecek temel çıpadan birinin uluslararası konjonktür, diğerinin ise yeni gelişen piyasalar içinde Türkiye'nin yeri olarak söyleyebiliriz.

---

<sup>90</sup> Robert BARSKY, "Oil and The Macroeconomy Since The 1970s", **National Bureau of Economic Research** Working Paper 2004:23-24.

## SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerin sürekli olarak artan fon ihtiyaçları dünya piyasalarında yeni eğilimler meydana getirmiştir. Özellikle az gelişmiş ülkelerin borç erteleme (rescheduling) istekleri uluslararası kredi piyasalarında ülke riskini ön plana çıkarmıştır.

Ülke riski sınır ötesi kredi ilişkisinde, kredi açılan ülkede meydana gelebilecek bazı olaylar neticesinde zarara uğrama olasılığı şeklinde tanımlanır. Ekonomik, siyasi ve politik faktörler ülke riskini belirleyen etmenlerdir.

Uluslararası piyasalarda verilen kredilerin ödenmesindeki belirsizlik ülke riskinin esas kaynağını oluşturduğundan, ülke riski kredi verilen ülkenin yükümlülüklerini yerine getirme isteği (politik risk) ve yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyeti (ekonomik risk) olarak ortaya çıkmaktadır. Politik risk ülke hükümetinin politikaları sonucu yapılan yatırımlar veya nakit akımlarında meydana gelen değişimlerdir. Savaşlar, askeri darbeler, iç ayaklanmalar, ülkedeki sosyal sınıf dengesizlikleri, gelir dağılımındaki bozukluklar, fikir ve ideolojik ayrılıklar ile bunlara ilişkin eylemler, ekonomik şartlar v.b. faktörler politik riski meydana getirmektedir. Ekonomik risk ise, ülke hükümeti veya ülkede faaliyet gösteren kurumların meydana getirdikleri nakit akımları sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu risk, hükümet veya kuruluşların borçlarını zamanında ödememesi, borç ertelemesi, teknik gecikme, veya borca ait yapılan yeni ödeme planı şeklinde ortaya çıkar.

Ülkelere ait risk düzeylerini gösteren derecelendirmeler Moody's, Standard&Poor's, Duff&Phelps gibi uluslararası kredi derecelendirme şirketleri tarafından yapılmaktadır. Derecelendirme şirketleri tarafından ülke riski belirlenirken; ülkenin politik durumu, kurumsal ilişkileri, endüstriyel özellikleri, ekonomik durumu, hükümetin politikalarında verdiği öncelikler ve bunlara ulaşmak için kullandığı araçlar, para ve maliye politikaları, dış ticari

durumu, başlıca ticaret yapılan ülkeler, fiyat hareketleri, ücretler, verimlilik, gelir dağılımı, sermaye hareketleri, piyasa müdahaleleri, altın ve döviz rezervi ve rezerv hareketleri gibi konuları esas alınarak bir süreç içerisinde değerlendirilir. Ülkelere ait derecelendirmelerde derecelendirme şirketleri sonuçları AAA, BB, C gibi sembollerle ifade ederek açıklamaktadırlar. Bu semboller ülkelerin içinde bulundukları ekonomik yapıyı ifade edici yorumlar içermektedir.

Derecelendirme şirketlerinden başka ülke risk analizi yapan kuruluşlar da mevcuttur. Bunlar, Business Environment Risk Intelligence (BERI), *International Country Risk Guide (ICRG)*, "The Institutional Investor" ve "The Euromoney" gibi kuruluşlardır.

Ülke riskinin ölçülmesine ilişkin yaklaşımlar, ticari bankaların sınır ötesi kredi verme faaliyetleri çok yoğun olduğu yıllarda, özellikle 1970'li yılların başlarında ve ortasında geliştirilmiştir. Ülke riski üzerinde literatürde genellikle 4 çeşit sistem tipi tanımlanmıştır. Bunlar tamamen kalitatif (nitel) yöntemler, yapısallaştırılmış kalitatif yöntemler, kontrol listesi (checklist) ve diğer kantitatif yöntemler şeklindedir. Tam kalitatif sistemler temel olarak bir ülkenin analitik içeriğinin ülkeden ülkeye değiştiği, sabit olmayan bir formattaki değerlendirme raporundan oluşmaktadır. Tüm ülkelere uygulanacak kesin bir analiz çerçevesinin olmaması karşılıklı ülke karşılaştırılmasını imkansız kılmaktadır. Üstelik bu değerlendirme sistemleri gelecekte ziyade geriye dönük olma eğilimindedir. Yapısallaştırılmış kalitatif sistemler, iyi tanımlanmış olan ve genellikle bazı istatistiksel analiz çeşitlerini içeren standartlaştırılmış bir biçime göre ülke raporlarını meydana getirmektedir. Kontrol listesi (checklist) yöntemi karakterine göre kantitatif sistemdir. Bu sistem bankanın ilgili olduğu tüm borçlu ülkeler için derlenen ekonomik, finansal, sosyal ve politik indikatörler setinden meydana gelmektedir. Son olarak diğer kantitatif sistemler ülke riski değerlendirmesinde ekonometrik ve diğer istatistiksel metodları içermektedir.

