

# Türkiye'nin Kredi Notuna İlişkin Değerlendirmeler

Şubat 2017

**İktisadi Araştırmalar Bölümü**

## İçindekiler

I. Makro bakış açısıyla kredi derecelendirme şirketlerinin Türkiye'ye verdikleri notlara ilişkin değerlendirme .....	2
II. Yurtdışı borçlanmalar açısından kredi derecelendirme şirketlerinin Türkiye'ye verdikleri notlara ilişkin değerlendirme .....	4
III. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredibilite sorunu .....	7
IV. Kredi derecelendirme kuruluşlarının 2016 ve sonrası dönemde Türkiye'ye ilişkin aldıkları kararlar .....	8

## Ekler

1. Tayland'ın seçilmiş tarihlerdeki kredi notları
2. Güney Kore'nin seçilmiş tarihlerdeki kredi notları
3. Endonezya'nın seçilmiş tarihlerdeki kredi notları
4. İzlanda'nın seçilmiş tarihlerdeki kredi notları
5. Türkiye'nin yatırım yapılabilir kredi notuna sahip olduğu iki dönemin karşılaştırılması
6. Türkiye'nin risk priminin gelişimi ve benzer kredi notuna sahip ülkelerle karşılaştırılması

## I. Makro bakış açısıyla kredi derecelendirme şirketlerinin Türkiye'ye verdikleri notlara ilişkin değerlendirme

Son dönemde gündemde öne çıkan kredi derecelendirme şirketlerinin Türkiye'ye ilişkin kararlarında genel olarak 3 temel unsur belirleyici olmaktadır. Bunlar; temel iktisadi göstergeler, finans sektöründeki gelişmeler ile politik ve jeopolitik riskler olarak sıralanmaktadır.

Temel iktisadi göstergeler içinde büyüme, kamu kesimi bütçe açığı ve borç stoku, işsizlik ve istihdam, cari denge ve enflasyon ön plana çıkmaktadır. Bilindiği üzere son olarak Türkiye'nin kredi notunu Fitch değiştirmiş, notumuzu yatırım yapılabilir seviyenin altına çekerek BB+ olarak belirlemiştir. Fitch'in yatırım yapılabilir (BBB-) notu ve yatırım yapılabilir seviyenin bir altı olan BB+ notu verdiği ülkelerin 2012-2015 döneminde temel iktisadi göstergelerindeki gerçekleştirmeler ile 2016 yılı tahmini ve 2017 yılı beklentileri birlikte dikkate alındığında, Türkiye'nin bu grupta yer alan ülkelere kıyasla özellikle kamu maliyesi ve büyüme kriterlerinde daha iyi bir performans gösterdiği anlaşılmaktadır.

### Temel Makroekonomik Göstergeler (%)

	2012-2015 Ortalama			2016 (T)			2017 (T)		
	BBB-	BB+	Türkiye	BBB-	BB+	Türkiye	BBB-	BB+	Türkiye
<b>GSYH (yıllık büyüme)</b>	3,3	1,1	6,1	3,0	-0,7	2,5	3,6	1,3	3,3
<b>Bütçe Dengesi/GSYH</b>	-2,7	-1,8	-1,3	-3,0	-0,8	-1,1	-2,9	-1,0	-1,3
<b>Brüt Kamu Borç Stoku/GSYH</b>	43,7	63,1	30,0	45,8	78,6	27,7	45,7	76,2	27,4
<b>Enflasyon (TÜFE, yıl sonu)</b>	4,3	1,6	7,6	3,5	7,5	8,5(G)	4,0	2,1	8,5
<b>Cari Denge/GSYH</b>	-1,3	6,0	-5,2	-0,3	0,4	-3,9	-0,6	1,2	-4,2
<b>İşsizlik Oranı</b>	8,5	10,2	9,4	8,1	8,6	10,2	8,0	8,4	10,2

Fitch tarafından verilen kredi notları dikkate alınmıştır.

BBB- notuna sahip ülkeler: Bulgaristan, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Fas, Filipinler, Romanya, Rusya, Güney Afrika ve Uruguay

BB+ notuna sahip ülkeler: Portekiz ve Azerbaycan, Azerbaycan için bütçe açığı/GSYH oranı verisi bulunmamaktadır.

(T) Türkiye için işsizlik oranı hariç Bankamız tahminleri, diğer ülkeler için IMF tahminleri dikkate alınmıştır. (G) Gerçekleşme

Kaynak: TÜİK, TCMB, IMF WEO veritabanı

Örneğin 2012-2015 döneminde BBB- grubunda yer alan ülkelere ortalama **büyüme** %3,3, **bütçe açığı/GSYH oranı** %2,7, **brüt kamu borç stoku/GSYH oranı** %43,7 iken, bu oranlar ülkemizde sırasıyla %6,1, %1,3 ve %30 olarak gerçekleşmiştir. 2016 gerçekleşme tahminleri ve 2017 yılı beklentileri dikkate alındığında da Türkiye, bu alanlardaki pozitif ayrışmasını önemli ölçüde korumaktadır.

Bir diğer temel iktisadi gösterge olan **işsizlik oranı**, karşılaştırma yapılan ülkelere kıyasla Türkiye'de yüksektir. Ancak son 10 yılda Türkiye'de nüfus ve işgücüne katılım oranı artarken, 7 milyon civarında yeni istihdam yaratılmıştır. Bilindiği üzere bazı ülkeler büyüme kaydetmelerine karşın yeni istihdam yaratamamaktadır. Buna ek olarak, 3 milyondan fazla mülteci ülkemizde konuk edilmektedir.

Önemli iktisadi göstergelerden birisi de **cari açıktır**. Türkiye'nin cari açık/GSYH oranı da karşılaştırma yapılan ülkelere göre yüksektir. Bununla birlikte alınan tedbirlerin etkisiyle, 2011 yılı ve sonrası dönemde hem cari açık tutarı hem de cari açık/GSYH oranı gerilemiştir. Yatırım yapılabilir kredi notunu aldığımız 2012 yılında %5,5 düzeyinde bulunan cari açık/GSYH oranının (eski GSYH hesaplama yöntemine göre söz konusu oran %6,1) 2016 sonu itibarıyla %3,9'a indiği tahmin edilmektedir. Ayrıca bu dönemde cari açığın finansman kalitesinde iyileşme sağlanmış, uzun vadeli sermaye akımlarının toplam finansman içindeki payı yükselmiştir. Bir başka ifadeyle, cari açık bağlantılı kırılma noktaları azalmıştır.

