

Moody's'in Ekonomik Rasyonaliteden Uzak Not Kararı

NURULLAH GÜR

- Not indirim kararının ekonomiye ilk yansımaları nasıl oldu?
- Moody's'in not indirim kararının ekonomik temelleri neden zayıf?
- Türkiye'nin bu aşamadan sonra notu geri kazanmak için atması gereken adımlar nelerdir?

Türkiye ekonomisi 15 Temmuz darbe girişimi karşısında güçlü durmasına rağmen kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye ile ilgili ekonomik rasyonaliteden uzak şekilde değerlendirmede bulunmaya devam ediyorlar. Darbe girişiminin üzerinden henüz bir hafta bile geçmemişken uluslararası kredi ve derecelendirme kuruluşu S&P, Türkiye'nin BB+ olan notunu BB'ye düşürmüştü. Moody's de geçtiğimiz cuma günü benzer bir aceleci tavırla Türkiye'nin notu Baa3'ten Ba1'e düşürdü.

2012'de Fitch'ten yatırım yapılabilir notu alan Türkiye, Moody's'in 16 Mayıs 2013'te kredi notunu Baa3'e yükseltmesiyle birlikte uzun zamandır beklediği seviyeyi yakalamıştı. Moody's'in Türkiye'nin notunu tekrar Ba1'e düşürmesi sonrası üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşundan (Fitch, Moody's ve S&P) en az ikisi tarafından yatırım yapılabilir seviyede olma özelliğini kaybetmiş oldu.

Muhafazakar olarak adlandırılan bazı uzun vadeli uluslararası yatırım ve finans fonları, bir ülkeye yatırım yaparken en az iki büyük uluslararası kre-

di derecelendirme kuruluşundan yatırım yapılabilir nota sahip olma şartı aramaktadırlar. Bu fonların bir ülkeye yatırım yapmasıyla birlikte hazine daha kolay ve ucuz bir şekilde borçlanabiliyor. Bir ülke yatırım yapılabilir seviyeden kredi notuna sahip olduğunda hem spekülasyon amaçlı yatırım yapanların talep ettiği yüksek faiz oranları düşüyor hem de daha uzun vadeli yatırımcı, ülkeye yöneldiğinden dış fonların arzında belli bir artış yaşanıyor.¹

Moody's'in Türkiye ile ilgili değerlendirmesi piyasalar tarafından bir süredir dikkatle bekleniyordu. Türkiye'nin notunu açıklamadan iki gün önce Moody's Küresel Ülke Riski yöneticisi Alastair Wilson, Reuters'a yaptığı açıklamada 15 Temmuz başarısız darbe girişiminin Türkiye ekonomisi üzerinde oluşturduğu şokun önemli ölçüde azaldığını belirtmişti.² "Moody's'den gelen bu açıklama sonrasında finans piyasalarında Türkiye'nin kredi notunun koruna-

1. Mehmet Babacan ve Nurullah Gür, "Finansal Oryantalizmin Keşif Kolu Olarak Kredi Derecelendirme Kuruluşları", *SETA Perspektif*, Sayı: 66, (Eylül 2014).

2. "Moody's: Shock to Turkish Economy From Coup Has Largely Dissipated", Reuters, 21 Eylül 2016, <http://www.reuters.com/article/turkey-economy-moodys-idUSL9N18Y013> (Erişim Tarihi: 27 Eylül 2016).

NURULLAH GÜR

2006 yılında Marmara Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nden mezun oldu. Aynı bölümden 2008 yılında yüksek lisans derecesini aldı. Doktora derecesini 2012 yılında University of Essex'den aldı. Gür, halen İstanbul Medipol Üniversitesi Ekonomi ve Finans Bölümü'nde öğretim üyesi olarak çalışmalarına devam etmektedir. Ekonomik gelişme, finans-reel sektör ilişkisi ve uluslararası politik iktisat alanlarında çeşitli uluslararası dergilerde yayınları bulunmaktadır.

