


TÜRKİYE'NİN KREDİ TEMERRÜT TAKASI PRİMİNİN BANKACILIK
SEKTÖRÜ KAYNAKLI BELİRLEYİCİLERİ
BANKING INDUSTRY-SPECIFIC DETERMINANTS OF TÜRKİYE'S CREDIT DEFAULT SWAP
PREMIUM

Haşmet SARIGÜL 

Prof. Dr., İstanbul Esenyurt Üniversitesi
Uluslararası Ticaret Ve Finansman Bölümü

 hasmetsarigul@esenyurt.edu.tr

ÖZ

Finansal sistemin lokomotifi olarak nitelendirilen bankacılık sektörünün kırılgan ve istikrarsız bir yapıda olması ciddi sorunların ortaya çıkmasına yol açabilmekte, reel sektörün ve dolayısıyla ülke ekonomisinin olumsuz etkilenmesine neden olabilmektedir. Bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek sorunların devletin kredi itibarının olumsuz yönde etkilemesi ve temerrüt riskini artırması mümkündür. Bu çalışmada, ülke temerrüt riskinin Türk bankacılık sektörüne ait bir dizi gösterge ile bağlantıları araştırılmıştır. Temerrüt riski göstergesi olarak kredi temerrüt takası prim düzeyi esas alınmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki dağıtılmış otoregresif sınır testi yaklaşımına başvurulmak suretiyle analiz edilmiştir. 2009Q1–2023Q2 dönemindeki üçer aylık verilerle gerçekleştirilen araştırmanın tahmin sonuçları; sektörün yabancı para likidite karşılama oranındaki artışların kısa dönemde, sermaye yeterliliğindeki yükselişlerin ise hem kısa hem de uzun dönemde ülke temerrüt takası primlerini düşürdüğünü göstermektedir. Sektörün aktif toplamının gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki yükselişler uzun dönemde, net döviz pozisyonunun toplam özkaynaklara oranındaki artışlar her iki dönemde de ülke temerrüt takası primlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Bulgular, ülke riski açısından bankacılık sektörünün önemini teyit etmektedir.

Anahtar kelimeler: Ülke riski, Temerrüt takası, Bankacılık sektörü, ARDL.

ABSTRACT

Banking industry is often referred to as the backbone of an economy. Banking sector fragility and instability might lead to serious problems and consequently the default risk on the sovereign debt might increase. Against this backdrop, this paper investigates the nexus between the sovereign risk of Türkiye and a variety of banking sector specific variables. Credit default swap premium is used to proxy for sovereign risk. The present study involves performing an autoregressive distributed lag bounds test using quarterly data over the 2009Q1–2023Q2 period. The findings indicate that an increase in the foreign currency liquidity coverage ratio causes a reduction in credit default swap premiums of Türkiye in the short-run. An increase in capital adequacy ratio reduces country risk in both the short- and long-run. The results show that decreasing level of total assets of the banking sector as a percentage of nominal gross domestic product is associated with lower sovereign default swap premium in the long-run. A decline in the overall open position in foreign exchange to total capital ratio causes country risk to decrease in both the long- and short-run. The findings reveal the essential role of the banking sector in terms of country risk assessment for Türkiye.

Keywords: Sovereign risk, Default swap, Banking industry, ARDL.

Makale Geliş Tarihi / Receiving Date 19.02.2024
Makale Kabul Tarihi / Acceptance Date 17.04.2024

Araştırma Makalesi/Research Paper

1. GİRİŞ

Ülke kredi riski, temel olarak bir ülkenin borçlarını geri ödeme kapasitesi ve isteğini ortaya koyan bir kavramdır. Düşük risk uluslararası finansmana erişimi kolaylaştırmakta, yabancı yatırımları ülkeye çekmekte, yabancı para cinsinden tahvillerin güvenilirliğini artırmakta ve borçlanma maliyetlerini düşürmektedir (Ramlall, 2016). Yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde, ülke riskinin önceden tahmin edilerek olası olumsuz gelişmeler karşısında gerekli tedbirlerin alınması önem taşımaktadır.

Literatürde ülke riskine yönelik analizlerde çeşitli göstergelere başvurulduğu görülmektedir. Bunlardan birisi kredi derecelendirme kuruluşlarının borçluların kredi itibarına ilişkin görüşlerini yansıtan notlarıdır. Bir ülkenin riskini ölçmeye yönelik yaklaşımlardan bir diğeri ülke kredi temerrüt takası (SCDS) fiyatlandırmalarıdır. Rodríguez vd. (2018) SCDS'ler ile ülke kredi notlarını karşılaştırmış ve SCDS primlerinin sadece derecelendirmelerdeki değişiklikleri açıklamakla kalmadığını, ileriye dönük değişimlerin tahmin edilmesine de katkı sağladığını belirlemiştir.

SCDS bir ülkenin yabancı para cinsinden çıkartmış olduğu borçlanma aracının temerrüde düşmesi durumunda yatırımcılara belirli bir prim karşılığında koruma sağlayan sigorta benzeri bir sözleşmedir. Temerrüt riski algısı ne kadar yüksek ise ödenmesi gereken prim de o denli yüksek olacaktır. Bir diğere ifadeyle temerrüt olasılığı kredi temerrüt takası (CDS) priminin düzeyinden tahmin edilebilmektedir. Bu kapsamda SCDS'in bir ekonomiye yönelik kredi riskini temsil ettiği ifade edilebilir ve belirleyicilerin analiz edilmesi ilgili ülkenin ekonomik ve finansal sağlığı açısından önemlidir. Birçok farklı zaman diliminde, bir ülke veya ülke grubunu inceleyen çalışmalarda başta döviz kuru (Örn. Liu vd., 2021; Hübel, 2022; Kartal, 2022), cari açık (Örn. Ho, 2016; Kılıcı, 2019a; Anand vd., 2023), uluslararası rezervler (Örn. Hübel, 2022; Kartal, 2022, Anand vd., 2023), dış borçlar (Örn. Kılıcı, 2019a; Hübel, 2022; Anand vd., 2023), faiz oranları (Örn. Eysell vd., 2013, Muvunza & Jiang, 2020; Buz & Küçükkocaoğlu, 2023) ve enflasyon oranları (Örn. Hübel, 2022; Kartal, 2022; Buz ve Küçükkocaoğlu, 2023) olmak üzere çeşitli makroekonomik ve finansal değişkenler ile SCDS arasındaki ilişkilerinin araştırıldığı görülmektedir. Çalışmaların bir bölümünde ise küresel veya ülkeye özgü farklı değişkenler irdelenmiştir (Örn. Guo vd., 2011; Yarovaya vd., 2016; Shahzad vd., 2017).

SCDS prim düzeyinin, ülkedeki ekonomik ve finansal koşulların yanı sıra piyasa bilgilerini de yansıttığı kabul edilmektedir. Bu kapsamda SCDS özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik risklerin değerlendirilmesinde başvurulan göstergelerden birisi haline gelmiştir. Ancak, Ammer ve Cai'ye (2011) göre gelişmekte olan ülkelerde SCDS primlerindeki değişimler; farklı ekonomik, finansal ve piyasa koşullarında birbirlerinden farklı unsurlardan etkilenebilmekte, prim düzeyi ülkeye özgü temel ekonomik ve finansal değişkenlerle tam olarak açıklanamamaktadır. Bu kapsamda, finansal sistemin lokomotifleri olan bankacılık sektörü özel bir önem arz etmektedir. Bankaların kırılgan ve istikrarsız bir yapıda olmaları finansal sistemde ciddi sorunların ortaya çıkmasına yol açabilmekte, reel sektörün ve dolayısıyla ülke ekonomisinin olumsuz etkilenmesine neden olabilmektedir. Pagano ve Sedunov'a göre (2016) bankacılık kaynaklı nedenlerden dolayı bir ülkenin temerrüde düşmesi mümkündür ve bu olasılık kriz dönemlerinde çok daha yüksektir.

Ülke kredi temerrüt takası primleri bankacılık sektörüne ilişkin önemli risk bilgileri içerebilir. Özellikle yatırım yapılabilir ülke konumunu kaybetmiş olan ekonomilerde bankacılık sektörü riski ile ülke riski arasında güçlü bir geçişkenlik söz konusudur (Erce, 2020). Bu geçişkenlik sektörün sağlamlık göstergelerinde bozulmalar şeklinde ortaya çıkmakta ve finansal stresin aktarımı yoluyla gerçekleşmektedir (Reinhart & Rogoff, 2012). Brunnermeier vd.'de (2012) yüksek riske maruz kalmanın döngüsel olarak hem ülkenin hem de bankacılık sisteminin risk düzeyini potansiyel olarak artırdığına işaret etmektedirler. Diğer bir ifadeyle, ülkenin ya da yerel bankacılık sektörünün borç ödeme gücü diğerinin risk düzeyi üzerinde etkili olmaktadır.