Bu tekniklerin bir ülkenin kredibilitesinin saptanmasında en objektif, sistematik ve karşılaştırılmalı yolu sunduğuna inanılmaktadır.

Ülke riskinin belirlenmesinden sonra verilen kredi notunun ilgili ülkede ne gibi etkiler meydana getirebileceği hususu o ülke için önemlidir. Özellikle ülke hükümetlerinin uyguladığı makro-ekonomik politikalar, mali kurumlar ve ülkede faaliyet gösteren yabancı yatırımcılar açısından verilen ülke riski büyük önem arz etmektedir. Politik istikrarın sağlandığı ve serbest piyasa ekonomisinin olduğu ülkelerde ekonominin reel olarak büyümesi, ülkenin iç ve dış yatırımlara elverişli hale getirilmesi ile mümkündür. Dış yatırımlar ise ülkenin derecelendirme kuruluşlarından aldığı notlara bağlıdır. Ülkede politik istikrarın sağlanması, yatırımların artırılması, GSMH'nin yükseltilmesi ve yabancı sermaye için ülkenin elverişli bir duruma getirilmesi alınacak yüksek ülke kredi notu ile mümkündür.

Ülkelerin kredi notu ve bu kredi notunun seyri aynı zamanda hem devlet tahvillerinin fiyatlanmasında hem de bu tahvillerin spread'lerindeki değişikliklerde belirleyici olmaktadır. Kredi notunda yükselme beklenen ülkelerin devlet tahvillerinin spread'leri azalabilmekte dolayısıyla ülke borçlanma koşulları daha elverişli hale gelebilmektedir. Ülke kendisine yapılan derecelendirme ile, faiz oranlarının riske göre farklılaştığı, borçlanma kalemlerinin kolaylaştığı ve çeşitli dengelerin kurulduğu bir yapıya kavuşmuş olur.

Ülkenin risk seviyesinin böylesine önemli olduğu bir ekonomik sistemde ülkemizle ilgili olarak model kurma ihtiyacı doğmaktadır. Ampirik yaklaşımlar içerisinde logit modelini kullanan çalışmaların en önemli yeri oluşturması nedeniyle çalışmada logit analizi kullanılmıştır. Bu model ile geri ödeyememe durumunu etkileyen ekonomik değişkenlerin tespitine çalışılmaktadır. Modelin sonucuna göre, ihracatın GSMH'ya oranı (XY), net uluslararası rezervlerin ithalata oranı (RM) ve net uluslararası rezervlerin GSMH'ya oranı (RY) kurulan modelde Türkiye için en anlamlı açıklayıcı değişkenler olarak bulunmuştur. Buna göre Türkiye'nin ülke risk seviyesine

en çok etki eden değişkenler yukarıda sayılan değişkenler olmaktadır. Dolayısıyla ülkenin kredi notunun spekülatif düzeylerden yatırım yapılabilecek seviyelere çıkarılması için bu değişkenlerin daha olumlu düzeylere çekilmesi gerekmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notların daha da iyileştirilmesi için kısa vadede yapılması gerekenleri

- GSMH'yı süratli ve istikrarlı bir şekilde arttırmak
- İhracatı hızlı ve süratli bir şekilde arttırmak
- İthalat artışını yavaşlatmak
- Cari açığın büyümesini önlemek

olarak sıralayabiliriz. Bunu için de kısa, orta ve uzun vadeli ekonomik politikalara ihtiyaç vardır. Aksi halde Türkiye ekonomisi bugünkünden daha zor şartlarda bir borçlanma yoluna gitmek zorunda kalacaktır.

## KAYNAKÇA

AKGÜÇ , Öztin

1985 “Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım, Makro Ekonomik Finansman Oranı”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 22, Sayı 11, Kasım: 29

Akşam Gazetesi

2005 “Mali Disiplin Karneye Yansıdı”, 14 Ocak

BAKDUR Alper ve G. DUMAN

1999 **Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları**, Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, İkili Ekonomik İlişkiler ve Teknik İşbirliği Dairesi, Temmuz

BALKAN, Erol M.

