

Ülke CDS Priminin Dış Borçlar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Türkiye Örneği

Analysis of The Impact of External Debts on CDS Premium: The Sample of Turkey

Bersu CEYLAN

Tezli Yüksek Lisans Öğrencisi, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Bölümü, bceylan141@posta.pau.edu.tr

Özay ÖZPENÇE

Doç. Dr., Pamukkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Bölümü, oozpençe@pau.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Geliş 17 Mayıs 2020

Düzeltilme Geliş 22 Mayıs 2020

Kabul 26 Mayıs 2020

Anahtar Kelimeler:

CDS Primi, Dış Borç, Dış Borç Servisi, Risk, GSYH

© 2020 PESA Tüm hakları saklıdır

ÖZET

CDS Primi, ülke riskinin değerlendirilmesinde özellikle son on yılda yaygın olarak kullanılan bir göstergedir. Literatürde kredi temerrüt takası, risk primi, temerrüt riski gibi çeşitli ifadelerle de kullanılmaktadır. CDS primlerindeki artış ya da azalışların borçlanma üzerinde doğrudan ya da dolaylı etkilerinin olduğu bilinmektedir. Bu çalışmanın amacı, ülke riskinin dış borçlar üzerinde ne tür bir etki meydana getirdiğini son yıllarda Türkiye’de artış eğiliminde olan CDS primleri ve çeşitli borç rasyoları kullanılarak farklı grafikler üzerinden değerlendirmektir. Çalışmada yer alan çok sayıda veri ve grafik değerlendirildiğinde, Dış Borç Servisi/ İhracat oranı başta olmak üzere Dış Borç Servisi, Dış Borç/ GSYH, Doğrudan Yabancı Yatırımlar/GSYH oranlarındaki artışların CDS primlerindeki artışları, olağanüstü dönemler dışında takip ettiği gözlemlenmiştir.

ARTICLE INFO

Article History:

Received 17 May 2020

Received in revised form 22 May 2020

Accepted 26 May 2020

Keywords:

CDS Premium, External Debt, External Debt Service, Risk, GDP

© 2020 PESA All rights reserved

ABSTRACT

The CDS premium is an indicator that has been widely used in assessing country risk, especially in the past decade. In the literature, credit default swap, risk premium, default risk are also used in various expressions such as. It is known that increases or decreases in CDS premiums have direct or indirect effects on borrowing. The aim of this study is to evaluate the impact of country risk on external liabilities on different graphs using CDS premiums and various debt ratios, which have tended to increase in Turkey in recent years. Lots of data and graphic when evaluated in the study external debt service/ Exports ratio external debt service, external debt/ GDP foreign direct investment/GDP ratio of the increase in CDS premiums increases, it has been observed that except in extraordinary situations follow.

GİRİŞ

Bir ülkede meydana gelen ekonomik ve siyasi riskler ve bu risklerin boyutu dış borçlanma maliyetleri üzerinde doğrudan etkilidir. Siyasi ya da politik risklerin ölçülmesinde kullanılabilir sınırlı sayıda nicel ölçüm olanağı bulunmaktadır. Ancak ekonomik riskin ölçülmesinde kullanılabilir GSYH büyümesi, enflasyon oranı, ödemeler dengesi, borç stoku gibi birçok makroekonomik veri mevcuttur (Toma vd., 2011: 163). Bu çalışmanın amacı ülke riskinin hangi kriterler altında tespit edildiği sorusuna cevap vererek CDS primleri vasıtasıyla dış borçlarının gidişatını değerlendirmektir.

CDS primlerindeki artış ülkeyi yatırım yapılabilir konumdan uzaklaştırmaktadır. Bu nedenle CDS primleri yabancı yatırımcıların en sık takip ettiği ölçütlerden biri konumundadır. CDS primlerindeki artış ülkenin riskli konumda bulunduğu göstergesidir. Bu göstergeyi takip eden yabancı yatırımcılar riskli ülkelerden fonlarını çekmektedirler. Gerçekleşen fon çıkışı ise ülke içerisinde dövizin azalmasıyla kurları yükseltmektedir. Yükselen kur seviyesi dış borçların döviz cinsinden alınmış olması nedeniyle ülkedeki borç stokunu artırmaktadır.

Çalışmada kullanılan veriler, Türkiye’de 2000-2018 yılları arasındaki 18 yıllık süreyi kapsamaktadır. Ülke riski analiz edilirken kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notları yerine ülke riskini yansıtmada daha güncel, güvenilir ve keyfi değerlendirmelere kapalı olduğu düşünülen CDS primlerinden yararlanılmıştır.

Çalışmanın diğer bölümlerinde, öncelikle dış borç ve ülke riski kavramlarından bahsedilecektir. Daha sonra CDS primlerinin Dış Borç Servisi/İhracat oranı, Dış Borç/GSYH oranı, Doğrudan Yabancı Yatırımlar/GSYH oranı ve son olarak dış borç servisi ile ilişkisi değerlendirilecektir.

