

ABD MERKEZ BANKASI'NIN BREZİLYA VE MEKSİKA MERKEZ BANKALARI İLE YAPTIĞI DOLAR/REAL VE DOLAR/PESO TAKASI ANLAŞMALARININ BREZİLYA, MEKSİKA VE TÜRKİYE'NİN KREDİ TEMERRÜT TAKASI ORANLARINA ETKİSİ

Sudi APAK¹ , Gürman TEVFİK²

ÖZ

Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası dünyada korona virüsün yarattığı dolar talebini hafifletmek için 2020 yılının Mart ayı içinde Dolar swap işlemi yapmak üzere harekete geçmiştir. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası; on dört ülkenin merkez bankalarına, 2020 yılı Mart ayı içinde dolar swap hattı tesis etmiştir. Bu ülkeler arasında, Brezilya ve Meksika gibi gelişen piyasalar da bulunmaktadır. Bu swap hattı en az 6 ay sürecektir. Kredi temerrüt takası puanları ülke riskini ölçen temel göstergelerden biridir. Bu çalışmada, Dolar/Real ve Dolar/Peso swap anlaşmalarının Brezilya ve Meksika'nın 5 yıllık kredi temerrüt takası puanlarına etkisi incelenmiştir. Brezilya ve Meksika'nın kredi temerrüt takasları fiyatları yanında, Türkiye'nin kredi temerrüt takası fiyatları da değerlendirilmiştir. Bu üç ülkenin seçilmesinin nedenleri aşağıda belirtilmiştir. 1-Bu ülkeler yükselen piyasalar olup aynı zamanda G 20 ülkelerdir. 2-ABD Merkez Bankası Brezilya ve Meksika Merkez Bankalarına 60'ar milyar dolar likiditesi sağlayacaktır. 3-ABD Merkez Bankası, T.C Merkez Bankası'na Dolar likiditesi sağlamıştır. 4-Brezilya Merkez Bankası açılan dolar likiditesini 6 Haziran 2020 tarihi itibarıyla kullanmamıştır. Kasım 2019 ve Mayıs 2020 arasında Türkiye ve Brezilya, Türkiye ve Meksika ile Brezilya ve Meksika arasındaki CDS fiyatlarının korelasyonu hesaplanmıştır. Bu tarihler arasında bu üç ülkenin kredi derecelerinde herhangi bir değişiklik olmadığı halde CDS'lerinde artış meydana gelmiştir. Hesaplanan üç adet korelasyonun +1'e yakın olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, Amerika Merkez Bankası dolar likidite swaplarının Brezilya, Meksika ve Türkiye CDS'lerine etkisinin olmadığını açıklamaktadır. Kredi temerrüt takaslarının fiyatlarında meydana gelen yükselişin nedeni, korona virüsün yayılmasıdır. Korona virüsün yayılması nedeniyle bu ülkelerde gayrisafı milli hasılda beklenen küçülmenin yaklaşık %5-6 arasında olacağı, bunun da bu ülkelerin borç ödeme gücünde azalma meydana getireceği beklenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Döviz Takası, Kredi Temerrüt Takası, Korelasyon Katsayısı, ABD Merkez Bankası

THE EFFECT OF THE US FEDERAL RESERVE DOLLAR/REAL AND DOLLAR/PESO SWAP AGREEMENTS WITH CENTRAL BANK OF BRAZIL AND CENTRAL BANK OF MEXICO ON THE CREDIT DEFAULT SWAPS SPREADS OF BRAZIL, MEXICO AND TURKEY

¹ Prof. Dr., İstanbul Esenyurt Üniversitesi , sudiapak@gmail.com, ORCID: 0000-0003-4333-8266

² Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Esenyurt Üniversitesi , gurmantevfik@esenyurt.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6021-1921

ABSTRACT

The US Federal Reserve acts to ease pressure as coronavirus drives demand for US dollar. The US Federal Reserve set up dollar swap lines with fourteen countries in March 2020. Emerging markets such as Brazil and Mexico are among these countries. The swap lines will last at least six month. Credit default swap(CDS) spread is one of the major indicator of sovereign risk. In this study, the effect of dollar/real and dollar/peso swap agreements on Brazil and Mexico 5 years credit default swaps were examined. Turkey 5 years CDS value were also examined along with Brazil and Mexico credit default swaps. These three countries selected for following reasons. 1-These countries are emerging markets, and in G20. 2-US Federal Reserve will provide 60 billion dollar liquidity for the central banks of Brazil and Mexico. 3-Federal Reserve did not provide dollar liquidity for the central bank of Turkey. 4-Central Bank of Brazil did not use swap values as of the date of June 6, 2020. The correlation coefficients between Turkey and Brazil CDS values, between Turkey and Mexico CDS values, and between Brazil and Mexico CDS values (in the period of Nov. 2019-May. 2020) were calculated for the measure of the strength of the relationship. Three calculated correlation coefficients(r) are close to positive 1. This indicates that there is no effect of FED dollar swap lines on the CDS of Turkey, Brazil and Mexico. It is concluded that the main reason of the increases of the values of Credit Default Swaps is COVID 19. It is projected that the GDP's of these countries are to be contracted by around 5-6% and the ability to pay debt will diminish.

Key Words: Dollar Currency Swap, Credit Default Swap, Correlation Coefficient, US Federal Reserve

1.GİRİŞ

Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nın (FED) 19 Mart 2020 tarihinde uygulamaya koyduğu *Dolar Likide Swap Programı*'nın G 20 ülkeleri ve gelişen piyasalar arasında yer alan Brezilya, Meksika ve Türkiye CDS'leri üzerine etkisi araştırılmıştır.

