

# Finansal Oryantalizmin Keşif Kolu Olarak Kredi Derecelendirme Kuruluşları\*

MEHMET BABACAN • NURULLAH GÜR

- Küresel finans mimarisinde kredi derecelendirme kuruluşlarının yeri nedir?
- Kredi derecelendirmenin anlam ve yöntemi nedir?
- Türkiye'nin ekonomik performansı ile kredi derecelendirme notlarının ilişkisi nedir?

150 yıla dayanan geçmişleri ile kredi derecelendirme notlarının küresel finans mimarisi içinde oynadıkları rol bugün yalnızca gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş ülkelerde de sorgulanmaya başladı. Bu sorgulamanın gerek ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyi açısından gerekse de ülke içi ekonomik refah dağılımı açısından anlamlı sonuçları vardır. Ülkeler arası düzlemde gelişmişlik düzeyleri arasındaki farkların iktisadi yakınsama ya da iraksama denen büyüme farklılıklarını ve ülkelerin birbirine olan bu iktisadi mesafeyi belirlediği düşünüldüğünde, kredi derecelendirmenin araçsallığı daha da tartışılmalı bir hale gelmektedir. Zira ülkelere yönelik finansal akış ve yatırımların karar alıcı organları üzerinde belirgin bir etkiye sahip derecelendirme kuruluşlarının varlıklarını borçlu oldukları bu

“sermayedar” sınıfı üzerinde gün geçtikçe daha etkin oldukları bir vakıdır.

Yatırımcılar ile yatırımlar arasında bir aracı kuruluş vazifesi görmesi beklenen bu kuruluşlar 2. Dünya Savaşı sonrası kurulan küresel ekonomik yapıda IMF ve Dünya Bankası'nın oynadığı rolden pay çalmaktadır. Küresel yönetişimin giderek önem kazandığı bir dönemde bu kuruluşlar ülkelerin makro görünümüleri, sektörlerin güçlü ve zayıf yanları, bölgesel veya küresel politik riskleri, ülke grupları ve ülkeler için sınıflandırmakta; sonrasında ise belirli bir metodoloji ile notlar tayin etmektedir. Bu kuruluşların başlangıçta gördükleri işlev açısından Post-Washington Mutabakatı'nda önemli yer işgal etmeleri de kaçınılmaz olmuştur. Uluslararası ticari ve finansal akışların ülke-

## Mehmet BABACAN

2003 yılında lisans (Marmara Üniversitesi), 2007'de yüksek lisans (Clemson University) ve 2011'de doktora (Marmara Üniversitesi) derecelerini iktisat üzerine almıştır. Doktora tezinde çalışmış olduğu kurumlar, yönetim ve uluslararası ticaret ilişkisine ilave olarak büyüme ve kalkınma, ticaret politikaları alanlarında yoğunlaşmaktadır. Ocak 2014'ten bu yana İstanbul Ticaret Üniversitesi bünyesindeki İslam Ekonomisi ve Ekonomik Sistemler Uygulama ve Araştırma Merkez müdürlüğü görevini yürütmektedir. Mart 2014'ten itibaren ise SETA İstanbul'da Ekonomi Bölümü'nde araştırmacı statüsü ile bulunmaktadır.

## Nurullah GÜR

2006 yılında Marmara Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nden mezun oldu. Aynı bölümden 2008 yılında yüksek lisans derecesini aldı. 2008-2012 yılları arasında University of Essex'de yüksek lisans ve doktora çalışmalarını gerçekleştirdi. 2009-2012 yılları arasında aynı üniversitede asistan olarak görev yaptı. 2013 yılında Türkiye'ye dönen Gür, halen İstanbul Ticaret Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nde öğretim üyesi olarak çalışmalarına devam etmektedir. Kendisi aynı zamanda SETA İstanbul Ekonomi Direktörlüğü'nde araştırmalar yapmaktadır. Ekonomik gelişme ve finans-reel sektör ilişkileri alanlarında çeşitli uluslararası dergilerde yayınları bulunmaktadır. Disiplinler arası çalışmalara önem veren Gür'ün uluslararası politik iktisat ve ekonomik gelişme alanlarında ise kitap çalışmaları bulunmaktadır.

