

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Geçtiğimiz yılın son çeyreğinde küresel büyüme hızı, bir önceki çeyreğe kıyasla düşmeye devam ederek 2015 yılsonu itibarıyla uzun dönem ortalamasının altında kalmıştır. Söz konusu düşüşte gelişmekte olan ülkeler grubu iktisadi faaliyetindeki olumsuz seyrin yanı sıra gelişmiş ülkelerde de büyümenin yavaş seyrediyor olması etkili olmuştur. Anılan dönemde, Çin ekonomisinin zayıf seyri, başlıca ticaret ortağı olan gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerini olumsuz etkilemeye devam ederken, zayıf seyreden emtia talebine bağlı olarak emtia ihracatçısı gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümleri üzerinde de aşağı yönlü unsur olmaya devam etmiştir. Gelişmiş ülkeler tarafına bakıldığında, büyüme destekleyici makroekonomik politikaların sürdürülmesine karşın, açıklanan öncü göstergeler ve tahminler, yılın ilk çeyreğinde büyümede süregelen yavaşlamanın devam etmiş olduğuna işaret etmektedir.

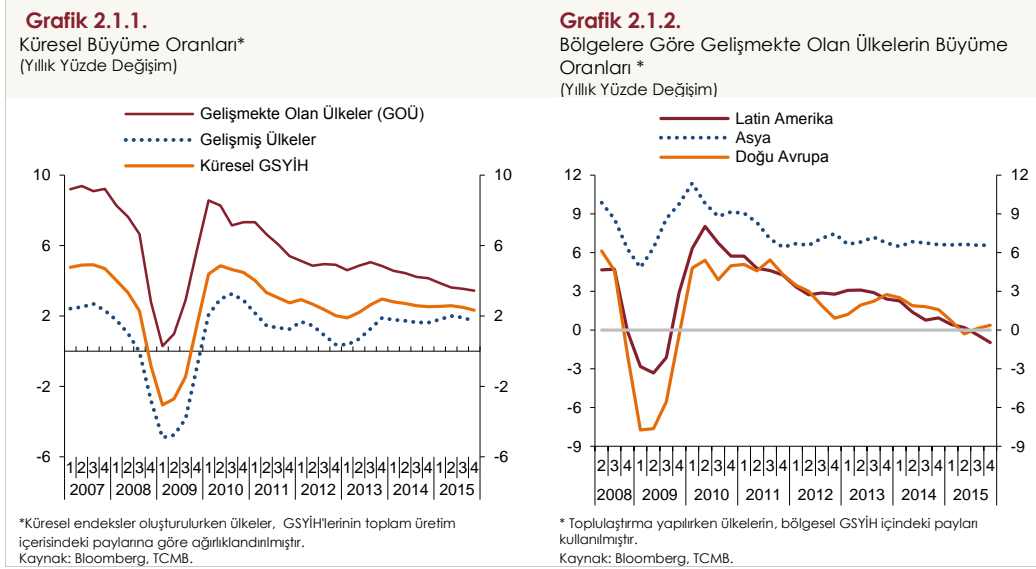
Yılın ilk çeyreğinde emtia fiyatlarının hareketinde enerji fiyatları belirleyici olmuştur. Anılan dönemde, enerji endeksi, ham petroldeki küresel arz fazlası sorununun çözülebileceği beklentilerine bağlı olarak artış sergilemiştir. Bu bağlamda, ham petrol piyasasında yüksek arz görünümü devam ediyor olsa da Suudi Arabistan ve Rusya'nın petrol arzının kontrolü konusunda anlaşacağına dair beklentiler fiyatları yukarı yönlü etkilemiştir. Buna ilaveten, ABD ham petrol üretimindeki düşüş de petrol fiyatlarının anılan dönemdeki yukarı yönlü hareketini desteklemiştir. Buna karşın, enerji fiyatlarının halen oldukça düşük düzeylerde seyrediyor olması gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler tüketici fiyatları enflasyonunu baskılamaya devam etmektedir.

Küresel büyüme görünümündeki kötüleşmeye bağlı olarak yılın ilk çeyreğinde gelişmiş ülkeler para politikasında yeni bir gevşeme dalgası gözlenmiştir. Anılan dönemde Japonya Merkez Bankası negatif faize geçmiş, ardından Avrupa Merkez Bankası da (ECB) faiz indirimiyle birlikte güçlü bir parasal genişleme programı açıklamıştır. Buna paralel olarak ABD Merkez Bankası (Fed), Mart ayı toplantısı sonrasında, para politikasındaki sıkılaştırmayı daha kademeli ve ılımlı yapacağına ilişkin sinyaller vermiştir. Gelişmiş ülkeler grubu faizlerinin daha uzunca bir süre düşük seviyelerde kalacağı beklentisinin hakim olmasına bağlı olarak risk iştahı yılın ilk çeyreğinde artmış ve gelişmekte olan ülke risk primleri düşmüştür. Buna bağlı olarak, uluslararası portföy akımları yılın ilk çeyreğinde ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Ne var ki, küresel ekonominin önümüzdeki dönem seyrine ilişkin belirsizlikler ile küresel ticaretin ve emtia fiyatlarının zayıf seyri önümüzdeki dönemde özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

