

# ÜLKE RİSK PRİMİ İLE TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ARASINDAKİ İLİŞKİ

## THE RELATIONSHIP BETWEEN COUNTRY RISK PREMIUM AND MAIN MACROECONOMIC INDICATORS

Serkan Göksu<sup>1</sup>, Ali Balkı<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Öğretim Görevlisi. Dr., Afyon Kocatepe Üniversitesi, Dinar Uygulamalı Bilimler Yüksek Okulu, [sgoksu@aku.edu.tr](mailto:sgoksu@aku.edu.tr), Orcid Id: 0000-0003-3261-6769

<sup>2</sup> Öğretim Görevlisi. Dr., Afyon Kocatepe Üniversitesi, Çay Meslek Yüksek Okulu, [alibalki42@hotmail.com](mailto:alibalki42@hotmail.com), Orcid Id: 0000-0002-7130-2001

### MAKALE BİLGİSİ

#### Anahtar Kelimeler

CDS, Temel Makroekonomik Göstergeler, Risk Primi

#### Makale Geçmişi:

Geliş Tarihi: 07 Mayıs 2022  
Kabul Tarihi: 15 Haziran 2022

### ARTICLE INFO

#### Keywords

CDS, Main Macroeconomic Indicators, Risk Premium

#### Article History:

Received: 07 May 2022  
Accepted: 15 June 2022

### ÖZET

Ülke iflas riskinin bir göstergesi olarak kabul edilebilecek CDS primlerinin belirlenmesinde küresel risk faktörlerinin yanında ülkelerin sahip olduğu ekonomik göstergelerin de kilit bir rol oynadığı söylenebilir. Çünkü son on beş yılda küresel konjonktürün oldukça stabil olduğu dönemlerde bile Türkiye'nin CDS priminin 100'ün altına düşmemesi Türkiye'nin CDS primleri üzerinde içsel dinamiklerin ne denli etkili olduğunu göstermektedir. Bu noktadan hareketle çalışma kapsamında öncelikli olarak CDS primi üzerinde etkili olduğu düşünülen temel makroekonomik faktörlerle CDS primleri arasındaki ilişkiler değerlendirilmiştir. Yapılan karşılaştırmalı analizler neticesinde Türkiye'de CDS primindeki değişikliklerin anlaşılmasında içsel faktör olarak ekonomik büyüme, enflasyon oranı, işsizlik oranı, faiz oranı ve döviz kurunun dikkatle izlenmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye'nin CDS primleri üzerinde etkili olabilecek en önemli dışsal risk unsurları ise Rusya-Ukrayna savaşının patlak vermesi, pandeminin tam anlamıyla sona ermemesi ve bunların küresel piyasalar üzerinde oluşturacağı baskılar nedeniyle gelişmiş ülkelerin faiz artırımına gitmesidir.

### ABSTRACT

Along with the global risk factors, the economic indicators of the countries play a crucial role in determining the CDS premiums that are accepted as an indicator of the country's bankruptcy risk. Because the fact that Turkey's CDS score has never fallen below 100, even during the last fifteen years, when the global conjuncture was relatively stable, shows how effective the internal dynamics are on Turkey's CDS premiums. From this point of view, within the scope of the study, primarily the relations between the primary macroeconomic factors that are thought to be effective on the CDS premium and CDS premiums were evaluated. As a result of the comparative analysis, it was concluded that economic growth, inflation rate, unemployment rate, interest rate, and exchange rate variables should be followed carefully as internal factors in understanding the changes in CDS premium in Turkey. The most important external risk factors that may impact Turkey's CDS premiums are the outbreak of the Russia-Ukraine war, the pandemic has not entirely ended, and the interest rate hikes by developed countries due to the pressure these put on global markets.

Son yıllarda dünyada yaşanan küreselleşme eğilimleri ve teknolojik yenilikler toplumların kültürel olduğu kadar ekonomik olarak da değişim ve dönüşüm yaşamasına neden olmuştur. Bu gelişmeler sebebiyle sermayenin hareket kabiliyetinde yaşanan baş döndürücü hız; doğru ve hızlı kararlar alabilme ihtiyacını beraberinde getirmektedir. Bu çalışmanın konusu olan CDS (Credit Default Swap) kavramı yatırımcılara doğru kararlar alabilmede ve riskleri bertaraf etmede büyük kolaylıklar sağlamaktadır. Dolayısıyla CDS'lerin hem ülke ekonomilerini etkilemesi hem de ülke ekonomilerinden etkilenmesi nedeniyle detaylı bir şekilde irdelenmesi gereken bir kavram olduğu düşünülmektedir.

Uluslararası yatırımcılar farklı ülkelere yatırım kararı alırken göz önünde bulundurduğu temel göstergelerden biri de uluslararası derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlardır. Çünkü yatırım yapılacak ülkenin tarafsız dışsal bir gözle değerlendirilmesi yatırımcı açısından çok önemlidir. Ancak kredi derecelendirme kuruluşlarının krizleri önceden öngörme kabiliyetlerinin çok zayıf olması ve yatırım yapılabilir notlara sahip olan ülkelerin bu kararlardan kısa bir süre sonra krize girmeleri, bu kuruluşların kararlarının sorgulanmasına neden olmuştur. Bu sebeple piyasa aktörleri son yıllarda risklerin belirlenmesinde daha çok kredi temerrüt swaplarını dikkate almaya başlamışlardır. CDS'lerin anlık bilgi akışı sağlamlarının ve dolayısıyla daha esnek olmalarının da bu durum üzerinde etkili olduğu söylenebilir.

En önemli risk göstergelerinden birisi olarak kabul edilen CDS'ler özellikle yabancı sermaye yatırım kararları üzerinde etkilidir. Dolayısıyla CDS primlerindeki değişimlerin altında yatan temel dinamiklerin belirlenmesi ekonomiler için büyük önem arz etmekte olup bu çalışmanın temel motivasyon kaynağını oluşturmaktadır. Bu motivasyon kaynağından hareketle çalışmanın temel amacı; ülke risk primi olarak da ifade edilen CDS'ler ile temel makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkilerin tespit edilmesidir. Çalışmanın bundan sonraki kısmında ilk olarak CDS kavramı açıklanmış olup daha sonra ekonomik büyüme, enflasyon, faiz, işsizlik ve döviz kuru ile CDS'ler arasındaki ilişkiler Türkiye özelinde karşılaştırmalı olarak değerlendirilmiştir. Ayrıca elde edilen sonuçların güncel literatürle uyumlu olup olmadığına değinilmiştir.