Bankaların likidite veya kâr amaçlı olarak, ya da yasal zorunluklar nedeniyle aktiflerinde devlet borçlanma araçlarını bulundurmaları da ülke temerrüt riski ile bankacılık sektörü riski arasında çift yönlü etkileşime neden olmaktadır (Gennaioli vd., 2014). Bazı araştırmacılara göre (Örn. Ejsing & Lemke, 2011; Alter & Schüller, 2012; Kallestrup vd., 2016) bankacılık sektörü ile ülke riski başlıca iki kanaldan etkileşim içerisindedir. Bunlardan ilki finansal sistemin ekonomik büyümeyi desteklemedeki vazgeçilmez rolü olan kredi arzına yöneliktir. Bankacılık sektörünün finansal yapısındaki kötüleşme reel ekonomiye yönelik kredi arzının düzeyini düşürebilir. Bu durum bir taraftan ekonominin yavaşlamasına ya da mevcut daralmanın derinleşmesine yol açarken diğer taraftan vergi tabanına ciddi şekilde zarar verebilir. Bu durum devletin kredi itibarını olumsuz yönde etkileyerek temerrüt riskini artıracaktır. İkincisi bankacılık sektöründen kaynaklanan risklerin açık ya da örtülü kurtarma paketleri ya da garantiler yoluyla devlet tarafından üstlenilmesidir. Sistemik açıdan önemli finansal kurumlardan biri veya birkaçı temerrüt riskiyle karşı karşıya kaldığında finansal istikrarın korunması amacıyla destek sağlanması gerekebilir. Sermaye kayıpları ve eksikliğinin giderilmesi, varlık satın alma programlarının devreye alınması ya da borç garantileri verilmesi şeklinde sorunlu bankalara sağlanacak desteklerin devletin açık veya örtülü yükümlülüklerini artırması kaçınılmazdır (Breton vd., 2012). Banka kurtarmaları ya da verilen garantiler kamu maliyesini zayıflatabilir, ekonomik büyümeyi yavaşlatabilir ve finansal sisteme direnç kazandırmak yerine negatif şokların etkilerini artırabilir (Ejsing & Lemke 2011; De Bruyckere vd., 2013; Brůha & Kočenda, 2018).

Çalışmanın amacı 2009Q1–2023Q2 dönemindeki Türk bankacılık sektörüne ait bir dizi göstergenin SCDS prim düzeyleri üzerindeki etkilerinin araştırılmasıdır. İncelenen dönem; bankaların dayanıklılığının artırılarak başarısız olma risklerini düşürmek, büyük finansal kurumların başarısızlığının ekonominin geneline yayılma riskini sınırlandırmak ve ortaya çıkabilecek bankacılık krizlerinin maliyetini vergi mükelleflerinin üstlenme riskini azaltmak gibi amaçlarla uluslararası ve ulusal düzenleyici otoritelerin bir dizi önlem ve kurallar ortaya koyduğu 2008 finansal krizi sonrasında kapsamaktadır. Buna karşın, Türkiye’de ülke riski ile bankacılık sektörü arasındaki kritik ilişkinin 2008 küresel finansal krizinden sonraki dönemde ampirik olarak yeterince irdelenmediği gözlemlenmiştir. Literatürde rastlanan dört araştırmada; ülke kredi riski ile bir dizi finansal istikrar göstergesinin (Bozkurt, 2015), takipteki kredilerin (Telek & Şit, 2017), Finansal Hizmetler Güven Endeksinin (Tüzün & Erem Ceylan, 2018) ve bankacılık sektörü performans göstergelerinin Altay (2021) ilişkisi ele alınmıştır. Bu çalışma diğerlerinden uygulanacak yöntem ve ele alınan bazı değişkenler açısından farklılık göstermektedir. Araştırmada dağıtılmış otoregresif sınır testi (ARDL) yaklaşımına başvurulmak suretiyle değişkenler arasındaki hem uzun hem de kısa dönem ilişkiler analiz edilecektir. Ayrıca ülkeye özgü iki kontrol değişkeni oluşturulan modele dahil edilerek çalışma derinleştirilmiştir.

Bu araştırmanın politika yapıcılar ve yatırımcılar açısından önemli çıkarımlar sağlayabileceği öngörülmektedir. Öncelikle, elde edilecek bulgular politika yapıcıların bankacılık sektörü göstergelerinin ülke kredi riski üzerindeki etkilerini değerlendirmelerini ve ortaya çıkabilecek krizlerin önlenmesi amacıyla zamanında politikalar ortaya koymalarını kolaylaştırabilecektir. Ayrıca, elde edilecek sonuçların yatırımcılara ve portföy yöneticilerine yatırım ve riskten korunma kararları açısından katkı sağlaması beklenmektedir.

Çalışmanın takip eden bölümleri şu şekilde oluşturulmuştur. İkinci bölümde uluslararası ve ulusal literatür irdelenmiştir. Üçüncü bölümde değişkenler tanımlanmış ve ampirik metodoloji sunulmuştur. Dördüncü bölümde sınımalardan sağlanan bulgular paylaşılmıştır. Son bölümde sonuç ve tartışmalara yer verilmiştir.

2. AMPİRİK LİTERATÜR

Ülke riski ile bankacılık sektörüne yönelik çeşitli değişkenler arasındaki ilişkileri ele alan araştırmalarda 2008 küresel finansal krizi ile ivmelenme olduğu ve bunların önemli bir kısmının ortak para birimi ve yasal ödeme aracı olarak avroyu kullanan ülkelere odaklandığı görülmektedir. Acharya vd. (2012) Avrupa'da bankacılık sektörünün kalite göstergesi olarak nitelendirdikleri banka CDS'leri ile SCDS'ler arasında kısa dönemde pozitif yönlü bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir. 2007–2010 dönemini kapsayan araştırmanın sonuçları; banka CDS'lerindeki 100 baz puanlık artışın riskli bankacılık sistemine sahip oldukları ifade edilen İspanya ve İrlanda gibi ülkelerde 50, Norveç ve İsveç gibi güvenli bankacılık sektörüne sahip ekonomilerde 20 baz puan SCDS primi artışına neden olduğunu göstermektedir. Barth vd. (2012) 2008 finansal krizi öncesinde, sırasında ve sonrasında; sekizi Avrupa Birliğinde, yedisi avro bölgesinde ve beşi ise her iki grupta olmayan kırk dört bankanın veri setine dayalı olarak banka ve ülke riski arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Sonuçlar, banka aktiflerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı yüksek olan ülkelerde banka ve ülke riski arasında daha güçlü ilişkiler bulunduğunu göstermektedir. Pagano ve Sedunov (2016) Avrupa Birliği ülkelerinde sistemik risk ile ülke riskinin iç içe geçmiş olduğunu ampirik olarak ortaya koymuşlardır. 2007–2013 yılları arasında 15 ülkenin verilerine uygulanan regresyon analizinin sonuçları, bankaların sistemik riske maruz kalmalarının ülkenin temerrüde düşme olasılığını artırdığını ve bu etkinin kriz döneminde daha güçlü olduğunu göstermiştir. Brúha ve Koçenda (2018) Avrupa Birliği'ndeki bankacılık sektörünün kalitesi ile ülke riski arasındaki bağlantıyı 1999–2014 dönemi verileri ile incelemişlerdir. Bulgular takipteki krediler oranının ülke riskinin en etkili sektörel belirleyicisi olduğunu ortaya koymuştur. Yazarlara göre sermaye yeterliliği oranı ve aktif büyüklüğü ile ülke riski arasındaki ilişki negatif yönlüdür. Podstawski ve Velinov (2018) Markov otoregresif koşullu değişen varyans modelleri kullanmak suretiyle altı euro bölgesi ülkesinde banka riskleri ile ülke SCDS'leri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bulgular, 2006–2014 döneminde, bankalar tarafından tutulan yerel devlet tahvillerinin düzeyindeki artışların Almanya, Avusturya, Fransa ve Hollanda'da ülke riski üzerinde dengeleyici etkileri olduğunu ortaya koymuştur. Buna karşın yazarlar finansal kriz döneminde bu etkinin Portekiz, İtalya ve İspanya'da istikrarsızlığı ve beraberinde ülke temerrüt riskini artırıcı yönde ortaya çıktığını tespit etmişlerdir. Fratzscher ve Rieth (2019) 2004–2013 dönemi verilerine dayalı olarak Avrupa Birliği ülkelerinde banka riski ile ülke riski arasındaki ilişkiyi ele almışlardır. Yazarlar hem avro bölgesinde hem de diğer üye ülkelerde banka riski ile ülke riski arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi olduğuna dair kanıtlar elde etmişlerdir. Erce (2020) dokuz Avrupa Birliği ülkesindeki 47 bankanın 2008–2016 dönemi verilerini kullanarak banka riskleri ile SCDS arasındaki geçişkenliği araştırmıştır. Çalışmanın sonuçları; daha büyük bankaların olduğu, pasiflerinde daha fazla uluslararası kredi taşıyan ve takipteki kredilerinin düzeyi daha yüksek olan ekonomilerde bankalardan ülke riskine geçişkenliğin daha fazla olduğunu göstermiştir.

Uluslararası ampirik literatürde, Avrupa Birliği dışındaki ülkeler veya ülke gruplarına odaklanan çalışmalarda da çoğunlukla bankacılık sektörü ile ülke kredi riski arasında anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Örneğin; Aktug vd. (2013) 28 gelişmiş ve 36 gelişmekte olan ülkeden oluşan iki ayrı panelde Standard & Poor's kredi notlarının bankacılık sektörü ile ilişkisini incelemişlerdir. Sonuçlar sektördeki yoğunlaşmanın gelişmiş ülkelerde ülke kredi notunun belirleyicilerinden birisi olduğuna işaret etmektedir. Arslanalp ve Liao (2014); yoğunlaşma, banka temerrütlerine ilişkin piyasa beklentileri ve bankalara yönelik devlet desteği algısı gibi bir dizi değişkeni içeren koşullu yükümlülük endeksi oluşturmuşlardır. Bir sonraki aşamada bu endeks ile ülke CDS primleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 32 ülkedeki bankacılık sektörlerini kapsayan araştırmanın sonuçlarına göre endeksteki 1 puanlık artış SCDS primlerinde; gelişmiş ülkeler için 24 baz puan ve gelişmekte olan piyasalar için 75 baz puanlık artışa neden olmaktadır. Boumparis vd. (2019) 72 ülkenin 1986–2016 dönemi verilerini kullanarak kredi değerlendirme

notlarının belirleyicilerini incelemişlerdir. Bulgular, makroekonomik ve finansal göstergeler ile ülke kredi notları arasındaki ilişkide bankacılık sektöründeki takipteki krediler düzeyinin güçlü etkileri olan bir kanal olduğunu göstermektedir. Bales (2022) ekonomi politikalarındaki belirsizliklerin ülke riski üzerindeki etkisini 10 gelişmiş ülkedeki 32 devlet bankası bağlantısı üzerinden incelemiştir. Sonuçlar, ülke temerrüt riskinin kısa vadede bankacılık sektöründe temerrüt riskine yol açtığını, orta vadede ise ilişkinin tersine döndüğünü ortaya koymuştur.