### 2.1. Küresel Büyüme

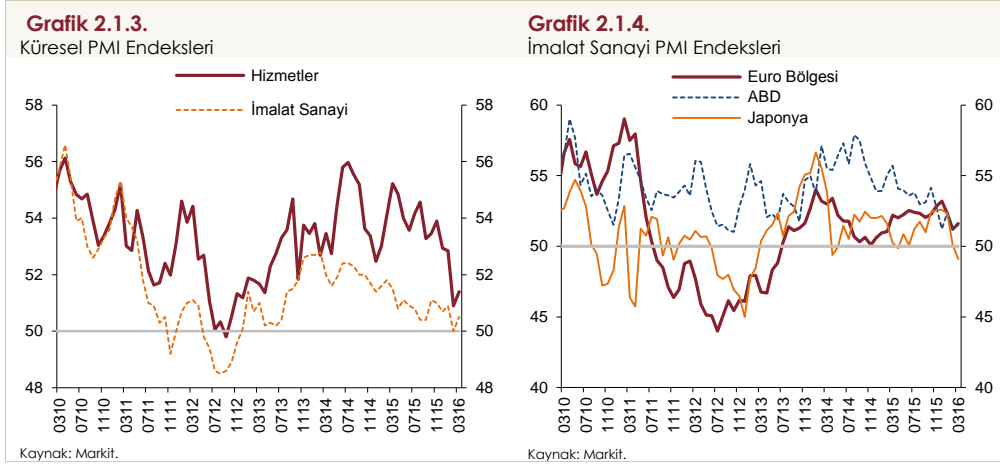
Küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama eğilimi 2015 yılının son çeyreğinde de devam etmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyreğin altında gerçekleşmiştir. Bu görünümde gelişmekte olan ülkelere süregelen olumsuz büyüme performansının yanı sıra, gelişmiş ülkelerin büyüme hızında meydana gelen yavaşlama da etkili olmuştur (Grafik 2.1.1). Söz konusu dönemde Çin ekonomisindeki yavaşlama devam ederken, Rusya ve Brezilya'daki daralma çok daha belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler bölgesel olarak değerlendirildiğinde, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde büyüme hızının Latin Amerika'da eksi olarak gerçekleştiği; Doğu Avrupa'da ise pozitif olmakla birlikte sıfıra yakın seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.1.2). Gelişmiş ülkeler tarafında ise, Euro Bölgesi'ndeki ılımlı

büyüme görünümü 2015 yılının dördüncü çeyreğinde devam ederken ABD ve Japonya ekonomilerinin büyüme hızı önceki çeyreğe göre yavaşlamıştır.



2016 yılının ilk çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, küresel ekonomideki yavaşlamanın devam ettiğine ve bir önceki çeyreğe kıyasla daha düşük bir büyümeye işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde, ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'ya ait imalat sanayi PMI endekslerinin bir önceki çeyreğe göre gerilemiş olması, büyüme hızlarının önceki yılın son çeyreğinin altında kalacağı beklentisini güçlendirmektedir (Grafik 2.1.4).

Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI endeksleri, gelişmiş ülkelerdeki seyrin aksine yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.1.5). Ancak, imalat sanayi PMI endeksi halen 50 nötr seviyesinin altında seyretmektedir. Bu dönemde imalat sanayi PMI endekslerinin bir önceki döneme göre, Türkiye ve Rusya'da gerilediği, diğer gelişmekte olan ülkelerde ise sınırlı da olsa daha olumlu bir seyir izlediği görülmektedir. Bu gelişmeler ve ülke bazındaki göstergeler çerçevesinde, Rusya ve Brezilya'da yaşanan resesyonun, bu yılın ilk çeyreğinde de devam ettiği değerlendirilmektedir. Buna ilaveten, gerek PMI endekslerindeki bozulma, gerekse Ocak ve Şubat aylarında dış ticaret hacmi ve sabit varlık yatırımlarının yıllık büyüme hızlarındaki yavaşlama nedeniyle, Çin ekonomisinin bu yılın ilk çeyreğinde de yavaşlamaya devam edeceği ve büyüme hızının bir önceki çeyreğin altında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Buna karşın, anılan dönemde, özellikle Doğu Avrupa ve Asya Bölgesi olmak üzere diğer gelişmekte olan ülkelerde, büyüme görünümünün az da olsa daha olumluya dönmesi beklenmektedir.



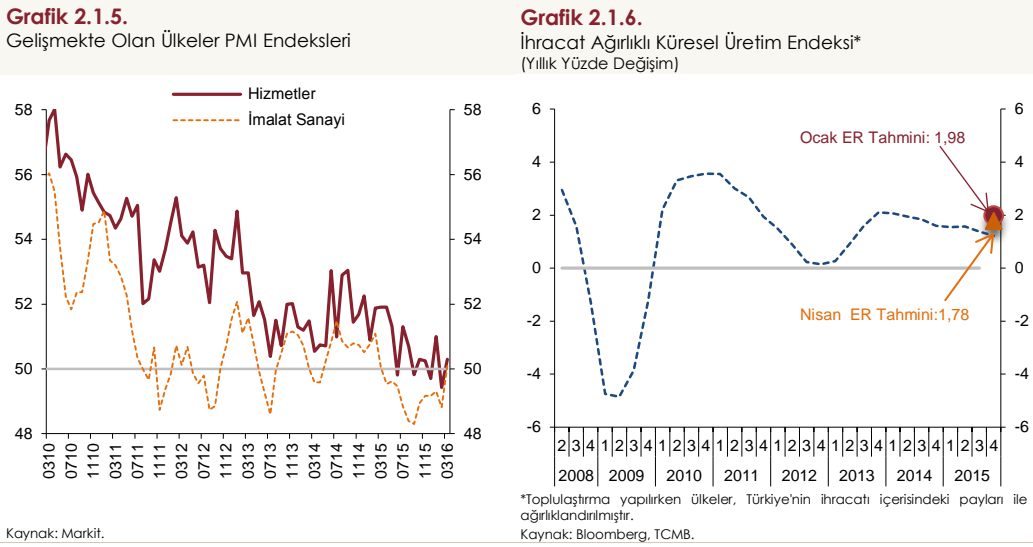
Sonuç olarak, küresel ekonominin, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak bu yılın ilk çeyreğinde de yavaşlamaya devam etmiş olduğu ve küresel büyüme hızının bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiş olabileceği tahmin edilmektedir. Nisan ayı Consensus Forecasts bültenlerinde, 2016 yılı büyüme tahminlerinin Ocak Enflasyon Raporu dönemi tahminlerine göre, Çin hariç aşağı yönlü güncellenmesi söz konusu beklentiyi desteklemektedir. Buna ilaveten, 2017 yıl sonu büyüme tahminlerinin de tüm ülke grupları için, Ocak ayına kıyasla, aşağı yönlü güncellenmiş olduğu görülmektedir (Tablo 2.1.1). Ayrıca, Nisan ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Ocak Enflasyon Raporu dönemi büyüme hızına göre gerilemiştir (Grafik 2.1.6). Buna bağlı olarak, olumsuz seyreden küresel büyüme performansının, önümüzdeki dönemde de Türkiye'nin dış talebini baskılamaya devam edeceği öngörülmektedir.