1. Dış Borç Kavramı

Dış borçlar, veri bir zamanda, bir ülkede, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşme sonucu sağlanan yükümlülüklerdir. Dış borçlar kısa, orta ya da uzun vade sonunda ana para ve faiziyle birlikte geri ödenirler. Bu tür borçlar dış piyasalardan genellikle döviz şeklinde temin edildikleri için alınma ve geri ödeme aşamasında farklı etkiler meydana getirirler (Ulusoy, 2018:52).

Toplam Dış borçlar; kısa dönemli dış borçlar, uzun dönemli dış borçlar ve IMF kredilerinden oluşmaktadır. Uzun dönemli dış borç (Long-Termdebt) teminatsız özel sektör borçları ve kamu teminatlı dış borçlar olmak üzere iki ayrıma tabi tutulmaktadır (The World Bank, 2017: 163).

Edinimi aşamasında ülke ekonomisinde genişletici etki meydana getiren dış borçlanma, geri ödenme aşamasında kaynak çıkışına neden olacağından ekonomide daraltıcı etki meydana getirir. Bu aşamada yapılan borçlanmanın vadesi ve faiz oranı büyük önem taşımaktadır. Uzun vadeli ve düşük faizli borçlanma ekonomik etkinlik açısından pozitifdir. Ancak kısa vadeli ve yüksek faiz oranından yapılan borçlanma, kısa sürede gelir kazandıracak yatırımlara tahsis edilmez ya da ülkede döviz kazandırıcı ihracat gelirleri yetersiz kalırsa, ödeme aşamasında ekonomik dengeler üzerinde bozucu etki yaratacaktır. Özellikle ödemeler dengesi ve fiyat istikrarı sorunları yaşayan gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanmanın uzun vadeli ve düşük faiz oranından yapılması en istenilen borçlanma şekli olarak gözükmektedir. Fakat bir ülkenin uzun vadeli ve düşük faiz oranından dış finansman sağlayabilmesi için ekonomik ve siyasi risklerden uzak, güvenilir bir görünüm sergilemesi gerekmektedir.

2. Ülke Riski ve Analizi

Ülke riski ve derecelendirme bir ülkenin dış borçlarını zamanında ve düzenli olarak geri ödeyememe ihtimalini değerlendirmektedir. Ülke riski siyasi, finansal ve ekonomik risk üç başlıkta incelenir. Bunlardan ilki olan siyasi risk, ülkenin dış siyasi ilişkilerinden, hükümet kalitesinden, kurumsal yapılardan, etnik, kültürel ve demografik yapı gibi birçok değişkenden kaynaklanır. Bu nedenle ölçümü oldukça zordur (Gür, 2000: 120).

Finansal riskin ise kredi riski ile birlikte çeşitli türleri mevcuttur Bunlar; varlığa dayalı risk, yabancı yatırım riski, likidite riski, piyasa riski, operasyonel risk olarak sıralanabilir (Olah

vd., 2019:3). Bir ülkede, firmaların net getirilerinde ve ödemelerinde aksaklıkların yaşanması, özel sektör borçluluğu gibi kriterler finansal risk kapsamına girmektedir (Topal vd., 2016: 234).

Ekonomik risk, ülkenin finansal yapısındaki kırılganlıkları yansıtmaktadır. Enflasyon oranı, kişi başına milli gelir, faiz oranı, iç borç ve dış borç stoku gibi göstergelerle ülkenin ekonomik yapısı ve makroekonomik kırılganlığı hakkında bilgi veren önemli bir ölçütler arasında yer almaktadır. Yapılan akademik çalışmalarda, ülke riski değerlendirilirken, genellikle ekonomik risk türünün kullanıldığı görülmektedir. Bunun nedeni, özellikle siyasi riske kıyasla net ve ölçülebilir olmasıdır.

Ülke risklilik derecesinin tespitinde kredi derecelendirme kuruluşları notları ve CDS primleri en yaygın kullanılan göstergelerdendir. Yatırımcılar tarafından pusula niteliği taşıyan bu göstergeler değişik özellikler taşımakta ve farklı kriterlere dayandırılarak belirlenmektedir.