Türkiye'ye yönelik literatürde, yakın dönemde ülke kredi riskinin belirleyicilerine yönelik ampirik araştırmaların sayısı giderek artmasına karşın, bankacılık sektörü ile SCDS primleri ilişkisine odaklanan oldukça sınırlı sayıda çalışmaya rastlanmıştır. Bunların arasında; Bozkurt (2015) Türk bankacılık sektörüne ait bir dizi sağlık göstergesinin yanı sıra bazı ülkeye özgü finansal ve makroekonomik kontrol değişkenleri de kullanarak regresyon modeli oluşturmuş ve bunların ülke kredi takas temerrüt primleri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Sonuçlar; takipteki alacaklar/krediler, takipteki alacaklar/öz kaynaklar, sabit varlıklar/toplam aktifler, krediler/mevduatlar, net kâr/toplam aktifler, özkaynaklar/toplam aktif oranları ile SCDS primleri arasında negatif yönlü ilişkinin varlığına işaret etmiştir. Kocsis ve Monostori (2016) Doğu Avrupa ülkelerine odaklandıkları çalışmada Türkiye'yi de incelemişlerdir. Sonuçlar, Türkiye'nin CDS primlerine ilişkin temel olumlu noktaların bankacılık sektörünün sağlamlığı ve reel büyüme faktörleri olduğunu, diğer taraftan politik–kurumsal ortam ile ülkeye özgü bazı finansal göstergelerin SCDS primlerini artırdığını göstermiştir. Telek ve Şit (2017) Türk bankacılık sektöründeki sorunlu krediler düzeyi ile SCDS primleri arasındaki nedensellik ilişkisini VAR yaklaşımı çerçevesinde araştırmışlardır. 2005–2015 dönemini kapsayan çalışmanın sonuçları; sorunlu krediler düzeyinden ülke riskine doğru nedensellik ilişkisi belirlenemediğini, SCDS primlerinden takipteki krediler düzeyine doğru ise pozitif ve tek yönlü ilişki tespit edildiğini göstermektedir. Tüzün ve Erem Ceylan (2018) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından gerçekleştirilen finansal hizmetler anketi sonuçlarından üretilen Finansal Hizmetler Güven Endeksi ile ülke kredi temerrüt takası primleri arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmişlerdir. 2012–2018 dönemi verileriyle gerçekleştirilen Bootstrap nedensellik sınamasından elde edilen bulgular, SCDS primlerinden endekse doğru tek yönlü ve güçlü bir nedensellik ilişkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Altay (2021) çalışmasının ilk aşamasında finansal açıdan sorun yaşayanları tespit etmek amacıyla ve CAMELS yöntemi kullanmak suretiyle Türk bankalarını analiz etmiştir. Daha sonra CAMELS analizinden elde ettiği veriler ile SCDS primleri arasındaki ilişkiyi Toda–Yamamoto nedensellik sınamasıyla incelemiştir. Sonuçlar, ülke riski ile CAMELS gruplamasındaki 26 değişkenden 13'ünün ülke kredi temerrüt takası primleri ile anlamlı nedensellik ilişkisi olduğuna işaret etmektedir. Erdaş (2022) 2012–2020 dönemine ait aylık veriler üzerinden Türkiye'nin 5 yıllık CDS'leri ile finansal faktörler arasındaki ilişkiyi yapısal kırılmalı eşbütünleşme yaklaşımları ve FMOLS yöntemine başvurmak suretiyle analiz etmiştir. Yazar bankacılık sektörünün yurt içi kredi hacminin SCDS üzerinde negatif etkiye sahip olduğuna dair bulgular elde etmiştir.

3. VERİLER VE YÖNTEM

3.1. Veriler

Bu çalışmada, 2008 yılı ile 2023'ün ikinci dönemi arasındaki üçer aylık veriler kullanılarak Türkiye bankacılık sektörüne ait bir dizi sağlık ve istikrar göstergesinin ülke riski üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Literatürde sıkça ele alınan ülkeye özgü iki makroekonomik unsur da kontrol değişkenleri olarak sınamalara dahil edilmiştir. Verilerin önemli bir kısmına üçer aylık dönemler itibarıyla ulaşılabilir olduğu için bu süreden daha kısa aralıklarla raporlananların üç aylık ortalamaları dikkate alınmıştır. Değişkenlere ait bilgiler Tablo 1'de, tanımlayıcı istatistikler Tablo

2'de sunulmuştur. Birincil veriler Thomson Reuters (TRD), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), TCMB ve Türkiye İstatistik Kurumu (TUIK) açık veri tabanlarından sağlanmıştır.

Tablo 1. Değişkenler ve Açıklamaları

Değişkenler	Açıklama	Kaynak
<i>Bağımlı Değişken</i>		
SCDS	Ülke temerrüt takası primi (üç aylık dönemsel ortalama)	TRD, yazar hesaplamaları
<i>Sektörel Değişkenler</i>		
SYSO	Sektörün konsolide sermaye yeterliliği standart oranı (dönem sonu)	BDDK
AKTF	Sektörün aktif toplamının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı (dönem sonu)	BDDK, TUIK, yazar hesaplamaları
TKRD	Sektörün takipteki krediler toplamının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı (dönem sonu)	BDDK, TUIK, yazar hesaplamaları
YPOZ	Sektörün net döviz pozisyonunun toplam özkaynaklarına oranı (dönem sonu)	BDDK
YLKT	Sektörün yabancı para likidite karşılama oranı (dönem sonu)	BDDK
<i>Kontrol Değişkenleri</i>		
CAÇK	Cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı (dönem sonu)	TCMB, TUIK, yazar hesaplamaları
RZRV	TCMB uluslararası brüt rezervlerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı (dönem sonu)	TCMB, yazar hesaplamaları

Ülke temerrüt riskinin göstergesi olarak; finansal piyasalarda yaygın şekilde işlem gören ve dolayısıyla likiditesinin yüksek olduğu kabul edilen, USD cinsinden 5 yıllık SCDS sözleşmelerine ait primlerin günlük kapanış değerleri esas alınmıştır. SCDS primleri, özellikle de derecelendirme kuruluşlarının notlarıyla karşılaştırıldığında, piyasadaki kredi riski algısının gerçek zamanlı yansımaları olarak kabul edilmektedir (Aizenman vd., 2011; De Bruyckere vd., 2013). Tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde 2009Q1–2023Q2 üçer aylık dönemlerinde SCDS ortalamasının 302,61 baz puan olduğu görülmüştür. Türkiye'nin temerrüt riski primlerinin ilgili zaman aralığındaki standart sapması 150,15 olup maksimum 776,09 ile minimum 130,93 baz puan arasında geniş bir aralıkta dalgalanmaktadır (Tablo 2).

SCDS primleri üzerinde etkisi olabileceği öngörülen sektöre ait 5 değişken incelenmiştir. Bunlardan ilki olan SYSO; kredi riski, operasyonel risk ve piyasa riski bileşenlerinden oluşan toplam riske esas tutarın özkaynaklara oranıdır. İncelenen dönemde Türk Bankacılık Sektörünün sermaye yeterliliği standart oranı minimum %14,60, maksimum %20,60 ve ortalama %17,41 ile BDDK tarafından belirlenen yasal (%8) ve hedef (%12) oranların üzerinde gerçekleşmiştir. SYSO'nun standart sapması ise 0,015'tir. Sermayenin beklenmedik kayıplara karşı tampon görevi olmasından dolayı sermaye yeterliliği standart oranının yüksek olmasının bankacılık sektörünün kırılganlığını azaltacağı ve ülke riskini düşüreceği öngörülmektedir. Diğer taraftan, SYSO'nun yüksek tutulması sermayenin verimsiz kullanılmasına neden olabilecektir. Bu da bankaların etkinliğini azaltabilecek ve düşük verimlilik ülke riskinin artmasına yol açabilecektir (Brůha & Kočenda, 2018).

İkinci bağımsız değişken olan AKTF bankacılık sektörünün ekonomide oynadığı rolün büyüklüğüne yöneliktir. Bu oran aynı zamanda derin bir kriz durumunda devletin sağlaması gerekebilecek potansiyel kurtarma paketlerinin teorik üst sınırını temsil etmektedir (Gerlach vd., 2010; Brůha & Kočenda, 2018). Bu kapsamda AKTF ile SCDS arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. AKTF araştırma döneminde en yüksek %51,61 ve en düşük %28,91 olarak gerçekleşmiş olup ortalaması %36,96'dır. Sektörün büyüklüğünün gayri safi yurtiçi hasılaya oranının incelenen zaman aralığındaki standart sapması 0,477'dir.