## 1. ÜLKE RİSK PRİMİ OLARAK CDS

Kişilerin ve kurumların karşı karşıya kaldıkları riskleri asgari seviyelere indirerek hasarların telafi edilmesine kaynak oluşturan sigortacılık sektörünün gerek ekonomi gerekse de sosyal hayat açısından önemi yadsınamaz. Bu açıdan CDS kavramı; hazinenin ya da özel bir şirketin yurtdışına yapmış olduğu borç senedi ihracının geri ödenmemesine karşılık satın alınabilecek sigorta şeklinde tanımlanabilir. CDS'in konusu, yurtdışına ihraç edilen değerli kâğıtların geri ödenmeme riski, temerrüt riski ya da iflas riskidir. CDS şirketleri ilgili ülkenin borçlarının ödenmemesine karşı alacaklının, alacağını sigortalayan bir sözleşme sunar ve bu sözleşmenin ücreti de ilgili ülkenin CDS primi olarak adlandırılır. CDS puanının yükselmesi, yabancı yatırımcı açısından ülke riskinin yükseldiği, geri ödenmeme riskinin arttığı ve dolayısıyla da ödeyeceği primin daha fazla olması anlamına gelir. CDS puanının düşmesi ise ülke riskinin azaldığı, geri ödenmeme riskinin düştüğü ve dolayısıyla da ödeyeceği primin düşük olması anlamına gelmektedir (Özçelik ve Göksoy, 2020).

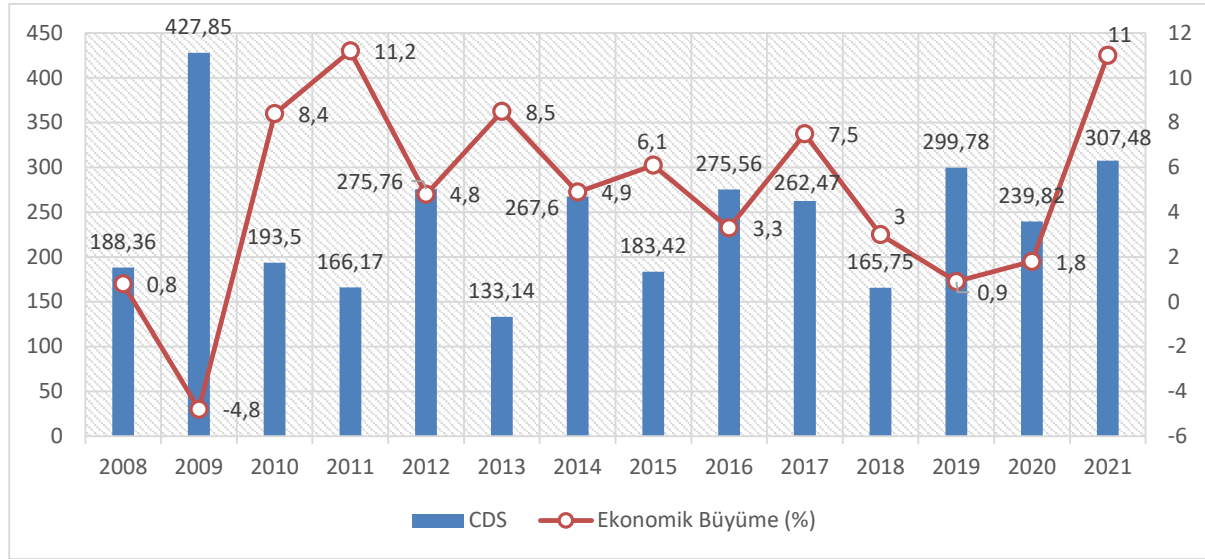
CDS primi bir ülke ya da şirketin yurt dışından borçlanmasında son derece kritik bir önem arz eder. Ayrıca bu gösterge bir ülkenin kırılganlığının tespitinde öncü gösterge olarak kullanılabilir. Aslında CDS priminin işleyişi, aynı risklerle karşı karşıya olan ekonomik birimlerin olası risklerini minimize edilebilmek amacıyla bir araya geldiği ve risklerin transferinin sağlandığı standart bir sigortalama işleyişinden farklıdır. Nasıl ki sigorta poliçelerinde risk arttıkça fiyat da artıyorsa, bir ülkenin CDS puanındaki her bir birimlik artışın borçlanma maliyetini arttıracığı söylenebilir. Örneğin, CDS puanı 200 olan bir ülkenin tahvilini satın aldığı zaman, alacağını garanti altına almak isteyen yatırımcının ödeyeceği risk primi, CDS puanı 100 olan bir ülkeninkinden daha fazla olacaktır. Çünkü riskler daha fazladır. Bir başka deyişle, CDS puanı yüksek olan ülkenin borçlarını ödememe riski daha fazladır. Bu olası senaryoya borç alan ülke açısından bakılırsa CDS puanı daha yüksek olan ülke ihraç ettiği tahvillerin talep görebilmesi için risk priminden daha fazla faiz ödemesi yapmak zorunda kalacaktır. Bu durum da ülkeler için borçlanma maliyetinin artması anlamına gelecektir.

## 2. CDS PRİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ARASINDAKİ İLİŞKİ

CDS primleri üzerinde küresel risk faktörlerinin yanında içsel dinamiklerin etkileri olduğu gibi CDS'lerin de hem ekonomiler hem de finansal piyasaları etkileme gücüne sahip olduğu düşünülmektedir (Baykut ve Diyar, 2021). Bu düşünceden hareketle literatürde CDS primleri ile ekonomik büyüme, enflasyon, işsizlik, faiz oranı ve döviz kuru arasındaki ilişkiler ayrı başlıklar halinde incelenmiştir.

### 2.1. CDS Primleri ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki

CDS'ler ile ekonomik büyüme arasında ciddi bir etkileşim beklenmektedir. Çünkü büyümenin içsel dinamikleri pozitif manada etkilemesi ve dolayısıyla da CDS primlerini azaltması beklenmektedir. Şekil 1'de sunulan ekonomik büyüme rakamlarına bakılacak olursa, 2021 yılında pandemiye rağmen hızlı bir ekonomik toparlanma yaşanmış olsa da hane halkları üzerinde önemli etkiler yaratan makro finansal oynaklıkların arttığı gözlemlenmektedir. Aynı dönemde dış ve iç talebin desteğiyle Türkiye ekonomisi yıllık bazda yüzde 11 büyümüştür. Türkiye ekonomisi için yıllık rakamlar göz önünde bulundurulduğunda pandemi süreci de dahil son on beş yıl içerisinde yıllık negatif büyüme ya da daralmanın yaşandığı tek yıl 2009 yılıdır. Hiç şüphesiz bu durumun temel sebebi 2008 küresel ekonomik krizidir. Öncelikli olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayıp daha sonra Avrupa'ya ve oradan da neredeyse tüm dünyaya yayılmasından dolayı "küresel" bir kriz olarak nitelendirilmiştir. Bu krizden Türkiye'nin de az da olsa etkilendiği ancak krizin etkisini çok çabuk atlattığı söylenebilir. Çünkü 2010 yılında %8,4'lük bir büyüme sergilemiştir. Aynı yıl için (2009) CDS primleri incelendiğinde son on beş yılın en yüksek ikinci değeri olan yaklaşık 428 değerine ulaştığı görülmektedir.