çağına dair güçlü bir beklenti oluşmuştu.” Piyasa oyuncularının önemli bir kısmı, geçtiğimiz hafta bu beklenti dahilinde işlemler yaptılar. Bu açıklamanın dumanı üstündeyken Moody’s’in Türkiye’nin notunu düşürmesi herkesi şaşırttı.

KARAR EKONOMİK Mİ, SİYASİ Mİ?

Bu not indiriminin gerekçelerine baktığımızda alınan kararın ekonomik rasyonaliteden uzak olduğu görülmektedir. Moody’s tarafından yapılan açıklamaya göre alınan indirim kararının iki temel gerekçesi bulunmaktadır: Birincisi, Türkiye’nin yüksek boyutlu dış finansman ihtiyacına bağlı risklerde yaşanan artış; ikincisi, büyüme ve kurumsal sağlık başta olmak üzere kredi destekleyici temellerde yaşanan zayıflama.³ Moody’s’in Türkiye’nin kredi notunu yükselttiği Mayıs 2013 tarihi ile bugünü kıyasladığımızda gerekçe olarak sunulan konularda ciddi bir farklılık bulunmadığı çok kolay bir şekilde anlaşılabilir.

Türkiye’de kamu borcunun GSYH’ye oranı, 2013 yılındaki yüzde 36 seviyesinden 2015’te yüzde 32,9’a düşmüştür. Türkiye, G20 ülkeleri arasında kamu borcunun GSYH’ye oranı en düşük olan ülkelerdendir. Borç yükü kamuya göre daha ağır olsa da, özel kesim küresel kriz döneminde bile borçlarını döndürmeyi başarmıştır. Cari açık da 2013’ten bu yana düşmektedir. Cari açığın GSYH’ye oranı bu süreçte yüzde 7,5’lerden yüzde 4,5’e düşmüştür. Mevcut uluslararası likidite koşullarını ve Türkiye’deki göstergeleri göz önünde bulundurduğumuzda, dış finansman ihtiyacına bağlı risklerle ilgili endişe verici bir durum olmadığı ortadadır.

Büyüme ve kurumsal sağlamlığa baktığımızda da durum benzerdir. Türkiye ekonomisi 2013’te yüzde 4,2, 2014’te yüzde 2,9 ve 2015’te yüzde 4 büyüyüdü. Bu yılın büyüme rakamının da yüzde 3-3,5 civarında olacağı tahmin edilmektedir. Büyüme rakamları Türkiye ekonomisinde herhangi bir kırıl-

ma olmadığını göstermektedir. Türkiye’nin kurumsal sağlamlıkla ilgili olarak bu süreçte cumhuriyet tarihinin en çetrefilli dönemlerinden birini yaşamış olmasına rağmen, kurumsal yapının ciddi bir aksaklık yaşamadan çalışmaya devam ettiği gözden kaçırılmamalıdır. Mevzubahis dönemde Gezi Parkı Şiddet Eylemleri, 17-25 Aralık operasyonları ve 15 Temmuz darbe girişimi gibi her ülkenin kaldıramayacağı büyüklükteki siyasi olayların bu kurumsal yapı ile bertaraf edildiği unutulmamalıdır. Hükümet, kurumsal yapısının kalitesini daha da üst seviyelere çıkarmak için ciddi reformlara ihtiyaç duyduğunun farkındadır; bu ekseninde de çalışmalarını sürdürmektedir. 15 Temmuz darbe girişimi sonrası atılan adımlar ile birlikte bugüne kadar Türkiye’nin aleyhine çalıştığı anlaşılan kişilerin tasfiyesi kurumsal yapının daha da güçlenmesini sağlayacaktır.