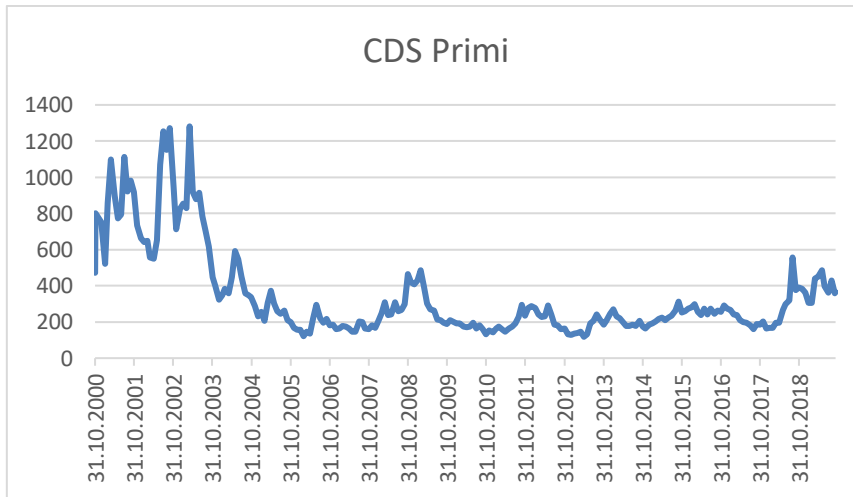
2.1. CDS Primi

Credit Default Swap(CDS) kelimesi, Türkçede kredi temerrüt takası anlamı ile kullanılmaktadır (Ulusoy, 2018:206). Borç alan tarafın borcunu geri ödeyememesi olasılığına karşı verilen bir sigorta niteliği taşımaktadır.

CDS primi, temerrüt riskine karşı yatırımcıyı korumak amacıyla alının satılan kredi türevi bir finansal enstrümandır. Hem doğrudan yatırımcıların hem de portföy yatırımcılarının karar süreçlerinde etkili olmaktadır. Ülkenin temerrüt riski, ülkede finansal şoklara karşı dayanıklılığının güçlü bir göstergesi olması sebebiyle yapılacak dış borçların kaynak maliyetlerini doğrudan etkilemektedir (Kılıcı, 2017: 72).

CDS primlerinin özellikle 2008 Küresel Krizinden sonra önem kazandığı görülmektedir. Bunun temel nedeni, Mortgage Krizi olarak da bilinen Küresel Krizin öncülükleri olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının görülmesi ve kredi derecelendirme kuruluşlarına karşı olan güvenin azalmış olmasıdır. Bu aşamada CDS primi; şeffaf, objektif ve güncel veriler olmaları nedeniyle yatırımcı ve borç verenler için önem arz etmektedir.

Grafik 1: Türkiye CDS Primi (2000-2018)



Kaynak: Bloomberght

Grafik 1'de, Türkiye'nin 2000-2018 yılları arasında yıl sonu CDS primlerinin gidişatı gösterilmektedir. 2000-2002 yılları arasında siyasi ve finansal istikrarsızlıklar nedeniyle CDS primlerinde aşırı yükselme ve volatilité mevcuttur. Grafikte benzer kırılmaların 2008 Küresel Krizi sonrası ve 2017 yılında yaşanan dış siyasi karışıklıklar neticesinde de gerçekleştiği görülmektedir. Buna ek olarak ekonomik ve siyasi risk ve belirsizlik sürecinin yaşandığı 2018 yılındaki yükseliş ve ani iniş çıkışların halen devam ettiği söylenebilir.

CDS primleri, ülkenin borçlanma maliyetleri üzerine olumlu ya da olumsuz etki göstermektedirler. Bunun sebebi CDS primlerindeki artış ya da azalışların ülke risklerini

yansıtmasıdır. Risk primi artışı borç veren ülke ya da kurumun verilen borcu sigortalama maliyetlerinin artacağı anlamını taşımaktadır. Bu nedenle risk derecesi yüksek olan ülkenin dış kaynak bulabilmesi güçleşecek, dış kaynak bulma maliyetleri de yükselecektir.

3. Ülke Riski ve Dış Borç İlişkisi

Ülke riski genel olarak, bir ekonomide zaman içerisinde yaşanabilecek kırımların ülke ekonomisi üzerinde ya da ülke ekonomisindeki kurum ve kuruluşlar üzerinde meydana getireceği beklenmedik etki olarak tanımlanmaktadır (Brown vd., 2014: 247).

Ülke riski, bir ülkenin faiz ve dış borç ödemelerini belirlenmiş tarih ve miktarda ödeyebilme gücü ve istekliliğini belirleyen veya etkileyen faktörlerle ilgili risktir (Timurlenk ve Kaptan, 2012:1089). Ülke riskinin ölçülmesinde üç temel değişken kullanılmaktadır. Bunlar, devlet tahvil faizi, CDS primi (kredi temerrüt takası) ve ülke kredi notu olarak sıralanmaktadır (Reeves ve Welsby, 2018: 3). CDS primlerinin ülke riski hususunda daha güncel ve objektif olduğu düşünülerek karşılaştırmalarda bu primden yararlanılmıştır.

CDS primi ülke dışı kurum, kuruluş ve yatırımcıların portföylerini garanti altına almak amacıyla kullandıkları bir çeşit sigorta niteliğini taşımaktadır. Bu nedenle riski yüksek ülkelere yatırım yapacak tarafların -risk iştahlarına da bağlı olarak- sigorta maliyetleri artmaktadır. Bu durum faiz oranları ve vade sürelerine yansiyarak dış borç alacak ülkenin borçlanma maliyetlerini de artıracaktır. Bu nedenle ülke riski ve dış borç arasında yakın ilişki bulunmaktadır.