**Enflasyon**, hava koşullarına bağlı gıda fiyatlarındaki artış ve TL'nin değer kaybı gibi faktörlerin de etkisiyle son yıllarda %7'nin üzerinde seyretmekte olup yatırım yapılabilir ülkeler ortalamasından

yüksektir. Bununla birlikte, uzun yıllar çift haneli enflasyonla yaşayan Türkiye'de, 2000'li yıllarda uygulamaya başlanılan sıkı para politikasının etkisiyle enflasyon tek haneye düşürülmüş, Türkiye ile Avrupa dâhil batı dünyası arasındaki enflasyon farkı önemli ölçüde daralmıştır.

Tüm ülkelerde finans sisteminde bankacılık sektörü daima öne çıkmaktadır. Türkiye açısından da finans sektörünün %80'ini oluşturan bankacılık sektörünün güçlü ve sağlıklı yapısı ile reel sektör etkileşimi de dikkate alındığında, bankacılık ekonominin geneli için pozitif bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Bankacılık sektörünün performansı ölçülürken çoğunlukla **sermaye yeterlilik oranına**, **aktif kalitesine** (takipteki alacaklar oranı) ve **kârlılığa** (öz kaynak ve aktif kârlılık oranları) bakılmaktadır. 2012-2015 döneminde Türk bankaları bu kriterlerin tamamında BBB- notuna sahip olan ülkelere göre daha iyi performans göstermiştir. 2016 yılı gerçekleşme tahminleri ve 2017 beklentileri de, tüm zorlu koşullara rağmen sektörün olumlu performansının devam edeceğine işaret etmektedir.

#### Bankacılık Sektörü Temel Rasyoları (%)

	2012-2015 Ortalaması			2016		
	BBB-	BB+	Türkiye	BBB-	BB+	Türkiye
<b>Sermaye Yeterlilik Oranı</b>	16,1	12,9	16,3	16,0	13,1	15,6
<b>Takipteki Alacaklar Oranı</b>	7,8	11,1	2,9	6,3	12,7	3,2
<b>Aktif Kârlılığı</b>	1,0	-0,5	1,5	1,4	0,2	1,5
<b>Öz kaynak Kârlılığı</b>	10,1	-7,8	13,4	13,8	0,3	14,3

Fitch tarafından verilen kredi notları dikkate alınmıştır.

BBB- notuna sahip ülkeler: Bulgaristan, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Fas, Filipinler, Romanya, Rusya, Güney Afrika ve Uruguay

BB+ notuna sahip ülkeler: Portekiz ve Azerbaycan olup sağlıklı veriye ulaşılamadığı için Azerbaycan hesaplama dışında bırakılmıştır.

Not: 2016 yılı için ülkelerin en güncel verileri kullanılmıştır.

Kaynak: BDDK, IMF Financial Soundness Indicators

Bilindiği üzere Küresel Kriz sonrası dönemde batı dünyasında pek çok banka doğrudan veya dolaylı olarak devlet desteği almak zorunda kalmıştır. Bazı bankalar birleştirilmiş, bazıları küçülmeye gitmiştir. Uzun bir süreye yayılan ve azalmakla birlikte etkileri halen devam eden Küresel Kriz neticesinde Türk bankaları herhangi bir devlet desteğine ihtiyaç duymamıştır. Bu durum, Türk bankacılık sektörünün uzun yıllardan beri çok güçlü bir yapıya sahip olduğunu teyit etmektedir. Öte taraftan, son yıllarda lisans edinme ve satın alma yoluyla çok sayıda büyük yabancı banka Türkiye'de faaliyet göstermeye başlamıştır. Sberbank (Rusya), Intesa (İtalya), Rabobank (Hollanda), ICBC ve Bank of China (Çin), Commercial Bank of Qatar (Katar) bunlardan bazılarıdır. Bu gelişme Türkiye ekonomisinin ve bankacılık sektörünün taşıdığı yüksek potansiyeli açık bir şekilde göstermektedir.

Rating kuruluşlarının dikkate aldığı önemli konular arasında; politik gelişmeler ve jeopolitik riskler de yer almaktadır. Ülkemizde son 15 yıllık dönemde çok sayıda seçim yapılmıştır. Seçimlerin yarattığı belirsizliklere rağmen bu dönemde Türkiye ekonomisi büyüme performansını sürdürmüştür. Ayrıca, seçim dönemlerinde popülist politikalardan uzak bir tutum sergilenmiş, sıkı maliye politikasından ödün verilmemiştir. Gerek kamu kesimi bütçe açığı gerekse borç stokunun milli gelire oranı bu dönemde gerilemeye devam etmiştir. Türkiye bunu başarabilen ender ülkeler arasında yer almıştır.

15 Temmuz'da ülke ekonomisini derinden etkileyebilecek ve tamir edilmesi güç sorunlar yaratabilecek çok önemli bir hadise yaşanmıştır. Bu hadise yılın üçüncü çeyreğine ekonomik aktivite üzerinde olumsuz etkide bulunmuş ancak alınan tedbirlerin etkisiyle yılın son çeyreğinde Türkiye ekonomisi toparlanmaya başlamıştır.

Türkiye'nin içinde yer aldığı coğrafya tarih boyunca hep önemli olaylara sahne olmuş, olmaya da devam etmektedir. Bu durum jeopolitik risklerin ülke ekonomisi üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmasını da beraberinde getirmektedir. Bununla birlikte, son dönemde Türkiye-Rusya ve Türkiye-İsrail ilişkilerinde iyileşme yaşanması olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

## II. Yurtdışı borçlanmalar açısından kredi derecelendirme şirketlerinin Türkiye'ye verdikleri notlara ilişkin değerlendirme

Kredi derecelendirme şirketlerinin dikkat çektiği konular arasında Türkiye'nin dış borç geri ödemeleri ve özel sektörün taşıdığı açık pozisyon da yer almaktadır.