FED, on dört ülkenin merkez bankasına Dolar'a karşı ilgili döviz cinsi üzerinden swap hattı açmıştır. Swap hattının ülke CDS'leri üzerine etkisinin olup, olmayacağıın araştırılması amacıyla üç ülkenin CDS'leri incelenmiştir. Seçilen ülkeler, Türkiye, Brezilya ve Meksika olmuştur. Türkiye, Brezilya ve Meksika CDS'leri karşılaştırmalı olarak incelenmiş, FED'in Dolar Likidite Swap'ının benzer üç ülkenin CDS'lerine etkisi araştırılmıştır.

Bu üç ülkenin gelişen piyasalar ve G20 ülkeleri arasında bulunması, FED'in Meksika'ya ve Brezilya'ya 60'ar milyar Dolar swap hattı açması ve Brezilya'nın bu hattı kullanmaması, Meksika'nın kullanmaya başlaması ve Türkiye'ye swap hattı açılmaması konuları, ülkelerin seçimini etkileyen nedenler olmuştur.

Bu üç ülkenin 6 aylık sürede (2 Kasım-19 Mayıs) CDS'leri arasındaki korelasyon katsayıları incelenmiştir.

2.YABANCI PARA TAKASI (SWAP)

2.1. Döviz Swap'ı (FX) nedir.

Vadeli (Forward) kurların hesaplanmasında, iki döviz cinsi arasındaki faiz farkının belli bir dönem için kur farkına dönüştürülmesi ve bu farkın cari döviz kuruna (spot) eklenmesi ya da çıkartılması söz konusudur (Tevfik A. Tevfik G., 1997). Faiz oranları arasındaki farkın kur farkına dönüştürülmesiyle bulunan rakama *swap point* denilmektedir. Bu rakam, faiz oranı yüksek döviz cinsi için forward discount olarak adlandırılmakta ve yüksek faiz, spot döviz kuruna eklenerek forward kur bulunmakta, faiz oranı düşük döviz cinsi için *forward premium* olarak adlandırılmakta ve o dövizin spot kurundan çıkarılarak forward kur bulunmaktadır.

Örnek:

Dolar/TL cari alış kuru 7,00 TL

3 ay vadeli bankalar arası dolar plasman faizi %1 (Offer Rate)

3 ay vadeli bankalar arası TL mevduat faizi % 11 (Bid Rate)

3 ay sonraki dolar/TL forward alış (bid) kuru ne olacaktır?

Faiz farkı : %11 - %1 = %10

Gün sayısı: 90 gün

$$Swap\ Point = \frac{Faiz\ Farkı * Spot\ Kur * Gün\ Sayısı}{(360 * 100) + (Yabancı\ Para\ Faiz\ Oranı * Gün\ Say.)}$$

$$Swap\ Point = \frac{10 * 7,00 * 90}{(360 * 100) + (10 * 90)} = 0,1707$$

0,1707 TL'sinin swap point ve TL faiz oranının dolar faiz oranına göre daha yüksek olduğu göz önüne alınarak doların TL'ye göre prim yapacağı söylenebilir. Swap point'in spot kura eklenmesiyle başa baş noktası şöyle hesaplanacaktır: 7,00+0,1707= 7,1707 TL. Bulunan bu rakama banka tarafından uygun kar marjı eklenmektedir (Tevfik, A. ve Tevfik, G, 1997).

Burada forward alış kuru (BİD) için öneri verilmiştir.

Bu örnekte görüleceği gibi dolar 7,00 TL'den satılmakta, 3 ay sonra da 7,17'den satın alınmaktadır. Bu işleme *FX Swap* işlemi demektir. Eğer Swap point 0,200 olarak kote edilirse, faiz farkının kur farkına dönüşümü aşağıdaki gibi olacaktır.

$$(0,200 * 100 * 4) / 7,00 = \%11,43$$

2.2. Para (Currency) Swap

İki ayrı para cinsinden oluşan aynı büyüklükteki iki ayrı kredinin, vade tarihinde özgün para birimleri üzerinden daha önce üzerinde anlaşılan belirli bir pariteden geri ödenmek üzere değiştirilmesidir.

Bu yöntemde şunlar yapılabilir.

- Farklı paralara gereksinim duyan iki borçlu anapara tutarlarını değiştirebilir.
- Sözleşme süresi boyunca faiz ödemelerini değiştirir.
- Sözleşme bitiminde anaparalar iade edilir (Tevfik, A. ve Tevfik, G, 1997).

3. FED İLE BREZİLYA MERKEZ BANKASI (BANCO CENTRAL DO BRASİL) ARASINDAKİ DOLAR/REAL VE FED İLE MEKSİKA MERKEZ BANKASI (BANKO DE MÉXICO) ARASINDA DOLAR/PESO TAKASI

19 Mart 2020 tarihinde en az altı ay olmak üzere Brezilya Merkez Bankası'na ve Meksika Merkez Bankası'na 60'ar milyar dolar swap hattı tahsis etmiştir. Bu hattın tahsis edilmesinin amacı, dünyanın Dolara bağlı finansal sistemin düzgün çalışmasını sağlamak olmuştur. Swap hattı tahsis edilen ülke sayısı 14'tür.

COVID-19 salgını ABD Dolar fonlama piyasalarını baskı altına almıştır. FED ve diğer önemli merkez bankaları Dolar likiditesi sağlamak amacıyla swap hatları açmışlardır. Swap hatları, merkez banka rezervlerinin yetersiz veya döviz piyasasının baskı altında olduğu zamanlarda güçlü ve esnek bir araçtır (Rosalind, 2020).

