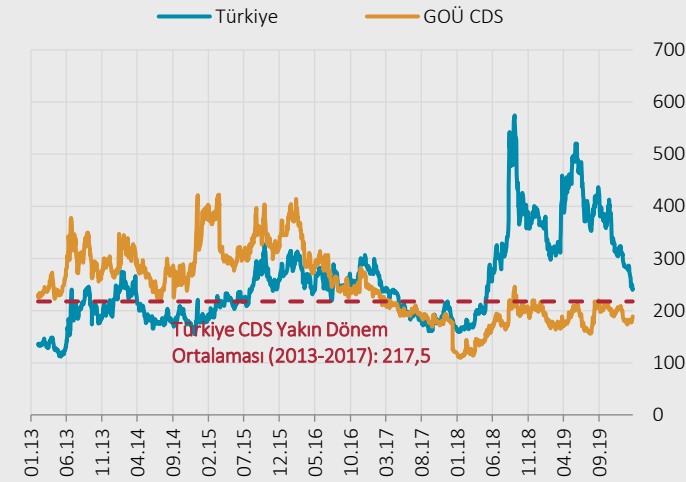


Kutu 5.2

Türkiye Risk Primine Makroekonomik Göstergelerin Etkisi

Türkiye risk primi, benzer gelişmekte olan ülkelerin risk primlerine kıyasla halen yüksek olmasına karşın mevcut Rapor döneminde gerileyerek 2013-2017 dönemi ortalamasına yaklaşmıştır (Grafik 1). Küresel para politikalarındaki gevşemenin etkisiyle uluslararası risk iştahının artmasının yanı sıra, Türkiye'ye özgü makroekonomik gelişmelerin de bu düşüşte etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu kutuda, ülke risk primini etkileyen temel ekonomik değişkenler analiz edilerek risk primindeki değişimlerin kaynakları incelenmektedir.

Grafik 1: Türkiye ve GOÜ CDS (5 Yıl Vade, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

Son Gözlem: 23 Ocak 2020

Yabancı para cinsinden tahvillerin taşıdığı temerrüt riskine karşılık talep edilen sigorta primi, “dışsal kırılganlık” literatüründe elde edilen ampirik modellere göre, cari denge, uluslararası rezerv yeterlilik göstergeleri, bütçe dengesi, net uluslararası yatırım pozisyonu, enflasyon, ekonomik büyüme, dış borç stoku, şirket bilançolarının döviz kuru ve faiz hareketlerine hassasiyeti, jeopolitik riskler, kurumsal altyapı ve küresel risk iştahı gibi değişkenlerden etkilenmektedir (Duran ve Küçüksaraç, 2016; Akçelik ve Fendoğlu, 2019).

Literatürde yapılan çalışmalara benzer şekilde, gelişmekte olan 10 ülke için risk priminin belirleyicileri ekonometrik bir çerçevede çalışılmış ve Türkiye risk priminin dışsal kırılganlığı yansıtabilecek makroekonomik göstergelerden ne derece etkilendiği incelenmiştir. Çalışmaya konu olan ülkeler; Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Kolombiya, Malezya, Meksika, Rusya, Şili, Tayland ve Türkiye’dir. Regresyon örneklem dönemi olarak 2005Ç1-2019Ç2 alınmıştır. Yöntem olarak, sabit etkiler panel regresyonu kullanılmıştır. Risk primi değişkeni için likiditesi daha yüksek olmasından ötürü 5 yıl vadeli CDS verileri tercih edilmiştir. Tahminlerde, reel GSYİH büyümesi, enflasyon, kamu bütçe dengesi/GSYİH, uluslararası brüt rezervler/GSYİH, finansal olmayan şirketlerin yabancı para borcu/GSYİH seviyesi ve değişimi, net uluslararası yatırım pozisyonu / GSYİH, cari işlemler dengesi / GSYİH, enflasyon ve büyüme oynaklıkları ile VIX açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmıştır ¹

¹ Yıl kukla değişkenleri de modellerde dâhil edilmiştir.