\* Başlık Edward Said'in ünlü eseri Oryantalizm'den esinlenmiştir.

lerin münferit ekonomi politikalarını köklü biçimde etkiledikleri, adına “küreselleşme” denilen yeni bir düzenin kurulduğu 90’lı yıllarda ise ekonomide finansallaşma giderek artmış ve küresel ticaretin dahi önüne geçmiştir. Bugün nominal değeri trilyonlarca doları bulan uluslararası finansal hareketlerin belirleyiciliği ve etkileri açısından kredi derecelendirme kuruluşları üzerinde tartışmayı fazlaca hak etmektedir. 90’lı yıllarda –özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki politikaları ile– IMF ve Dünya Bankası sıklıkla eleştirilere hedef olurken, 2000’li yıllarda Standard&Poor’s (S&P), Fitch ve Moody’s gibi kredi derecelendirme kuruluşları yanında, bireysel ve ekonomik özgürlüğe dair derecelendirmeleri ile Freedom House, Transparency International gibi düşünce kuruluşları da hedef tahtasının yeni sakinleri olmuşlardır. Bu kuruluşların bir tür “erken uyarı” unsuru vazifelerinde aksamaları ve yanıtıcı olmaları eleştirilerin odak noktası olmuştur.<sup>1</sup>

## KREDİ DERECELENDİRMENİN METODOLOJİSİ VE TARTIŞMALAR

Kredi derecelendirmenin birbirine yakın olmak üzere birkaç farklı tanımını birleştirdiğimizde kısaca şu şekilde özetlemek mümkün olacaktır: Kredi derecelendirme, herhangi bir kredi alışverişinde açılan kredinin zamanında ve eksiksiz ödenmesine dair riskin objektif verilerle ölçülmesi ve sınıflandırılmasıdır.<sup>2</sup> Bu veriler nicel ve nitel olarak sınıflandırılırken, riskler ise finansal, ekonomik ve politiktir. Nicel ve nitel verilerin ortaya konması, profesyoneller tarafından analizi yapılacak ve nihayet uluslararası kabul edilmiş notlara dönüştürülecek derecelendirme çalışmasının neredeyse en sorunsuz tarafını temsil ederken, karşı karşıya kalınan ekonomik ve politik risklerin sınıflandırılması ve ölçüklendirilmesi bilhassa sorunlu olmuştur.

Elinizdeki çalışma kredi derecelendirme kuruluşlarının yalnızca hükümetler (sovereign governments)

1. Bkz, Erdal Tanas Karagöl ve Ülkü İstiklal Mıhçıoğlu, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar”, SETA Rapor, no. 7 (Eylül 2012).

2. Alternatif tanım ve tartışmalar için bakınız: Mahmut Yardımcıoğlu ve Kenan Bora, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri”, KSÜ İİBF Dergisi, c. 3 no. 1 (2013), s. 111-118; Mehmet Yazıcı, “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, Maliye ve Finans Yazıları, c. 82 (2009).