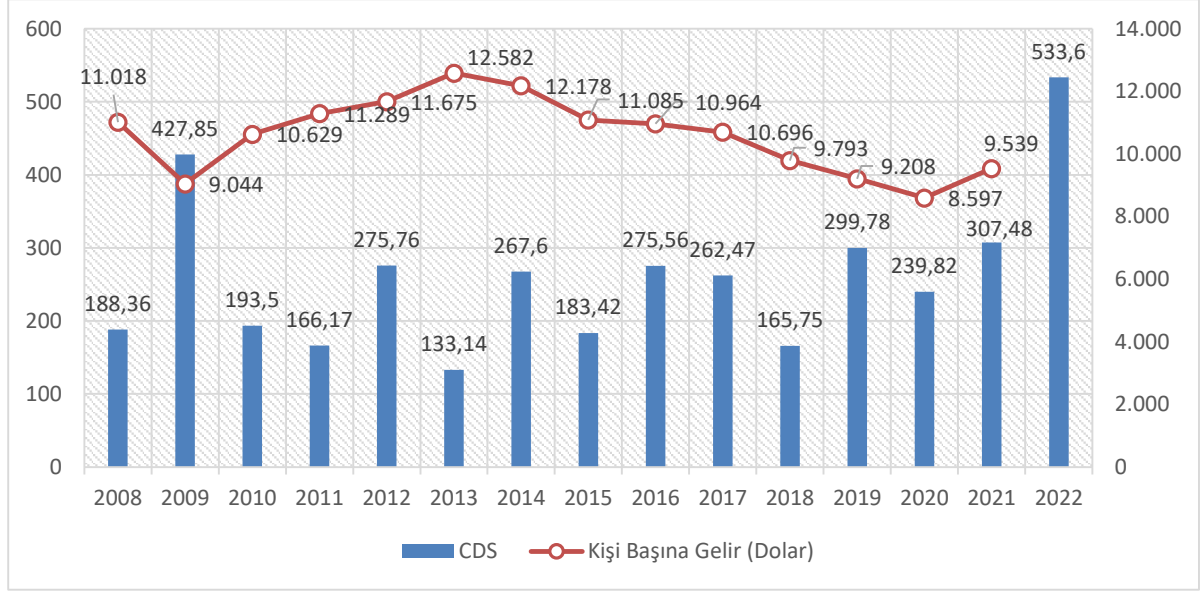
**Şekil 1:** Türkiye’de CDS Primleri ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

**Kaynak:** URL1 ve URL2. Not: Tüm şekiller yazarlar tarafından oluşturulmuş ve CDS puanlarının tespitinde 1 Ocak baz alınmıştır. Ayrıca CDS’ler Türkiye’nin 5 yıl vadeli dolar cinsinden olan tahvillerin risk primlerini ifade etmektedir.

İki değişken birlikte değerlendirildiğinde büyümenin en düşük gerçekleştiği yıl olan 2009’da en yüksek değerini alan CDS puanlarının, en yüksek ikinci büyümenin gerçekleştiği 2021 yılında en yüksek ikinci değerini alması oldukça dikkate değerdir. Ayrıca bu durum, en yüksek büyüme oranlarının kaydedildiği 2011 ve 2021 yıllarındaki CDS puanlarına bakıldığında da görülebilir. 2011 ve 2021 yıllarında büyüme oranları birbirine çok yakın ve yaklaşık %11 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık, 2011 yılında CDS puanı 166,17 iken 2021 yılında CDS puanı 307,48 olmuştur. Şekil 1 genel olarak değerlendirildiğinde büyümenin hızlandığı dönemlerde CDS puanlarının düştüğü, büyüme yavaşladığında ise CDS puanlarının yükseldiği görülmektedir. Ancak bu durum, son yılda bozulmuş ve büyüme oranı yükselirken CDS puanının da yükseldiği gözlemlenmiştir. Büyüme oranları ile CDS puanları arasındaki ters yönlü ilişkinin bozulmasında, pandeminin ve diğer ülkelerle olan siyasi ilişkilerin etkisinin olduğu iddia edilebilir.

Büyümenin kişilere yansımalarının bir ölçütü olarak kabul edilen kişi başına düşen gelir kavramı, gelir dağılımında bir adaletsizlik yaşanmaması şartıyla o ülke vatandaşlarının refah seviyelerinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Ancak bu ölçütün basit ama kaba bir tespit yöntemi olduğunu söylemek çok da yanlış olmayacaktır. Refah artışının salt gelir özelinde düşünülemez farklı boyutlarını da bünyesinde barındıran bir kavram olduğu düşünüldüğünde, insani gelişme endeksi gibi göstergelerin refahı temsil etmede daha anlamlı sonuçlar verebileceği söylenebilir.

Şekil 2’de görüldüğü üzere, Türkiye’nin kişi başına düşen gelir rakamlarına 2008-2021 dönemi için bakıldığında ulaştığı en yüksek seviye 12.582 dolarla 2013 yılıdır. Kişi başına düşen gelir, 2013 yılından 2020 yılına kadar aralıksız bir şekilde azalmış, ancak 2021 yılında bir önceki yıla göre tekrardan artmıştır. CDS primleri ise 2021 ve 2022 yılında çok ciddi bir artışa geçmiştir.