Üçüncü değişken ile bankaların takipteki alacaklarının ülke riskine etkisi incelenecektir. Takipteki alacakların hacminin yüksek olması bankaların mevzuat gerekliliklerini karşılayabilmek için ilave sermaye tahsis etmelerine yol açmaktadır. Düşük *TKRD*'nin, bankalara yönelik potansiyel kurtarma programları açısından daha az baskı anlamına geleceğinden, ülke riskinde azalmaya yol açması beklenmektedir (Brúha & Koçenda, 2018). Ayrıca, takipteki krediler hacmindeki artışa paralel olarak ortaya çıkabilecek finansal tablolaradaki bozulmalar bankaların aracılık fonksiyonu üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmekte, tasarruf sahiplerinden finansman ihtiyacı olan ekonomik birimlere fon aktarımını baskılamaktadır. Bu durum yatırımların azalmasına neden olabilmekte ve ekonomik büyümeyi yavaşlatabilmektedir (Staeher & Uuskula, 2021). Türk bankacılık sektörünün takipteki alacaklarının gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı 2009Q1–2023Q2 üçer aylık dönemlerinde maksimum %14,50 ile minimum %3,10 arasında değişkenlik göstermiştir. *TKRD* ortalaması ve standart sapması araştırma dönemi için sırasıyla %7,58 ve %2,40 olarak hesaplanmıştır.

Sektöre ait diğer iki değişken aracılığıyla bankacılık sektörünün taşıdığı yabancı para pozisyonlar ile ülke riski arasındaki ilişkinin araştırılması amaçlanmıştır. Finansal serbestleşme uygulamalarının etkilerinin ortaya çıkmaya başladığı 1983 yılından itibaren yabancı para aktif ve pasiflerin Türk bankalarının bilançoları içerisindeki payı, bir diğer ifadeyle finansal dolarizasyon, giderek artmıştır. Ancak finansal dolarizasyonun yüksek olduğu ekonomilerde beklenmeyen kur değişimleri ve aşırı oynaklık bankacılık sektörünü olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu durum ekonominin küçülmesine neden olabilmekte ve borçların geri ödenme ihtimalini düşürmektedir (IMF, 2005). Ayrıca, finansal dolarizasyonun yüksek olduğu ülkelerde finansal istikrarsızlık yaygındır (De Nicolo vd., 2003) ve bu tip ekonomiler bankacılık krizlerine genellikle daha yatkındır (Levy–Yeyati, 2006). Ortaya çıkabilecek likidite sorunları yerel varlıklara olan talebin azalmasına, yabancı bankaların vadesi gelen kredileri yenilememesine ve hatta kısa vadeli kredilerini geri çağırmasına, yerel para cinsinden mevduatların yabancı paraya ivmelenecek dönüşmesine ve hızla nakit olarak talep edilmeye başlanmasına ya da yurt dışına çıkarılmasına neden olabilmektedir. Sektör, uluslararası piyasalardan yeterince döviz veya yabancı para varlıklarla desteklenmediği zaman, döviz yükümlülüklerini karşılamada sorunlar ortaya çıkmakta ve merkez bankasının döviz rezervleri bazı durumlarda yetersiz kalabilmektedir (IMF, 2005). Bu kapsamda, açık pozisyonun toplam özkaynaklara oranı (*YPOZ*) ile *SCDS* arasında pozitif yönlü bir ilişki ortaya çıkabileceği tahmin edilmektedir. Diğer taraftan, yabancı para likidite karşılama oranındaki (*YLKT*) artışların ülke riskini azaltacağı beklenmektedir. İncelenen dönemde *YPOZ* ve *YLKT*'nin sırasıyla minimum %3,10 ve %101,90, maksimum %7,10 ve %144, ortalama %1,23 ve %117,40 olduğu görülmektedir (Tablo 2). Bu değerler, BDDK'nın yabancı para net genel pozisyon/özkaynak oranının mutlak değerinin %20'yi aşamayacağı ve yabancı para likidite karşılama oranının %80'den az olamayacağı hükümleriyle uyumludur. *YPOZ* ve *YLKT*'nin standart sapmaları ise 0,023 ve 0,115'tir.

Sektörel değişkenlerin dışında, literatürde *SCDS* primlerin belirleyicileri arasında sıklıkla irdelenen ve bağımlı değişkeni etkileme olasılığının kuvvetli olduğu tahmin edilen, iki kontrol değişkeni incelenmiştir. Bunlardan ilki cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranıdır. Cari işlemler dengesizlikleri, bazı makroekonomik risklerin oluşumuyla ilgili bilgiler içermesi nedeniyle, önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir (Febrero, vd., 2019). Cari açıktaki artışlar ilgili ekonominin uluslararası sermaye akımlarına daha fazla bağımlı hale gelmesine neden olabilmekte ve doğal olarak dış borçlanma gereksinimi artmaktadır. Genel borç yüküne ilişkin tablonun kötüleşmesi ve borcun sürdürülebilirliği konusunda endişelerin doğması durumunda ülke kredi riski ve dolayısıyla *SCDS* primleri artacaktır (Aktug vd., 2013; Afonso & Nunes, 2015; Kılıcı, 2019b). Cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranının standart sapması 0,036'dır. İlgili dönemde *CAÇK* değişkeninin minimum ve maksimum değerleri sırasıyla %9,40 ve –%11,30'dur.

Ülkeler cari açıklarını ya da fazlalarını faiz oranlarındaki değişimlerle ve rezerv hareketlilikleriyle dengelemeye çalışmakta, ortaya çıkabilecek belirsizlik ve gecikmeler kurlar üzerinde yükseliş ya da düşüş yönünde baskılar doğurabilmektedir (Makin, 2002). Bu kapsamda, uluslararası rezervler ikinci kontrol değişkeni olarak modelde yer almaktadır. Rezervler, bir ekonominin yabancı para cinsinden likiditesini ve dış borçlarını geri ödeme yeterliliğini ortaya koymaktadır. Ülkelerin uluslararası rezervlerini güçlü tutmaya çaba göstermelerindeki ana motivasyon sermaye girişlerinin aniden durması ve uluslararası finansal piyasalara erişim olanaklarının kaybolması durumlarına yönelik tedbir alınmasıdır (Aizenman & Lee, 2007). Uluslararası rezervlerin yüksek olması ülkenin dış borçlarını ödeyebileceğine yönelik algıyı güçlendirmekte ve küresel piyasalara güven vermektedir (Dieckmann & Plank, 2012; Huyugüzel Kışla & Önder, 2018). TCMB uluslararası brüt rezervlerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranının araştırma dönemindeki ortalaması %49,67'dir. RZRV değişkeni minimum %38,50 ve maksimum %61,50 aralığında 0,059 standart sapma ile değişkenlik göstermektedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma
SCDS	302,611	776,094	130,934	150,153
SYSO	0,174	0,206	0,146	0,015
AKTF	3,696	5,161	2,891	0,477
TKRD	0,076	0,145	0,031	0,024
YPOZ	0,012	0,071	-0,031	0,023
YLKT	1,174	1,440	1,019	0,115
CAÇK	0,001	0,094	-0,113	0,036
RZRV	0,497	0,615	0,385	0,059

3.2. Ampirik Metodoloji

Analizlerde ARDL yaklaşımına müracaat edilmiştir. Bu teknik diğer eşbütünleşme yöntemleri ile kıyaslandığında; öncelikle serilerin aynı düzeyde durağan olma koşulu aranmaması açısından avantaj sağlamakta, serilerin seviyede durağan $I(0)$ ya da birinci farkta durağan $I(1)$ durumlarında da eşbütünleşme ilişkisi araştırılabilmektedir. ARDL tekniği kısa ve uzun dönem parametrelerinin eşanlı olarak tahmin edilmesini mümkün kılmaktadır. Ayrıca, açıklayıcı değişkenlerden bazılarının içsel olması durumlarında da etkilidir. Bu kapsamda Eşitlik 1'de sunulan, kısıtlanmamış hata düzeltme modellerinin en küçük kareler yöntemi ile belirlenmesine dayalı, ARDL sınır testi modeli oluşturulmuştur.

$$\Delta SCDS_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta \log SCDS_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta SYSO_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta AKTF_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta TKRD_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{5i} \Delta YPOZ_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{6i} \Delta YLKT_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{7i} \Delta CAÇK_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{8i} \Delta RZRV_{t-1} + a_9 \log SCDS + a_{10} SYSO + a_{11} AKTF_{t-1} + a_{12} TKRD_{t-1} + a_{13} YPOZ_{t-1} + a_{14} YLKT_{t-1} + a_{15} CAÇK_{t-1} + a_{16} RZRV_{t-1} + \mu_t \quad (1)$$

$\log SCDS$ ülke temerrüt primi üzer aylık ortalamalarının logaritmasıdır. Δ değişkenlerin birinci farkını belirtmektedir. μ hata terimlerinin vektörüdür. i bağımlı ve m bağımsız değişkenlerin Schwarz Bilgi Ölçütüne dayalı olarak tespit edilen uygun gecikme uzunluklarını ifade etmektedir.

Serilerin durağanlıkları Augmented Dickey–Fuller, Philips–Perron geleneksel birim kök sınamaları ve Zivot–Andrews yapısal kırılmalı birim kök testi ile incelenmiştir. Verilerin normal dağılım gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Jarque–Bera testine başvurulmuştur. Regresyondaki hata terimleri arasında otokorelasyonun varlığını tespit etmek için Breusch–Godfrey LM testi uygulanırken bunların eş varyansa sahip olup olmadığı Breusch–Pagan–Godfrey

sınamasıyla araştırılmıştır. Modelin istikrarı CUSUM ve CUSUM–Sq testleriyle analiz edilmiş ve dışarıda bırakılmış modellenmeyen bir kısmın varlığı Ramsey–RESET tekniğiyle belirlenmiştir.