nezdindeki yöntem ve çalışmalarını esas alsa da, finansal ve diğer kuruluşların derecelendirmesinde kullanılan araç ve yöntemler ile bunlar arasında benzerlikler mevcuttur. Kısmi farklılıklar taşıyalar da bugün bir oligopol olan kredi derecelendirme “piyasası”nın başlıca üç oyuncusu olan S&P, Fitch ve Moody’s derecelendirme metodolojisinde (i) kurumsal ve etkin yönetim göstergeleri, (ii) ekonomik yapı ve büyüme gibi beklentilere dair göstergeler, (iii) dış finansal pozisyona dair göstergeler, (iv) mali göstergeler ve (v) parasal esnekliğe dair göstergeler önemli yer tutmaktadır. Bütün bu göstergelerin analitik bir metodoloji ile notlar halinde sınıflandırılması ise yatırımcılar ve diğer karar alıcılar nezdinde erken uyarı vazifesi görmektedir. 1997 Doğu Asya ve 2008 küresel finans krizlerine rağmen, özellikle kurumsal büyük yatırımcılar açısından bu notların önemi 90’lı yıllardan bu yana her geçen gün artmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları, görüşlerinin her kesimden yatırımcı tarafından kolay bir şekilde anlaşılabilmesi adına belirli bir harf sistemi uygulayarak not verirler (bkz. Tablo 1). Bu notlar da temel olarak üç ana kategoriye ayrılır: (1) Yatırım yapılabilir seviye, (2) spekülasyon seviyesi ve (3) iflas.

Küresel finans sistemine entegre olarak sermaye akışlarından istifade etmek isteyen ülkeler, kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırım yapılabilir seviye olarak belirledikleri yerden not almaya çalışmaktadır. Yatırım yapılabilir seviyesine çıkmak neden önemlidir?

Yatırım yapılabilir seviyeden alınacak bir kredi notu sayesinde hem spekülasyon amaçlı yatırım yapanların talep ettiği yüksek faiz oranları aşağıya inmekte, hem de daha uzun vadeli yatırımcı ilgili ülkeye yönelmişinden dış fonların arzında artış yaşanmaktadır. Dolayısıyla yatırım yapılabilir eşik aşıldığında ülkenin toplam fon arzı artarken borçlanma maliyetleri hem kamu hem de özel sektör için azalmaktadır. Böylesine bir etki gücüne sahip olmak da, kredi derecelendirme kuruluşlarının yerini sağlamlaştırmaktadır. Ancak özellikle kriz dönemlerinde bu kuruluşların verilen kararlarda oynadıkları rol çok tartışmalı olmuştur.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının birçok durumda ekonomik realiteden uzak bir şekilde kre-

TABLO 1. KREDİ DERECELENDİRME KURUMLARI NOT SİSTEMLERİ			
S&P	Moody's	Fitch	Notun açıklaması
AAA	Aaa	AAA	En Yüksek Derece
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	Yüksek Derece
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	İyi Kredi Derecesi
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	Ortanın Altı
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	
BB	Ba2	BB	Yatırım Yapılmaz
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	Spekülatif
B	B2	B	Önemli Derecede Spekülatif
B-	B3	B-	
CCC+	Caa	CCC	
CCC	Caa3	CC	Şiddetli Riskli
CC	Ca	C	Aşırı Spekülatif
D	D	DDDDDD	Yükümlülüğünü Yerine Getiremez

Kaynak: S&P, Fitch ve Moody's.

di notlarını verdikleri şeklinde yaygın bir kanaat zamanla oluşmuştur. Örneğin, Doğu Asya mucizesi zamanında makroekonomisine ve devletle sıkı ilişkiler içerisinde bulunan aile holdinglerini kapsayan şirket kültürüne (chaebol) önce yoğun eleştiri getirilen (1960'lar ve 1970'ler) sonra ise methiyeler düzülen (1980'ler) Güney Kore, 90'lı yıllarda kredi derecelendirme şirketleri tarafından dünyada yatırım yapılabilir ülkelerin başında gösterilmekteydi. Fitch tarafından Güney Kore'ye bu dönemde verilen notlar kredi derecelendirme kuruluşlarının 1997'de patlak veren Güney Asya Krizi'ni nasıl da ıskaladıklarını çok net bir şekilde ortaya koymaktadır (bkz. Tablo 2). Nitekim IMF ve diğer uluslararası kuruluşlar ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının bu öngörü yoksunluğu değil, ama üzerine onca methiyeler düzülen sistem, kriz sonrasında bir anda "ahbap-çavuş kapitalizmi (crony capitalism)" olarak aşağılanmaya başlamıştır.