1995 **International Bank Lending and Country Risk**, NovaScience Publishers Inc., NewYork

BARSKY, Robert

2004 “**Oil and The Macroeconomy Since The 1970s**”, National Bureau of Economic Research Working Paper:10855

BURTON, F.N.ve I. HİSASHİ

1983 “Country Risk Evaluation Methods: A Survey of Systems in Use”, **The Banker**, Volume133, Number 683, January: 43

CHANG, Roberto

2005 “**Financial Crises and Political Crises**”, NBER Working Paper Series:11779

CIARRAPICO , Anna Micalea

1992 **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**,  
Dortmouth Publishing Company, Bookfield

CLAUDE, B. Erb., R. CAMPELL ve V. TADAS

1996 “Political Risk, Economic Risk, and Finacial Risk”, **Financial Analysts Journal**, November/December: 29-46

COŞKUN İsa ve N. YILMAZ

1997 “Kredi Değerliliği (Rating) Analizi”, **Yaklaşım**, Yıl 5, Sayı50,  
Şubat:26

EATON ,Jonathan, M. GERSOVİTZ, J.E. STIGLITZ,

1986 “**The Pure Theory of Country Risk**” NBER Working Paper Series, No:1894, April

EDWARDS, Sebastian,

1985 “**Country Risk, Foreign Borrowing and Social Discount Rate in an Open Developing Economy**” NBER Working Paper Series, No:1651

GANDE Amar ve David PARSLEY,

2004 “Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows”  
(www.imf.org) October

GÖKÇE, Deniz

1993 “Bu Standard Çok Poor”, **Capital**, Yıl.1 Sayı 4 :Haziran:76

GÜR, Timur Han

1998 **External Debt and Emprical Models For Country Risk Assessment**, Capital Markets Board of Turkey, March

1999 "Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler" **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 18, Sayı2: 119-139

GÜRLESEL, Can Fuat

1998 "Türkiye'nin Uluslararası Kredibilitesi", **Finans Dünyası**, Ocak:53

HEFFERMAN, Shelagh A.

1986 **Sovereign Risk Analysis**, Ailen and Unwin Inc., London,

Hürriyet Gazetesi

2004 "S&P Türkiye'nin Notunu Artırırken Nelere Dikkat Çekti",  
18 Ağustos

2004 "Fitch Notumuzu Arttırdı", 26 Ağustos

KAMINSKY Graciela and L. Sergio SCHUMKLER

2002 "Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?", **The World Bank Economic Review**, Vol.16, No:2: 171-195

KARADAĞ, İsmail

2003 **Ülke Riski Yüksek Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik İhracat Kredi Sigortası Ve Garanti Programları**, (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi) Türk Eximbank

KOZANOĞLU, Hayri

1987 "Ülke Risk Analizleri ve Türkiye'nin Ödemeler Dengesi Üzerine Bir Projeksiyon Modeli", **Doktora Tezi**, İstanbul

KRAYENBUEHL, Thomas

1988 **Country Risk, Assessment and Monitoring It**, Woodhead  
Faulkner, Cambridge

Management of Banks' International Lending (Country Risk Analysis and  
Country Exposure Measurement and Control),

1982 Mart (<http://www.bis.org/publ/bcbasc122.pdf>)

MANASSE Paolo and N. Roubini

2005 **"Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises"**, IMF Working  
Paper: March

Milliyet Gazetesi

2004 "S&P, Türkiye'nin Kredi Notunu Arttırdı", 9 Mart

2004 "Japonlar Türkiye'nin Görünümünü Düzeltti" 18 Ağustos

Moody's Investor Service

1997 **The Function of Ratings In Capital Markets**, NewYork

OPPENHEIM, K. Peter

1987 **International Banking**, Fifth Edition, American Bankers  
Association, USA

PANCRAS, J. Nagy

1979 **Country Risk, How to Assess, Quantify and Monitor It**,  
Euromoney Publications, London

PETER, S.Rose

1989 **Money and Capital Markets**, Texas A&M University,  
Homewood, Boston

RAMCHARRAN, Harri

1999 "The Determinants of Secondary Market Prices for Developing Country Loans: The Impact of Country Risk" **Global Finance Journal** , 10:2 : 173-186

REINHART Carmen M., K.S. ROGOFF ve M.A. SAVASTANO

2003 "**Debt Intolerance**" NBER Working Paper Series No:9908

ROGER P., Nye

1996 "**İstenilmeyen Ratingler**" Finans Dünyası, Ekim: 38-40

SOLBERG , Ronald L.