Zaman serisi değişkenlerinin eşbütünlük hipotezleri; aralarında uzun dönemli ilişki bulunmadığını öngören h_0 ($a_9 = a_{10} = a_{11} = a_{12} = a_{13} = a_{14} = a_{15} = a_{16} = 0$) ve $a_9, a_{10}, a_{11}, a_{12}, a_{13}, a_{14}, a_{15}, a_{16}$ 'dan en az birisinin sıfır olmadığını, bir diğer ifadeyle değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu ifade eden h_1 'dir. Eşbütünlüğün varlığı tespit edilirse, uzun dönem (Eşitlik 2) ile kısa dönem ve hata düzeltme (Eşitlik 3) modelleri oluşturulmaktadır.

$$\Delta SCDS_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta \log SCDS_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta SYSO_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta AKTF_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta TKRD_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{5i} \Delta YPOZ_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{6i} \Delta YLKT_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{7i} \Delta CAÇK_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{8i} \Delta RZRV_{t-1} + \mu_t \quad (2)$$

$$\Delta SCDS_t = a_0 + a_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_{2i} \Delta \log SCDS_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta SYSO_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta AKTF_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{5i} \Delta TKRD_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{6i} \Delta YPOZ_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{7i} \Delta YLKT_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{8i} \Delta CAÇK_{t-1} + \sum_{i=0}^m a_{9i} \Delta RZRV_{t-1} + \mu_t \quad (3)$$

4. BULGULAR

4.1. Birim Kök ve Sağlık Sınamaları

Serilerin durağanlık durumları ADF, PP ve ZA testleri ile incelenmiştir. Bulgular (Tablo 3), serilerin tamamının düzeyde ya da birinci farkta durağan olduklarını göstermektedir. İkinci farkta durağan değişken olmaması nedeniyle oluşturulan modelin uygulanabilir olduğuna karar verilmiştir.

Tablo 3. Birim Kök Testleri Sonuçları

Değişkenler	Düzye	ADF		PP		ZA		Kırılma
		Test İstatistiği	Olasılık	Test İstatistiği	Olasılık	Test İstatistiği	Olasılık	
logSCDS	I(0)	-1,464	0,544	-1,585	0,484	-4,248	0,042	2018Q1
	I(1)	-6,579	0,000*	-7,939	0,000*	-6,157	0,000	2018Q1
SYSO	I(0)	-2,244	0,194	-2,188	0,213	-2,810	0,392	2019Q1
	I(1)	-7,350	0,000*	8,910	0,000*	-7,681	0,000	2015Q4
AKTF	I(0)	-1,732	0,410	-3,669	0,007	-4,263	0,040**	2011Q4
	I(1)	-3,492	0,012**	-11,893	0,000*	-8,378	0,000*	2011Q1
TKRD	I(0)	-3,268	0,022	-1,162	0,685	-4,161	0,045**	2017Q4
	I(1)	-2,763	0,395	-6,499	0,000*	-6,379	0,000*	2011Q4
YPOZ	I(0)	-3,099	0,032	-3,074	0,034	-6,098	0,000*	2020Q3
	I(1)	-5,967	0,000*	-9,168	0,000*	-6,248	0,000*	2020Q2
YLKT	I(0)	-1,887	0,336	-1,892	0,334	-2,067	0,586	2020Q3
	I(1)	-7,480	0,000*	-7,603	0,000*	-7,907	0,000*	2020Q3
CAÇK	I(0)	-5,803	0,000*	-5,424	0,000*	-6,338	0,000*	2013Q4
	I(1)	-6,651	0,000*	-23,634	0,000*	-7,363	0,000*	2021Q3
RZRV	I(0)	-2,211	0,205	-4,357	0,000*	-6,032	0,000*	2011Q4
	I(1)	-4,159	0,002*	-13,81	0,000*	-9,824	0,000*	2011Q1

I(0) sıfırinci ve I(1) birinci farkları alınmış seviyeleri simgelemektedir.

* ve ** katsayıların sırasıyla %1 ve %5 önem düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

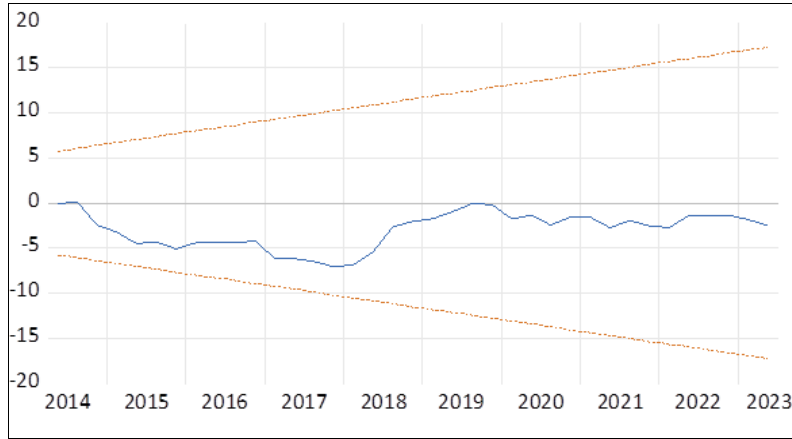
Durağanlık koşullarının sağlandığı görüldükten sonra 0,05 önem düzeyinde sağlamlık testleri yapılmıştır. Bulgular; dışarıda bırakılmış modellenmeyen bir kısmın bulunmadığını, verilerin normal dağılıma sahip olduğunu, hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu bulunmadığını ve değişen varyans ihlali olmadığını göstermektedir (Tablo 4).

Tablo 4. Sağlamlık Testleri Bulguları

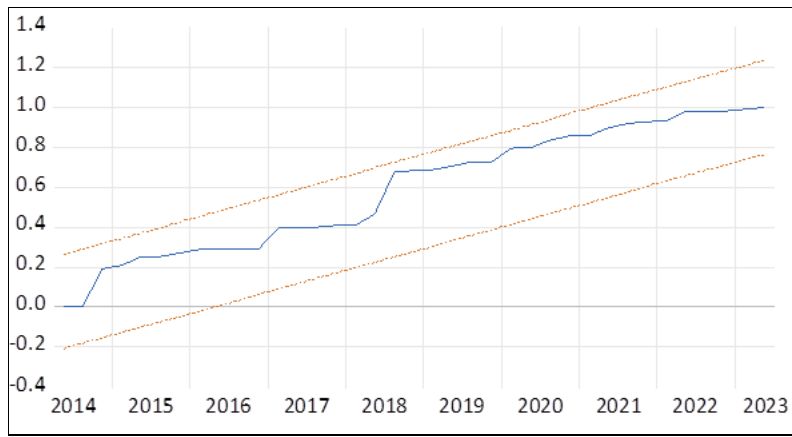
	Test İstatistiği	Olasılık
Ramsey RESET	0,011	0,919
Breusch–Godfrey	0,489	0,617
Breusch–Pagan–Godfrey	0,896	0,582
Jarque–Bera	0,017	0,992

Oluşturulan modelin kararlılığını test edebilmek amacıyla geri dönüşlü hata terimlerinin karelerini kullanarak uzun dönemde yapısal kırılmaları ortaya koyan CUSUM ve CUSUM–Sq grafiklerine müracaat edilmiştir. Sonuçlar (Şekil 2, Şekil 3) kritik alt ve üst sınırların dışına çıkmadığını göstermektedir. Bu nedenle, modelin 0,05 önem düzeyinde güven sınırları içerisinde kaldığına ve istikrarlı olduğuna kanaat getirilmiştir.

Şekil 1. CUSUM Grafiği



Şekil 2. CUSUM–Sq Grafiği



4.2. ARDL Tahmin Bulguları ve Tartışma

Birim kök ve sağlamlık testlerini takiben F istatistiği hesaplanmak suretiyle eşbütünleşme ilişkisi araştırılmıştır. Örneklem sayısının ($n = 56$) küçük olmasından dolayı analizlerde Narayan (2004) tarafından önerilen kritik alt $I(0)$ ve üst $I(1)$ sınır değerleri dikkate alınmıştır. Yapılan hesaplamalar F istatistiğinin kritik sınır değerlerin üzerinde olduğunu göstermiştir (Tablo 5). Bu nedenle h_0 hipotezi kabul edilmemiş ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı ortaya konmuştur.

Tablo 5. Sınır Testi Bulguları

F istatistiği	Kritik Değerler*					
	1%		5%		10%	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
11,411	3,194	4,562	2,414	3,608	2,069	3,148

* Narayan ($k=7, n=55$)

$I(0)$ sıfır ve $I(1)$ birinci farkları alınmış seviyeleri simgelemektedir.

Tahmin edilen ARDL modelinin geçerli ve güvenilir olduğunun belirlenmesi ile değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkilerin analiz edilmesi mümkün hale gelmiştir. Uzun dönem tahmin sonuçları *SYSO*, *AKTF*, *YPOZ* ve *CAÇK* değişkenleri ile *logSCDS* arasında 0,05 önem düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır (Tablo 6).

Bir sonraki aşamada hata düzeltme modeli kurulmak suretiyle bağımlı ile bağımsız değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkiler incelenmiştir. Bulgular *logSCDS* ile *SYSO*, *YPOZ*, *YLKT* ve *RZRV* arasında kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı ilişki olduğunu göstermektedir. Bunlardan *YPOZ* dışındakiler negatif tahmin katsayısına sahiptirler (Tablo 7). Modele ait hata düzeltme katsayısının eksi değerinde ($ECT = -0,187$) ve istatistiksel olarak anlamlı olma koşullarını sağladığı görülmektedir.