TABLO 2. DOĞU ASYA KRİZİNDE (1997) GÜNEY KORE'NİN FITCH KREDİ NOTLARI	
Tarih	Not
27 Haziran '96	AA-
18 Kasım '97	A+
26 Kasım '97	A
11 Aralık '97	BBB-
12 Aralık '97	BBB-
23 Aralık '97	B-
21 Ocak '98	B-
3 Şubat '98	BB+

Kaynak: Fitch.

Kredi derecelendirme kuruluşları daha da büyük hataları 2007-8 Küresel Finans Krizi (KFK) öncesi ve sonrasında yapmışlardır. Finans alanında son yılların en ilgi çeken *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown* (13 Bankacı: Wall Street'in Cebrî Devri ve Yaklaşan Finansal Çöküş) adlı kitabın yazarları Johnson ve Kwak'a göre, Amerikalı

finans elitlerin son otuz yıllık süreçte gittikçe güçlenmesi bir finans oligarşisini meydana getirmiştir.<sup>3</sup> Bu finans oligarşisi güçlü lobicilik faaliyetleri yoluyla Amerikan hükümetine etki ederek finans piyasalarındaki düzenleme ve denetimlerin asgari düzeylere inmesini sağlamıştır. Bu başına buyruk finans oligarşisi menkul kıymetleştirme yolunu kullanarak ABD emlak piyasasındaki konut kredilerini dünyadaki birçok banka ve yatırımcıya satmışlardır. En iyi müşterileri bahsettiğimiz finans oligarşisi olan kredi derecelendirme kuruluşları ise menkul kıymetlere dayalı finansal varlıklar konusunda aşırı iyimser tahminler yapıp çok yüksek kredi notları vererek, bu varlıkların dünyanın her yerinden talep görmesini sağlamıştır. Bu durum krizin bütün dünyaya yayılmasına neden olan faktörlerin başında yer almaktadır. Menkul kıymetleştirme akımının en çok tartışılan enstrümanlarından birisi “Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri”dir (Collateralized Debt Obligations- CDO). Moody’s ve S&P’nin 2004 ve 2005 yıllarında finansal oligarşi içerisinde yer alan müşterilerini mutlu etmek için kredi derecelendirme modellerini CDO’lara daha yüksek not verecek şekilde güncellediğini de unutmamak gerekir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yalnızca ABD kökenli KFK öncesinde değil takip eden dönemde de yanıldıkları ve yanılttıkları ifade edilmelidir. KFK’nin ABD’den Avrupa’ya doğru yayılmasından önce Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İtalya gibi ülkelerin A’lar ile dolu kredi notları bulunmaktaydı (bkz. Tablo 3). Kamu borçlarının gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı üç haneli rakamlara ulaşan, sanayi sektöründeki dinamizmini uzun yıllar önce kaybeden ve yüksek işsizlik oranları ile boğuşan bu ülkelere sırf eski performanslarının hatırına ve Avrupa Birliği ülkesi kontenjanından yüksek kredi notları vermenin bedeli, kredi derecelendirme kuruluşları için büyük bir itibar kaybı olmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşları kriz sonrası itibarlarını çok para kaybetmeden geri kazanır gibi görse de, her zaman paçayı bu kadar kolay kurtarmamışlardır. Örneğin S&P, KFK öncesinde vermiş oldu-

3. Simon Johnson ve James Kwak, 13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown, (Random House, New York: 2010).

ğu taraflı kredi derecelendirme faaliyetlerinden dolayı bu yılın başında ABD Adalet Bakanlığı tarafından 5 milyar dolar tazminat ödemeye mahkûm edilmiştir.