**T.C. Hazine Müsteşarlığı**, özellikle eurotahvil ihracı yoluyla dış kaynak sağlamaktadır. Son 10 yıllık döneme bakıldığında Hazine'nin, Küresel Kriz dönemi dâhil olmak üzere her türlü konjonktürde uluslararası piyasalardan rahatlıkla borçlandığı ve vadesi gelen borçlarını zamanında geri ödediği görülmektedir.



Yatırım yapılabilir ülke notuna sahip olmadığımız dönemler de dâhil olmak üzere Hazine'nin eurotahvil ihraçlarına hep yüksek talep gelmiş; çok farklı ülkelerde mukim varlık yönetim şirketleri, emeklilik fonları, sigorta şirketleri gibi yatırımcılar söz konusu ihraçlara daima ilgi göstermişlerdir.

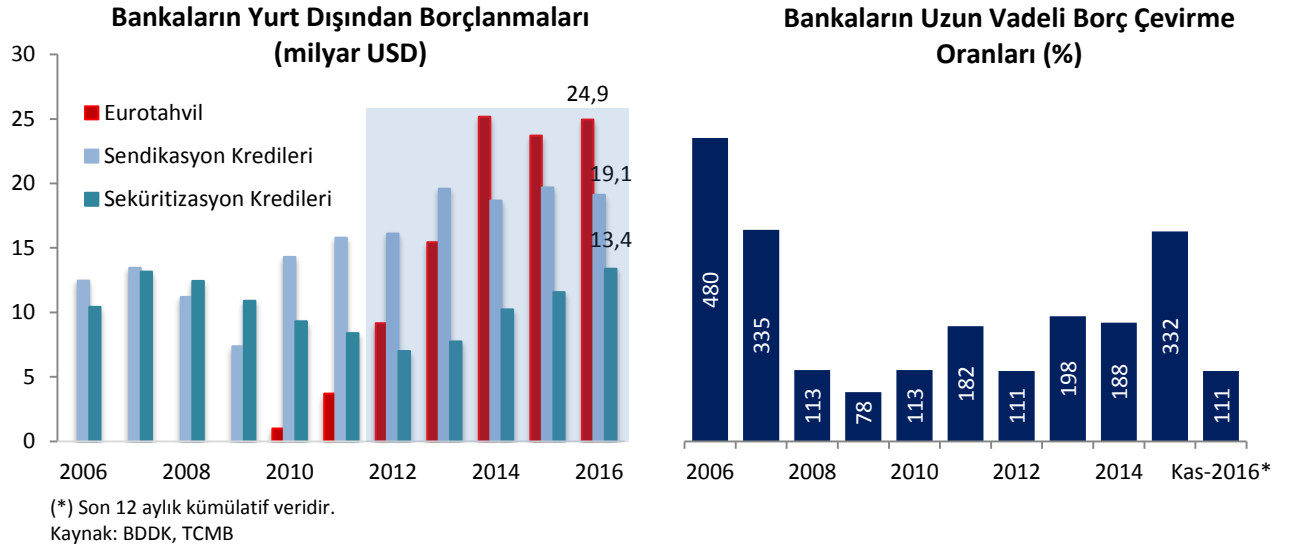
Hazine, 2016 yılında 5 farklı ihraç sonrası toplam 5,5 milyar ABD Doları kaynak yaratmıştır. Yapılan ihraçlardan özellikle 2 tanesi dikkat çekmektedir. Bunlar; Mart ve Ekim aylarında yapılan 9 Ekim 2026 vadeli ihraçlardır. Yatırım yapılabilir ülke notuna sahip olduğumuz Mart ayındaki ihraç %5,0 getiri ile gerçekleştirilirken, yatırım yapılabilir ülke notunu kaybetmiş olmamıza rağmen Ekim ayında yapılan ihraçın getirisi ise %4,75'e gerilemiştir. Her iki ihalede de ihraç tutarı 1,5 milyar ABD Doları olmuştur.

### Hazine Müsteşarlığı'nın Son Dönemdeki Eurotahvil İhraçları

İhraç Türü	Para Birimi	İhraç Tutarı (milyar USD)	İhraç Tarihi	Vade Tarihi	Getiri (%)
Eurotahvil	USD	1,5	09.03.2016	09.10.2026	5,000
Eurotahvil (tap)	USD	1,5	04.05.2016	17.02.2045	5,400
Sukuk	USD	1,0	08.06.2016	08.06.2021	4,200
Eurotahvil	USD	1,5	20.10.2016	09.10.2026	4,750
Eurotahvil	USD	2,0	23.01.2017	25.03.2027	6,150

Özetle, peş peşe gelen not indirimlerine rağmen Hazine Müsteşarlığı uygun koşullarda borçlanmaya devam etmiştir.

**Türk bankaları** da uzun yıllardır yurt dışından kaynak sağlamaktadır. Özellikle son 5 yıllık dönemde hem fonlama kaynakları çeşitlenmiş, hem de vadeler uzamıştır. Halen sendikasyon kredileri, seküritizasyon işlemleri ve eurotahvil ihraçları bankalarımızın en fazla bilinen borçlanma kaynakları arasında yer almaktadır. Rating kuruluşlarının değerlendirmelerinde ön plana çıkardığı risklerin aksine Türk bankaları 2016 yılında da vadesi gelen sendikasyon kredilerini %95 civarında bir oranda yenilemiş, eurotahvil ihraçları ve seküritizasyon işlemlerine devam etmişlerdir.

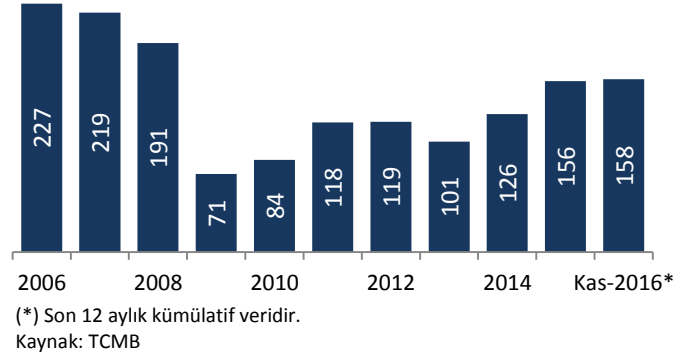


2015 yılında 54,9 milyar ABD Doları olan bu üç borçlanma aracının toplam bakiyesi, 2016 yılında 57,4 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Başbakan ve Kabinde değişimi, 15 Temmuz hadisesi, not indirimleri, terör olayları, Brexit, Trump ve Fed'in faiz artırımı gibi olaylara rağmen Türk bankalarının söz konusu alanlarda sağladığı kaynakların bakiyesinde azalma olmadığı gibi artış meydana gelmiştir.