Moody’s’in Türkiye’ye karşı takındığı bu tavır yeni değildir. Moody’s Türkiye’yi yatırım yapılabilir ülke konumundan 1994 krizi öncesinde çıkarmış ve tekrar bu seviyeye yükseltmesi 2013 yılını bulmuştu. 2001 krizinden sonra yapılan ekonomik reformlara ve Türkiye ekonomisinin kat ettiği önemli mesafeye rağmen, Moody’s not yükseltme konusunda gönülsüz davranmıştır. 1994’ten 2013’e kadar geçen süre zarfında Türkiye ekonomisini aynı noktada kodlandırmanın ekonomik bir açıklaması bulunmamaktadır. Moody’s’in Türkiye’nin notunu yükseltmek için kılı kırk yararken, düşürmek için bu kadar acele karar vermesi hayli düşündürücü bir tavidir.

NOT DÜŞÜRME KARARINA PİYASALARIN İLK TEPKİSİ

Bütün bu rakamları ve yaşananları üst üste koyduğumuzda Moody’s’in almış olduğu kararın ekonomik rasyonalite ve objektiflikten uzak olduğu görülmektedir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının önceki dönemlerde almış oldukları benzer kararlar sonrası daha ortadan yorum yapan Türkiye’deki finans çevreleri de not düşürme kararının

3. Moody’s tarafından yapılan açıklamaya şu siteden ulaşılabilir: https://www.moody.com/research/Moodys-Downgrades-Turkeys-Issuer-And-Bond-Ratings-To-Ba1-With--PR_354341 (Erişim Tarihi: 27 Eylül 2016).

ekonomik değil siyasi olduğunu belirtmişlerdir. Yabancı ekonomistlerden de benzer görüşler gelmektedir. Türkiye ekonomisini oldukça yakından takip eden Timothy Ash, Twitter üzerinden yaptığı açıklamada, Moody's'in kararının adil değil, subjektif olduğunu söyledi.

Moody's'in kararı sonrası ilk işlem günündeki gelişmeler not indiriminin etkisinin kısa vadeli olacağına işaret etmektedir. Borsa İstanbul pazartesi gününü yüzde 3,8'lik bir kayıpla kapatmıştır. Borsadaki düşüş küresel trende paralel bir seyir izlemiştir. Avrupa'daki bankacılık sektörü ile ilgili endişelerin artmasından dolayı Avrupa borsalarında yüzde 2 civarında kayıplar yaşanmıştır. ABD ve Asya borsaları da günü negatifle kapatmıştır. Borsa İstanbul not düşürme kararı sonrası negatif bir seyir izlese de, bu düşüşün kısa vadeli olması ve önümüzdeki hafta kararın etkisinin kaybolması beklenmektedir. Pazartesi günü yapılan hazine ihalesine güçlü bir talep gelmiş ve ihaledeki faiz de beklentilerden daha düşük oluşmuştur.⁴ Dolar kuru 3 TL'yi görse de burada çok fazla kalmamış ve 2,98 seviyesine inmiştir. Türkiye'nin kredi risk swapı (CDS) ise pazartesi günü yüzde 0,15 gibi cüzi bir artış yaşamıştır. Aynı gün Almanya (yüzde 5,22), İspanya (yüzde 2,21) ve Rusya (yüzde 1,02) gibi ülkelerin CDS'leri daha fazla artmıştır.

Not düşürme kararının orta ve uzun vadede makroekonomik göstergelere etkisinin sınırlı olması beklenmektedir. Finans piyasalarındaki genel kanı da bu etkinin kısa vadeli olacağı yönündedir.⁵ Türkiye'nin büyüme ile ilgili atmış olduğu adımları sürdürmesi ve kurumsal kaliteyi artırmaya yönelik reformlara hız kazandırması durumunda kredi notu indiriminin ülke ekonomisi üzerindeki etkisi oldukça kısıtlı kalacaktır.

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI NEDEN HALA DİKKATE ALINIYOR?