**Şekil 2:** Türkiye’de CDS Primleri ile Kişi Başına Gelir İlişkisi

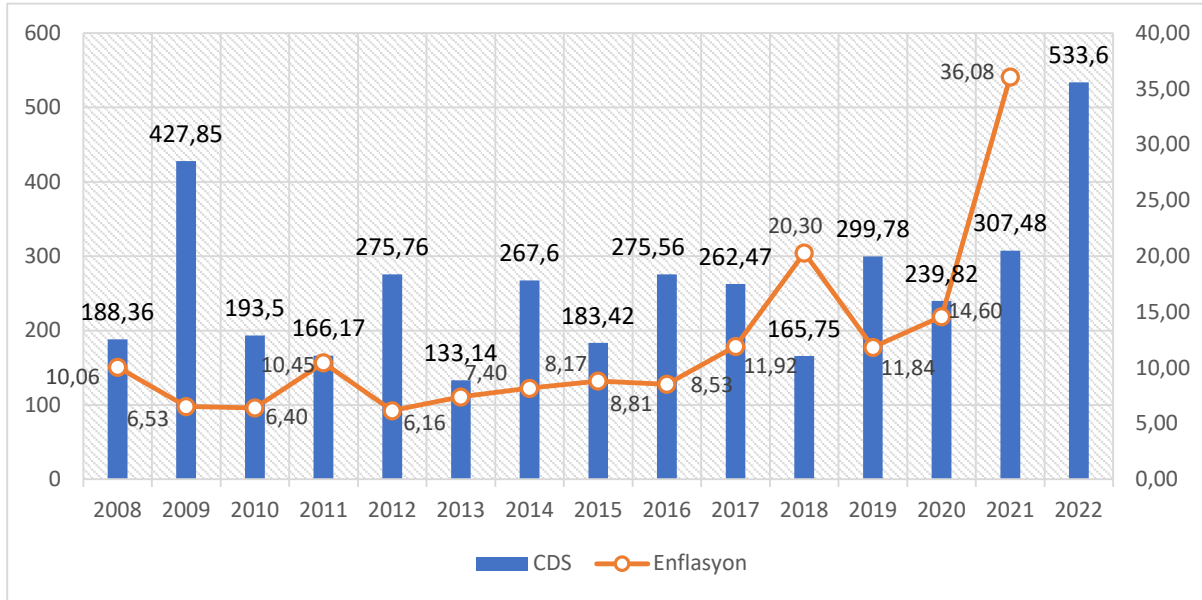
**Kaynak:** URL1 ve URL2

CDS primleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri konu alan ekonomi literatürü incelendiğinde, bu iki değişken arasında negatif yönlü sonuçlar bulan çalışmaların ağırlıkta olduğu söylenebilir. Bu çalışmalara Tang ve Yan (2009) ile Danacı, Şit ve Şit (2017)’in çalışmaları örnek verilebilir. Şekil 1 ve 2’den elde edilen sonuçlarla literatür beraber değerlendirildiğinde, son iki yıl yani 2021 ve 2022 hariç elde edilen sonuçların literatürle örtüştüğü söylenebilir. Yani Türkiye’de ekonomik büyüme ile CDS primleri arasında ters yönlü ilişki olduğu iddia edilebilir.

## 2.2. CDS Primleri ile Enflasyon Oranı Arasındaki İlişki

Oluşturacağı etkinin toplumun tamamında hissedildiği ve kişilere bağlı olmayan bir “temel risk” olarak kabul edilebilecek enflasyon; 2021 yılı itibarıyla son yıllardaki en yüksek seviyesini görmüş olup bir önceki yılın aralık ayına göre yıllık bazda yaklaşık %36 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye’de enflasyonun bu denli yükselmesi ve döviz kurunun tarihinin en yüksek seviyelerini görmesinin nedeni kamuoyunda sıklıkla tartışılrsa da detaylı bir şekilde incelenmeye muhtaç bir konudur. Enflasyondan etkilenmeyen hiçbir gelir grubu olmamakla beraber dar gelir gruplarının enflasyondan olumsuz manada daha çok etkilendikleri söylenebilir. Çünkü kısıtlı bütçeleri göz önünde bulundurulduğunda dar gelir gruplarının tüketim eğilimleri yüksek, tasarruf eğilimleri ya hiç yok ya da çok düşüktür. Dolayısıyla gelirlerinin büyük bir kısmını yaşamını idame ettirebilmek için harcamak zorunda kalan dar gelir gruplarının enflasyondan olumsuz etkilenmesi kaçınılmaz olmaktadır. Bu nedenle enflasyon, bedeline daha çok dar gelir gruplarının katlandığı bir yük olarak tarif edilebilir.

Türkiye’de son on beş yılda, 2018 yılı hariç, oldukça stabil olan enflasyon oranı 2021 yılında olağan üstü bir şekilde artmıştır. 2022 yılında açıklanan aylık enflasyon oranları ve beklentiler, enflasyondaki artışın bu yıl da devam edeceğini göstermektedir. Çünkü gerek pandemi sürecinin piyasalara bıraktığı derin etkilerin devam etmesi gerekse de akabinde patlak veren Ukrayna-Rusya savaşı, enerji fiyatlarında şoklara neden olmakta dolayısıyla Türkiye gibi enerjide dışa bağımlı ülkelerin iç piyasalarına enflasyon olarak yansımaktadır. Dolayısıyla Türkiye’deki enflasyonun talep kaynaklı olmaktan ziyade maliyet kaynaklı olduğunu söylenebilir.

**Şekil 3:** Türkiye’de CDS Primleri ile Enflasyon Oranı İlişkisi

**Kaynak:** URL1 ve URL2. Not: Enflasyon için Tüketici Fiyat Endeksinin bir önceki yılın aralık ayına göre olan değişimler dikkate alınmıştır.

Şekil 3’te enflasyon ve CDS primlerinin gösterdiği eğilimlere birlikte bakılacak olursa bu iki değişken arasında 2020 yılına kadar açık bir sistematik ilişki gözlemlenememiştir. Ancak son iki yıldır ikisinin de ani bir şekilde yükseldiği söylenebilir. Literatürde de bu iki değişken arasında farklı bulgular elde eden çalışmalar mevcuttur. Enflasyon ve CDS primleri arasında doğrusal yönlü sonuçlar elde eden çalışmalara Kırca, Boz ve Yıldız (2018) ile Sand’in (2012) çalışmaları örnek olarak verilebilir. Brandorf ve Holmberg (2010) çalışmalarında bu iki değişken arasında çok sınırlı bir ilişki bulmuşlardır. Yenisu ve Yenice (2018) ise enflasyon ve CDS primleri arasında herhangi bir nedensellik ve eşbütünlük ilişkisi bulamamıştır.

### 2.3. CDS Primleri ile İşsizlik Oranı Arasındaki İlişki

Her ekonominin varmaya çalıştığı temel makroekonomik hedeflerden birisi de tam istihdama ulaşma gayretidir. Tam istihdamın literatürde iki şekilde tanımlandığı görülmektedir. Bunlarda ilki, dar anlamda tam istihdam olup, emeğin tam olarak üretim sürecine dâhil edilmesini ifade eder. Yani cari ücret düzeyinde çalışma istek ve arzusunda olan her bireyin iş bulabildiği, işsizliğin olmadığı durumdur. Geniş anlamda tam istihdam ise üretim faktörlerinin tamamının yani emeğin yanında sermaye, doğal kaynak ve müteşebbisin de üretim sürecine tam olarak dâhil olmasıdır (Göksu, 2019). İşsizlik olgusu, ülkelerin sürdürülebilir kalkınma çabalarının önündeki engellerden birisi olarak gösterilebilir. Bir kişinin istihdamı, o kişinin yalnızca gelir elde etmesi anlamına gelmez. Aynı zamanda, kişinin özgüvenini artırır ve içinde bulunduğu sosyal çevre ile daha yakın ilişkiler kurmasına katkı sağlayarak toplumsal aidiyetini güçlendirir. İşsizlik de kişinin ve ailesinin yaşam standardını düşüren, yoksulluk sorunuyla karşı karşıya bırakan sadece ekonomik değil, aynı zamanda sosyal bir sorundur. İşsiz kalan bir kişi, kendini toplumdan dışlanmış olarak görür ve bu kişinin insanlarla olan ilişkileri bozulur (Adak, 2010).