**TABLO 3. KÜRESEL FİNANS KRİZİ ÖNCESİ YUNANİSTAN, İSPANYA, İTALYA VE PORTEKİZ’İN KREDİ NOTLARI**

Ülke	S&P	Moody’s	Fitch
Yunanistan	A	A1	A
İspanya	AAA	Aaa	AAA
İtalya	A+	Aa2	AA-
Portekiz	AA-	Aa2	AA

**Kaynak:** S&P, Moody’s ve Fitch.

Yapılan birçok akademik çalışma da kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik realiteden uzak kararlar verdiğinin altını çizmektedir. Finansal krizler literatürünün en önemli isimlerinden Carmen Reinhart’ın da gösterdiği gibi, kredi derecelendirme kuruluşlarının notları bankacılık ve döviz kuru krizlerini tahmin etmede son derece başarısızdır.<sup>4</sup> Yapılan çalışmalarda kredi derecelendirme kuruluşlarının çıkar çatışmalarından dolayı büyük şirketlerin çıkardıkları finansal varlıklara daha yüksek notlar verdikleri ve ortalama olarak B+ kredi notlarına sahip finansal varlıkların teminatlandırılması ile oluşturulan yeni finansal varlıklara ise AAA notları verdikleri tespit edilmiştir.<sup>5</sup> İşte kredi derecelendirme kuruluşlarının sahip oldukları “objektif” metodolojik araçlar ve piyasa ilişkilerine rağmen not kararlarındaki tutarsızlıklar bugüne gelindiğinde daha fazla öne çıkmış durumdadır. Gelişmekte olan piyasalara dönük bu olumsuz normatif tutumların son örneklerini de Türkiye üzerinden okumaya çalışacağız.

4. Carmen Reinhart, “Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises”, *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* içinde, der. Richard Levich, Giovanni Majnoni ve Carmen Reinhart, (Kluwer Academic Press, New York: 2002), s. 251-268.

5. Efraim Benmelech ve Jennifer Dlugosz, “The Alchemy of CDO Credit Ratings”, *Journal of Monetary Economics*, c. 56, no.5 (2009), s. 617-634; He Jie, Jun Qian ve Philip E. Strahan, “Credit Ratings and the Evolution of the Mortgage-Backed Securities Market” *American Economic Review*, c. 101, no. 3 (2011), s. 131-35.