**Tablo 2.1.1.**  
2016 ve 2017 Yılı Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Ocak		Nisan	
	2016	2017	2016	2017
Dünya	2,7	3,0	2,4	2,8
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,4	2,5	2,0	2,4
Euro Bölgesi	1,7	1,7	1,5	1,6
Almanya	1,8	1,6	1,6	1,5
Fransa	1,4	1,6	1,3	1,5
İtalya	1,3	1,3	1,1	1,2
İspanya	2,7	2,3	2,7	2,3
Japonya	1,2	0,6	0,6	0,5
İngiltere	2,3	2,3	2,0	2,2
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	5,7	5,6	5,6	5,6
Çin	6,5	6,3	6,5	6,3
Hindistan	7,8	7,7	7,6	7,7
Latin Amerika	0,0	2,2	-0,6	2,0
Brezilya	-2,7	0,9	-3,8	0,6
Doğu Avrupa	1,5	2,4	1,1	2,3
Rusya	-0,5	1,3	-1,3	1,1

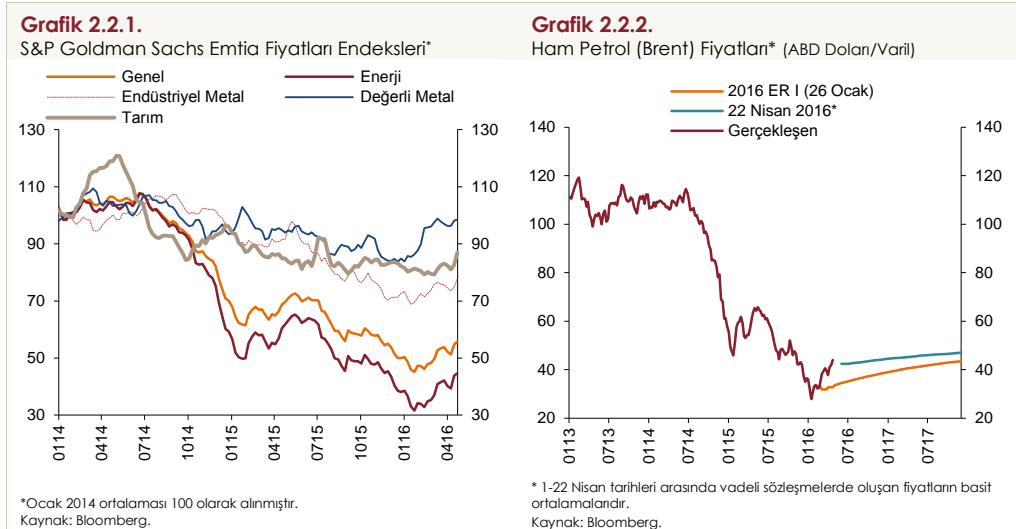
\* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

Kaynak: Consensus Forecasts.



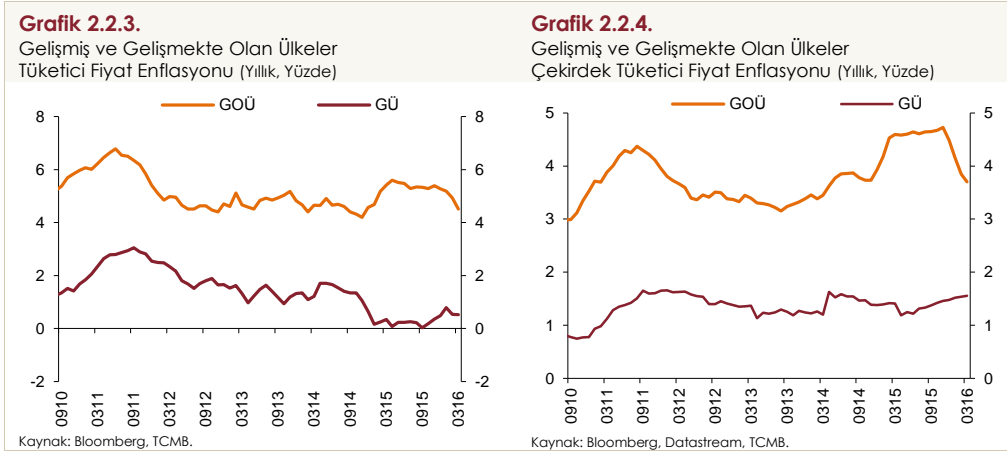
## 2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

2016 yılının ilk çeyreğinde emtia fiyatları genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 3,8 oranında değer kazanmıştır. Enerji endeksi yüzde 4,9, endüstriyel metaller endeksi yüzde 2 ve değerli metaller endeksi yüzde 0,2 oranında değerlenirken; tarım endeksi yüzde 0,1 oranında değer kaybetmiştir. Enerji endeksi ham petroldeki küresel arz fazlası sorununun çözülebileceği beklentileriyle değerlenirken, değerli metaller yılın ilk ayında küresel ekonomiye dair kaygıların artmasına bağlı olarak yükselmiştir. Ocak ayında Çin ekonomisine dair oldukça artmış olan kaygıların, takip eden aylarda bir miktar hafiflemesi, endüstriyel metal fiyatlarının artışına katkı sunmuştur (Grafik 2.2.1).