Swap anlaşmasıyla; Örneğin, Brezilya Merkez Bankası (BCB), ABD Merkez Bankasından (FED) dolar talep eder, karşılığında ise, piyasa kuru üzerinden hesaplanan Brezilya Reali tutarını FED'in hesabına geçer. BCB Brezilya'da bulunan bankaların Dolar talebini karşılar, karşılığında faiz geliri elde eder. Swap'ın süresi boyunca BCB'nin Dolar yükümlülüğü FED'de hesap olarak oluşturulacak, aynı şekilde FED'in Brezilya Reali yükümlülüğü de, BCB'deki hesapta oluşturulacaktır. FED bu işlemle kur riski ve alacak(kredi) riski almamaktadır. Para swapı ve döviz swapı, yatırımcılara istenilen döviz cinsinden fon yaratmasına olanak sağlar.

Japon ve Avrupa Currency Swap pazarlarında ABD Dolarına olan talebin artması, Dolar fon sağlama maliyetlerini 2-7 Mart haftası yükseltmiştir (Chavez, 2020). Fed'in swap hattı açmasının nedeni, swap pazarındaki Dolar kıtlığı ve maliyetlerin artmasıdır.

Genel olarak, FED'in gerçekleştirdiği swaplar iki işlemi içerir. Yabancı merkez bankası ile FED arasında swap-hattı tesis edildiğinde, piyasada geçerli kur üzerinden belirtilmiş tutarda dolar karşılığı yabancı para FED'e satılır. FED yabancı para tutarını; yabancı merkez bankasında, kendi adına açılmış hesapta tutar. FED'in sağladığı dolar ise; yabancı merkez bankası adına Federal Reserve Bank of New York'da açılmış hesaba aktarılır. Aynı zamanda iki merkez bankası, ikinci işlem için bağlayıcı bir anlaşma yaparlar.

Bu anlaşma ile yabancı merkez bankası, belirtilen tarihte aynı kur üzerinden kendi parasını geri alacağını ve almış olduğu Dolar tutarını geri vereceğini taahhüt eder. Yabancı merkez bankası piyasa faiz oranları üzerinden FED'e faiz öder. Dolar likidite swap işlemlerinin vadesi bir gün ile 3 ay arasında olabilir ("Central Bank Liquidity Swaps", 2020).

Yabancı merkez bankası almış olduğu dolarları kendi ülkesindeki kurumlara swap anlaşması yaparak kredi olarak verir. Bu işlem, New York FED'de açılmış bulunan yabancı merkez bankası hesabından borç alan kurumun banka hesaplarına alacak kaydedilir. Yabancı merkez bankası, kurumlara vermiş olduğu krediden dolayı alacak riski (geri ödememe) taşımaktadır. FED'in kredinin geri ödenmemesinden dolayı hiçbir sorumluluğu yoktur.

FED'in almış olduğu yabancı para Federal Reserve'in bilançosunda varlık olarak gözükmektedir. Swap aynı kur üzerinden yapıldığı için bu aktifin dolar değeri değişmeyecektir. Yabancı merkez bankası adına Federal Reserve Bank of New York'ta açılan hesaba yatan Dolar tutarı FED'in yükümlülüğü olarak dikkate alınacaktır ("Central Bank Liquidity Swaps", 2020).

4. KREDİ TEMERRÜT TAKASI (CDS)

Kredi Temerrüt Takası (CDS), bir çeşit tezgâh üstü türev ürünü olup, referans kurumun kredi kalitesi hakkında ikili anlaşmadır. Bir CDS anlaşmasına gidildiğinde, bir taraf diğer tarafa (satıcıya) referans kurumun yükümlülükleri karşılamaması durumunda satıcı tarafından yapılacak ödemelerin karşılığı olarak dönemsel olarak prim öder. Bu anlamda, devlet ve şirket gibi referans kurumların kredi değerliliği için sigorta sağlayan finansal türev ürünüdür. Finansal Piyasalarda, CDS'in fiyatı "spread" olarak ifade edilen prim olarak kote edilir. CDS fiyatı, herhangi bir referans kurumun kredi kalitesi hakkında pazar algısının göstergesi olarak kabul edilir. Ticari Bankalar CDS'leri; varlıklarındaki özel sektör şirket tahvillerini kredi riskinden korumak (hedge), bilançolarındaki herhangi bir varlığın kredi riskinin tümüyle korunmak için (full hedge) ve böylece sermaye yeterliliğine sağladığı fayda amacıyla satın alırlar. Diğer taraftan, sigorta şirketleri, kredi türev ürünleri firmaları ve finansal garantörler bu ürünün satıcılarıdır.

CDS sözleşmeleri, referans kurumun kredi riskini hedge etme ana işlevi dışında, finansal piyasalarda çok amaçlı olarak kullanılmaktadır. Ayrıca, bu ürünler referans kurumun kredi kalitesini değerlendirmek amacıyla spekülörler ve arbitraj yapanlar tarafından da kullanılır. Bunların CDS sözleşmelerine ilgisi likidite ve fiyatları etkiler.

Ülke riski, devletlere verilen kredilerin tahsil edilebilirliğini ölçen risk türüdür. Bireylere veya firmalara verilen risk türünden farklıdır. Döviz rezervleri, ekonomik büyüme, bütçe performansı ve ödemeler dengesi gibi makro değişkenler ile politik faktörlere bağlı olarak ülke riski belirlenir. Belli başlı derecelendirme kuruluşları olan, Standard & Poors, Fitch ve Moody's ülkelerin ödeme kapasiteleri ve ödeme istekleri değerlendirilerek, ülkeleri derecelendirirler. Değerleme sonucunda; bu firmalar, bir ülkenin borcunu ödememe konusunda bilgi sağlarlar (Canuto, Santos, Porto, 2004).

Kredi durumu ve prim kavramlarını CDS pazarının açıklanması için tanımlanması gerekmektedir. Kredi durumu (credit event), referans kurumun borcunun ödeyememesi anlamında kullanılan CDS anlaşması içindeki en önemli terimlerden biridir. Alıcı tarafından ödenecek primin boyutu “basis point” olarak ifade edilir (%1, 100 basis point’e eşittir). CDS *spread*’i olarak da bilinen bu prim, CDS piyasasındaki arz ve talebe göre belirlenmektedir. CDS primi sigorta primine benzemektedir. Bu prim, referans kurumun ödememe riskinin ve öteki kredi durumlarının algılanma derecesine göre belirlenir (Revoltella, Mucci, Dubravko, 2010).