Tablo 1’de görüldüğü üzere Türkiye son 21 yılda gelişmiş ülke ortalamasının hep üzerinde bir işsizlik oranına sahip olmuştur. Türkiye aynı zamanda 2011-2014 yılları hariç Euro bölgesinin de üzerinde bir işsizlik oranına sahip olmuştur. 2021 yılında %13,4 işsizlik oranı ile Avrupa ortalamasının neredeyse iki katına ulaşmıştır. Türkiye işsizlik oranları bakımından Euro bölgesi içerisinde aynı dönemler için sadece Yunanistan ve İspanya’dan daha iyi bir durumdadır.

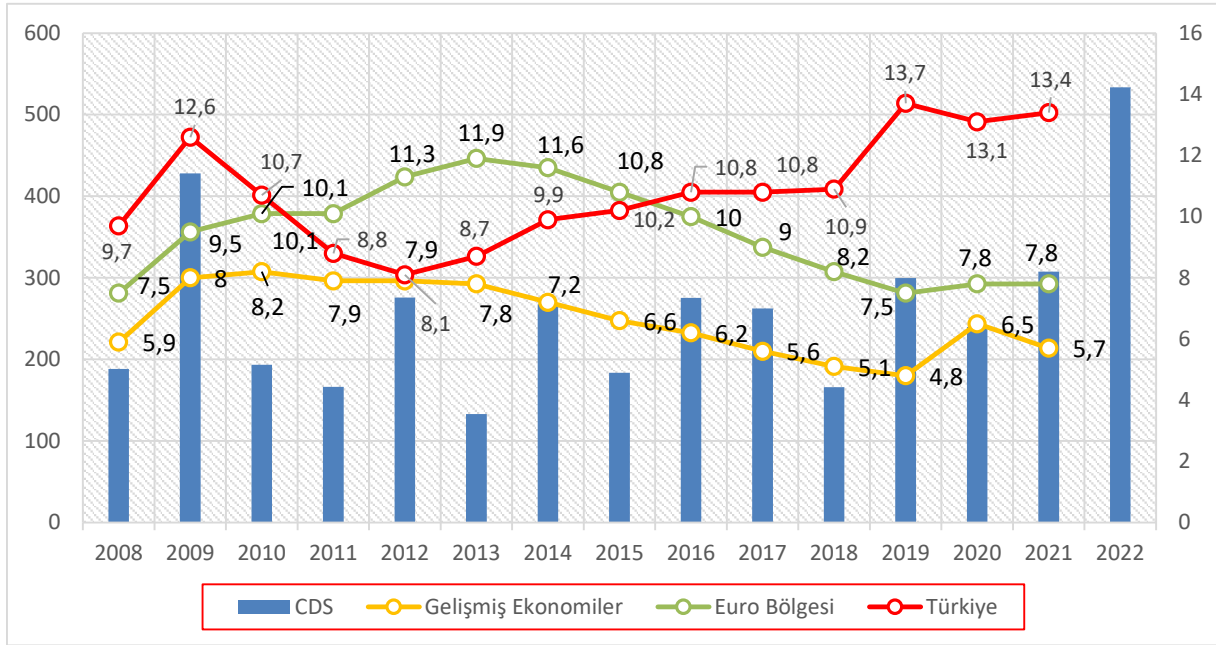
**Tablo 1:** Dünyada İşsizlik Oranları

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Gelişmiş Ekonomiler</b>	6,5	7,0	7,1	7,0	6,7	6,1	5,6	5,9	8,0	8,2	7,9	7,9	7,8	7,2	6,6	6,2	5,6	5,1	4,8	6,5	5,7
<b>Euro Bölgesi</b>	8,3	8,6	9,0	9,2	9,0	8,3	7,4	7,5	9,5	10,1	10,1	11,3	11,9	11,6	10,8	10,0	9,0	8,2	7,5	7,8	7,8
Arjantin	17,3	19,6	15,4	13,5	11,5	10,1	8,5	7,8	8,6	7,7	7,2	7,2	7,1	7,3	7,5	8,1	8,4	9,2	9,8	11,5	10,9
Brezilya	9,6	9,4	10,0	9,1	9,6	8,6	8,3	7,3	8,5	7,3	6,9	7,2	7,0	6,7	8,4	11,6	12,8	12,3	11,9	13,7	14,4
Çin	3,8	4,2	4,6	4,5	4,5	4,4	4,3	4,6	4,7	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	4,5	5,0	4,8
Fransa	8,6	8,7	8,3	8,9	8,5	8,4	7,7	7,1	8,7	8,9	8,8	9,4	9,9	10,3	10,4	10,1	9,4	9,0	8,4	8,0	8,1
Almanya	7,8	8,5	9,8	10,7	11,2	10,3	8,7	7,5	7,7	7,0	5,8	5,4	5,2	5,0	4,6	4,1	3,8	3,4	3,1	3,8	3,5
Yunanistan	10,5	10,0	9,4	10,3	10,0	9,0	8,4	7,8	9,6	12,7	17,9	24,4	27,5	26,5	24,9	23,5	21,5	19,3	17,3	16,3	14,8
Macaristan	5,7	5,6	5,8	5,8	7,2	7,5	7,4	7,8	10,0	11,2	11,0	11,0	10,2	7,7	6,8	5,1	4,2	3,7	3,4	4,3	4,1
Endonezya	6,1	6,6	6,7	7,3	7,9	7,6	8,1	7,2	6,1	5,6	5,2	4,5	4,3	4,1	4,5	4,3	3,9	4,4	3,6	4,3	4,4
İtalya	9,6	9,2	8,9	7,9	7,7	6,8	6,1	6,7	7,8	8,4	8,4	10,6	12,1	12,7	11,9	11,7	11,2	10,6	9,9	9,2	9,8
Japonya	5,0	5,4	5,3	4,7	4,4	4,2	3,9	4,0	5,1	5,1	4,6	4,4	4,0	3,6	3,4	3,1	2,8	2,4	2,4	2,8	2,8
Güney Kore	3,7	3,0	3,3	3,4	3,5	3,3	3,0	3,0	3,4	3,3	3,0	2,8	2,8	3,1	3,5	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	3,5
Malezya	3,5	3,5	3,6	3,5	3,5	3,3	3,2	3,3	3,7	3,4	3,0	3,1	3,2	2,9	3,1	3,4	3,4	3,3	3,3	4,5	4,6
Meksika	2,6	3,0	3,5	3,9	3,6	3,6	3,6	3,9	5,4	5,3	5,2	4,9	4,9	4,8	4,3	3,9	3,4	3,3	3,5	4,4	4,4
Rusya	9,0	7,9	8,2	7,8	7,1	7,1	6,0	6,2	8,3	7,4	6,5	5,4	5,5	5,2	5,6	5,6	5,2	4,8	4,5	5,6	5,0
İspanya	10,4	11,1	11,3	11,1	9,1	8,4	8,2	11,3	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1	24,4	22,1	19,6	17,2	15,3	14,1	15,5	14,7
İngiltere	4,7	5,0	4,8	4,6	4,8	5,3	5,3	5,6	7,5	7,8	8,0	7,9	7,5	6,1	5,3	4,8	4,3	4,0	3,7	4,5	4,5
ABD	4,7	5,8	6,0	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9	3,7	8,1	5,5
<b>Türkiye</b>	<b>8,4</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,7</b>	<b>12,6</b>	<b>10,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>10,2</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,9</b>	<b>13,7</b>	<b>13,1</b>	<b>13,4</b>