Ocak ayında 27 ABD dolarına kadar düşen Brent tipi ham petrol fiyatı Şubat ve Mart aylarında artış göstermiştir. Ham petrol piyasasında yüksek arz seviyeleri devam ediyor olsa da Suudi Arabistan ve Rusya'nın, üretimin Ocak ayı seviyesinde sabit tutulmasına dair anlaşmasına ilişkin beklentiler fiyatları yukarı yönlü etkilemektedir. ABD ham petrol üretimindeki düşüş petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareketini desteklerken, İran petrol üretiminin oluşan bu boşluğu doldurabilecek olması fiyatlardaki söz konusu hareketi sınırlandırmaktadır. Sonuç olarak Ocak ayında ortalama 38,5 ABD dolarından işlem gören Aralık 2016 vadeli Brent tipi ham petrol kontratı 22 Nisan itibarıyla, aylık ortalama 44,2 ABD dolarından işlem görmüştür (Grafik 2.2.2). Nisan ayı OPEC toplantısında üretim artışını durdurmaya yönelik bir karar çıkmamış olmasına rağmen buna dönük beklentilerin sürmesi petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinde belirleyici olacaktır.

Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler grubu enflasyon oranları bir miktar düşmüştür. Akaryakıt fiyatlarının düşük seyrinin gelişmiş ülkelerde tüketici enflasyonunu baskıladığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise özellikle Rusya ve Türkiye kaynaklı olarak enflasyon gerilemektedir (Grafik 2.2.3). Gelişmiş ülkeler çekirdek enflasyon oranlarının ise ABD'de ve Euro Bölgesi'nde artışı görülmektedir. Rusya çekirdek enflasyon oranlarındaki düşüş de gelişmekte olan ülkeler grubu çekirdek enflasyonunu aşağı çekmiştir (Grafik 2.2.4). 2016 ve 2017 yıl sonu enflasyon beklentilerinin, bir önceki enflasyon raporu dönemine göre, gelişmiş ülkeler grubunda aşağı yönlü güncellendiği; gelişmekte olan ülkeler grubu içerisinde Latin Amerika Bölgesi için ise belirgin olarak yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.2.1).



Euro Bölgesi ve Japonya düşen enflasyon beklentilerini geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla kontrol altında tutmaya çalışmaktadır. ABD'de ise, çekirdek enflasyon rakamları önümüzdeki dönemde enflasyonist bir baskı olabileceğini ima etse de, küresel büyüme görünümünün zayıf seyri ABD'de de parasal sıkılaştırma sürecinin daha yavaş ilerleyeceğine işaret etmektedir. Bu durum enerji fiyatlarındaki artış ile birlikte düşüldüğünde gelişmiş ülkeler enflasyonunda yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise enerji fiyatlarındaki artışın enflasyonu yukarı yönlü, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların ise kur kanalı üzerinden aşağı yönlü etkileyebileceği bir görünüm söz konusudur.

**Tablo 2.2.1.**

2016 ve 2017 Yılı Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Ocak		Nisan	
	2016	2017	2016	2017
Dünya	2,6	2,8	2,4	2,8
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	1,5	2,3	1,3	2,2
Euro Bölgesi	0,8	1,5	0,3	1,4
Almanya	1,1	1,8	0,5	1,6
Fransa	0,8	1,4	0,3	1,2
İtalya	0,6	1,3	0,1	1,1
İspanya	0,7	1,4	-0,2	1,3
Yunanistan	0,1	1,5	-0,1	1,5
İngiltere	1,0	1,8	0,7	1,7
Japonya	0,6	2,0	0,0	1,6
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	2,2	2,4	2,2	2,4
Çin	1,6	1,7	1,9	1,9
Hindistan	5,3	5,3	5,2	5,3
Latin Amerika	10,4	7,1	13,1	8,2
Brezilya**	7,0	5,5	7,1	5,6
Doğu Avrupa	6,0	5,0	6,0	5,1

\* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

\*\* Aralık/Aralık enflasyonu.

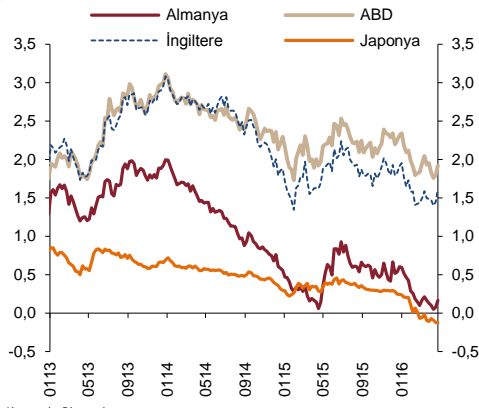
Kaynak: Consensus Forecasts.

### 2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

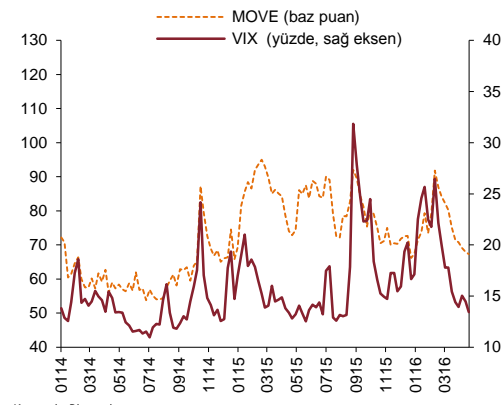
Gelişmekte olan ülkelerdeki olumsuz büyüme performansı 2016 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiş ve bu durumun gelişmiş ülke ekonomilerine de sirayet etmeye başladığı gözlenmiştir. Dolayısıyla küresel ekonomideki büyüme daha yavaş ve kırılgan olurken, küresel büyümeye ilişkin riskler artmıştır. Japonya Merkez Bankası'nın negatif faize geçmesinin ardından ECB de faiz indirimiyle birlikte güçlü bir parasal genişleme çerçevesi açıklamıştır. Bu bağlamda, Mart ayı toplantısı sonrasında Fed'in normalleşme sürecini bir önceki Rapor dönemine göre daha kademeli ve ılımlı yapacağına ilişkin sinyaller kuvvetlenmiştir. Gelişmiş ülke para politikalarında görülen bu gevşeme sürecinin bir yansıması olarak uzun vadeli getirilerde de azalış gözlenmiştir (Grafik 2.3.1).