Örnek vermek gerekirse, CDS satıcısı (Prim alan), her yıl USD 10.000 karşılığı USD 1.000.000 nominal değerli ABC şirketine ait tahvili 5 yıl boyunca alıcıya (prim ödeyen) ödememe riskine karşı sigorta etmektedir. Bu durumda kavramsal (notional) CDS’ın tutarı USD 1.000.000 ve prim ödemesi, kavramsal (gösterge) değer %1 (100 basis point) olan USD 10.000 olmuştur. Sigorta edilen ABC firmasının tahvili, adı geçen tahvil (underlying bond) olarak CDS sözleşmesinde yer alacaktır. Bu örneğe devam edecek olursak, ABC şirketinin tahvilleri 5 yıl boyunca ödememe riski ile karşı karşıya kalmazsa, alıcı 5 yıl boyunca her yıl USD 10.000 ödemiş ve karşılığında hiçbir şey almamış olacaktır. Beş yıl boyunca tahviller ödenmez ise, satıcı alıcının sözleşmede adı geçen tahvilin (underlying bond) nominal değerine göre uğrayacağı zararı tazmin etmekle yükümlüdür. Bu durumu bu örnekle açıklayalım. Ödemeden dolayı adı geçen tahvilin fiyatı % 40’a, başka bir deyişle USD 400.000 inmiş olsun. Bu durumda, satıcı alıcıya $1.000.000 - 400.000 = 600.000$ Amerikan Doları ödeyecektir. Son olarak önemli bir nokta ise; CDS alıcısının, adı geçen tahvili sigorta ettirmek için sahip olması gerekmemektedir. Başka bir deyişle, alıcının prim ödemesi için adı geçen bonoya sahip olması gerekmemektedir. Ödememe durumunda örnekte olduğu gibi 600.000 Amerikan Dolarını tahsil edecektir (Baker, Haynes, Lau, Roberts, Sharma, Tucman, 2019).

5. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

ABD Merkez Bankası 2007-2008 küresel finansal krize kadar gelişen piyasalar içerisinde sadece Meksika’ya swap hattı açmıştır. Bu dünya ekonomik sisteminde çok önemli bir konu olmasına rağmen çok az araştırma yapılmıştır (Chey, 2012).

Aizenman ve Pasricha’nın (2010) yaptığı çalışmada, 2008 yılında Amerikan Merkez Bankası’nın gelişen piyasa ekonomilerinden olan Meksika, Brezilya, Kore ve Singapur’a swap hattı açtığı günden bir gün sonra bu ülkelerin ortalama CDS puanlarının düştüğü belirlenmiştir. Swap hattından yararlanmayan diğer gelişen piyasalarda ise ortalama %15,8 oranında CDS puanları düşmüştür. Bu iki grup arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Aizenman ve Pasricha (2010) bu ülkelere swap hattı açılmasının en önemli nedeni olarak ABD bankacılık sisteminin bu ülkelerin bankacılık sisteminde ağırlığının olmasını göstermiştir. Böylece ABD kendi bankacılık sistemini de korumuş olacaktır.

ABD Merkez Bankasının Brezilya, Meksika, Kore ve Singapur'a swap hattı açmasının bir başka nedeni, bu ülkelerin Amerikan hazine bonosu ve devlet tahvillerinin yaklaşık %9'unu elinde tutmasıdır (Chey, 2012).

2008 yılında G20 ülkesi olan Endonezya'nın swap hattı talebi ABD Merkez Bankası tarafından reddedilmiştir (Aglionby, 2009). ABD hazine eski bakanı George Shultz "ABD Merkez Bankası uluslararası finansal ilişkilerde ABD Başkanının talimatına göre hareket eder" demiştir (Shultz ve Dam, 1978).

2007 Aralık ayında ABD Merkez Bankası'nın diğer merkez bankalarına swap hattı açması merkez bankaları arasında iş birliğinin en önemli adımıdır (Obstfeld, Shambaugh ve Taylor, 2009).

Swap hattı merkez bankacılığı tarihinde uzun bir geçmişi vardır. Döviz piyasasına müdahale etmek ve köprü finansmanı sağlamak için kullanılmıştır (McCauley ve Rigaudy, 2011).

Coudert ve Gex (2010) "CSD piyasasını tahvil piyasası yönlendirir veya tahvil piyasasını CDS piyasası yönlendirir" demiştir. Tahvil piyasası için risk primi, örnek ülkenin tahvil piyasasındaki faiz oranından risksiz faiz oranının çıkartılması ile bulunur. Tahvil risk primi ile CDS primi arasında uzun dönemli ilişkileri göstermek için "unit root" ve "co-integration" testi kullanılır. Kısa dönemde CDS priminin bond risk primini etkilediği ve tersi de olduğu tespit edilmiştir. Fakat uzun dönemde CDS piyasası tahvil piyasasını etkilememektedir.

Buna benzer bir çalışma Ammer ve Cai (2008) tarafından yürütülmüştür. 9 adet gelişen piyasaların verileri "Johansen cointegration" analizi kullanılarak incelenmiş, CDS risk primi ile tahvil risk primi arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu bulgusu elde edilmiştir.

Zhu (2004) CDS ve tahvil piyasalarının karşılıklı ilişki içinde olduğunu belirlemiştir. 24 şirketin CDS primi ile tahvil risk primi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu iki piyasa arasında kısa dönemli farklılıklar olmasına rağmen uzun dönemde CDS piyasasının bono piyasasını yönlendirdiği anlaşılmıştır.