## KREDİ DERCELENDİRME KURULUŞLARININ TÜRKİYE İLE İMTİHANI

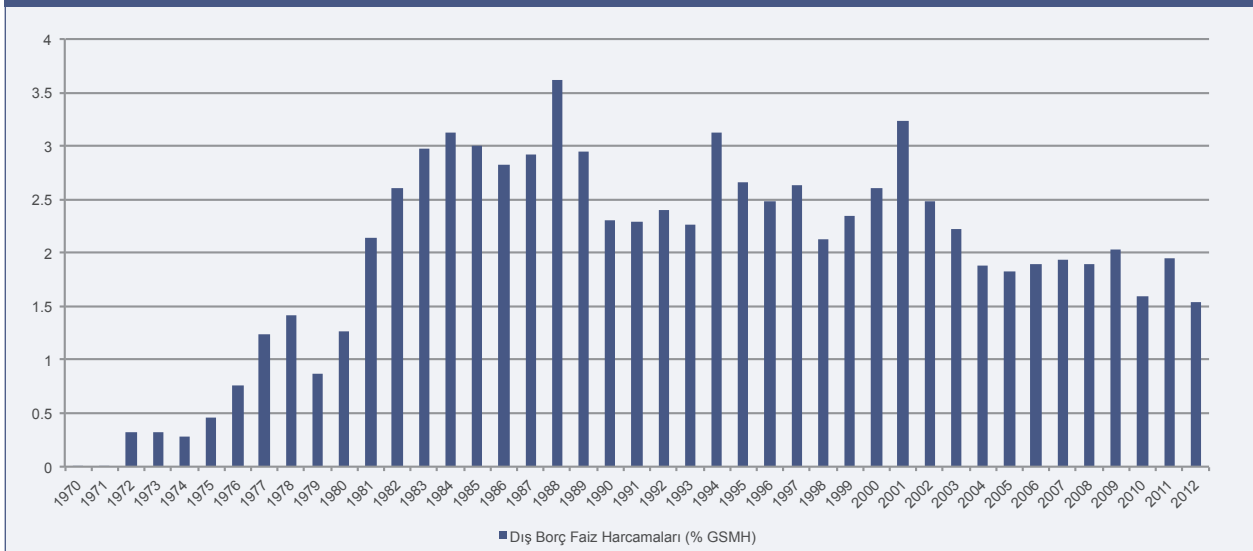
2008'den bu yana KFK'nin kredibilitesine en fazla zarar verdiği kuruluşlardan olan derecelendirme kuruluşları, özellikle de üç büyükler diye bilinen S&P, Moody's ve Fitch, "objektif" kriterlerini çoğunlukla gelişmiş ülkelerden pozitif ayrılan gelişmekte olan ülkeler aleyhinde kullanmış; ABD ve AB piyasalarında gittikçe derinleşen ve değişen risk unsurlarını tespit edememiştir. Buna mukabil erken uyarı vazifesini geliştirmekte olan piyasalar söz konusu olduğunda başarı ile görmüş ancak çoğu kez yanılmaktan kurtulamamıştır. Büyük ölçekli (genellikle dış finansman sağlayan) firmalar ve bankaları notlandırırken geliştirmekte olan ülkelerin kendine özgü koşullarını göz önüne alarak iyi performans göstermelerine karşın zamanında notlandırmayan, ancak gelişmiş ülke kuruluşları söz konusu olduğunda piyasanın önünde giden üç büyükler küresel finans düzenine olan inancı da sarsmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye ile macerası ise 1992'de başlamış, bu zamana dek S&P başta olmak üzere üç büyükler 100'e yakın kredi notu değerlendirmesinde bulunmuştur. Yatırım yapılabilir seviyeden 1993'ten 2013'e dek geçen zaman zarfında sürekli uzakta yer alan Türkiye, doğrudan

ya da dolaylı dış finans akışlarından yeterince yararlanamadı. Bu açıdan Grafik 1'deki faiz maliyetinin çok daha aşağılara düşebileceğini göz önünde bulundurmak gerekir. Ancak Türkiye'nin özellikle son on yıllık dönemde yakalamış olduğu ekonomik ve siyasi istikrarın sonuçlarına baktığımızda, kredi derecelendirme kuruluşlarının ortadaki ekonomik ve siyasi başarıyı geriden takip ettiği söylenebilir. Son dönemde Türkiye'yi Avrupa borç krizi sarmalındaki ülkelerden veyahut küresel finans krizinden en fazla etkilenmiş Amerika ve Asya ülkelerinden farklılaştıran ana unsurların başında, kamu mali dengesi başta olmak üzere, makro ihtiyati tedbirler altında 2010'dan bu yana uygulanagelen para politikaları gelmektedir. Nitekim 2002 yılından itibaren ortodoks başlayan ama öyle devam etmeyen bu politikaların ürettiği büyüme başta olmak üzere reel ekonomik başarılar örneğin ülkede faiz harcamalarının maliyetini dramatik biçimde azaltmıştır. Buna göre AK Parti iktidarı döneminde – onca politik risk unsurunun ancak zaman içinde bertaraf edilebilmesine rağmen – siyasi istikrar sayesinde Türkiye'nin karşı karşıya kaldığı borçlanma maliyeti hızla düşmüştür (bkz. Grafik 1).