**Grafik 2.3.1.**

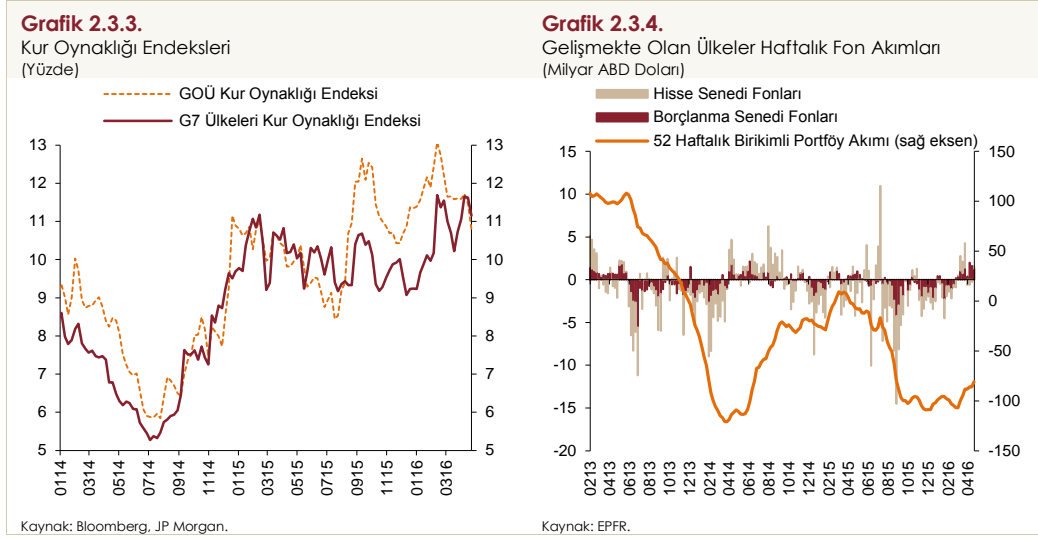
10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (Yüzde)

**Grafik 2.3.2.**

VIX ve ABD Faiz Oynaklığı Endeksi (MOVE Endeksi) (Haftalık Ortalama)



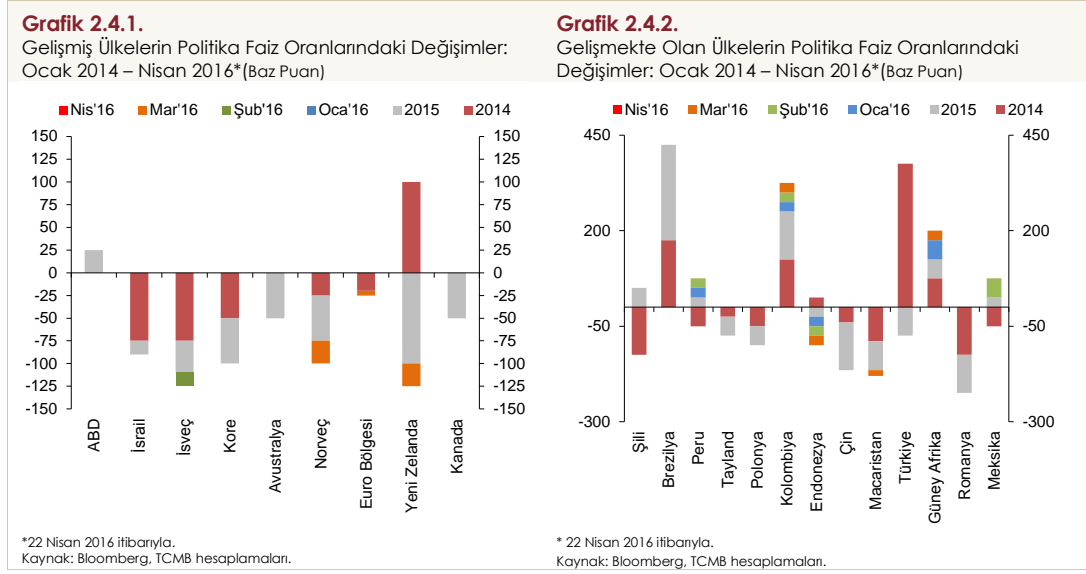
Küresel ekonomideki toparlanmanın bir önceki Rapor dönemine göre daha yavaş bir süreç olacağı beklentisinin güçlenmesi ve devam eden jeopolitik risklere bağlı olarak gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının uzunca bir müddet düşük düzeylerde kalacağına dair öngörülerin kuvvetlenmesiyle risk iştahında artış gözlenmiştir (Grafik 2.3.2). Bu durum, aynı zamanda gelişmekte olan ülke kurlarına da olumlu etki yapmış, söz konusu ülke grubunun kur oynaklığı endeksinde bir miktar gerileme gözlenmiştir (Grafik 2.3.3).