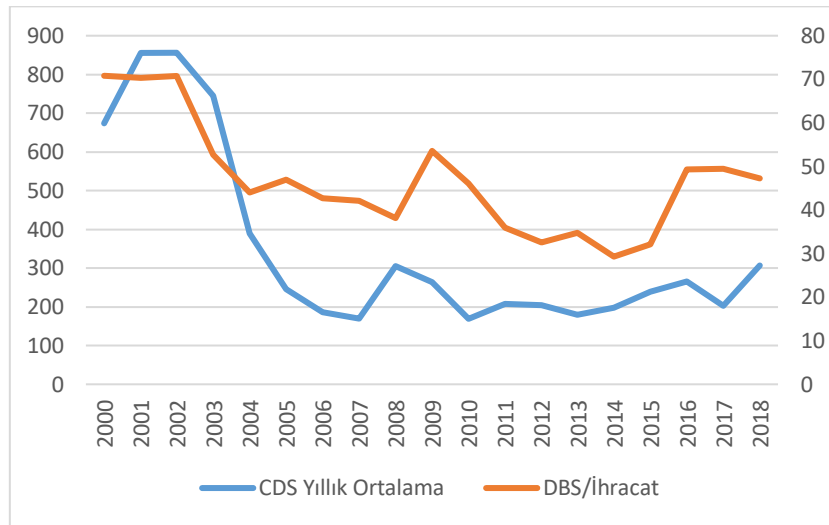
3.1. CDS Primi ve Dış Borç Servisi/İhracat Oranı

Dış borç servisi/ihracat oranı, bir ülkede, bir yılda yapılacak toplam ana para ve faiz ödemelerinin uzun dönem ve kısa dönem ihracat rakamları içerisindeki payını göstermektedir. Bu oran bir ülkede borç sürdürülebilirliğinin ölçülmesinde kullanılan temel göstergelerdendir. Bu orandaki artış ülkenin borcunu ödeme konusunda kaynak yetersizliği olduğunu yansıtır (IMF, 2003: 175).

Kısacası, dış borç servisi/ihracat oranı ülkenin dış borçlarının, mal ve hizmet ihracat gelirleri içerisindeki büyüklüğünü göstermektedir. Döviz kazandırıcı gelirlerde yaşanacak düşüşler, ülkede dış borçlarının sürdürülebilir olmadığını ve ekonominin kırılganlığının yüksek olduğunu gösterir.

Ülke riski, başta ülkeye yatırım yapma konusunda istekli yatırımcılar olmak üzere, ülkenin ilişkili olduğu ulusal ve uluslararası tüm çevreleri yakından ilgilendirmektedir (Aksoylu vd., 2018: 16).

Günümüzde birçok ülkenin CDS primleri uluslararası piyasalarda işlem görmektedir. Genelde, gelişmiş ülkelerin CDS primleri çok düşük düzeylerde seyretmekte ve fiyat hareketliliği nadiren gözlemlenmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkeler hem kendi iç dinamiklerinden hem de küresel gelişmelerden çok yüksek düzeyde etkilenmeleri sebebiyle CDS primleri yüksek seviyelere çıkabilmekte ve fiyat dalgalanmaları daha yüksek seyredebilmektedir (Özpınar vd., 2018: 36).

Grafik 2: Türkiye CDS Primi Yıllık Ortalaması ve Dış Borç Servisi/İhracat Oranı (2000-2018)

Kaynak: Bloomberght; CDS Verileri, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı; Dış Borç Servisi Verileri, TCMB; İhracat Verileri Kullanılarak Tarafımızca Düzenlenmiştir.

Grafik 2’de, Dış Borç Servisi/İhracat oranı ile CDS primleri ilişkisi gösterilmektedir. CDS primlerindeki iniş ve çıkışları, Dış borç servisi/ihracat oranındaki iniş ve çıkışların izlediği görülmektedir. CDS primleri sürekli güncellenen dinamik göstergelerdir. Bu nedenle dış borç stoku/ihracat oranı CDS primlerindeki değişmeyi gecikmeli olarak yansıtmaktadır. CDS primleri ile Dış Borç Servisi/İhracat oranının neredeyse birebir seyir izlemesinin en önemli nedeni ise risk artışının beraberinde borçlanma maliyetlerinin artışına sebep olmasından kaynaklanmaktadır.

Grafikte, CDS yıllık ortalaması ile Dış Servisi/İhracat oranı arasında çoğunlukla aynı yönlü ilişkinin varlığı dikkat çekmektedir. Yıllar itibariyle CDS priminin artması Dış Borç Servisi/İhracat oranını da artırmıştır. Artan CDS primi dış finansman bulmayı zorlaştırdığından, sıcak paranın ülkeye çekilmek istemesi faiz oranlarında artışla sonuçlanmıştır. Artan faiz dış borç servisi içerisinde yer alan ana paranın faizini de yükseltmiştir. 2009 yılından sonra küresel çapta uygulanan genişletici para ve maliye politikaları sıcak paranın gelişmekte olan ülkelere kayması ile sonuçlanmış ve CDS primleri ile birlikte Dış Borç Servisi/ İhracat oranında da düşüş sağlamıştır. 2014 yılı ile birlikte Türkiye’de art arda yapılan yerel ve genel seçimler ise ekonomik ve politik belirsizliklere neden olmuştur. Temerrüt riskinin artmasını fonlayan CDS şirketleri tarafından risk primleri yukarı yönlü revize edilmiştir.