Türk bankalarının uzun vadeli borç çevirme oranı, son 10 yıllık dönemde Küresel Krizin yaşandığı 2009 yılı haricinde hep %100'ün üzerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, söz konusu oran %111-%480 bandında hareket etmiştir.

Bankalar gibi **finansal olmayan firmaların** da yurt dışı finansmana erişme konusunda bugüne kadar herhangi bir sıkıntı yaşamadıkları ve dış borçlarını başarıyla çevirdikleri görülmektedir. Nitekim, son 12 aylık veriler baz alındığında Kasım 2016 itibarıyla finansal kesim dışındaki firmalar yurt dışı piyasalardan uzun vadeli borç geri ödemelerinin 1,6 katı kadar kredi kullanımı gerçekleştirmişlerdir.

### Reel Sektörün Uzun Vadeli Borç Çevirme Oranları (%)



### -Finansal olmayan kesimin kısa vadeli döviz yükümlülükleri

Rating kuruluşlarının endişeleri arasında finansal olmayan firmaların kısa vadeli döviz yükümlülükleri ve döviz pozisyonu açığı da yer almaktadır. Son dönemde TL'de gözlenen hızlı değer kaybına karşın, rating kuruluşlarının atfettiği risklilik düzeyinin hak edilenin çok üzerinde olduğu düşünülmektedir. Türkiye'nin Kasım 2016 itibarıyla izleyen 12 aya ilişkin döviz yükümlülükleri dikkate alındığında, toplam 163,3 milyar ABD Dolarlık döviz yükümlülüğü olduğu ve bunun 62 milyar ABD Dolarlık bölümünün diğer sektörler olarak sınıflanan finans dışı kesime ait olduğu görülmektedir. Bu tutarın 35,3 milyar ABD Dolarının (yaklaşık %60'ının) mal hareketi karşılığı oluşan, dolayısıyla nakit nitelikte olmayan, ticari kredilerden kaynaklandığı dikkati çekmektedir. Nakdi kredi niteliğindeki döviz yükümlülüğü ise 26,7 milyar ABD Doları olup yönetilebilir düzeydedir.

#### Kalan Vadeye Göre Borçlu Bazında Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (\*)

(Kasım 2016)	milyar USD	pay (%)
<b>Merkez Bankası</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>
<b>Genel Yönetim</b>	<b>5,4</b>	<b>3,3</b>
<b>Bankalar</b>	<b>95,0</b>	<b>58,2</b>
<b>Diğer Sektörler</b>	<b>62,0</b>	<b>38,0</b>
Ticari Krediler	35,3	21,6
Diğer Krediler	26,7	16,4
Kamu	0,4	0,2
Özel	26,4	16,2
<b>TOPLAM</b>	<b>163,3</b>	<b>100,0</b>

(\*) Orijinal vadesine bakılmaksızın vadesine bir yıl ve daha kısa kalan dış yükümlülükleri göstermektedir.

Kaynak: TCMB

### -Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Pozisyon Açığı

TCMB verilerine göre finansal kesim dışındaki firmaların toplam net döviz pozisyon açığı ise Ekim 2016 itibarıyla 212,6 milyar ABD Doları ile milli gelirin %25'i civarındadır. Öte yandan, açık pozisyonun vade yapısına bakıldığında kısa vadeli risklerin yönetilmekte olduğu bir tablo karşımıza çıkmaktadır. 2013 sonunda 3,6 milyar ABD Dolarlık açık veren kısa vadeli net döviz pozisyonu, kurlarda oynaklığın arttığı bir ortamda firmalarımızın gerekli tedbirleri alması sonucunda 2014'ten itibaren fazla vermeye başlamıştır. 2016 genelinde de bu eğilimin sürmesiyle firmaların kısa vadeli net döviz pozisyonu ihmal edilebilir seviyelerde seyretmektedir. Ekim 2016 itibarıyla kısa vadeli net döviz pozisyon açığı 1,4

milyar ABD Doları seviyesindedir. Ayrıca, söz konusu veriler derlenirken firma sahiplerinin döviz varlıkları hesaplamaya dâhil edilmediği için firmaların net döviz pozisyonunun görüldüğünden daha olumlu bir tablo sunabileceği tahmin edilmektedir.

Her ne kadar mevcut durum kısa vade açısından sürdürülebilir bir görünüm arz etse de, veriler elbette firmaların orta ve uzun vadeli açık pozisyon riskinin ihtiyatlı bir şekilde yönetilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Eki.16
<b>Varlıklar</b>	87,4	82,2	89,4	94,1	102,0	100,5	99,8
<b>Yükümlülükler</b>	176,2	200,4	225,7	265,4	281,4	290,4	312,4
<b>Net Döviz Pozisyonu</b>	<b>-88,9</b>	<b>-118,2</b>	<b>-136,4</b>	<b>-171,4</b>	<b>-179,5</b>	<b>-189,9</b>	<b>-212,6</b>
<b>Kısa Vadeli Net Döviz Pozisyonu</b>	<b>10,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>1,1</b>	<b>5,2</b>	<b>-1,4</b>

Kaynak: TCMB

Firmaların döviz cinsinden borçlanmalarının seyri incelendiğinde, nakit cinsinden döviz borçlarının Ekim 2016 itibarıyla yaklaşık %65,6'sının yurt içi finansal kuruluşlara olduğu görülmektedir. Yurt dışı borçlar içerisinde yer alan yurt içi bankaların yurt dışı şube ve iştirakleri tarafından firmalara kullanılan krediler de eklendiğinde, firmaların döviz cinsinden yükümlülüklerinden alacaklı olan yurt içi finansal kuruluşların payı %75,6'ya yükselmektedir.