**Kaynak:** URL2

Şekil 4'te görüldüğü üzere Türkiye'de işsizlik oranı 2009 yılında, 2008 küresel ekonomik krizinin de etkisiyle en yüksek değerlerinden birini almış olup %12,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran bir sonraki dönem düşüş eğilimi göstermiş ve 2014 yılına kadar tek haneli olarak gerçekleşmiştir. 2014'ten 2021 yılına kadar istikrarlı bir şekilde arttığı söylenebilir. Pandemi döneminin ülke işsizlik rakamları üzerine genelde olumsuz etkileri olmakla birlikte 2019 yılından 2020 yılına geçerken şaşırtıcı bir şekilde Türkiye, İtalya, Fransa ve Yunanistan'da işsizlik oranları düşmüştür. Tablo 1'de yer alan diğer tüm ülkelerde ise işsizlik rakamları istisnasız yükselmiştir.

Şekil 4: CDS Primleri ile İşsizlik Oranı İlişkisi



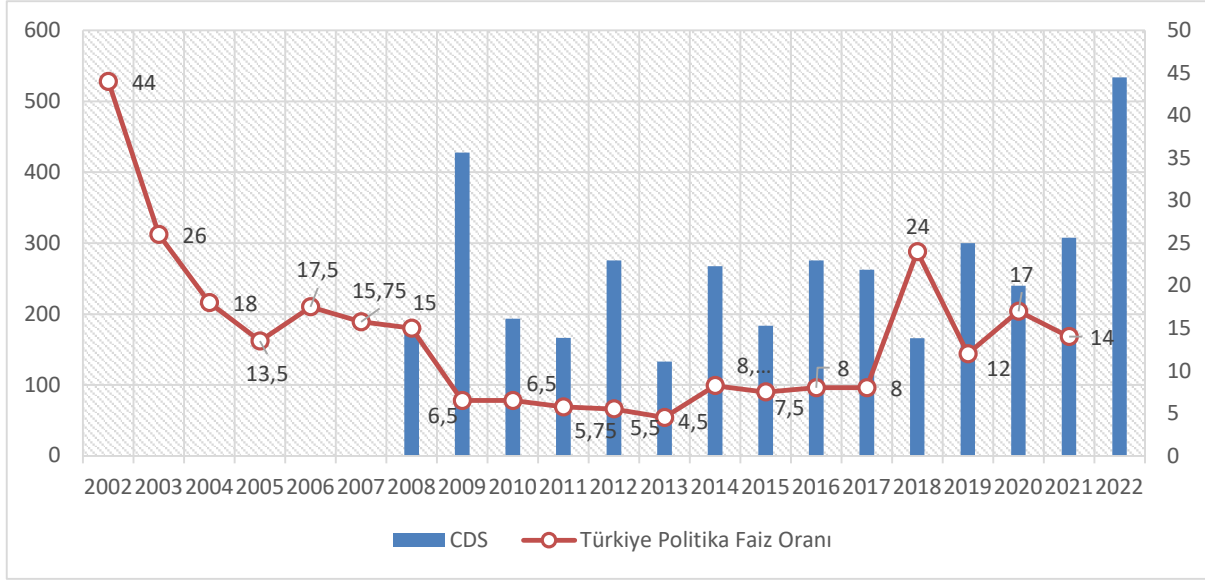
**Kaynak:** URL1 ve URL2

Türkiye'nin CDS primleriyle işsizlik rakamlarının göz önünde bulundurulduğunda, doğrusal yönlü bir ilişki olduğu söylenebilir. Ancak, artışlarda yaşanan birlikte hareket etme eğiliminin azalışlara kıyasla daha yüksek olduğu da gözden kaçmamalıdır. Benzer şekilde literatürde de CDS primleri ile işsizlik oranları arasında doğrusal yönlü ilişki olduğunu tespit eden çalışmalara Brandorf ve Holmberg (2010) ile Kantar'ın (2020) çalışmaları örnek verilebilir.

## 2.4. CDS Primleri ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki

Faiz; borç veren açısından parayı kullanım hakkından vazgeçmenin bir bedeliyken; borç alan açısından parayı kullanma hakkını elde etmenin bir bedeli olarak tanımlanabilir. Sonuç olarak faiz, paranın kirası olarak da nitelendirilebilir. Özellikle yetersiz sermayesi olan işletmelerde yüksek faiz oranları işletmelerin borçlanma maliyetlerini artırır. Öte yandan yüksek faiz oranı sebebiyle kişi ve kurumların, paralarını varlık alımı ya da yatırım yerine bankalarda vadeli mevduat hesaplarında değerlendirme eğilimleri yüksektir. Dolayısıyla yüksek faiz oranları piyasalar üzerinde bir baskı unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır.

Şekil 5'te sunulan Türkiye'nin politika faiz oranları değerlendirildiğinde 2002'de %44 olan politika faiz oranı 2021 Aralık ayı itibarıyla %14'e düşmüştür. 2009 ve 2017 arasında tek haneli olan faiz oranı gerek mevcut yatırımların gerekse de potansiyel yatırımların önünü açmak için atılan önemli bir adım olarak karşımıza çıkmaktadır. Düşük faizlerin ekonomi üzerindeki bu olumlu etkilerinin yanında bazı olumsuz etkileri de bulunmaktadır. Örneğin düşük faizler, yabancı sermaye yatırımlarını ülkeye çekmekte bir handikap oluşturur ya da ülkeden yabancı sermaye çıkışının artmasına neden olur. Bu olumsuz durumlar, döviz kuru üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Bir başka örnekte, yurtiçi yerleşiklerin düşük faizler sebebiyle kredi kullanıp spekülasyon olarak dövize olan taleplerini arttırmaları da yine kurun yükselmesine sebep olacaktır. Dolayısıyla düşük faizin yanında Türk lirasında yaşanan değer kaybının ve yüksek enflasyonun Türkiye ekonomisi üzerinde gelecek dönemler için de bir baskı unsuru olarak kalmaya devam edeceği söylenebilir.