3.2.CDS Primi ve Dış Borç/GSYH Oranı

CDS primlerine ilişkin makroekonomik faktörlerden biri olan dış borç/GSYİH oranı, ülke CDS primleri üzerinde etkili olan faktörlerin ele alındığı çalışmalarda ödeme gücüne ilişkin temel göstergelerden birisidir. Dış borç rakamları, özellikle yabancı yatırımcıların, Türkiye ile ilgili karar süreçlerinde yakından takip ettikleri önemli verilerdendir. Yüksek borçluluk oranlarına sahip ülkeler, yüksek CDS primleri göz önünde bulundurulduğunda, piyasalardan fon bulmak konusunda güçlüklerle karşılaşmaktadırlar (Kılıcı, 2019:77).

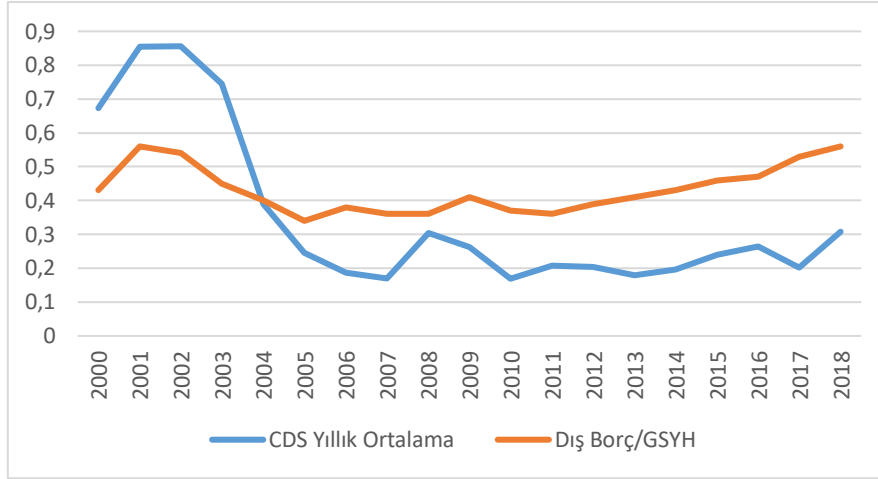
Dış borç/GSYH oranı, ülkenin dış borçluluk durumunun incelenmesinde kullanılmasının yanı sıra risk ve borç yükü analizlerinde de genel bir ölçüt olarak değerlendirilmektedir. Bu oranın analizinde, Dünya Bankası ve IMF gibi kuruluşlarca da kabul edilen bazı kıstaslar bulunmaktadır. Oranın %30-%50 aralığında olması durumunda ülke orta seviyede borçlu, %50’nin üzerinde olması durumunda ise yüksek seviyede borçlu olarak kabul edilmektedir. Tablo 1’de, düzenlenmiş CDS ortalamaları ve Türkiye’nin Dış Borç/GSYH oranı gösterilmektedir.

Tablo 1: CDS Yıllık Ortalama ve Dış Borç/GSYH Oranı (%)

Yıllar	CDS Yıllık Ortalama	Dış Borç/GSYH
2000	0,673	0,43
2001	0,855	0,56
2002	0,856	0,54
2003	0,745	0,45
2004	0,39	0,4
2005	0,245	0,34
2006	0,186	0,38
2007	0,17	0,36
2008	0,305	0,36
2009	0,263	0,41
2010	0,169	0,37
2011	0,208	0,36
2012	0,204	0,39
2013	0,179	0,41
2014	0,197	0,43
2015	0,239	0,46
2016	0,265	0,47
2017	0,202	0,53
2018	0,307	0,56

Kaynak: Bloomberght, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Tablo 1’de, Dış Borç/GSYH oranları değerlendirildiğinde 2001 krizinin etkisiyle 2001 ve 2002 yıllarında Türkiye’nin çok borçlu ülke konumunda yer aldığı göze çarpmaktadır. 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının, 2002 yılında devam niteliği taşıyan Acil Eylem Planının uygulamaya konması mali verileri büyük ölçüde düzelterek izleyen yıl itibariyle riskleri düşürmüştür. 2005 yılında ise Avrupa Birliği ile müzakere süreci ekonomide güven ortamı yaratarak pozitif görünüme katkı sağlamıştır. Genel itibariyle bakıldığında, 2003-2016 yılları içerisinde Dış borç/GSYH oranı %45-%47 oranları arasında seyretmektedir. Belirtilen yıllar arasında Türkiye orta seviyede borçlu ülke olarak değerlendirilmektedir. Yaşanan dış şoklar neticesinde ise 2017 yılı itibariyle bu oran %53 ile çok borçlu konuma çıkmıştır. Son olarak 2018 yılına gelindiğinde ise CDS priminde bir sıçrama gerçekleşmiştir. Artan riskler etkisini kur ve dolayısıyla borçlanma maliyetleri üzerinde göstermiştir. 2018 yılında, Dış Borç/GSYH oranı 2001 krizindeki seviyesine ulaşmıştır.