Micu, Remolona ve Wooldridge'e göre (2004) ülkelerin ve firmaların CDS primleri, kredi derecelerinin düşürülmesinden etkilenmektedir. Artan CDS primleri kredi derecesinin tahminine etki etmektedir.

Gottschalk ve Walker (2011) CDS primleri olası ödememe riskinin tahmin edilmesinde ana araçtır.

Genel olarak CDS primi ile tahvil risk primi kısa dönemde birbirinden ayrılrsa da uzun dönemde aynı yönde hareket etmektedir. CDS primlerinde meydana gelen değişiklikler ülke tahvil getirisindeki değişmeyi gösteren öncü göstergedir.

6. ABD MERKEZ BANKASI'NIN DOLAR/REAL SWAP'ININ BREZİLYA'NIN KREDİ TEMERRÜT(CDS) RİSKİNE ETKİSİ

Brezilya'nın son 6 aylık kredi temerrüt takası riski aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 1: Brezilya'nın Kredi Temerrüt Takası

Tarih	CDS
22 Kasım 2019	126,100
22 Aralık 2019	103,600
22 Ocak 2020	98,500
22 Şubat 2020	93,300
22 Mart 2020	334,500
22 Nisan 2020	313,400
19 Mayıs 2020	322,000

Kaynak: www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/brazil/5-years/



Şekil 1.1: Brezilya'nın CDS'lerinin Gelişimi

Kaynak: www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/brazil/5-years/

FED tarafından, 19 Mart 2020 tarihinde 14 ülkeye dolar likidite swapı tahsis edilmiştir. 14 ülkeden biri de Brezilya'dır. Brezilya'ya tahsis edilen swap-hattı 60 milyar dolar olup en az 6 ay işlem yapılacaktır.

Tablo 2: Brezilya'nın Kredi Derecelendirmesi

S&P	Moody's	Fitch
BB-	Ba2	BB- (Görünüm Olumsuz)

Kaynak: www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/

Rapor tarihi itibarıyla (6 Haziran 2020), Brezilya Merkez Bankası Likidite SWAP Hattı'nı kullanmamıştır.

Brezilya'nın son altı aylık dönemde (Kasım22 2019-19 Mayıs 2019) CDS'leri incelendiğinde; en düşük olduğu tarih 22 Şubat 2020(CDS 93,300) ve en yüksek olduğu tarih 19 Mart 2020 (CDS 374,900) olmuştur. 19 Mayıs 2020 tarihinde CDS 322,000 olmuştur.

COVİD 19'un dünyada yaygınlaşmaya başladığı 22 Şubat 2020 tarihinden itibaren Brezilya CDS'lerinde önemli artışlar olmuştur. 22 Şubat-19 Mart dönemi artış oranı %302, ve 22 Şubat-19 Mayıs tarihleri arasındaki artış oranı %245 olmuştur.

FED tarafından 60 Milyar Dolarlık *Dolar/Real Likidite Swap Hattı*'nin açılması ve kullanılmamasının CDS'lere önemli etkisi olmamış, 22 Şubat-19 Mayıs tarihindeki artış oranı %245 düzeyinde kalmıştır. 6 Haziran 2020 tarihi itibarıyla, Brezilya'nın CDS'i 203,700 olmuştur.

7. FED'İN DOLAR/PESO SWAP'ININ MEKSİKA'NIN KREDİ TEMERRÜT RİSKİNE (CDS) ETKİSİ

ABD Merkez Bankası (FED) 19 Mart 2020 tarihinde Meksika Merkez Bankası'na (Banco de Mexico) 60 Milyar Dolar swap hattı açmış ve Meksika Merkez Bankası bu hattı kullanmaya başlamıştır.



Şekil 1.2: Meksika'nın CDS'leri

Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/mexico/5-years/>

Tablo 3: Meksika'nın Kredi Temerrüt Takası

Tarih	CDS Meksika
22 Kasım	87,950
23-Aralık	77,670
23 Ocak	79,070
21-Şubat	67,610
23 Mart	282,050
22 Nisan	272,830
19 Mayıs	235,380

Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/mexico/5-years/>

Tablo 4: Meksika'nın Kredi Derecelendirmesi

Derecelendirme Kuruluşları	CDS Meksika
S&P	BBB
Moody's	Baa1
Fitch	BBB-

Kaynak: www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/

Fed'in 19 Mart'ta uygulamaya koyduğu swap hattının Meksika'nın CDS'lerine olumlu yönde katkısı olmamıştır. 21 Şubat seviyesi olan 67,610 değerine gelememiştir. 19 Mayıs'ta CDS'lerin düzeyi 235,380 olmuştur. 6 Haziran 2020 tarihi itibariye, Meksika'nın CDS'i 131,460 olmuştur.

8. TÜRKİYE'NİN KREDİ TEMERRÜT TAKASI (CDS) RİSKİ

T.C: Merkez Bankası Fed ile swap hattı anlaşması yapmamıştır. Türkiye'nin 22 Şubat 2020 tarihinde 285,740 olan CDS'i, 19 Mayıs 2020'de 589,720'ye yükselmiştir. 6 Haziran Tarihi itibariyle de 511,080 olarak gerçekleşmiştir.