2013 Mayıs ayında Türkiye'nin yakın tarihinde gördüğü en olumlu makroekonomik görünüm, ay

GRAFİK 1. TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇ FAİZ HARCAMALARI (1970-2013)



Kaynak: Dünya Bankası.

sonunda patlak veren Gezi Parkı eylemleri ve sonrasında 17-25 Aralık süreci ile yeniden bozulmuş ve neredeyse tüm süreç Başbakan Erdoğan'ı ve hükümeti devirmeyi hedefleyen bir mahiyet kazanmıştır. Böylesi bir atmosferde geçen son bir yıl haricinde Türkiye'nin uluslararası risk primi pek çok Avrupalı ülkenin altına düşmüş, fakat buna mukabil kredi derecelendirme kuruluşları sağlam makroekonomik performans ile cazibesi artan ülkeye hak ettiği notu vermekte isteksiz davranmıştır. Ülkenin karşı karşıya kaldığı makroekonomik ve politik riskleri büyüteç altına alan kredi derecelendirme kuruluşları Merkez Bankası politikalarının tartışıldığı bir eksen de gittikçe otoriterleşen bir Erdoğan portresinin yaratacağı istikrarsızlıktan dem vurmaktadır. Fakat böylesi bir portre

gerçek durumu izahtan çok uzak, finansal piyasaların diliyle söylersek esasında bir "köpük"ten ibaret görünüyor. Zira –son on iki yılda olduğu gibi– ekonomik istikrarın sağlam temelleri olan siyasi istikrarı temin için mevcut şartlarda Erdoğan'ın güçlü liderliği, dış yatırımlar ve yurtiçi iktisadi faaliyet açısından güçlü bir sinyal olmaktadır. Özetle söylersek, Erdoğan etrafında yaratılmaya çalışılan politik risk ve istikrarsızlık algısı reel ekonomik şartlarla uyumsuzluğu nispetinde inandırıcılığını ve kredibilitesini yitirmektedir.

Finansal piyasalar başta olmak üzere Türkiye'nin ekonomik sağlamlığının geçtiğimiz beş yıllık dönemde defalarca sınındığı ve her testin başarıyla aşıldığını gören ekonomik aktörlerin cumhurbaşkanlığı seçimleri ve sonrasına ilişkin en net aldıkları sinyalin

TABLO 4. TÜRKİYE'NİN KREDİ NOTLARI VE GÖRÜNÜMÜ

Tarih	Moody's Not	Moody's Görünüm	Fitch Not	Fitch Görünüm	S&P Not	S&P Görünüm
Nisan 2010	Ba2	Pozitif	BB+	Durağan	BB	Pozitif
Eylül 2011	Ba2	Pozitif	BB+	Pozitif	BB	Pozitif
Aralık 2011	Ba2	Pozitif	BB+	Durağan	BB	Pozitif
Ocak 2012	Ba2	Pozitif	BB+	Durağan	BB	Pozitif
Şubat 2012	Ba2	Pozitif	BB+	Durağan	BB	Pozitif
Mart 2012	Ba2	Pozitif	BB+	Pozitif	BB	Pozitif
Haziran 2012	Ba1	Pozitif	BB+	Pozitif	BB	Durağan
Temmuz 2012	Ba1	Pozitif	BB+	Durağan	BB	Durağan
Ekim 2012	Ba1	Pozitif	BB+	Durağan	BB	Durağan
Kasım 2012	Ba1	Pozitif	BBB-	Durağan	BB	Durağan
Aralık 2012	Ba1	Pozitif	BBB-	Durağan	BB	Durağan
Ocak 2013	Ba1	Durağan	BBB-	Durağan	BB	Durağan
Mart 2013	Ba1	Durağan	BBB-	Durağan	BB+	Durağan
Nisan 2013	Ba1	Durağan	BBB-	Durağan	BB+	Durağan
Mayıs 2013	Baa3	Durağan	BBB-	Durağan	BB+	Durağan
Ekim 2013	Baa3	Durağan	BBB-	Durağan	BB+	Durağan
Kasım 2013	Baa3	Durağan	BBB-	Durağan	BB+	Durağan
Aralık 2013	Baa3	Durağan	BBB-	Durağan	BB+	Durağan
Şubat 2014	Baa3	Durağan	BBB-	Durağan	BB+	Negatif
Nisan 2014	Baa3	Negatif	BBB-	Durağan	BB+	Negatif
Haziran 2014	Baa3	Negatif	BBB-	Durağan	BB+	Negatif
Ağustos 2014	Baa3	Negatif	BBB-	Durağan	BB+	Negatif

**Not:** Kayda değer bir başka kredi derecelendirme kuruluşu olan Japon JCR Mayıs 2013'te Türkiye'nin kredi notunu BBB- olarak yatırım yapılabilir seviyeye çekmişti.