Farklı model seçimleri ile dış kırılabilirlik göstergeleri olarak hem stok hem akım değişkenleri dikkate alınmış ve Tablo 1’de tahmin sonuçları sunulmuştur. Model 1’de temel makroekonomik göstergelerin etkisi ele alınırken, Model 2 ve Model 3’te finansal olmayan şirketlerin yabancı para borcu değişimi tahminlere dâhil edilmiştir. Ayrıca Model 3’te enflasyon ve büyüme oynaklıkları da dikkat alınırken, Model 4’te diğer bir dış kırılabilirlik göstergesi olan net uluslararası yatırım pozisyonu kullanılmıştır.

Tablo 1: Sabit Etkiler Panel Regresyon Sonuçları

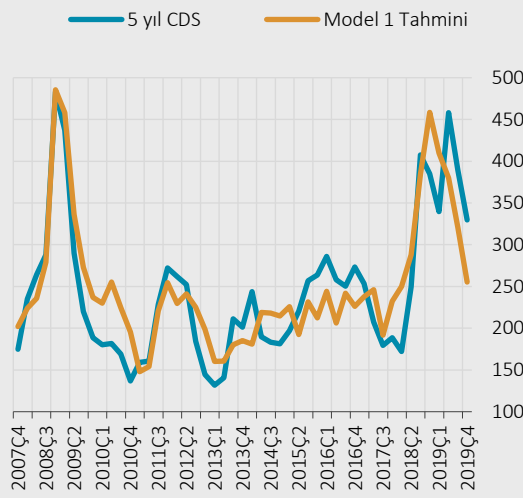
Bağımlı Değişken: CDS	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
TÜFE Yıllık Enflasyon	9,569*** (1,224)	10,815*** (1,255)	11,414*** (1,389)	12,558*** (1,438)
GSYİH Reel Yıllık Büyüme	-5,928*** (1,158)	-2,543* (1,359)	-1,847 (1,344)	-2.460*** (0,925)
Uluslararası Brüt Rezervler / GSYİH	-1,949*** (0,674)	-1,256*** (0,458)	-1,682*** (0,617)	0,139 (1,247)
Kamu Bütçe Dengesi / GSYİH	-8,726*** (1,509)	-8,493*** (1,424)	-5,333*** (1,795)	-9,585*** (1,221)
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH	-0,719 (0,857)			
Finansal Olmayan Şirket Kesimi Yabancı Para Borcu / GSYİH	2,615*** (0,650)			
Finansal Olmayan Şirket Kesimi Yabancı Para Borcundaki Değişim / GSYİH		2,113 (2,805)	4,436* (2,597)	
Oynaklık Endeksi (VIX)	4,737*** (0,605)	7,036*** (0,835)	7,274*** (0,824)	5,471*** (0,475)
Enflasyon Oynaklığı			14,090*** (3,114)	
Büyüme Oynaklığı			4,797** (2,425)	
Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu / GSYİH				0,093 (0,065)
Sabit Terim	28,428 (19,798)	-14.910 (21.507)	-39.963* (24.246)	8,381 (21,931)
R ²	0,693	0,779	0,812	0,866
Gözlem Sayısı	576	570	470	356
Ülke Sayısı	10	10	10	9

Standart sapmalar parantez içinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Regresyon sonuçları, örneklemde yer alan ülkeler için CDS primi üzerinde anlamlı olarak enflasyon seviyesi ve oynaklığının, büyüme ve oynaklığının, uluslararası brüt rezerv seviyesi, kamu bütçe dengesi, finansal olmayan şirket kesimi yabancı para borcu ile küresel risk iştahının etkili olduğuna işaret etmektedir (Tablo 1). Model sonuçları ele alındığında özellikle stok değişkenlerin risk primi üzerinde daha etkili olduğu gözlenmektedir. Ayrıca, modellerde kullanılan değişkenler arasındaki korelasyonlar da bazı değişkenlerin anlamlılıklarını etkileyebilmektedir. Makroekonomik göstergelerin ima ettiği model sonuçları ile gerçekleşen CDS risk primi arasında, regresyon analizinde yer almayan jeopolitik riskler, küresel/bölgesel gelişmelere hassasiyet, politika belirsizliği veya kredibilite açığı, vb. ülkeye özgü nedenlerle ayrışma olabileceği not edilmelidir.