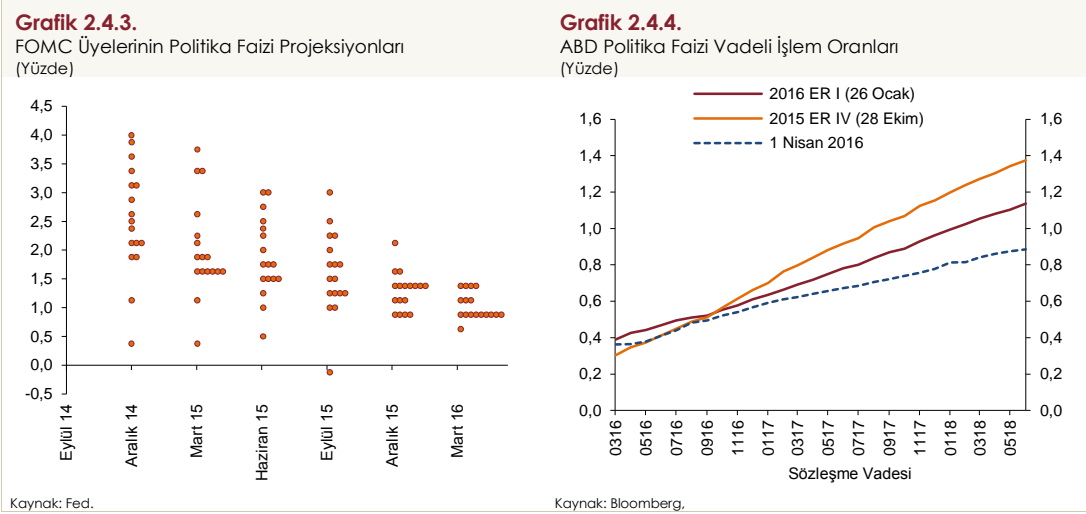
Gelişmiş ülke merkez bankalarının daha uzunca bir süre düşük faiz seviyelerini koruyacağı öngörüsü altında, küresel risk iştahının artmasıyla birlikte gelişmekte olan ülke risk primlerinde gerileme gözlenmiştir. Gelişmekte Olan Ülkeler Euro-Tahvil Endeksleri (EMBI) ile bu ülkelerin kredi temerrüt takası (CDS) primleri, Şubat ayının ikinci yarısından itibaren gerileme eğilimi göstermiştir (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4). Sonuç olarak, söz konusu dönemde uluslararası portföy akımları da gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir (Grafik 2.3.4). Bununla birlikte, küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü risklerin devam etmesi, Çin ekonomisine ilişkin olumsuz görünümün sürmesi, küresel ticaretin ve emtia fiyatlarının zayıf seyretmesi önümüzdeki dönemde özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

#### 2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Fed, 2015 yılının Aralık ayında başlattığı faiz artırma sürecinde yılın ilk çeyreğinde yaptığı iki toplantıda yeni bir artışa gitmemiştir. Küresel büyüme görünümündeki kötüleşmeye bağlı olarak Japonya Merkez Bankası ve ECB'nin politika faizlerini negatif düzeylere çekmesi ve yeni tahvil alım programları açıklaması, gelişmiş ülke para politikalarında yeni bir gevşeme dalgasına yol açmıştır. Bu doğrultuda; Ocak-Nisan döneminde ECB 5, İsveç Merkez Bankası 15, Norveç ve Yeni Zelanda merkez bankaları ise 25'er baz puan faiz indirmişlerdir (Grafik 2.4.1). Gelişmekte olan ülkelere ise aynı dönemde Macaristan, Hindistan ve Endonezya merkez bankaları sırasıyla 15, 25 ve 75 baz puanlık faiz indirimi yapmışlardır. Buna karşın Peru ve Meksika merkez bankalarının 50'er, Güney Afrika ve Kolombiya merkez bankalarının ise 75'er baz puan faiz artırımına gittikleri gözlenmiştir (Grafik 2.4.2).



Büyüme ve enflasyon eğilimlerindeki farklılaşmaya bağlı olarak Fed para politikasının diğer gelişmiş ülke merkez bankalarından ayrışması Aralık ayındaki faiz artırımını somutlaştırmıştı. Ancak, bu ayrışma Fed dışındaki merkez bankalarının 2016 yılı ilk çeyreğinde politikalarını daha da gevşetmeleri ile daha da belirginleşmiştir. Büyüme görünümüne ilişkin beklentilerin bozulmasına bağlı olarak hem ECB hem de Japonya Merkez Bankası banka mevduatlarına negatif faiz uygulamaya başlamış ayrıca Çin merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını düşürmüştür. Tüm bu gelişmeler ışığında, Fed Mart ayı toplantı duyurusunda faiz artışları konusunda daha temkinli davranacağını açıklamıştır. Bununla bağlantılı olarak, Para Kurulu üyelerinin 2016 yıl sonu politika faiz düzeyi için güncel tahminlerinin medyan değeri üç ay öncesine göre 50 baz puan düşmüştür. Bu seviye, 2016 yılı için daha önce öngörülen dört faiz artışı yerine iki faiz artışı yapılacağına işaret etmektedir (Grafik 2.4.3). Ayrıca, politika faizi vadeli işlem oranlarının özellikle orta ve uzun vadelerde geçtiğimiz rapor dönemine göre belirgin oranda düştüğü görülmektedir (Grafik 2.4.4).





Kutu  
2.1

## Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler

Kredi derecelendirme kuruluşları küresel kriz sonrası dönemde eleştirilerin odağında kalmışlardır. Her ne kadar kredi derecelendirme kuruluşları birçok ülkenin notunu indirmiş olsa da, temel olarak kredi derecelendirme metodları ve krizleri öngörmedeki yetersizlikleri eleştiri konusu olmuştur. Bunun yanı sıra bu kuruluşların gelişmekte olan ülkelere yönelik olumsuz yanlılığı da sıkça eleştirilmiştir. Gerçekten de benzer ekonomik temellere ve verilere sahip olan ülkelerin kredi notlarında önemli farklılıklar olduğu göze çarpmaktadır. Bu kutuda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin kredi notlarını belirleyen faktörler araştırılmakta ve bu faktörlerin ülkeler arasında farklılaşıp farklılaşmadığı incelenmektedir.