Tablo 7. ARDL Hata Düzeltme Modeli Bulguları

	c	t	p
<i>SYSO</i> (1)	-2,784*	-3,112	0,004
<i>AKTF</i> (1)	0,008	0,388	0,700
<i>YPOZ</i> (3)	1,052*	2,714	0,010
<i>YLKT</i> (2)	-0,597*	-3,897	0,000
<i>RZRV</i> (2)	-0,409*	-3,274	0,002
ECT(1)	-0,187*	-10,419	0,000

* katsayının 0,01 önem düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

c: katsayı, t: t-istatistik değeri, p: olasılık değeri

Parantez içerisinde gösterilen değerler Schwarz Bilgi Kriterine göre belirlenen gecikme uzunluklarıdır.

ECT hata düzeltme terimini ifade etmektedir.

Bulgular sektörün sermaye yeterliliği standart oranındaki değişimlerin hem uzun hem de kısa dönemde ülke kredi temerrüt takası primini aksi yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Kısa dönemde ülke temerrüt riski primi üzerinde en yüksek etkiye sahip olan değişkenin bankacılık sektörünün sermaye yeterliliği standart oranı olduğu görülmektedir. *SYRO*'daki bir birimlik artış *logSCDS*'i bir dönem sonra %2,78 oranında düşürmektedir. Türkiye'nin CDS primleri ile bankacılık sektörü arasındaki ilişkiyi irdeleyen az sayıdaki çalışmalardan birisini gerçekleştiren Altay (2021) ise her iki değişken arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu belirlemiştir. Asgari sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile hem mevduat sahiplerinin korunması hem de bankacılık sektöründe

düşük risk ve istikrarın sağlanması amaçlanmaktadır. Sermaye yeterliğinin yüksek seviyelerde tutulmasının bankaların kırılganlığını azaltması nedeniyle ülke riski üzerindeki baskıyı hafiflettiğini söylemek mümkündür. Diğer taraftan, BDDK ve TCMB'nin makroekonomik tedbirler kapsamında çeşitli düzeylerde devlet borçlanma senetleri tutulmasını zorunlu kılması veya bu varlıkların sermaye yeterliliği hesaplamalarında risk ağırlıklarının sıfır ya da düşük olarak değerlendirilmesi bankaların varlık portföylerinde değişimler ortaya çıkartabilmektedir. Bu durumda, devlet borçlanma senetlerinin faiz oranlarındaki artışlar bankaların toplam varlıklarının azalmasına neden olabilir ve fonlama maliyetleri yükselebilir. Banka sermayesi, doğası gereği, likidite kavramıyla ilintilidir. Belirtilen gelişmeler neticesinde bir veya birkaç bankada, Kasım/2000 Demirbank örneğinde olduğu gibi, likiditeye erişimde sorunlar yaşanırsa sektörde zincirleme ve bulaşıcı etkiler ortaya çıkabilir, bu durum sistemik krize yol açarak ülke riskini olumsuz yönde etkileyebilir.

Tahmin sonuçları derin bir kriz durumunda devletin sağlaması gerekebilecek potansiyel kurtarma paketlerinin teorik üst sınırını temsil eden sektör büyüklüğünün ülke temerrüt takası priminin belirleyicilerinden olduğuna işaret etmektedir. *AKTF* ile *logSCDS* pozitif eşbütünlüşme ilişkisine sahiptir. Türkiye'nin kredi temerrüt takası primi bankacılık sektörünün aktif toplamının gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki artışlardan uzun dönemde olumsuz etkilenmektedir. Bu ilişki kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Birden fazla faaliyetle uğraşan bankalar birbirlerine bağılılıkları nedeniyle sistemik risk unsurlarını önemli ölçüde paylaşmaktadırlar. Zaman zaman büyüme ve aşırı risk üstlenme konusunda eğilim gösteren bankalarda vekalet sorunları ve kurumsal yönetim zafiyetleri ortaya çıkarsa sektörün büyüklüğü ülke riski üzerinde baskı oluşturabilecektir. Sektörün büyüklüğüne yoğunlaşma da eşlik ediyorsa, batamayacak kadar büyük olarak kabul edilen bankaların varlığı yalnızca sistemik riski değil bir bütün olarak ülke riskini artırabilecektir.

Sektöre ait değişkenlerden takipteki krediler toplamının gayri safi yurtiçi hasılaya oranının ne uzun ne de kısa dönemde *logSCDS* ile istatistiksel olarak anlamlı ilişkisi saptanamamıştır. Risk bazlı çerçevenin güçlendirilmesine yönelik düzenlemeler Türk bankalarının finansman yapılarını ve iş modellerini doğal olarak etkilemektedir. *TKRD* ile *logSCDS* arasında anlamlı eşbütünlüşme ilişkisi tespit edilememiştir. Aktif kalitesine yönelik düzenleyici çerçevenin muhtemel etkileri nedeniyle bankaların kredi ve likidite riski yönetimlerinde incelenen dönemde büyük değişiklikler olmadığını söylemek mümkündür. Diğer taraftan; Kartal (2022) sorunlu kredilerle Türkiye'nin CDS primleri arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu belirlemiş, Altay (2021) çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Telek ve Şit'in (2017) araştırma sonuçları ise *SCDS*'den takipteki kredilere doğru tek yönlü nedenselliğin söz konusu olduğunu ortaya koymaktadır.

Türkiye uzunca süredir ekonomik birimlerin finansal yükümlülüklerini ya da varlıklarını yabancı para olarak tutmaya yönelmeleri anlamına gelen finansal dolarizasyona maruz kalmaktadır. Nitekim, bankacılık sektöründeki yabancı para mevduatların M2 para arzına oranı 2009–2017 yılları arasında %30'un altına düşmemiş, sonrasında ise %50'nin üzerinde seyretmiştir. Finansal dolarizasyonun yüksekliği, döviz kurlarında beklenmeyen hareketler ve aşırı dalgalanmalar olması durumunda, bankacılık sektörü üzerinde hasar verici etkiler ortaya çıkartabilmektedir. Bu kapsamda, oluşturulan modelde sektörün yabancı para pozisyonu ve likidite yeterlilik düzeyleri değişkenlerine yer verilmiştir. Bulgular; *YPOZ* ile *logSCDS* arasında eşbütünlüşme ilişkisi olduğunu, *YPOZ*'daki %1 oranındaki değişimin *logSCDS*'i üç dönem sonra %1,05 düzeyinde aynı yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Başka bir deyişle, bankaların taşıdığı yabancı para kısa pozisyonun özkaynaklara oranı arttıkça ülke riski de artmaktadır. Kısa pozisyonunda olan bankalar, toplam yabancı para yükümlülüklerinin yabancı para varlıkları toplamının üzerinde olması nedeniyle, yabancı paraların değer kazanması durumunda net kur zararına maruz kalmaktadırlar. Sektörün açık pozisyonu incelenen dönemde düzenleyici

otoriterin öngördüğü sınırların dışına çıkmamasına karşın bankaların döviz pozisyonlarını oluştururken ana varsayımları yabancı para cinsinden alacaklarının geri ödenebileceğidir. Ancak, bankaların yabancı para kaynaklarını yabancı para kredilerle eşleştirdiği finansal dolarizasyonun yüksek olduğu bir ekonomide, yerel paranın değerindeki ani düşüşler veya yüksek değer kayıpları özellikle yeterli yabancı para geliri sağlayamayan borçluların ödeme gücünün zayıflamasına ve riskin artmasına neden olabilecektir (Sarıgül, 2023).

Mevduatın yabancı para lehine artış göstermesi bankaların Türk Lirası krediler için kaynak yaratmak amacıyla çapraz kur swapları yoluna başvurmalarına yol açmaktadır. Swap işlemleri, pozisyonların kapanmasını sağlamasına karşın, çekirdek dışı yükümlülüklerin ağırlığını artırmaktadır. Bunun bilanço dışı işlemler kaynaklı, beklenmedik likidite sorunlarına yol açması mümkündür (Yılmaz & Süslü, 2016; Kazaz, 2020). Banka bilançolarına yönelik kırılmalıkların nedenlerinden bir diğeri para birimi uyumsuzluklarına vade uyumsuzluklarının eşlik etmesidir. Bankaların ayırt edici özelliği olan varlıklarının likiditesinin yükümlülüklerine kıyasla düşük olması beraberinde likidite riskini getirebilmektedir. Nitekim *logSCDS* ile ilişkisi olduğu belirlenen sektöre ait son değişken olan yabancı para likidite karşılama oranındaki %1 oranındaki değişimin *logSCDS* üzerinde iki dönem sonra %0,6 düzeyinde aksi yönde değişime neden olduğu belirlenmiştir. Uzun dönemde ise *YLKT*'nin tahmin katsayısı pozitif işaretli ancak 0,10 önem düzeyinde anlamlıdır. Likidite karşılama oranları düzenleyici otorite tarafından bankaları likidite şoklarına karşı korumak amacıyla uygulamaya konulmuştur. Bu kapsamda, ciddi bir likidite krizi ortaya çıkması durumunda ihtiyacın öngörülen süre boyunca karşılanabilmesi için bankaların düzenleyici otorite tarafından belirlenen düzeyde likidite tamponu tutmaları gerekmektedir. Araştırılan dönem boyunca *YLKT* mevzuatta öngörülen sınırlar içerisinde kalmıştır. Kontrol değişkenleri arasında yer alan TCMB uluslararası brüt rezervlerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki %1 düzeyindeki artışların ülke temerrüt risk primini iki dönem sonra %0,41 oranında azalttığı tespit edilmiştir. Ancak, uzun dönemde iki değişken arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Diğer taraftan, Kartal (2022) araştırmasında merkez bankası rezervleri ile *SCDS* arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı, belirli bir kur ve rezerv seviyesine bağlı olarak etkinin değişkenlik gösterdiğini belirlemiştir. Rezervler ülkenin dış borçlarının zamanında geri ödenebilmesi açısından değerlidir. Ayrıca finansal sisteme ihtiyaç duyulan likiditenin zamanında sağlanabilme kapasitesinin de ölçütüdür ve yüksek mevduat dolarizasyonunun olduğu bankacılık sektöründe likidite krizi ortaya çıkarsa rezervlerin yeterliliği çok daha önem kazanmaktadır.