Grafik 3: CDS Yıllık Ortalaması ve Dış Borç/GSYH (%)

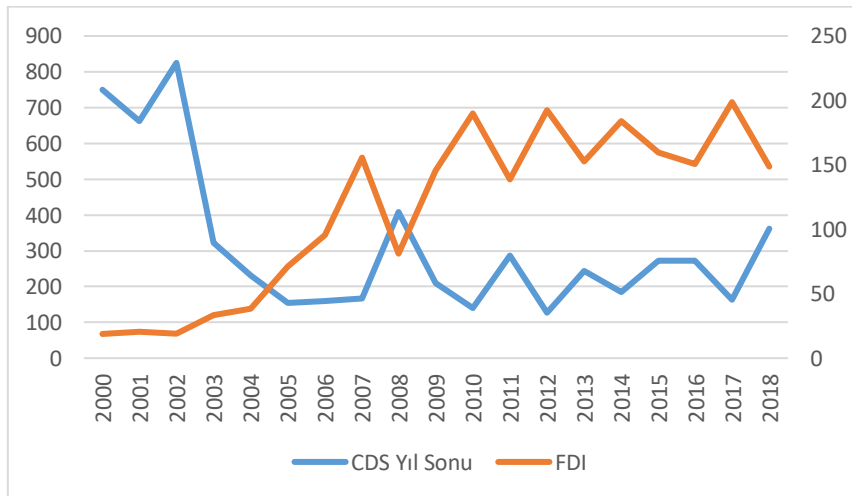
Kaynak: Bloomberght, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Grafik 3'te, özellikle 2007 yılı itibariyle risk primlerindeki artış, beraberinde Dış Borç/GSYH oranında da artışa sebep olmuş gözükmemektedir. 2010-2015 yıllarında genel olarak istikrarlı bir gidişat sergileyen CDS primi, 2016 yılında yaşanan politik riskler neticesinde kırılma yaşamıştır. Son olarak 2017-2018 yıllarında devam eden ekonomik, siyasi ve küresel riskler CDS priminin oynaklığının tekrar yükselmesi ile sonuçlanmıştır.

3.3.CDS Primi ve Doğrudan Yabancı Yatırım/GSYH Oranı

Ülkedeki ekonomik birimlerin kendi ülkeleri dışında sermaye birikimi ya da diğer bir ifadeyle servet sahibi olmak amacıyla yapmış oldukları yatırım, yabancı sermaye yatırımı olarak da adlandırılmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, özellikle gelişmekte olan ülkelerin iktisadi kalkınma ve ekonomik büyümelerinin sağlanmasında ve yatırımların şekillenmesinde önemli bir belirleyicidir (Topal vd., 2016: 229).

Yabancı yatırımcıların amacı, yüksek kar sağlamak olduğundan yatırım yapacağı ülkenin ekonomik yapısının güven veriyor olması ve kırılganlıklarının bulunmaması büyük önem arz etmektedir. Girişimciler, yatırım kararları için değerlendirdikleri ülkenin bünyesinde barındırdığı ekonomik riskleri göz önüne alarak yatırım kararı vermek durumundadırlar. Bu nedenle ülkenin ekonomik riskindeki düşüş, daha güvenilir bir yatırım ortamı ve dah yüksek rekabet gücü sağlayarak yabancı yatırımları ülkeye çekmektedir (Topal vd., 2016: 244).

Grafik 4: CDS Yıllık Ortalaması ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı (FDI)

Kaynak: Bloomberght, TCMB

Grafik 4'te, CDS primi yıllık ortalaması ve dolar bazında doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranı ilişkisi gösterilmektedir. IMF süreci sonrası Türkiye'ye yapılan doğrudan