Ülkemizde döviz kredisi kullanımına ilişkin uygulanagelen sıkı yasal düzenlemeler firmaların döviz açığının, genel olarak döviz geliri yaratabilen ve döviz kurundaki olası dalgalanmalara karşı kur riski yönetiminde daha fazla yetkinliği olan nispeten büyük ölçekli kurumsal firmalarda kümelenmesini beraberinde getirmiştir.

### III. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredibilite sorunu

Önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarının 1997 yılındaki Asya Krizi ile 2008-2009 yıllarındaki Küresel Kriz öncesi ve sonrasındaki tutumları dikkate alındığında, söz konusu kuruluşların dünya genelinde giderek daha fazla ölçüde kredibilite kaybına uğradıkları görülmektedir.

#### -1997 Asya Krizi

Temmuz 1997'de Tayland'da başlayan ve kısa sürede önce bölge ülkelerini, sonrasında tüm küresel ekonomiyi etkisi altına alan Asya Krizi'nin en fazla hissedildiği ülkelerin başında Tayland, Güney Kore ve Endonezya gelmektedir. Asya Krizi bu üç ülkede de 1998 yılında ekonomik daralmaya neden olmuştur.

<b>Büyüme Oranları (%)</b>	1996	1997	1998	1999
<b>Tayland</b>	5,7	-2,8	-7,6	4,6
<b>Güney Kore</b>	7,6	5,9	-5,5	11,3
<b>Endonezya</b>	7,8	4,7	-13,1	0,8

Kaynak: IMF WEO veritabanı



Bununla birlikte söz konusu ülkelerin kredi notları incelendiğinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelerdeki kırılma noktaları öngörmekte başarısız oldukları ve krize tepki vermekte yavaş kaldıkları görülmektedir. Temmuz 1997'de başlayan kriz'de S&P ve Moody's, 1 yıldan kısa bir süre içinde 4'er kez Tayland'ın kredi notunu değiştirmiştir (Ek-1). Güney Kore'nin kredi notunda S&P 4 kez, Fitch 3 kez ve Moody's 2 kez değişiklik yapmıştır (Ek-2). Endonezya'nın notu ise S&P ve Moody's tarafından 2'şer kez, Fitch tarafından 3 kez değiştirilmiştir (Ek-3). Kısa bir süre içinde aynı kuruluşlar tarafından yapılan çok sayıdaki not değişimi, rating kuruluşlarının yaptıkları öngörülerin çok da isabetli olmadığına işaret etmektedir.

#### **-2008-2009 Küresel Kriz**

2008-2009 yıllarında başlayan ve özellikle gelişmiş ülkelerde etkili olan küresel kriz sürecinde de kredi derecelendirme kuruluşlarının başarısız bir yönetim sergiledikleri gözlenmiştir. Bu dönemde yapılandırılmış finansman ürünlerine verilen hatalı yatırım yapılabilir kredi notları krizin temel nedenleri arasında yer almıştır. Bunun yanı sıra gelişmiş ülkeler genelinde bugüne kadar devam eden düşük ekonomik büyüme, yüksek işsizlik ve kamu kesiminin artan borç stoku gibi artık neredeyse yapısal hale gelen makroekonomik sorunlara ve giderek güçlenen popülist siyasi akımlara rağmen bu ülkelerin genel olarak yatırım yapılabilir düzeydeki kredi notlarını korudukları görülmektedir.

Küresel krizin başlangıcında en fazla etkilenen ve iflasın eşliğine gelen İzlanda'nın kredi notları da, kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliğine ilişkin soru işaretlerini artırmaktadır. Bu dönemde piyasalarca "satılık ülke" olarak gösterilen İzlanda'yı 2008-2009 yılları boyunca önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırım yapılabilir düzeyde değerlendirmesi dikkat çekmektedir (Ek-4).

Benzer şekilde, 2012 yılında borç kriziyle gündeme gelen Yunanistan ekonomisi de küresel krizin ardından S&P tarafından Nisan 2010'a, Moody's tarafından Haziran 2010'a, Fitch tarafından da Ocak 2011'e kadar yatırım yapılabilir düzeyde değerlendirilmiştir. Haziran-Temmuz 2011 döneminde her üç derecelendirme kuruluşunun da Yunanistan'ın notunu "C"li seviyelere indirdiği dikkate alındığında, söz konusu kuruluşların Yunanistan ekonomisinin içinde bulunduğu durumu değerlendirmekte de geciktiği anlaşılmaktadır.

#### **IV. Kredi derecelendirme kuruluşlarının 2016 ve sonrası dönemde Türkiye'ye ilişkin aldıkları kararlar**

2016 yılında kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye yönelik değerlendirmelerinin özellikle 15 Temmuz tarihindeki başarısız darbe girişiminin ardından olumsuz yönde şekillendiği görülmektedir.

- S&P 20 Temmuz 2016'da Türkiye'nin kredi notunu BB+'dan BB'ye indirmiş, not görünümünü negatif olarak belirlemiştir.
- Fitch 19 Ağustos'ta Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyede korurken, not görünümünü negatife indirmiştir.
- 23 Eylül 2016'da Moody's'in yaptığı not indirimi ile Türkiye iki kredi derecelendirme kuruluşundan aynı anda yatırım yapılabilir kredi notuna sahip olma özelliğini kaybetmiştir.
- 4 Kasım 2016'da S&P bu kez Türkiye'nin kredi notunu "BB" olarak teyit ederken, not görünümünü negatiften durağana yükseltmiştir. S&P tarafından yapılan açıklamada, ekonomi

yönetiminin dış kırılmalıkları azaltmaya odaklanmasının bu kararda etkili olduğu belirtilmiştir. S&P ayrıca, artan jeopolitik ve siyasi risklere rağmen Türkiye ekonomisinin nispeten güçlü bir görünüm sergilediğine dikkat çekmiştir. 2016 ve 2017 yılları için büyüme tahminini 0,2'şer puan azaltarak %3,2 olarak belirten S&P, başarısız darbe girişiminin ve turizm sektöründe yaşanan kayıpların ekonomik aktiviteyi baskıladığını belirtmiştir. S&P ayrıca, Türkiye'nin yüksek dış borçluluğunu vurgulayarak önümüzdeki dönemde küresel piyasalarda faizlerin artması halinde yurt içinde de reel faizlerin benzer bir trend izleyebileceğini açıklamıştır.