Diğer kontrol değişkeni olan *CAÇK*'ın *logSCDS*'i uzun dönemde etkilediği görülmektedir. Cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki artışlar beraberinde ülke temerrüt takası primini de artırmaktadır. Kısa dönemde ise *CAÇK*'ın *logSCDS* üzerinde anlamlı bir etkisi belirlenmemiştir. Uzun dönem için elde edilen sonuç Şahin'in (2018) çalışması ile örtüşmektedir. Kılıç'ın (2019a) elde ettiği bulgular ise cari açık/GSYİH oranındaki değişimlerin ülke CDS primleri üzerinde kısa dönemde etkili olduğunu işaret etmektedir. Akyol ve Baltacı da (2019) *SCDS* ile cari işlemler dengesi arasında negatif yönlü ilişki belirlemişlerdir. Cari dengedeki bozulmanın devletin aşırı harcamalarından ya da kamu ve kamu garantili özel sektör dış borçlanmalarından kaynaklanması durumunda ülke kredi temerrüt riski olumsuz etkilenebilecektir. Diğer taraftan, cari işlemler açığındaki artışların özel sektör kaynaklı olması ekonomik aktiviteyi baskılayabilecektir. Bunun da kamu gelirlerinde azalmayı ve sonucunda ikiz açığı tetikleyerek ülke riskini artırması mümkündür.

5. SONUÇ

Dünyada ve Türkiye'de son 25 yılda yaşanan finansal krizlerin merkezinde bankacılık sektörünün yer aldığı görülmektedir. Düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek sorunların ekonominin tamamı üzerindeki etkilerinin engellenebilmesi için önlemler alınsa da bankacılık sektörünün riski ile ülke riski arasındaki bağlantılar halen güçlüdür.

Diğer taraftan, Türk Bankacılık sektörü ile ülke riski arasındaki ilişkiler yakın dönemde gerçekleştirilen az sayıdaki ampirik çalışmanın konusu olmuştur. Bu çalışmada, belirtilen açığın giderilebilmesine katkı sağlamak amacıyla, Türkiye'nin kredi temerrüt takası primlerinin bankacılık sektörüne ait bir dizi göstergeyle muhtemel bağlantıları analiz edilmiştir.

Çalışmanın bağımlı değişkeni olan ülke temerrüt takası priminin ülkedeki ekonomik ve finansal koşullar ile piyasa bilgilerini güncel olarak yansıtabildiği kabul edilmektedir. Bu kapsamda, bankacılık sektörüne ilişkin önemli risk bilgilerini de içerebileceği varsayımından hareketle, ülke CDS primlerinin sektörün sermaye yeterliliği, büyüklüğü, takipteki krediler hacmi, döviz pozisyonu ve yabancı para likidite yeterliliği göstergeleri ile ilişkisi analiz edilmiştir. Araştırma, cari denge ve uluslararası rezervler olmak üzere ülkeye ait iki kontrol değişkeninin oluşturulan tahmin modeline eklenmesi suretiyle zenginleştirilmiştir. Üçer aylık dönemsel verilerin kullanıldığı çalışma 2008 finansal krizi sonrasındaki 2009Q1–2023Q2 dönemini kapsamaktadır. Değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkiler ARDL sınır testi yaklaşımlarına başvurulmak suretiyle sınanmıştır.

Serilerde birim kök olup olmadığı iki geleneksel ve bir yapısal kırılmalı test ile incelenmiş ve serilerin tamamının düzeyde ya da birinci farkta durağan oldukları görülmüştür. Sağlıklik sınamalarında; dışarıda bırakılmış modellenmeyen bir kısmın bulunmadığı, verilerin normal dağılım gösterdiği, hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu ve değişen varyans ihlali olmadığı tespit edilmiştir. Oluşturulan ARDL modelinin geçerli, güvenilir ve istikrarlı olduğunun belirlenmesini takiben değişkenler arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. Tahmin sonuçları; sektörün sermaye yeterlilik oranındaki değişimlerin ülke temerrüt takası primini hem uzun hem de kısa dönemde aksi yönde etkilediğini göstermiştir. Yabancı para likidite karşılama oranı ülke riski ile uzun dönemde negatif ilişkiye sahip olan diğer sektörel değişkendir. İlgili rasyodaki yükselişler uzun dönemde ülke temerrüt takası primini düşürmektedir. Sektörün aktif büyüklüğünün de uzun dönemde ülke riski üzerinde etkili olduğu görülmüştür. Ancak bu kez tahmin katsayısının işareti pozitif olup sektör büyüklüğünün gayri safi yurt içi hâsılaya oranı arttıkça ülke temerrüt takası primi de artmaktadır. Ülke riski ile aynı yönde hareket eden bir diğer değişken sektörün yabancı para pozisyonudur. Bankaların taşıdığı yabancı para kısa pozisyonun özkaynaklara oranı arttıkça ülke CDS primleri hem uzun hem de kısa dönemde yükselmektedir. Kontrol değişkenlerinden her ikisinin de anlamlı etkileri olduğu görülmüştür. Cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı ile ülke riski primini arasındaki ilişki uzun dönemde ortaya çıkmakta olup pozitif yönlüdür. Modeldeki diğer kontrol değişkeni olan TCMB uluslararası brüt rezervlerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki azalışların ülke CDS primini kısa dönemde artırdığı tespit edilmiştir. Ülke temerrüt takası primi ile istatistiksel olarak anlamlı ilişkisi saptanamayan tek değişken sektörün takipteki krediler toplamının gayri safi yurtiçi hasılaya oranıdır.

Ekonomi politikaları açısından ele alındığında, ülke riskinin dinamiklerinin ve itici güçlerinin iyi anlaşılması gerekir. Çalışmadan elde edilen bulgular bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü, net döviz pozisyonu, yabancı para likidite ve sermaye yeterliliği konularındaki kırılmalıklarının ülke riski açısından önemli olduğunu teyit etmektedir. Bu nedenle, ekonomi yönetimleri ve düzenleyici otoriteler tarafından makroekonomik tedbirler kapsamında kararlar alınırken genel kabul görmüş bankacılık standartları korunmalıdır. Ayrıca, bankaların ve bankacılık sistemine ait verilerin şeffaf bir şekilde ortaya konulması, bankaların da risk yönetimine özen göstermeyi sürdürmeleri gereklidir.

Araştırmadan anlamlı sonuçlar elde edilmiş olmasına karşın bazı sınırlılıkları söz konusudur. Öncelikle, CDS primleri daha zamanlı ve piyasa bazlı fiyatlandırma sağlamalarına karşın, karmaşık özellikler sergileyebilmektedirler. İlgili finansal ürün sadece korunma amaçlı değil, herhangi bir tahvile yatırım yapılmaksızın spekülasyon amaçlı olarak da alınıp satılabilmektedir. Spekülasyon

hareketlerin de özellikle ekonomisi kırılgan olan ülkelerin CDS primlerinde yukarı yönlü dalgalanmalar yaratması mümkündür. İkinci olarak CDS primleri üzerinde etkisi olabilecek diğer sektörel değişkenlere yer verilememiştir. İleriki dönemlerde gerçekleştirilecek araştırmalarda; kârlılık, maliyet verimliliği, çeşitlendirme, yönetim kalitesi, yoğunlaşma, varlık ve yükümlülüklerin döviz kompozisyonu ile vade uyumsuzlukları gibi bazı sektörel ve banka düzeyindeki değişkenlerin de incelenmesi bu çalışmanın tamamlayıcısı olacaktır. Ayrıca, ülke riski analiz edilirken bu çalışmada yer verilemeyen ülkeye özgü ekonomik, finansal ve siyasal göstergeler ile küresel faktörlerin de etkileri dikkate alınmalıdır.

KAYNAKLAR

- Acharya, V.V., Drechsler, I. & Schnabl, P. (2012). A Tale Of Two Overhangs: The Nexus of Financial Sector and Sovereign Credit Risks. *Banque de France Financial Stability Review*, 16, 51–56.
- Afonso, A. & Nunes, A.S. (2015) Economic Forecasts and Sovereign Yields. *Economic Modelling*, 44, 319–326.
- Aizenman, J. & Lee, J. (2007). International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence. *Open Economies Review*, 18, 191–214.
- Aizenman, J., Hutchison, M. & Jinjarak, Y. (2011). What is the Risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Pricing of Risk. Cambridge: National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 17407.
- Aktug, R.E., Nayar, N. & Vasconcellos, G.M. (2013). Is Sovereign Risk Related to The Banking Sector? *Global Finance Journal*, 24, 222–249.
- Akyol, H. & Baltacı, N. (2019). CDS Primlerinin Makroekonomik Belirleyicilerinin İncelenmesi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 8(16), 33–49.
- Altay, O. (2021). Türkiye'nin Ülke Riski ve Bankacılık Bağlantısı: Ülke Riski ve Bankacılık Sektör Performans İndikatörlerinin CAMELS Derecelendirme Sistemine Göre Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 22(2), 217–235.
- Alter, A. & Schüller, S. (2012). Credit Spread Interdependencies of European States and Banks During The Financial Crisis. *Journal of Banking and Finance*, 36(12), 3444–3468.
- Ammer, J. & Cai, F. (2011). Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(3), 369–387.
- Anand, A., Vanpee, R. & Loncarski, I. (2023). Sustainability and Sovereign Credit Risk. *International Review of Financial Analysis*, 86, 102494.
- Arslanalp, S. & Liao, Y. (2014). Banking Sector Contingent Liabilities and Sovereign Risk. *Journal of Empirical Finance*, 29, 316–330.
- Bales, S. (2022). Policy Uncertainty and the Sovereign-Bank Nexus: A time-frequency Analysis Using Wavelet Transformation. *Finance Research Letters*, 44, 102038.
- Barth, J.R., Prabha, A.P., & Yun, G.Y. (2012). The Eurozone Financial Crisis: Role of Interdependencies Between Bank and Sovereign Risk. *Journal of Financial Economic Policy*, 4(1), 76–97.
- Boumparis, P., Milas, C. & Panagiotidis, T. (2019). Non-Performing Loans and Sovereign Credit Ratings. *International Review of Financial Analysis*, 64, 301–314.
- Bozkurt, İ. (2015). Finansal İstikrar ile CDS Primleri Arasındaki İlişkinin Bulanık Regresyon Analizi ile Tespiti: Türkiye Örneği. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 6(13), 64–80.
- Breton, R., Pinto, C. & Weber, P.F. (2012). Banks, Moral Hazard, and Public Debts. *Banque de France Financial Stability Review*, 16, 57–70.
- Brůha, J. & Kočenda, E. (2018). Financial Stability in Europe: Banking and Sovereign Risk. *Journal of Financial Stability*, 36, 305–321.