**Veri ve Ampirik Bulgular**

Analizlerde Fitch'in 13 gelişmekte olan ve 16 gelişmiş ülke için 2008 ile 2014 yılları arasındaki uzun vadeli yabancı para kredi notu verisi kullanılmıştır. 17 farklı kategorideki kredi notları en iyi kredi notu en yüksek skora denk gelecek şekilde doğrusal olarak ölçeklendirilmiştir. Kredi notunun yanı sıra kredi görünümü de bu ölçeklendirilmeye dahil edilmiştir. Pozitif (negatif) görünüm için ölçeklendirilmiş kredi skoruna 1/3 puan eklenmiştir (çıkarılmıştır). Ölçeklendirilmiş kredi skorları çalışmadaki temel bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Açıklayıcı değişkenler olarak, literatürde yapılan çalışmalara paralel olarak reel GSYİH büyümesi, kişi başına düşen GSYİH (ABD doları bazında), tüketici fiyat enflasyonu gibi verilerin yanı sıra genel hükümet borcunun, özel sektöre açılan kredi tutarının (finansal derinlik göstergesi olarak), net uluslararası yatırım pozisyonunun, cari işlemler dengesinin ve genel bütçe dengesinin GSYİH'ye oranı kullanılmıştır. Literatürde yer alan bu değişkenlere ek olarak, enflasyon oynaklığı, reel GSYİH büyüme oynaklığı, kur oynaklığı, VIX ve politik risk değişkenleri de çalışma kapsamında ele alınan diğer değişkenlerdir.

Çalışma kapsamında 4 farklı model panel regresyon modelleri kullanılarak tahmin edilmiştir. Model 1, kredi skorunu (CR), reel GSYİH büyümesi (g), enflasyon ( $\pi$ ), genel hükümet borcu (d) ve net uluslararası yatırım pozisyonu (niip) ile açıklamaya çalışmaktadır. Ayrıca modelde gelişmekte olan ülkeler için 1 değerini alan bir kukla değişken (EM) de yer almaktadır.

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 g_{i,t} + \beta_2 \pi_{i,t} + \beta_3 d_{i,t} + \beta_4 c_{i,t} + \beta_5 niip_{i,t} + \lambda EM_i + u_{i,t} \quad (1)$$

Model 2'de ise, Model 1'e, cari denge (cab), genel bütçe dengesi (bb), VIX ve kişi başına düşen GSYİH (GPC) açıklayıcı değişken olarak eklenmiştir.

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 g_{i,t} + \beta_2 \pi_{i,t} + \beta_3 d_{i,t} + \beta_4 c_{i,t} + \beta_5 niip_{i,t} + \beta_6 cab_{i,t} + \beta_7 bb_{i,t} + \beta_8 VIX_t + \beta_9 GPC_{i,t} + \lambda EM_i + u_{i,t} \quad (2)$$

Model 3 ise, Model 2'yi oynaklık değişkenleriyle (enflasyon oynaklığı (VolF), reel GSYİH büyüme oynaklığı (VolG), kur oynaklığı (VolP)) genişletmektedir. Son olarak Model 4'te, Dünya Bankası veri tabanında yayımlanan politik risk verisi (Pol) de analize dahil edilmektedir.

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 g_{i,t} + \beta_2 \pi_{i,t} + \beta_3 d_{i,t} + \beta_4 c_{i,t} + \beta_5 niip_{i,t} + \beta_6 cab_{i,t} + \beta_7 bb_{i,t} + \beta_8 VIX_t + \beta_9 GPC_{i,t} + \beta_{10} VolF_{i,t} + \beta_{11} VolG_i + \beta_{12} VolP_i + \lambda EM_i + u_{i,t} \quad (3)$$

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 g_{i,t} + \beta_2 \pi_{i,t} + \beta_3 d_{i,t} + \beta_4 c_{i,t} + \beta_5 niip_{i,t} + \beta_6 cab_{i,t} + \beta_7 bb_{i,t} + \beta_8 VIX_t + \beta_9 GPC_{i,t} + \beta_{10} VolF_{i,t} + \beta_{11} VolG_i + \beta_{12} VolP_i + \beta_{13} Pol_{i,t} + \lambda EM_i + u_{i,t} \quad (4)$$

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke verileri kullanılarak yukarıdaki dört model tahmin edilmiş ve sonuçlar Tablo 1'de paylaşılmıştır. Buna göre, enflasyon, genel hükümet borcu, özel sektöre açılan kredi tutarı, net uluslararası yatırım pozisyonu değişkenlerinin tüm modellerde anlamlı olduğu ve iktisadi açıdan beklenen işaretleri aldıkları görülmektedir. Oynaklılar modele dahil edildiğinde, enflasyon ve reel GSYİH büyüme oynaklığının da istatistiksel olarak hem Model 3 hem Model 4'de anlamlı olduğu, kur oynaklığının ise sadece Model 4'de anlamlı olduğu gözlenmiştir. Dikkat çeken bir gözlem ise cari işlemler dengesinin anlamlı ancak beklentilerin aksine negatif yönde kredi skorunu etkiliyor olmasıdır. Bu durumun açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin yüksek olmasından kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Bir diğer gözlem ise, kişi başı GSYİH değişkeninin politik risk değişkeni eklendiğinde istatistiksel olarak anlamını kaybettiğidir. Son olarak, en çarpıcı sonuç ise gelişmekte olan ülke için kullanılan kukla değişkenin tüm modellerde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olmasıdır. Negatif katsayının işareti azalmakla beraber en kapsamlı modelde bile ortalama olarak gelişmekte olan ülkelerin benzer makroekonomik temellere sahip ülkelere göre 1,4 basamak daha düşük kredi skoru aldığı gözlenmektedir.