Şekil 1.3: Türkiye'nin CDS'leri

Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-years/>

Tablo 5: Türkiye'nin Kredi Temerrüt Takası

Tarih	CDS Türkiye
-------	-------------

22 Kasım	330,460
22 Aralık	281,200
24 Ocak	238,590
22 Şubat	285,740
22 Mart	582,300
22 Nisan	594,300
19 Mayıs	589,740

Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-years/>

Tablo 6: Türkiye'nin Kredi Dereceleri

Derecelendirme Kuruluşları	CDS Türkiye
S&P	B+
Moody's	B1
Fitch	BB-

Kaynak: www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/

ABD Merkez Bankası'nın Türkiye ile swap hattı anlaşması yapmaması, buna karşın, Brezilya ve Meksika'ya 60'ar Milyar Dolar swap hattı açmasının ülkelerin CDS'leri üzerine etkisi aşağıda karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

9. FED'İN 19 MART 2020 TARİHİNDE UYGULAMAYA KOYDUĞU DOLAR LİKİDİTE SWAP PROGRAMI'NIN BREZİLYA, MEKSİKA VE TÜRKİYE CDS'LERİNE ETKİSİ.

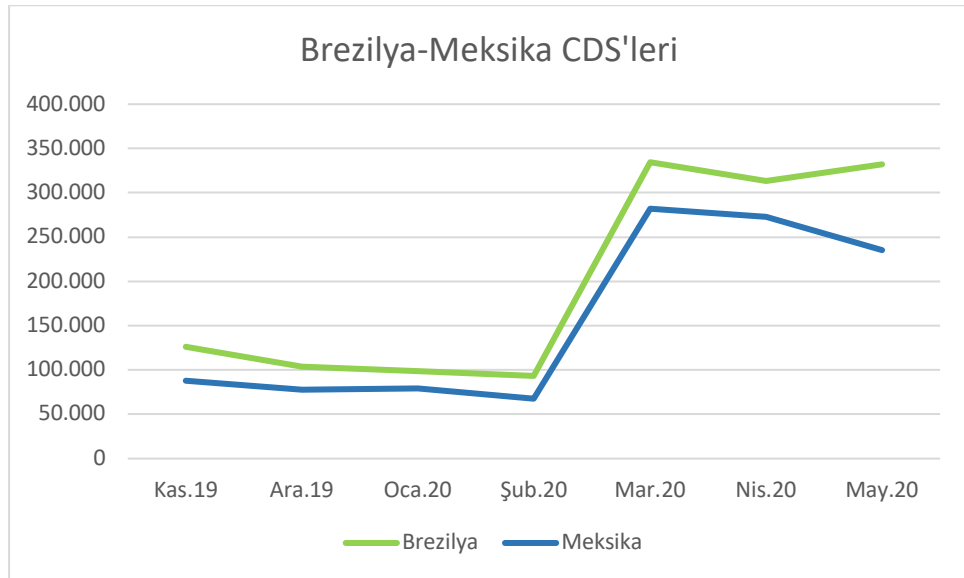
Karşılaştırmalı Brezilya, Meksika ve Türkiye'nin son altı aylık CDS'leri aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 7: Brezilya, Meksika ve Türkiye'nin Son Altı Aylık CDS'leri

Tarih	CDS Brezilya	CDS Meksika	CDS Türkiye
22-22-22 Kasım	126,100	87,950	330,460
22-23-22 Aralık	103,600	77,670	281,200

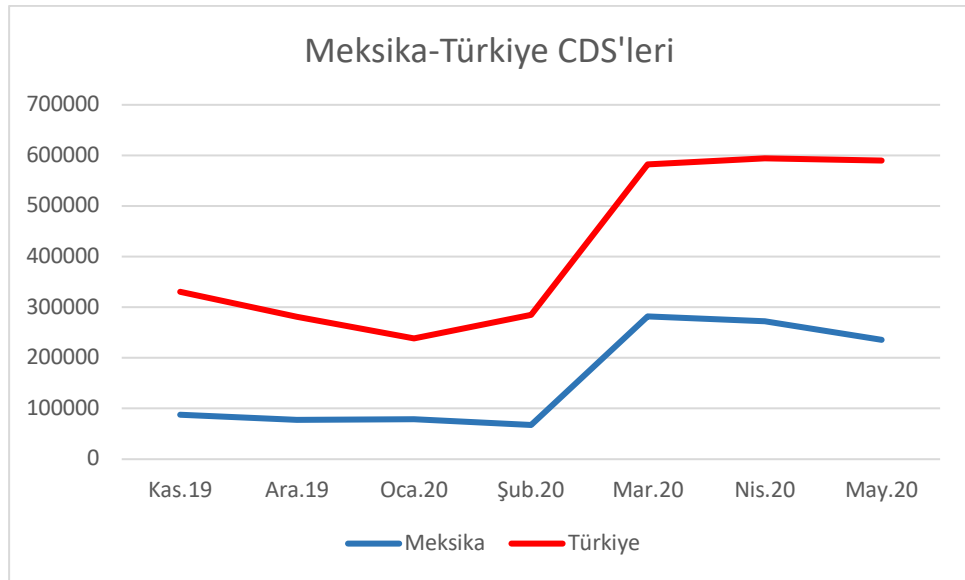
22-23-24 Ocak	98,500	79,070	238,590
22-21-22 Şubat	93,300	67,610	285,740
22-23-22 Mart	334,500	282,050	582,300
22-22-22 Nisan	313,400	272,830	594,300
19-19-19 Mayıs	322,000	235,380	589,740

Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/>



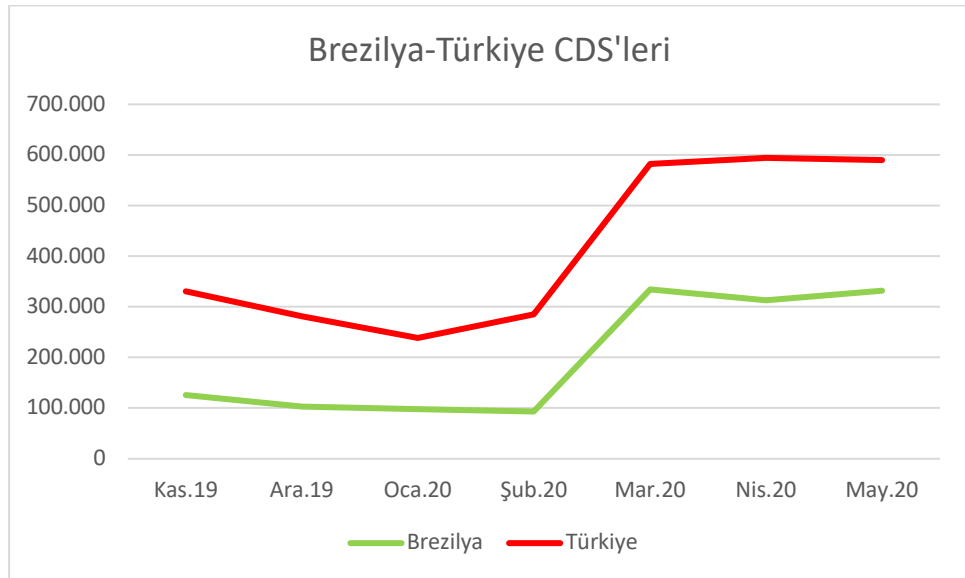
Şekil 1.4: Brezilya-Meksika CDS'leri

Kaynak: Tablo 7'deki bilgiler kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.



Şekil 1.5: Meksika-Türkiye CDS'leri

Kaynak: Tablo 7'deki bilgiler kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.



Şekil 1.6: Brezilya-Türkiye CDS'leri

Kaynak: Tablo 7'deki bilgiler kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

Tablo 8: Brezilya, Meksika ve Türkiye'nin Kredi Dereceleri

Derecelendirme Kuruluşları	Brezilya	Meksika	Türkiye
S&P	BB-	BBB	B+
Moody's	Ba2	Baa1	B1
Fitch	BB-	BBB-	BB-

Kaynak: www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/

Tablo 7'deki bilgiler kullanılarak üç ülke arasındaki korelasyon katsayıları hesaplanmıştır.

ABD Merkez Bankası (FED) tarafında 60 Milyar Dolar swap hattı açılan Meksika ve Brezilya'nın son altı aylık CDS'leri arasında Korelasyon katsayısı (r) = 0,99 olmuştur. Bu ülkelerden Brezilya swap hattını kullanmamıştır.

ABD Merkez Bankası (FED) tarafından T.C. Merkez Bankasına swap hattı açılmamıştır. Türkiye'nin son 6 aylık CDS'leri ile Brezilya'nın son altı aylık CDS'leri arasındaki korelasyon katsayısı= 0,99 olarak hesaplanmıştır. Aynı şekilde, Türkiye ve Meksika'nın CDS'leri arasındaki korelasyon katsayısı %98 olmuştur.

10. SONUÇ

Brezilya, Meksika ve Türkiye CDS'leri karşılaştırmalı olarak incelenmiş, FED'in Dolar Likidite Swap'ının benzer üç ülkenin CDS'lerine etkisi incelenmiştir.

Bu üç ülkenin seçilmesinin nedeni: Brezilya'ya swap hattı verilmiş olmasına rağmen kullanmaması, Meksika swap hattını kullanması ve Türkiye'ye ise swap-hattı verilmemesidir.

Bu üç ülkenin 6 aylık sürede (2 Kasım 2019-19 Mayıs 2020) CDS'leri arasında yüksek bir pozitif korelasyon var olması, FED'in Dolar Likidite Hattı'nın CDS fiyatlarına etkisinin olmadığını, CDS artışlarının esas itibarıyla COVID-19 kaynaklı beklenen ekonomik küçülme olduğunu söyleyebiliriz. Çünkü bu tarihler arasında bu üç ülkenin kredi derecelerinde herhangi bir değişiklik olmadığı halde CDS'lerinde artış meydana gelmiştir. FED'in swap politikasının etkili olması durumunda Türkiye ile Meksika ve Türkiye ile Brezilya arasındaki korelasyon katsayısı küçük olması gerekirdi.

Dolar likidite swap hattı açısından 3 ülke ayrı uygulamaya tabi olmuştur. Brezilya'ya, 60 milyar Amerikan Dolarlık swap hattı açılmış ancak kullanmamıştır. Meksika'ya, 60

milyar Amerikan dolarlık swap hattı açılmış ve kullanmaya başlamıştır. Ancak Türkiye'ye swap hattı açılmamıştır ("<https://apps.newyorkfed.org>", 2020).

Bu üç ülke (Brezilya, Meksika ve Türkiye) swap hattından yararlanma ve yararlanmama durumu değerlendirildiğinde, bu değerlemenin CDS'ler üzerine etkisi olacağı düşünülebilirdi. Ancak, FED'in swap hattının üç ülkenin CDS'leri üzerine etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

S&P (Standart & Poors) tarafından, Türkiye'nin kredi derecesi B+, Brezilya'nın BB- ve Meksika BBB olarak belirlenmiştir ("<http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/>", 2020).

6 Haziran 2020 tarihi itibarıyla, Türkiye'nin CDS'i 511,08, Brezilya'nın CDS'i 203,70 ve Meksika'nın CDS'i 131,46 ya gerilemiştir.

22 Kasım 2019 – 6 Haziran 2020 tarihleri dikkate alınarak, üç ülkenin CDS'leri arasındaki korelasyon katsayıları tekrar incelenmiş, Brezilya-Türkiye 0,97, Meksika-Türkiye 0,91 ve Brezilya-Meksika 0,96 olarak hesaplanmıştır (+1 korelasyon değişkenler arasında tam pozitif doğrusal mükemmel bir ilişki olduğunu gösterir. 0,71 ile 0,99 arası yüksek düzeyde ilişki olduğunu belirler.).