- 27 Ocak 2017'de S&P Türkiye'nin kredi notu görünümünü yeniden negatife çekmiştir. S&P değerlendirmesinde, otoritelerin enflasyonu ve döviz kurunu kontrol altına alma gücünün azalmasına, Türkiye ekonomisinde yüksek dolarizasyon nedeniyle TL'nin değer kaybının şirket bilançoları ile finans sektörünün aktif kalitesini bozabileceğine ve büyümeyi yavaşlatabileceğine dikkat çekmiştir. Mevcut siyasi ve jeopolitik gelişmelerin Türkiye'nin kredi notunu teyit ettiğini belirten kuruluş, Türkiye'nin kredi notuna ilişkin temel zayıflığının yurt dışı finansman ihtiyacı olduğunu belirtmiştir. Türkiye ekonomisinin 2016'da %2 büyüdüğünü tahmin eden S&P, 2017 büyüme tahminini de %3,2'den %2,4'e düşürmüştür.
- Fitch 27 Ocak 2017'de Türkiye'nin kredi notunu zayıflayan ekonomik performansını, kurumların bağımsızlığına zarar veren siyasi gelişmeleri ve iç güvenlik sorunlarını gerekçe göstererek BB+'ya indirmiştir. Böylece, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu arasında Türkiye'ye yatırım yapılabilir düzeyde kredi notu veren kuruluş kalmamıştır. Yapılan değerlendirmede kredi notu görünümü durağan olarak açıklanırken, siyasi ortam istikrar kazansa bile güvenlik risklerinin sürmesinin beklendiği ifade edilmiştir. Açıklamada ayrıca, anayasa değişikliğinin sistemde kontrol ve denge mekanizmasını zayıflatacağı belirtilmiştir. Fitch, Türkiye'nin uzun süredir sahip olduğu dış kırılmalıkları hafifletecek adımların atılmadığını ve bunun TL'de keskin değer kaybına yol açtığını vurgulamıştır.

#### Türkiye'nin Kredi Notunda Yakın Dönemdeki Gelişmeler

S&P	Kredi Notu (Görünüm)	Moody's	Kredi Notu (Görünüm)	Fitch	Kredi Notu (Görünüm)
27 Ocak 17*	<b>BB (Negatif)</b>	23 Eylül 16	<b>Ba1 (Durağan)</b>	27 Ocak 17	<b>BB+ (Durağan)</b>
4 Kasım 16*	<b>BB (Durağan)</b>	4 Kasım 14*	<b>Baa3 (Negatif)</b>	19 Ağustos 16*	<b>BBB- (Negatif)</b>
20 Temmuz 16	<b>BB (Negatif)</b>	16 Mayıs 13	<b>Baa3 (Durağan)</b>	5 Kasım 12	<b>BBB- (Durağan)</b>
6 Mayıs 16*	<b>BB+ (Durağan)</b>	20 Haziran 12	<b>Ba1 (Pozitif)</b>	25 Kasım 11*	<b>BB+ (Durağan)</b>
7 Şubat 14*	<b>BB+ (Negatif)</b>	5 Ekim 10	<b>Ba2 (Pozitif)</b>	24 Kasım 10*	<b>BB+ (Pozitif)</b>

(\*) İlgili tarihlerde kredi notu görünümünde değişiklik yapılmıştır.

Özellikle S&P'nin son 9 aylık dönemde 4 kez Türkiye'nin kredi notunu değiştirmesi dikkat çekmektedir. Rating kuruluşlarının tahmin ve öngörülerinde meydana gelen sık değişiklikler kuruluşların güvenilirliği konusunda soru işareti yaratmaktadır.

Öte yandan, Türkiye'nin yatırım yapılabilir kredi notunu kaybetmesine karşılık 2012'den bu yana kaydettiği ekonomik performans ve önümüzdeki döneme ilişkin beklentiler dikkate alındığında,

- yatırım yapılabilir kredi notunun kazanılmasından sonra ekonomik göstergelerde beklenen ölçüde olumlu bir seyir olmasa da özellikle büyüme ve kamu maliyesi göstergeleri açısından Türkiye'nin BBB- ve BB+ notuna sahip ülkelerden daha iyi bir performans sergilediği,
- Türk bankacılık sektörünün söz konusu ülke gruplarından daha güçlü ve sağlıklı bir görünüme sahip olduğu,
- Türk bankalarının yurt dışı borçlanmalarda sorun yaşamadıkları,
- finansal sektör dışındaki firmalarda döviz pozisyon açığının nispeten büyük ölçekli kurumsal firmalarda kümelendiği,
- geçmiş krizlerin kredi derecelendirme kuruluşlarının öngörü ve değerlendirmelerine ilişkin kuşku yarattığı

görülmektedir.

**Ek 1. Tayland'ın Seçilmiş Tarihlerdeki Kredi Notları**

Tarih	Kuruluş	Kredi Notu	Görünüm
29 Aralık 1994	S&P	A	Durağan
8 Nisan 1997	Moody's	A3	Durağan
<b>Temmuz 1997</b>		<b>Kriz Başlangıcı</b>	
1 Ağustos 1997	S&P	A	Negatif
3 Eylül 1997	S&P	A-	Negatif
9 Eylül 1997	Moody's	A3	Negatif
1 Ekim 1997	Moody's	Baa1	Negatif
24 Ekim 1997	S&P	BBB	Negatif
27 Kasım 1997	Moody's	Baa3	Negatif
21 Aralık 1997	Moody's	Ba1	Durağan
8 Ocak 1998	S&P	BBB-	Negatif
26 Nisan 1999	Fitch	BB+	Pozitif
24 Haziran 1999	Fitch	BBB-	-
22 Haziran 2000	Moody's	Baa3	Durağan

**Ek 2. Güney Kore'nin Seçilmiş Tarihlerdeki Kredi Notları**

Tarih	Kuruluş	Kredi Notu	Görünüm
3 Mayıs 1995	S&P	AA-	Durağan
27 Haziran 1996	Fitch	AA-	-
<b>Temmuz 1997</b>		<b>Kriz Başlangıcı</b>	
6 Ağustos 1997	S&P	AA-	Negatif
10 Aralık 1997	Moody's	Baa2	Negatif
11 Aralık 1997	Fitch	BBB-	Negatif
11 Aralık 1997	S&P	BBB-	Negatif
21 Aralık 1997	Moody's	Ba1	Durağan
22 Aralık 1997	S&P	B+	Negatif
23 Aralık 1997	Fitch	B-	Negatif
3 Şubat 1998	Fitch	BB+	Pozitif
18 Şubat 1998	S&P	BB+	Durağan
19 Ocak 1999	Fitch	BBB-	-
25 Ocak 1999	S&P	BBB-	Pozitif
12 Şubat 1999	Moody's	Baa3	Pozitif