Türkiye özelinde regresyon sonuçları temel model olarak Model 1 çerçevesinde ele alındığında, 2019 son çeyreğinde bir önceki yıla kıyasla, enflasyon düşüşü, ekonomik toparlanma, küresel risk iştahındaki artış, uluslararası rezerv artışı CDS primini düşürücü, bütçe açığındaki artışın ise artırıcı yönde etkilediğine işaret etmektedir.² 2019 yılının birinci çeyreğinden itibaren Türkiye CDS priminin makroekonomik göstergelerin ima ettiği seviyenin üzerinde fiyatlandığı gözlenmektedir (Grafik 2). Türkiye CDS priminin 2019 son çeyreğinde önceki yıl sonuna kıyasla gerilemesinde en etkili faktörler ise sırasıyla enflasyon düşüşü, ekonomik toparlanma ve küresel risk iştahı olmuştur (Grafik 3). Ayrıca yabancı para borç azaltma süreci de risk primindeki düşüşü desteklemiştir. Bu dönemde modelde tahmin edilen CDS primindeki düşüşün yüzde 57'si enflasyondaki düşüşten, yüzde 23'ü büyüme oranındaki artıştan, yüzde 16'sı ise küresel risk iştahındaki artıştan kaynaklanmıştır (Grafik 3).

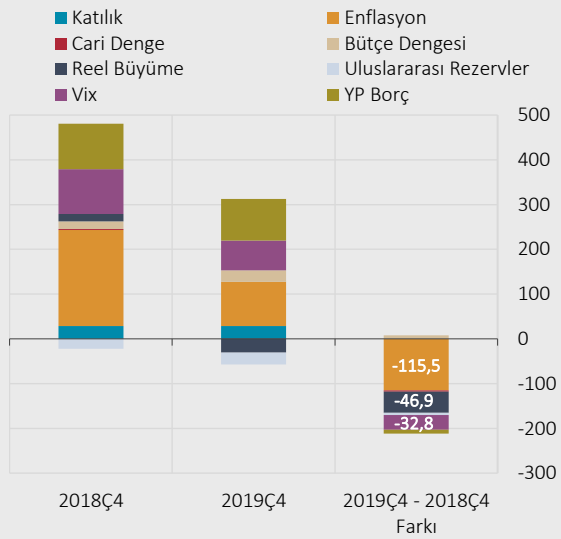
Grafik 2: Türkiye CDS Gerçekleşmesi ve Model Tahmini (Baz Puan)³



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Son Gözlem: 2019 Ç4

Grafik 3: Türkiye CDS Primine Modelin İma Ettiği Katkılar (Baz Puan)⁴



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Son Gözlem: 2019 Ç4

Özetle, gelişmekte olan ülkelerde ülke risk priminin belirleyicilerinin ortaya konulduğu regresyon analizi, Türkiye'nin risk priminde 2019 yılında kaydedilen düşüşte, PPK karar metinlerinde de belirtildiği gibi, enflasyon başta olmak üzere makroekonomik göstergelerdeki iyileşmenin etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Enflasyondaki düşüş sürecinin devamlılığı ve dolayısıyla ülke risk priminin gerilemesi, uzun vadeli faizlerin düşmesine katkıda bulunarak iktisadi faaliyeti desteklemektedir. Büyüme görünümünün iyileşmesi de nihayetinde ülke risk primini düşürerek olumlu bir döngü yaratmakta ve enflasyonu düşürmeye dair ödünleşimleri azaltmaktadır.

Kaynakça

Akçelik, F. ve Fendoğlu, S. (2019). "Country Risk Premium and Domestic Macroeconomic Fundamentals when Global Risk Appetite Slides," TCMB Ekonomi Notları, No. 19/04.

Duran M. ve Küçüksaraç D. (2016). "How Different are the Factors Affecting the Credit Ratings of Developed and Emerging Countries?" TCMB Ekonomi Notları, No. 16/09.

² Diğer modellerde de benzer bir sonuç elde edilmektedir.

³ Seviye üzerinden yapılan regresyonda kalıntı (residuals) değerleri durağandır.

⁴ Finansal olmayan şirket kesimi yabancı para borcu ve GSYİH için 2019Ç4 çeyreği için tahmin değerleri kullanılmıştır.