- Brunnermeier, M.K., Garicano, L., Lane, P.R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S. & Vayanos, D. (2012). European Safe Bonds: ESBies. <https://www.princeton.edu/~markus/misc/Europe/ESBies%20exec%20summary.pdf>, (Erişim: 12.09.2023).
- Buz, N.E. & Küçükkocaoğlu, G. (2023). Ülke Kredi Temerrüt Takas (CDS) Primini Etkileyen Faktörler: Türkiye Uygulaması. Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 25(1), 27–52.
- De Bruyckere, V., Gerhardt, M., Schepens, G. & Vander Vennet, R. (2013). Bank/sovereign Risk Spillovers in the European Debt Crisis. *Journal of Banking and Finance*, 37(12), 4793–4809.
- De Nicolo, G., Honohan, P. & Ize, A. (2003). Dollarization of the Banking System: Good or Bad?, Washington, DC: World Bank Policy Research Working Paper, No. 3116.
- Dieckmann, S. & Plank, T. (2012). Default Risk of Advanced Economies: An Empirical Analysis of Credit Default Swaps During The Financial Crisis. *Review of Finance*, 16(4), 903–934.
- Ejsing, J. & Lemke, W. (2011). The Janus–Headed Salvation: Sovereign and Bank Credit Risk Premia During 2008–2009. *Economic Letters*, 110(1), 28–31.
- Erce, A. (2020). Bank and Sovereign Risk Pass-Through: Evidence From The Euro Area. *International Finance*, 23, 64–84.
- Erdaş, M.L. (2022). The Impact of Financial Drivers on Credit Default Swap (CDS) in Turkey: The Cointegration with Structural Breaks and FMOLS Approach. *Istanbul Business Research*, 51(1), 25–46.
- Eyssell, T., Fung, H.G. & Zhang, G. (2013). Determinants and Price Discovery of China Sovereign Credit Default Swaps. *China Economic Review*, 24, 1–15.
- Febrero, E., Álvarez, I. & Uxó, J. (2019). Current Account Imbalances or Too Much Bank Debt as the Main Driver of Gross Capital Inflows? Spain During the Great Financial Crisis. *Journal of Economic Issues*, 53(4), 1126–1151.
- Fratzscher, M. & Rieth, M. (2019). Monetary Policy, Bank Bailouts and the Sovereign-Bank Risk Nexus in the Euro Area. *Review of Finance*, 23(4), 745–775.
- Gennaioli, N., Martin, A. & Rossi, S. (2014). Sovereign Default, Domestic Banks, and Financial Institutions. *Journal of Finance*, 69(2), 819–66.
- Gerlach, S., Schulz, A. & Guntram, B.W. (2010). Banking and Sovereign Risk in the Euro Area. Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1, Economic Studies No. 09/2010.
- Guo, F., Chen, C.R. & Huang, Y.S. (2011). Markets Contagion During The Financial Crisis: A Regime–Switching Approach. *International Review of Economics and Finance*, 20(1), 95–109.
- Ho, S. H. (2016). Long And Short–Runs Determinants of The Sovereign CDS Spread in Emerging Countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 579–590.
- Huyugüzel Kışla, G. & Önder, A.Ö. (2018). Spatial Analysis of Sovereign Risks: The Case of Emerging Markets. *Finance Research Letters*, 26, 47–55.
- Hübel, B. (2022). Do Markets Value ESG risks in Sovereign Credit Curves? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 85, 134–148.
- IMF, (2005). Financial Sector Assessment: A Handbook. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/index.htm>, (Erişim: 18.10.2023).

- Kallestrup, R., Lando, D. & Murgoci, A. (2016). Financial Sector Linkages and The Dynamics of Bank and Sovereign Credit Spreads. *Journal of Empirical Finance*, 38(A), 374–393.
- Kartal, M.T. (2022). The Role of Macroeconomic and Market Indicators in Explaining Sovereign Credit Default Swaps (CDS) Spread Changes: Evidence from Türkiye. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 25(2), 145–164.
- Kazaz, G. (2020). Bankaların Çekirdek Dışı Yükümlülüklerinin Banka Sisteminin İstikrarına Etkileri: Yükselen Ekonomiler ve Türkiye. *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi*, 7(1), 42–59.
- Kılıcı, E.N. (2019a). Dış Borçların Ülke CDS Primleri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Türkiye Örneği. *Sayıştay Dergisi*, 112, 75–92.
- Kılıcı, E.N. (2019b). Mali Dengeler ile CDS Primleri Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizine Yönelik Bir Çalışma; Türkiye Örneği. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(9), 59–71.
- Kocsis, Z. & Monostori, Z. (2016). The Role Of Country–Specific Fundamentals in Sovereign CDS Spreads: Eastern European Experiences. *Emerging Markets Review*, 27, 140–168.
- Levy–Yeyati, E. (2006). Financial Dollarization: Evaluating The Consequences – A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises. *Economic Policy*, 21(45), 62–118.
- Liu, C., Li, J., Sun, X. & Jianming C. (2021). Multi–Scale Interactions Between Turkish Lira Exchange Rates and Sovereign CDS in Europe and Asia. *Applied Economics Letters*, 28(7), 599–607.
- Makin, A.J. (2002). *International Macroeconomics*, Harlow Essex: Financial Times Prentice Hall.
- Muvunza, T. & Jiang, Y. (2020). Determinants and Hedging Effectiveness of China's Sovereign Credit Default Swaps. *International Journal of Finance and Economics*, 28, 2074–2087.
- Narayan, P.K. (2004). Reformulating Critical Values 280ort the Bounds F–Statistics Approach to Cointegration: An Application to the Tourism Demand Model for Fiji. Victoria, Australia: Monash University Department of Economics Discussion Papers, No. 02/04.
- Pagano, M.S. & Sedunov, J. (2016). A Comprehensive Approach to Measuring the Relation Between Systemic Risk Exposure and Sovereign Debt. *Journal of Financial Stability*, 23, 62–78.
- Podstawski, M. & Velinov, A. (2018). The State Dependent Impact of Bank Exposure on Sovereign Risk. *Journal of Banking and Finance*, 88, 63–75.
- Ramrall, I. (2016). Does Central Bank Quality Determine Sovereign Ratings and Credit Default Swap Spreads: Evidence from the World? *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3, 5–29.
- Reinhart, C. & Rogoff, K.S. (2012). From Financial Crash to Debt Crisis. *American Economic Review*, 101, 1676–1706.
- Rodríguez, I., Dandapani, K. & Lawrence, E.R. (2018). Measuring Sovereign Risk: Are CDS Spreads Better than Sovereign Credit Ratings? *Financial Management*, 48(1), 229–256.
- Shahzad, S.J.H., Nor, S.M., Ferrer, R. & Hammoudeh, S. (2017). Asymmetric Determinants of CDS Spreads: US Industry–Level Evidence Through the NARDL Approach. *Economic Modelling*, 60, 211–230.
- Staeher, K. & Uuskula, L. (2021). Macroeconomic and Macrofinancial Factors as Leading Indicators of Non–performing Loans: Evidence from the EU Countries. *Journal of Economic Studies*, 48(3), 720–740.

- Sarıgöl, H. (2023). Dolarizasyonun Türkiye’de Faaliyet Gösteren Kamusal Sermayeli Mevduat Bankalarında Kârlılığa Etkisi. *Sosyoekonomi*, 32(57), 255–282.
- Şahin, C. (2018). Cari Açık Değerleri CDS Puanları Üzerinde Etkili midir? Türkiye İçin Bir Perspektif. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 80, 189–206.
- Telek, C. & Şit, A. (2017). Türkiye’de Takipteki Krediler ve Risk Primi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: 2005–2015 Dönemi. *International Journal of Disciplines Economics and Administrative Sciences Studies*, 3(3), 152–161.
- Tüzün, O. & Erem Ceylan, I. (2018). Finansal Hizmetler Güven Endeksi ile Kredi Temerrüt Takası (CDS) Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *Business and Organization Research Conference*, Safranbolu/Karabük.
- Yarovaya, L., Brzeszczyński, J. & Lau, C.K.M. (2016). Intra–and Inter–Regional Return and Volatility Spillovers Across Emerging and Developed Markets: Evidence From Stock Indices and Stock Index Futures. *International Review of Financial Analysis*, 43, 96–114.
- Yılmaz, E. & Süslü, B. (2016). Turkish None-Core Bank Liabilities. *South Eastern Journal of Economies*, 14(1), 75-92.