**Ek 3. Endonezya'nın Seçilmiş Tarihlerdeki Kredi Notları**

Tarih	Kuruluş	Kredi Notu	Görünüm
18 Nisan 1995	S&P	BBB	Durağan
4 Haziran 1997	Fitch	BBB-	-
<b>Temmuz 1997</b>		<b>Kriz başlangıcı</b>	
10 Ekim 1997	S&P	BBB-	Durağan
17 Aralık 1997	Fitch	BBB-	Negatif
21 Aralık 1997	Moody's	Ba1	Durağan
22 Aralık 1997	Fitch	BB+	-
31 Aralık 1997	S&P	BB+	Negatif
16 Mart 1998	Fitch	B-	Negatif
20 Mart 1998	Moody's	B3	Durağan
26 Mart 1999	S&P	SD	-
15 Aralık 2011	Fitch	BBB-	Durağan
18 Ocak 2012	Moody's	Baa3	Durağan

**Ek 4. İzlanda'nın Seçilmiş Tarihlerdeki Kredi Notları**

Tarih	Kuruluş	Kredi Notu	Görünüm
5 Mart 2008	Moody's	Aaa	Negatif
1 Nisan 2008	Fitch	A+	Negatif
1 Nisan 2008	S&P	A+	Negatif
8 Ekim 2008	Fitch	BBB-	Negatif
24 Kasım 2008	S&P	BBB-	Negatif
4 Aralık 2008	Moody's	Baa1	Negatif
5 Ocak 2010	Fitch	BB+	Negatif
1 Eylül 2016	Moody's	A3	Durağan
13 Ocak 2017	S&P	A-	Durağan
13 Ocak 2017	Fitch	BBB+	Pozitif

**Ek 5. Türkiye'nin Yatırım Yapılabilir Kredi Notuna Sahip Olduğu İki Dönemin Karşılaştırılması**

	1992-1993	2012-2015
<b>GSYH, Büyüme</b> (yıllık % değişim)	7,0	6,1
<b>GSYH, Büyüme</b> (milyar USD)	228	904
<b>Kişi Başına Düşen Milli Gelir</b> (USD)	4.146	11.799
<b>Enflasyon</b> (TÜFE, yıl sonu)	96,4	7,6
<b>Cari Açık</b> (milyar USD)	7,4	46,9
<b>Cari Açık</b> (% GSYH)	1,6	5,2
<b>İşsizlik Oranı</b> (yıllık)	8,7	9,4

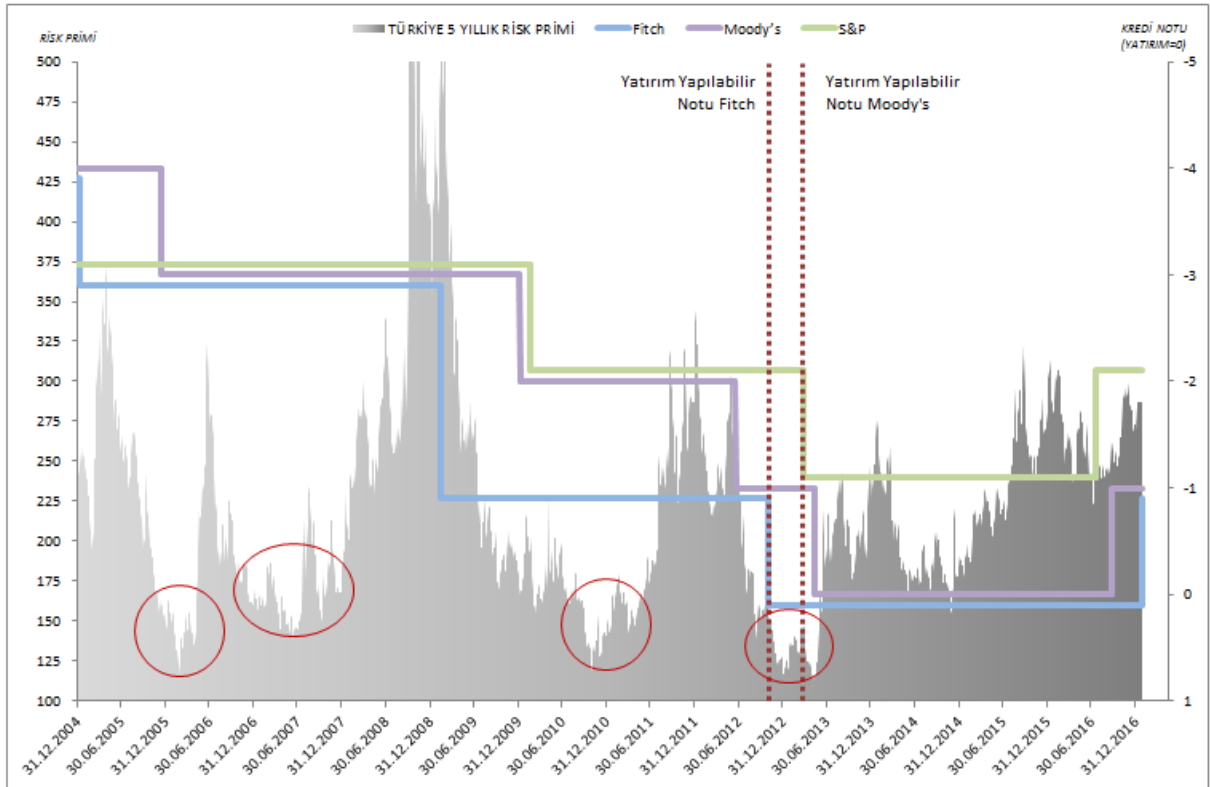
Kaynak: TÜİK, TCMB, IMF WEO veritabanı

## Ek 6. Türkiye'nin Risk Priminin Gelişimi ve Benzer Kredi Notuna Sahip Ülkelerle Karşılaştırılması

Türkiye risk priminin gelişimi kredi notunun ilgili dönemde işaret ettiği seviyeden ziyade notun muhtemel seyrine ilişkin beklentiler ve daha da önemlisi küresel konjonktür ve iç siyasi gelişmelerle şekillenmektedir.