1992 **Country Risk Analysis A Handbook**, Routledge, London and Newyork

Standard&Poors Corporation

1995 **Standard&Poors Credit Overview İnternational**, New York

2000 **Public Finance Criteria**, New York

2002 **Corporate Ratings Criteria**, New York

SUNALI Halil ve E. UMSAN

"Rating: Yatırımcı ve İhraççılar Açısından Fonksiyonları" **Active Bankacılık, Finans, İnsan Kaynakları ve Teknoloji Gazetesi**, ([www.activefinans.com](http://www.activefinans.com))

SUNAR, Ali Mert

1994 **Türkiye'nin Kredi Değerliliği Analizi**, (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi) T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü

SY, Amadou

2001 “**Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling Market Views with Economic Fundamentals**”,  
IMF Working Paper :165

YİĞİDİM, Arslan

2006 “Avrupa Birliği Türkiye İçin Çıpa Olabilir mi? Makro Bir Değerlendirme”, **İktisat İşletme ve Finans**, Şubat :70-89

YÖRÜK, Nevin

1999 **Ülke Riski ve Türkiye’nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler**, Tokat

YURT, Emel

1995 “1980 ve Sonrasında Türkiye’nin Dış Borçlanmasında Ülke Riskindeki Gelişmeler”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl30, Sayı ½ (Ocak-Şubat): 59-68

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı

2004 **Kamu Borç Yönetim Raporu**, Kasım 2005

Tercüman Gaztesi

2005 “JCR Kredi Notunu Arttırdı”, 11 Mart

The Economist,

1991“ Credit Rating Agencies”, March 30TH, s. 8

TUĞAY, Fatoş,

1991 “Ülke Riski”, **Bankacılar**, Yıl :2, Sayı:5, Temmuz :30-37

Türkiye Gazetesi

2004 “Moody’s Notumuzu Arttırdı”, 1 Ekim

## ÖZET

Uluslararası sermayenin rahatça dolaşabildiği dünya ekonomisi içerisinde, ülkelerin birbirleriyle olan ilişkileri dünya ülkeleri içinde bulundukları yere bağlıdır. Özellikle dünya çapındaki gelişmelere ve uluslararası sermaye akımlarına önemli ölçüde etki edebilecek güçteki ülkelerin diğer ülkelerle olan ilişkilerde söz sahibi olduğu bilinen bir gerçektir. Günümüz dünyasında ülkelerin güçlü olup olmadığının belirlenmesi askeri güçten ziyade ekonomik ve politik güç olarak değerlendirilmektedir. Ekonomik ve politik gücün değerlendirilmesinde çeşitli kıstaslar vardır. Bunlar arasında en önemlisi ülkelerin risklilik düzeyini gösteren kredi notlarıdır. Ülkelerin almış oldukları kredi notları o ülkenin ekonomik, politik ve sosyal yapısından hareketle belirlendiği için ülkelerin içinde bulundukları durumu ifade etmede kullanılan en iyi araçtır.

Günümüzde ülkeler birbirleri ile olan finansal ilişkilerini karşı ülkelerin almış oldukları kredi notuna göre değerlendirmektedirler. Dünyada dışa kapalı ülkelerin yıkıldığı, serbest piyasa ekonomisinin önem kazandığı bir dönemde, ülkelerin birbirleriyle olan ilişkilerinde söz sahibi olmaları ve güvenilirliklerinin yüksek olması gerekliliği, yani ülke riskinin düşüklüğü, artık herkes tarafından bilinen bir gerçektir. Bu çalışmada ülke riski ele alınmış ve ülke riskinin nasıl ölçüldüğü ve Türkiye'nin ülke risklilik durumunda hangi konumda olduğu üzerinde durulmuştur.

## **ABSTRACT**

In the world of economy which international capital can flow easily, the relationship among countries depends on their position each other. Especially, it is known that the countries which effect to a great degree happenings and international capital flows in the world arena. In our world, determining powerty of countries is assumed as economic and politic power rather than military power. There are some various criterion in the determining economic and politic power. Among them, the most important one is credit scores which shows level of risk of the countries. Credit scores given countries are quantified through economic, politic and social structure. So, the credit scores are the best method expressed stuation of countries.

Today, countries have evaluated the finacial relationshipamong them according to other countries that given credit scores. In the period that countries which have close economy lost their credibility and free market economy become more important. It is clear that necessity of high credibility, that is low country risk, is the main problem.

In this study country risk was researched, and, it is evaluated that how country risk is measured and where Turkey is from the point of view country risk.