Şubat 2020 itibaren CDS'lerdeki meydana gelen artışın ana nedeni COVID-19'ın Dünya'da salgın haline dönüşmesi sonucu gelişen ekonomilerin yurt içi gayrisafi milli hasıllarında beklenen küçülmedir. IMF World Economic Outlook (2020) raporuna göre 2020 yılında Türkiye'nin gayrisafi yurtiçi hasılası -5, Meksika'nın -6,6, Brezilya'nın -5,3 oranında küçüleceği tahmin edilmektedir. COVID-19'da Haziran ayında dünya genelinde meydana gelen yavaşlamanın etkisiyle üç ülkenin CDS'lerinde az da olsa gerileme meydana gelmiştir. Bu üç ülkenin CDS primleri arasındaki korelasyon ilişkisinin ana nedeni üç ülkede beklenen ekonomik küçülmenin yaratacağı borç ödeme gücünde meydana gelebilecek zayıflamanın sonucudur.

Sonuç olarak ABD Merkez Bankası'nın tahsis etmiş olduğu swap hatlarının CDS'lere önemli bir etkisinin olmadığı sadece bu ülkelere ilave likidite sağladığı sonucuna varılmıştır.

KAYNAKÇA

- Aglionby, J. (2009), "Jakarta Asks UD for Currency Swap", *Financial Times*, 18 Şubat 2009, Londra
- Aizenman, J.ve Pasricha G.K (2010), "Selective Swap Arrangements and the Global Financial Crisis: Analysis and Interpretation", *International Review of Economics and Finance*, 19, 3, s. 353-65.
- Ammer J., Cai F. (2008), "Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest to Deliver Option Matter?", *University of Pennsylvania Wharton Weiss Centre for International Finance Research Working Paper*. No.2/ 2009: 26.

Geliş Tarihi: 21 Haziran 2020

Kabul Tarihi: 29 Temmuz 2020

Araştırma Makalesi

- Baker L., Haynes R., Lau M., Roberts J., Sharma R., Tucman B., (2019), *ENN's for Corporate and Sovereign CDS and FX Swap*. Şubat 2019, s.1-23.
- Canuto O., Santos P., Porto P., (2004), "Macroeconomics of Sovereign Risk Ratings". *University of Sao Paulo Instituto de Pesquisas Economicas Seminar Papers*. 2 September 2004.
- Central Bank Liquidity Swaps, *Federal Bank of New York*, Mart, 2020. (*Central Bank Liquidity Swaps, Federal Reserve Bank of New York, Last Update April 15 2020*).
- Chey H. (2012), "Why Did the US Federal Reserve Unprecedentedly Offer Swap Lines to Emerging Market Economies during the Global Financial Crisis? Can We Expect Them Again in the Future?". National Graduate Institute for Policy Studies, Tokyo, Japan, *GRIPS Discussion Paper 11-18*, Ocak 2012.
- Courdert V., Gex M. (2010). "Credit Default Swap and Bond Markets: Which leads to the other?" *Banque de France Financial Stability Review, Derivatives-Financial Innovation and Stability*. No. 14/ Temmuz 2020, s. 161-167
- Getrude Chavez- Dreyfus(2020), "FX Swaps Market Shows Sign of U.S. Dollar Funding Pressure". *Reuter*, 6 Mart 2020.
- Gottschalk K., Walker P. (2011) "The Timeliness of CDS Spread Changes in Predicting Corporate Default, 2004-2008". *EFMA Annual 2011 Meetings Conference Papers 2011*.
- IMF World Economic Outlook (2020), *Chapter 1 The Great Lockdown*, April 2020.
- L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Grosso, G. Sisciliano(2011), "Credit Default Swaps-Contract Characteristics and Interrelations with the Bond Market". *Commissione Nazionale Per le Societa e La Borsa*, 1 Şubat 2011..
- McCauley, R ve J-F Rigaudy (2011), "Managing foreign Exchange reserves in the crisis and after", in *Portfolio and Risk Management for Central Banks and Sovereign Wealth Funds*", *BIS Paper no 58*, Ekim, s. 19-47.
- Micu M., Remolona E.M., Wooldridge P. (2004) "The Price Impact of Rating Announcements: Evidence from the Credit Default Swap Market." *Bank for Online International Settlements Quarterly Review*. Haziran 2004, s. 55-65.
- Obstfeld, M., J.C. Shambaugh ve A.M. Taylor (2009), "Financial Stability, Reserves and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008", *NBER Working Paper No. 14826*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Revoltella D., Mucci F., Dubravko M.(2010). Properly Pricing Country Risk: A Model For Long Term Fundamental Risk Applied to CEE Countries. *Financial Theory and Practice*. Vol 34 / 3, s.2-19.

Geliş Tarihi: 21 Haziran 2020

Kabul Tarihi: 29 Temmuz 2020

Araştırma Makalesi

- Shultz G.P. ve Dam K. (1978), *Economic Policy beyond the Headlines*, New York: W. W Norton & Company.
- Tevfik A., Tevfik G. (1997), *Bankalarda Finansal Yönetime Giriş*. Türkiye Bankalar Birliği
<http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/brazil/5-years/> (Erişim Tarihi: 30 Mayıs 2020)
<http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/mexico/5-years/> (Erişim Tarihi: 30 Mayıs 2020)
<http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-years/> (Erişim Tarihi: 30 Mayıs 2020)
<http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/> (Erişim Tarihi: 30 Mayıs 2020)
https://apps.newyorkfed.org/~media/files/usd_liquidity_swap_amounts_outstanding.xlsx?a=en (Erişim Tarihi: 30 Mayıs 2020)
- Wiggins, Z.R.,(2020), “*Central Banks Use Swap Line toMaintane the Flow of US Dollar*”, Yale School of Management, 26 Mart 2020.
- Zhu H. (2004), “An Empirical Comparison of Credit Spreads between Bod Markets and Credit Default Swap Markets” , *Bank for International Settlements Working Papers*. No. 160 / Ağustos 2004, s. 27.