**Şekil 5: CDS Primleri ile Faiz Oranı İlişkisi**

**Kaynak:** URL1 ve URL3

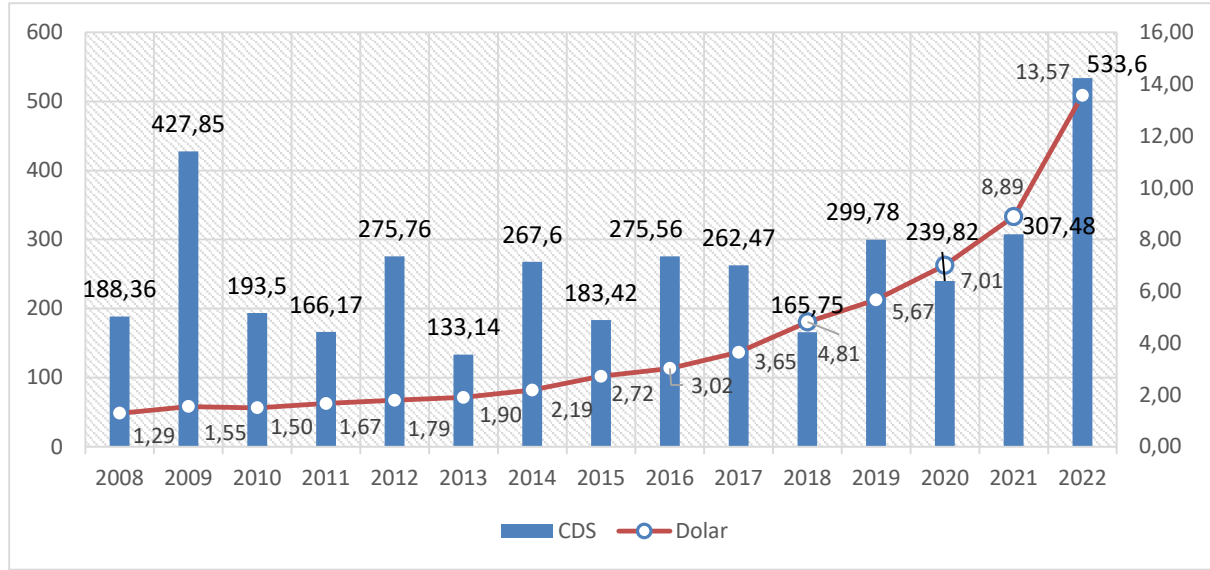
Türkiye'nin CDS primleriyle politika faiz oranları dikkate alındığında genelde ters yönlü bir ilişki olduğu söylenebilir. Başka bir ifadeyle CDS primlerinin yüksek olduğu dönemlerde faiz oranları yüksek, CDS primlerinin düşük olduğu dönemlerde ise faiz oranlarının düşük olduğu söylenebilir. Benzer şekilde literatürde de CDS primleri ile faiz oranları arasında negatif ilişki olduğunu tespit eden çalışmalara Pu ve Zhao (2012) ile Yenisu ve Yenice'nin (2018) çalışmaları örnek verilebilir.

## 2.5. CDS Primleri ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki

Şekil 6'da görüldüğü üzere 2008'den 2015 yılına kadar 3 TL'nin altında oldukça istikrarlı olan döviz kuru özellikle son yıllarda çok hızlı bir artış trendi içerisine girmiştir. 2021'den 2022 (ilk iki ay ortalamasına göre) yılına geçerken yaklaşık dolar kurunda %53'lük dramatik bir artış yaşanmıştır. Kurdaki bu artışın hane halkları üzerinde pek çok olumsuz yansımaları olsa da kurdaki yükselişler ihracat sektörü için önemli bir fırsat olarak görülebilir. Ancak Türkiye'nin özellikle enerjide dışa bağımlı olması, ihracat yapabilmek için ithal hammadde ve ara mallarına ihtiyaç duyması sebebiyle bu fırsat oldukça derinden törpülenmekte ve arzu ettiği sonuçları elde edememesine sebep olmaktadır.

Döviz kurundaki yükselişler döviz geliri olmayan ve yabancı para cinsinden borcu olan işletmeler açısından oldukça yüksek bir risk unsuru olup yerli para cinsinden yükümlülükleri arttırmaktadır. Bu risk unsurunun rasyonel bir şekilde yönetilmesi işletmeler açısından bir zorunluluktur. Dolayısıyla döviz kurundaki ani yükselişlere karşı politika yapıcıların gerekli önlemleri alması büyük önem arz etmektedir.



**Şekil 6:** CDS Primleri ile Döviz Kuru İlişkisi

**Kaynak:** URL1 ve URL3

CDS primleri ile döviz kuru arasında pozitif yönlü eğilimin özellikle son yıllarda çok belirgin olduğu göze çarpmaktadır. Literatürde bu sonucu destekleyen çalışmalara; Özpınar, Özman ve Doru (2018) ile Ekrem vd. (2018) örnek verilebilir. Ayrıca Liu ve Morley (2012) döviz kurlarının CDS'ler üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Şahin ve Özkan (2018) bu iki değişkenin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri yada eşbütünlük olduğuna yönelik bulgular elde ederken Çonkar ve Vergili (2017) ise değişkenlerin eşbütünlük olmadığına yönelik kanıtlar sunmuşlardır.

### 3. SONUÇ

Dünyanın birçok bölgesinde 2022 yılı ilk çeyreğinden sonra küresel pandemi için en kötüsü geride kalmış gibi görünse de özellikle aşılanmamış kişiler arasındaki ölüm oranları hala yüksek kalmaya devam etmektedir. Pandemiye ek olarak 2022 Şubat sonunda Rusya'nın Ukrayna'ya saldırmasıyla savaştan kaynaklanan ekonomik hasarın, 2022 yılında küresel ekonomik büyümeyi ciddi ölçüde yavaşlatması beklenmektedir. Global anlamda bu yavaşlama fiyatlar genel düzeyini yani enflasyonu ise tetikleyecektir. Pandeminin ekonomiler üzerine oluşturduğu olumsuz etkiler ortadan kalkmadan Ukrayna-Rusya savaşının patlak vermesi nedeniyle enerji ve gıda fiyatlarındaki artışların özellikle az gelişmiş ülkeler üzerine bir baskı oluşturması diğer bir ifadeyle gelişmiş ülkelerden olumsuz manada daha çok etkilenmesi beklenmektedir. Oluşan bu olumsuz konjonktür ülkelerin merkez bankalarını enflasyon ve ekonomik büyüme arasında bir ödünleşmeye gitmeye mecbur bırakacakmış gibi görünmektedir.