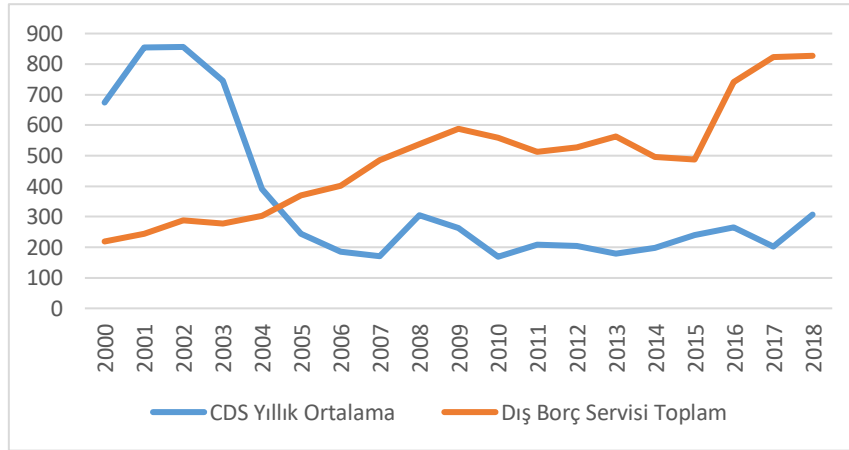
yabancı sermaye yatırımlarının 2002 yılı itibariyle giderek arttığı görülmektedir. Özellikle 2005 yılı sonrası Avrupa Birliği ile müzakere sürecinin etkisiyle doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile CDS primleri arasındaki ters yönlü ilişki dikkat çekmektedir. CDS priminin düştüğü dönemlerde riskin azalması nedeniyle yatırım yapılabilir bir ortam oluştuğu ve doğrudan yabancı yatırımların artış gösterdiği görülmektedir. CDS priminin yükseldiği dönemlerde ise ülke riskinin artması, doğrudan yabancı yatırımların azalmasına neden olmuştur.

3.4.CDS Primi ve Dış Borç Servisi

Dış borç servisi, ülkenin bir yılda gerçekleştireceği ana para ve faiz ödemelerinin toplamıyla elde edilen veridir. CDS primleri ve dış borç servisi arasındaki ilişki irdelenirken CDS-kur ve CDS-faiz ilişkisine de değinmek gerekmektedir.

Döviz kuru, ülkenin dolar karşısında ulusal parasının değeriyle dolayısıyla da ülkenin borçlarını ödeyebilmesiyle doğrudan ilişkilidir. Döviz kurunun yükselmesi, ülkelerin ulusal parasının döviz karşısında değer kaybetmesi dolayısıyla da döviz cinsi dış borçlarının artması anlamına gelmektedir.

Grafik 5: CDS Yıllık Ortalama ve Dış Borç Servisi Toplamı



Kaynak: Bloomberght, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Grafik 5'te, CDS primlerinin yıllık ortalaması ile toplam dış borç servisi ilişkisi gösterilmektedir. 2000-2005 yılları arası CDS primlerinin çok yüksek seyretmesine rağmen dış borç edinimi gerçekleşmiş gözükmemektedir. Bunun sebebi, Türkiye'nin IMF ile yapılan anlaşmalar çerçevesinde IMF'ten aldığı dış borçlardır.¹

Ek olarak, veriler incelendiğinde, en büyük kırılmalardan biri 2008 küresel krizinin yaşandığı yıldır. Bu yılda 300 seviyesini aşan risk primi, dünya çapında yaşanan durgunluk süreciyle birlikte fon bulmayı zorlaştırmış ve dış borç servisinde de yüksek seviyelere gelinmiştir. 2015 yılında ise dış borç servisi, CDS primlerine oranla çok daha yüksek seyretmiştir. Bunun nedeni, 2015 yılı Haziran ayında Türkiye'de yapılan genel seçimler için ihtiyaç duyulan dış kaynak ihtiyacıdır. 2017 yılı incelendiğinde, CDS primlerinin görece düşük seyretmesine rağmen dış borç servisinin arttığı görülmektedir. Burada, dış siyasette yaşanan karışıklıkların döviz kurunu spekülasyon olarak artırmış olduğu söylenebilir.

CDS primlerinin yalnızca ekonomik ve finansal bozulmalardan değil iç ve dış siyasi karışıklıklardan da etkilendiği görülmektedir. Son dönemde Türkiye'de makroekonomik verileri inişli çıkışlı seyir izlemesinin yanı sıra küresel boyutlu belirsizliklerin ülke riski üzerinde etkisinin daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir.

¹ IMF ile yapılan 19. ve son anlaşma 2005 yılında gerçekleştirilmiştir.

SONUÇ

Türkiye’de dış borç stokunun artış eğiliminde olması, bu artışa paralel olarak borç çevirebilme oranlarını da negatif etkilemektedir. Özellikle sanayileşme aşamasını tamamlayamamış ülkelerde ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması, aynı zamanda sürdürülebilir borç yönetimini de gerekli kılmaktadır.

Dış kaynak ihtiyacı, ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermektedir. Türkiye’de fiili vergi hasılatının potansiyel vergi hasılatı altında kalması, kamu sektörü açıklarının finansman sorunu, ithal girdiye bağımlı üretim sektörü, fiyat istikrarsızlıkları ve ekonomik volatilitenin yüksekliği, iç borçların geri ödenme zamanı geldiğinde yaşanacak enflasyonist etki gibi birçok nedenle dış borçlanma yoluna gidilmektedir. Etkin ve sürdürülebilir borçlanma stratejisi kalkınma için uygun zeminin hazırlanması hususunda gerekli görülmektedir. Bu nedenle Türkiye’de uzun vadeli ve düşük faizli finansmana ihtiyaç duyulmaktadır.