Bağımlı: Kredi Skoru	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Sabit	15,69*** (0,271)	13,404*** (0,901)	15,372*** (0,971)	14,868*** (0,633)
GSYİH Büyümesi	-0,006 (0,053)	0,008 (0,047)	0,006 (0,048)	0,019 (0,035)
TÜFE Enflasyonu	-0,19** (0,081)	-0,262*** (0,078)	-0,311*** (0,082)	-0,161** (0,068)
Kamu Borcu	-0,036*** (0,004)	-0,034*** (0,004)	-0,033*** (0,004)	-0,023*** (0,004)
Özel Kesim Kredi Hacmi	0,017*** (0,002)	0,011*** (0,003)	0,014*** (0,003)	0,009*** (0,002)
Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu	0,025*** (0,004)	0,023*** (0,006)	0,018*** (0,006)	0,015*** (0,004)
Cari İşlemler Dengesi		-0,142*** (0,054)	-0,136** (0,055)	-0,163*** (0,049)
Bütçe Dengesi		0,053 (0,05)	0,044 (0,042)	0,069** (0,034)
VIX		0,011 (0,016)	-0,007 (0,021)	0,06*** (0,018)
Kişi Başına GSYİH		0,077*** (0,019)	0,065*** (0,019)	-0,015 (0,018)
Kur Oynaklığı			0,057 (0,041)	-0,078*** (0,029)
GSYİH Oynaklığı			-0,154* (0,082)	-0,257*** (0,078)
Enflasyon Oynaklığı			-1,305*** (0,264)	-1,804*** (0,181)
Politik Risk				3,632*** (0,328)
Gelişmekte Olan Ülke	-4,744*** (0,309)	-2,896*** (0,605)	-2,613*** (0,612)	-1,402*** (0,38)
Gözlem sayısı	187	187	187	187
R-kare	0,716	0,757	0,777	0,868

Parantezlerde standart hatalar yer almaktadır. \*,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Kredi notlarına alternatif piyasa bazlı bir diğer gösterge kredi temerrüt takası (CDS) primleridir. Bununla birlikte kredi notunun aksine CDS primlerinin yükselmesi kredi riskinin arttığını gösterir. Hem kredi notları hem de CDS primleri kredi riskini yansıtan göstergeler olduklarından makroekonomik değişkenlere benzer bir şekilde tepki vermeleri beklenmektedir. Bu doğrultuda daha önce belirtilen dört model bağımlı değişken olarak CDS primleri kullanılarak yeniden tahmin edilmiş ve sonuçlar Tablo 2'de sunulmuştur. Söz konusu sonuçlar, enflasyon, reel GSYİH büyümesi, genel hükümet borcu ile net uluslararası yatırım pozisyonu, enflasyon oynaklığı ve politik riskin CDS primlerini açıklamada önemli değişkenler olduğunu göstermektedir. En dikkat çeken bulgu ise gelişmekte olan ülkelere ilişkin kukla değişkenin tüm modellerde istatistiksel olarak anlamsız olmasıdır.

Tablo 2. Panel Regresyon Sonuçları

Bağımlı: CDS Primi	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Sabit	-15,737 (48,358)	103,906 (69,816)	-36,496 (88,136)	-85,436 (82,211)
GSYİH Büyümesi	-18,056** (7,433)	-18,781** (7,371)	-19,125** (7,545)	-19,863*** (7,16)
TÜFE Enflasyonu	17,302* (9,553)	19,824** (9,782)	23,967** (10,028)	18,204* (10,077)
Kamu Borcu	1,887*** (0,654)	1,845** (0,726)	1,829** (0,703)	1,404** (0,622)
Özel Kesim Kredi Hacmi	-0,284* (0,154)	-0,062 (0,337)	-0,364 (0,403)	-0,196 (0,357)
Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu	-1,969*** (0,677)	-1,967** (0,826)	-1,548** (0,778)	-1,501** (0,718)
Cari İşlemler Dengesi		6,844 (7,761)	6,503 (8,006)	7,651 (7,931)
Bütçe Dengesi		-1,853 (8,121)	-1,536 (8,037)	-2,309 (7,778)
VIX		-0,829 (2,782)	-0,158 (3,349)	-3,018 (3,21)
Kişi Başına GSYİH		-3,614* (1,926)	-2,19 (1,951)	3,194 (1,96)
Kur Oynaklığı			-3,096 (3,974)	2,797 (3,237)
GSYİH Oynaklığı			1,024 (9,257)	2,965 (9,261)
Enflasyon Oynaklığı			100,335*** (43,193)	132,524*** (44,661)
Politik Risk				-170,839*** (44,399)
Gelişmekte Olan Ülke	45,905 (35,341)	-38,15 (50,935)	-45,25 (52,885)	-58,263 (49,881)
Gözlem sayısı	178	178	178	178
R-kare	0,306	0,310	0,330	0,370

Parantezlerde standart hatalar yer almaktadır. \*\*, \* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir

## Sonuç

Bu kutuda elde edilen bulgular, kamu borcu, net uluslararası yatırım pozisyonu, finansal derinlik, politik riskler, enflasyon ve enflasyon oynaklığının kredi notlarını büyük ölçüde belirlediğini göstermektedir. Bu sonuçların yanında, ampirik bulgular kredi değerlendirme kuruluşlarının gelişmekte olan ülkelere, benzer makroekonomik göstergelere sahip gelişmiş ülkelere göre, daha düşük not verdiğini ortaya koymaktadır. Öte yandan, ampirik modellerde kredi değerliliği ölçüsü olarak kredi notu yerine piyasa bazlı CDS primleri kullanıldığında gelişmekte olan ülkeler aleyhine olan söz konusu farklılık tamamen ortadan kalkmaktadır.

## Kaynakça

Duran, M. ve Küçüksaraç, D. (2016), "How Different are the Factors Affecting the Credit Ratings of Developed and Emerging Countries?", TCMB Ekonomi Notu No: 2016-09.