Türk CDS'leri üzerinde içsel ve dışsal risk faktörlerinin belirlenmesine ilişkin yapılan değerlendirmeler neticesinde içsel faktör olarak; ekonomik büyüme, enflasyon oranı, faiz oranı, işsizlik oranı ve döviz kuru göstergelerinin dikkate alınması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve politika yapıcılarının dikkatine sunulmuştur. CDS primleri üzerinde etkili olabilecek dışsal risk unsuru olarak değerlendirilebilecek Rusya-Ukrayna savaşının enerji ve gıda fiyatları üzerine oluşturacağı baskı ve pandeminin hala sona ermemesi küresel enflasyonu arttırmaya 2022 yılında da devam edeceği ve büyümeyi yavaşlatabileceği öngörülebilir. Ayrıca gelişmiş ülke piyasalarında yaşanacak olan faiz artışlarının Türkiye'den yabancı sermaye yatırımlarının çıkmasına ya da olası yatırımların ülkeye gelmemesine neden olabilir. Bu durumdan da döviz kurları olumsuz şekilde etkilenebilir. Tüm bu içsel ve potansiyel dışsal risk faktörleri göz önüne alındığında CDS puanlarının sadece Türkiye'de değil pek çok ülkede de 2022 yılında artma eğiliminde olması beklenebilir. Bu çalışmada ağırlıklı olarak içsel faktörler üzerinde durulmuş olup bu durum çalışmanın sınırlılığı olarak ifade edilebilir. Bundan sonraki çalışmalar için ise içsel faktörlerin yanında dışsal faktörleri de dikkate alan modeller oluşturup ampirik kanıtlar sunulması önerilebilir.

## YAZAR BEYANI

**Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı:** Bu çalışma bilimsel araştırma ve yayın etiği kurallarına uygun olarak hazırlanmıştır.

**Etik Kurul Onayı:** Bu araştırma etik kurul izni gerektiren analizleri kapsamadığından etik kurul onayı gerektirmemektedir.

**Yazar Katkıları:** Yazarların çalışmaya katkısı ortaktır.

**Çıkar Çatışması:** Yazar açısından ya da üçüncü taraflar açısından çalışmadan kaynaklı çıkar çatışması bulunmamaktadır.

## KAYNAKÇA

- Adak, N. (2010). Sosyal Bir Problem Olarak İşsizlik ve Sonuçları. *Toplum ve Sosyal Hizmet*, 21(2), 105-116.
- Baykut, E. ve Diyar, S. (2021). The Effect of Global Risk Indicators on Developing Country Stock Exchanges: the Case of BRICS-T.
- Brandorf, C. ve Holmberg, J. (2010). Determinants of Sovereign Credit Default Swap Spreads for Piigs-A Macroeconomic Approach.
- Çonkar, M. K. ve Vergili, G. (2017). Kredi Temerrüt Swapları ile Döviz Kurları Arasındaki İlişki: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz . Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi , 10 (4) , 59-66 . DOI: 10.25287/ohuiibf.310704
- Danacı, M. C., Mustafa, Ş. ve Ahmet, Ş. (2017). Kredi Temerrüt Swaplarının (CDS'lerin) Büyüme Oranıyla İlişkilendirilmesi: Türkiye Örneği. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 67-78.
- Ekrem B., İ. Çeviş, R. Ceylan ve Yayla, N. (2018). Makroekonomik Göstergelerin CDS Primini Açıklama Gücü: Kırılgan Beşli Ülkeleri İçin Bir Panel ARDL Analizi, 4. International Conference on Applied Economics and Finance, 18. ICOAEF, s. 488- 500.
- Göksu, S. (2019). Yoksulluğun ve Gelir Dağılımındaki Eşitsizliğin Dinamikleri: OECD Ülkelerine Yönelik Bir Uygulama. (Yayımlanmamış doktora tezi). Kütahya Dumlupınar Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kütahya.
- Kantar, L. (2020). Kredi Temerrüt Takasları Primi (Credit Default Swaps Premium-CDS) ile Avrupa Borç Krizi İlişkisi: PIIGS Ülkeleri Üzerine Uygulama. *Beykoz Akademi Dergisi*, 8(1), 20-35.
- Kırca, M., Boz, F. Ç., ve Yıldız, Ü. (2018). Enflasyon ve İktisadi Büyümenin Kredi Risk Primi (Cds) Üzerindeki Etkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Örneği. ICOAEF'18 IV. International Conference on Applied Economics and Finance & Extended With Social Sciences. November 28-29-30, 2018 / Kuşadası – Turkey.
- Liu, Y. ve Morley, B.(2012) Sovereign Credit Default Swaps and the Macroeconomy, *Applied Economics Letters*, 19, 129-132.
- Özçelik, Ö. ve Göksu, S. (2020). Cds Primleri ve Enflasyon Oranının, Faiz Oranlarına Etkisi: Türkiye Örneği . *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 12 (1) , 69-78 . Retrieved from <http://aksarayiibd.aksaray.edu.tr/tr/pub/issue/53774/690858>
- Özpınar, Ö., Özman, H. ve Doru, O. (2018). Kredi Temerrüt Takası (CDS ) ve Kur-Faiz İlişkisi : Türkiye Örneği. *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi-BSPAD*. 2 (4), 31-45.
- Pu, X. ve Zhao, X. (2012). Correlation in Credit Risk Changes. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1093-1106.
- Sand, H. J. H. (2012). The Impact of Macro-Economic Variables on the Sovereign CDS Spreads of the Eurozone Countries: Examining the Determinants of Credit Default Swaps. Doctoral dissertation, Doctoral dissertation, Master Thesis, University of Groningen.
- Şahin, E. E. ve Özkan, O. (2018). Kredi Temerrüt Takası, Döviz Kuru ve BİST100 Endeksi İlişkisi. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(3), 1939-1945. doi: 10.17218/hititsosbil.450178
- Tang, D. Y. ve Yan, H. (2007). Liquidity and Credit Default Swap Spreads. Available at SSRN 1008325.
- URL1 : <https://tr.investing.com/> Erişim: 15.01.2022
- URL2 : <https://www.sbb.gov.tr/> Erişim: 15.01.2022
- URL3: <https://evds2.temb.gov.tr/> Erişim: 15.01.2022
- Yenisu, E., ve Yenice, S. (2018). Temel Makroekonomik Göstergelerin Ülke Riski Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *İş ve Hayat Dergisi*, 4(8), 27-53.