Yatırımcıların, bir ülkeye uzun vadeli ve düşük faiz oranından borç verebilmeleri için o ülkenin temerrüt riskinin çok düşük olması gerekmektedir. Bu noktada ülke CDS primleri; borç stoku, yatırım kararları ve borçlanma maliyeti üzerinde en etkili göstergelerdendir. Bu nedenle ekonomik dengelerin oturtulması ve kalkınmanın sağlanması için ekonomik ve siyasi risklerin düşürülmesi gerekmektedir. Ancak bir ülkede yalnızca düşük faiz oranından dış borç kullanılması o ülkenin büyüme ve kalkınması için yeterli değildir. Borçların çevirebilmesi için, sağlanan finansmanın etkin ve verimli yatırım harcamalarına tahsis edilmesi ve gelir kazandırıcı projelerin tercih edilmesi gerekmektedir.

Ekonomideki dinamikler birbiriyle sürekli bağlantılı bir döngü içerisindedirler. Bu nedenle ülkenin temerrüt riski; döviz kuru, doğrudan yatırımlar, faiz oranı, dış borç stoku, dış borç servisi, büyüme ve kalkınma gibi tüm değişkenler üzerinde etki meydana getiren bu çarkın bir dışlısı konumda yer almaktadır. Çalışmada sunulan veri ve grafikler incelendiğinde, Türkiye CDS primlerinde meydana gelen yüksek kırılma noktalarının, küresel nitelikli mali ve siyasi olumsuzluklardan kaynaklandığı görülmektedir. Küresel risklerin yaratacağı tahribatı en az seviyeye indirebilmek amacıyla; mali disiplinin dışına çıkılmaması, kamu sektörü yatırım projelerinde etkinlik ve verimliliğe önem verilmesi, tasarrufların özendirilmesi, ithal girdiye bağımlılığı azaltacak üretim niteliğinin hedeflenmesi ve yatırım harcamalarının gerçekleştirilebilmesi için ekonomik ve siyasi güven ortamının sağlanması, gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Aksoyly, E., Görmüş, Ş. (2018), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Ülke Riski Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swapları: Asimetrik Nedensellik Yöntemi*, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt 14, Sayı 1, s. 15-33.
- Brown, C. L., and Çavuşgil S.T. (2015). *Country-Risk Measurement And Analysis: A New Conceptualization and Managerial Tool*, International Business Review, Vol 24, p. 246-265.
- Gür, T. H. (2000), *Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler*, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, s. 119-139.
- IMF (2003), *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, Part III: Use of External Debt Statistics*, International Monetary Fund, Washington, D.C., p. 175-179.
- Kılıcı, E. N. (2017). *CDS Primleri ile Ülke Kredi Riski Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi; Türkiye Örneği*, Maliye Finans Yazıları, Sayı 108, s. 71-86.
- Kılıcı, E. N. (2019). *Dış Borçların Ülke CDS Primleri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Türkiye Örneği*, Sayıştay Dergisi, Sayı 12, s.75-91.
- Mızrak, Z., Karabulut, T. (2018), *Makro Ekonomik Göstergelerin Analizi*, Çizgi Kitabevi Yayın, 1. Baskı, Konya.
- Olah, J., Kovács, S., Virglerova, Z., Lakner, Z., Kovacova, M., Popp, J. (2019), *Analysis and Comparison of Economic and Financial Risk Sources in SMEs of the Visegrad Group and Serbia*, Sustainability, s. 1-19.

- Özpınar, Ö., Özman, H., Doru, H. (2018), Kredi Temerrüt Takası (CDS) ve Kur-Faiz İlişkisi: Türkiye Örneği, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi-BSPAD, Cilt:2, Sayı:4, s. 31-45
- Reeves, K. and Welsby, N. (2018). *Country Risk Getting It Right*, Price Waterhouse Coopers. <https://www.pwc.com.au/deals/assets/country-risk-getting-it-right-oct2018.pdf>, Erişim:2.1.2020.
- Timurlenk, Ö., and Kaptan, K. (2012). *Country Risk*, Social and Behavioral Sciences, Vol 62, p. 1089-1094.
- Toma, S. V., Chirita, M., and Sarpe, D. (2011). *Country Risk Analysis: Political And Economical Factors*, Recent Researches in Applied Economics, ISBN: 978-1-61804-009-, p. 162-167.
- Topal, M. H., Gül, Ö. S. (2016), *Ekonomik Risk ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği*, Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi Cilt: 7, Sayı: 15, s. 230-247.
- Ulusoy, A. (2018), *Devlet Borçlanması*, Umuttepe Yayınları, 11. Baskı, İstanbul.
- World Bank Group. (2017). *International Debt Statistics*, International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, p. 1-199. <https://www.bloomberg.com/professional/>, Erişim: 31.10.2019.
- <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>, Erişim: 22.10.2019.
- <https://www.tcmb.gov.tr/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/>, Erişim:4.12.2019.
- www.worldbank.org, Erişim: 27.12.2019.