2004 sonundan bu yana Türkiye 5 yıllık risk primi seviyeleri (CDS), 2008 global kriz dönemi hariç tutulduğunda 150-300 baz puan aralığında seyretmiştir. 5 yıllık ülke risk priminde 110-150 baz puan bandının test edildiği 2005-2007 döneminde Türkiye'nin kredi notunun; S&P, Moody's ve Fitch tarafından yatırım yapılabilir seviyenin 3 basamak altında, 2010-2011 döneminde ise S&P ve Moody's tarafından 2 basamak, Fitch tarafından 1 basamak altında değerlendirildiği görülmektedir.

Kasım 2012'de Fitch, Mayıs 2013'te ise Moody's tarafından kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesiyle fiyatlamalar üzerindeki beklenti etkisi kaybolmuştur. İzleyen dönemde ise gerek Fed'in para politikası patikasında yapacağı değişikliklere ilişkin senaryolar gerekse yurt içi siyasi gelişmeler gündemde daha fazla yer almaya başlamış ve bu belirsizlikler Türkiye'nin risk priminin genişlemesine yol açmıştır. Özellikle, Haziran 2015'ten bu yana iç siyaset ve jeopolitik riskler ülke risk priminin 200 baz puan seviyesinin üzerinde seyretmesinde ve endişelerin yoğunlaştığı dönemlerde 300 baz puan seviyesinin yukarı yönlü test edilmesinde ana belirleyici olmuştur.

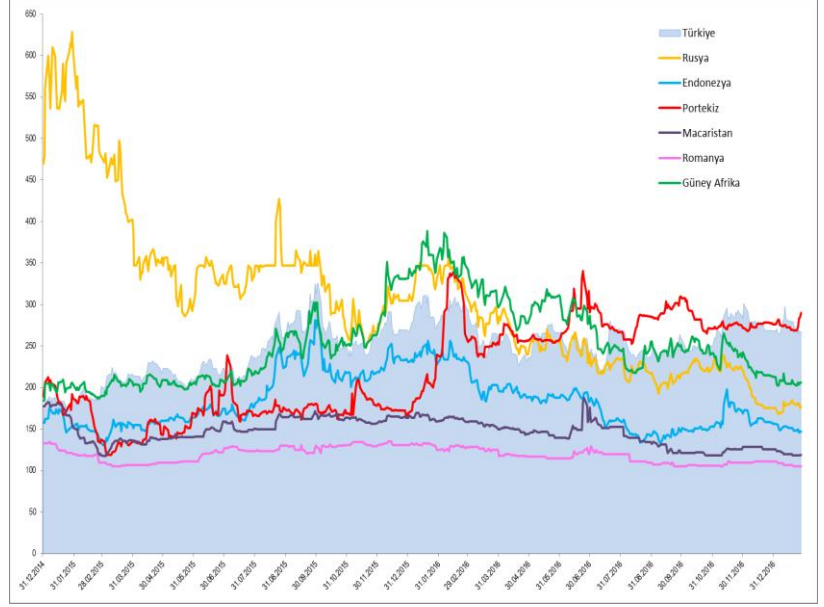


2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ocak 2017
232	156	161	167	409	183	141	287	127	245	184	274	273	265

Not: 2008'de Lehman Brothers'ın iflasıyla belirginleşen Küresel Kriz ortamında risk primi 831 baz puana kadar yükselmiş olmakla birlikte grafik skalası 500 baz puanda kesildiğinden bu seviyeler grafiğe yansımamıştır.

Fitch'in BBB- ve BB+ düzeyinde not verdiği ülkelerin 5 yıllık risk primleri incelendiğinde, Türkiye'nin risk priminin 2016 yılının son çeyreğinden bu yana yatırım yapılabilir nota sahip diğer ülkelerin üzerinde olduğu görülmektedir. 2011 yılında yatırım yapılabilir nota yükseltile Romanya ve Endonezya halen kredi derecesini korurken, 5 yıllık ülke risk primleri de 100-150 baz puan bandında seyretmektedir. Mevcut risk primi seviyemiz bankacılık sektöründeki sorunlar nedeniyle kredi derecesi düşürülmüş olan Portekiz ile karşılaştırılabilir düzeydedir.

Kredi Notu	Ülke	CDS (30 Ocak 2016 itib.)
BB+	Azerbaycan	-
BB+	Portekiz	282
<b>BB+</b>	<b>Türkiye</b>	<b>265</b>
BBB-	Güney Afrika	206
BBB-	Rusya	175
BBB-	Fas	167
BBB-	Uruguay	161
BBB-	Endonezya	147
BBB-	Hindistan	136
BBB-	Bulgaristan	123
BBB-	Macaristan	119
BBB-	Romanya	100
BBB-	Filipinler	97





---

## YASAL UYARI

---

Bu rapor Bankamız uzmanları tarafından güvenilir olduğuna inanılan kamuya açık kaynaklardan elde edilen bilgiler kullanılmak suretiyle, sadece bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde finansal enstrümanların alım veya satımı konusunda tavsiye veya finansal danışmanlık hizmeti sağlanması olarak yorumlanmamalıdır. Bu raporda yer verilen görüş ve değerlendirmeler, hiçbir şekilde Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurumsal yaklaşımını yansıtmamakta olup, raporu kaleme alan uzmanların kişisel görüş ve değerlendirmeleridir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgi, görüş ve değerlendirmelerin doğru, değişmez ve eksiksiz olması konusunda herhangi bir şekilde garanti vermemektedir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgilerde herhangi bir bildirimde bulunmaksızın değişiklik yapma hakkına sahiptir. Bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan Türkiye İş Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir.

İşbu rapor üzerinde Bankamızın telif hakkı olup, Bankamızın yazılı izni alınmaksızın herhangi bir kişi tarafından, herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya yayımlanamaz. Tüm haklarımız saklıdır.

---