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının almış olduğu kararlar sadece Türkiye'de değil, bütün dünyada tartışılmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının piyasaları yanlış yönlendirmesi, küresel finans krizine yol açan faktörlerin başında gelmektedir. ABD senatosu tarafından 2011 yılında açıklanan 652 sayfalık kapsamlı kriz raporunda da belirtildiği gibi, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının finans kurumları ve mortgage bazlı finansal varlıklar için vermiş oldukları yanlış kararlar, küresel finans krizine zemin hazırlamıştır.⁶

Kredi derecelendirme kuruluşları küresel finans krizinden bu yana bazı soruşturmalara tabi tutulmaktadır. ABD Adalet Bakanlığı, küresel finans krizine giden yolda vermiş olduğu yanlış kredi notlarını sebep göstererek S&P'ye yönelik soruşturma başlatmıştı. S&P bu soruşturma ile ilgili uzlaşmaya giderek 1,5 milyar dolar ödemeyi kabul etmişti.⁷ Şu anda benzer bir soruşturmanın içinde olan Moody's'in kriz öncesi almış olduğu kararlarla ilgili olarak da cezalandırılması beklenmektedir.⁸

Dünya liderleri, G20 toplantılarında kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notların daha az esas alınmasının ve kredi derecelendirme piyasasında şeffaflık ve rekabetin artmasına yönelik adımlar atılmasının gerekliliğini sıkça tekrarlamışlardır. Ancak, bu hususlarla ilgili şu ana kadar ciddi bir girişim başlatılmamıştır. Kredi derecelendirme piyasasına yönelik reformların gerçekleşmemiş olması, tam olarak güvenmese de uluslararası yatırımcıları bu kuruluşların vermiş oldukları notlara bakarak karar almaya zorlamaktadır.

4. "Hazine İhalede 6.44 Milyar Borçlandı", *Dünya Gazetesi*, 26 Eylül 2016.

5. "Morgan Stanley: Moody's Etkisi Kısıtlı ve Kısa Vadeli Olabilir", Bloomberg HT, 26 Eylül 2016, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1922187-morgan-stanley-moodys-etkisi-kisitli-ve-kisa-vadeli-olabilir>, (Erişim Tarihi: 27 Eylül 2016).

6. Raporun tamamına şu sayfadan ulaşılabilir: http://www.nytimes.com/interactive/2011/04/14/business/14crisis-docviewer.html?_r=0, (Erişim Tarihi: 27 Eylül 2016).

7. "S&P to Pay \$1.5 Billion to Resolve Crisis-Era Litigation", *Wall Street Journal*, 3 Şubat 2015.

8. "Justice Department Investigating Moody's Investors Service", *Wall Street Journal*, 1 Şubat 2015.

BUNDAN SONRA NE YAPMALI?

Bu aşamadan sonra Türkiye'nin yapması gereken en temel eylem kredi derecelendirme kuruluşları tarafından bahane edilen alanlara daha fazla eğilmektir. Burada kurumsal yapının iyileştirilmesine yönelik reformlar önem kazanmaktadır. Türkiye iş ortamının ve kurumsal yapının iyileştirilmesine yönelik reformları bir an önce hayata geçirerek Doing Business ve Dünya Rekabet Endeksi gibi göstergelerde ilk 20'ye girmeyi hedeflemelidir. Son zamanlarda büyümeyi desteklemek için açıklanan tedbir ve teşviklerin

etkinliği yakından takip edilmeli, gerektiği takdirde revizeler yapılarak ekonomik büyüme yüzde 4,5-5 seviyesine çıkarılmalıdır. Şu anda Türkiye'ye yatırım yapılabilir seviyede not veren Fitch ile yakın temasa geçilerek Türkiye ekonomisine ve kurumsal reformlara yönelik atılan adımlar detaylı bir şekilde anlatılmalıdır. 15 Temmuz darbe girişimi sonrası ekonomi kurmaylarının Türkiye ekonomisini daha iyi anlatmak adına küresel finans merkezlerine yaptıkları ziyaretlerin devam etmesi de yabancı yatırımcıların güvenini kazanmak açısından önem arz etmektedir.

**SETA**

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 Cd. 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 | Cairo

21 Fahmi Street Bab al Luq Abdeen
Flat No: 19 Cairo EGYPT
Tel: 00202 279 56866 | 00202 279 56985