**Kaynak:** Yazarların derlemesi (Moody's, Fitch ve S&P).

kaynağı yine Erdoğan olmaktadır. Mikroekonomide yahut finasta olduğu gibi “sinyalizasyon teorisi”, birden fazla sayıda oyuncunun atacağı adımların her birinin diğeri ile bağlantılı olduğu bir oyun teorik düzlemde oyunun en net sinyal gönderenin çizdiği çerçevede devam edeceğini ifade eder. Üstüne üstlük, sinyali gönderenin dürüstlüğü kadar sinyali alanın güveninin de tam olması bilgi asimetrisini ortadan kaldırmak için gerek şarttır.<sup>6</sup> İşte bu şartlar altında kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye başta olmak üzere, KFK’nin ilk yıllarında pozitif ayrışan gelişmekte olan piyasalara hak ettikleri notu vermekteki isteksizliklerine karşın FED’in Mayıs 2013’teki duyurusunun ardından negatif ayrışmaya başlamaları

6. İktisat literatüründe konunun temel metinlerinden olan ve işgücü piyasalarında ehliyet ve liyakat ile takdir/ödül arasındaki asimetrik bilgi problemini ele alan makalesi için bkz. Michael Spence, “Job Market Signaling”, The Quarterly Journal of Economics, c. 87, no.3 (1973), s. 355-374.

ile birlikte “negatif izleme” yarışına girmeleri manidar bulunmaktadır (bkz. Tablo 4).

Son olarak, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının son dönemde Türkiye’nin siyasi istikrarının her defasında aksini ispat etmesine rağmen “muhtemel” riskler etrafında bir baz senaryo kurma çalışmaları giderek azalan itibarlarını daha da zedelemiştir. Zira küresel finans sisteminin dış finansman bağımlısı ülkeleri IMF ve diğer uluslararası kuruluşlar eliyle terbiye edişinin üzerine yeni bir mürebbiye olarak kredi derece kuruluşlarının eklenmesi vesayet tartışmalarının asıl kaynağına dair bir fikir de vermektedir. Mayıs 2013’ten bu yana risk primlerinin olağandışı bir biçimde arttığı Türkiye’de bugün ana kırılma noktası olarak gösterilen cari açık ve dış borçlanma maliyetlerinin, derecelendirme kuruluşlarının kredi notları ya da görünümüne dair açıklamaları ile dolaylı bir bağlantısı olması ise ayrıca düşündürücüdür.



SIYASET, EKONOMİ VE TOPLUM ARAŞTIRMALARI VAKFI  
FOUNDATION FOR POLITICAL, ECONOMIC AND SOCIAL RESEARCH  
مركز الدراسات السياسية والاقتصادية والاجتماعية

www.setav.org | info@setav.org | @setavakfi

#### SETA | Ankara

Nenehatun Caddesi No: 66 GOP Çankaya  
06700 Ankara TÜRKİYE

Tel: +90 312.551 21 00 | Faks: +90 312.551 21 90

#### SETA | İstanbul

Defterdar Mh. Savaklar Cd. Ayvansaray Kavşağı  
No: 41-43 Eyüp İstanbul TÜRKİYE

Tel: +90 212 315 11 00 | Faks: +90 212 315 11 11

#### SETA | Washington D.C.

1025 Connecticut Avenue, N.W., Suite  
1106 Washington, D.C., 20036 USA

Tel: 202-223-9885 | Faks: 202-223-6099

#### SETA | Kahire

21 Fahmi Street Bab al Luq Abdeen  
Flat No 19 Kahire MISIR

Tel: 00202 279 56866 | 00202 279 56985