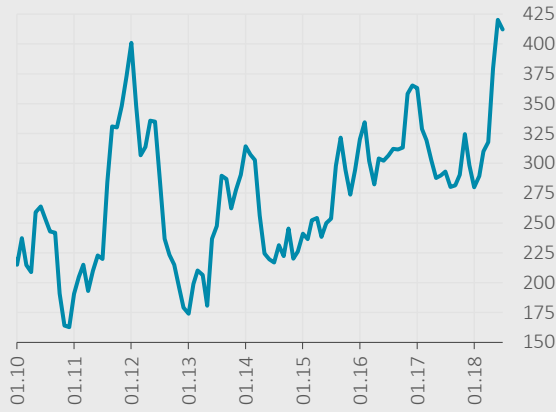


## Kutu 5.1

## Küresel Finansal Koşulların Sıkılaştığı Dönemlerde Ülke Risk Primi ve Makro Göstergeler

Türkiye'nin ülke risk primi son dönemde belirgin oranda artarak gelişmekte olan benzer ülkelere kıyasla olumsuz ayrılmıştır (Grafik 1 ve 2). Bu gelişmede, gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin belirginleşmesine bağlı olarak ABD tahvil getirilerindeki artış ve uluslararası yatırımcının risk iştahının azalmasının yanı sıra, ülkeye özgü ekonomik faktörlerin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu kutuda, bu değerlendirmelere ışık tutmak için risk primini belirleyen ekonomik göstergeler analiz edilmektedir.<sup>1</sup>

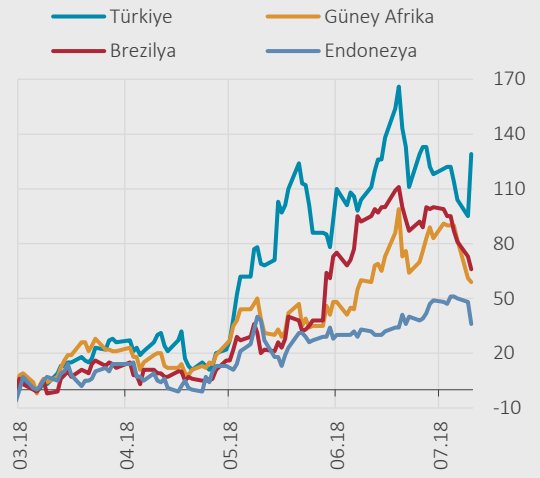
**Grafik 1: Türkiye EMBI Global Tarihsel Gelişimi (Aylık Ortalama, Baz Puan)**



Kaynak: Bloomberg.

Son Gözlem: Temmuz 2018.

**Grafik 2: GOÜ'lerde EMBI Global Değişimi (Baz Puan, 28.02.2018=0)**



Kaynak: Bloomberg.

Son Gözlem: 10 Temmuz 2018.

Risk primi, uluslararası yatırımcının belli bir varlığa yatırım yapmak için benzer vadedeki risksiz bir varlığın (örneğin ABD tahvilinin) getirisinin ötesinde istediği ek getiriye ifade etmektedir.<sup>2</sup> Yabancı yatırımcının talep ettiği ek getiri veya prim, "Dışsal Kırılganlık" (External Vulnerability) literatüründe tartışıldığı üzere<sup>3</sup>, o ülkenin cari açık seviyesine, uluslararası rezervlerinin döviz ihtiyacını karşılayabilmesi oranına, bütçe görünümüne, enflasyon seviyesine, şirket bilançolarının döviz kuru ve faiz hareketlerine hassasiyeti ile ülkeye özgü diğer faktörlerin yanı sıra küresel faktörlere (ör. küresel risk iştahı, küresel ticaret görünümü, vb.) bağlıdır.

Temel sorumuz, risk primindeki değişimlerin yukarıda belirtilen ve dışsal kırılganlığı yansıtabilecek makroekonomik göstergelerden ne derece etkilendiği ve bu göstergelerin küresel finansal şartlar olumsuz iken daha fazla etkili olup olmadığıdır.

Bu değerlendirmelerden yola çıkarak, gelişmekte olan 8 benzer ülke için risk priminin belirleyicileri ekonometrik bir çerçevede çalışılmıştır. Çalışmaya konu olan ülkeler; Brezilya, Kolombiya, Endonezya, Malezya, Meksika, Peru, Güney Afrika ve Türkiye'dir. Örneklem dönemi olarak 2005Ç1-2017Ç4 alınmıştır. Yöntem olarak, dinamik sistem genel momentler metodu

<sup>1</sup> Detaylar için bk. Akçelik ve Fendoğlu (2018).

<sup>2</sup> Bu tanımda, her iki varlığın aynı para cinsinden, benzer derecede likit, işlem masraflarının eşit ve uluslararası yatırımcının fon kaynaklarının geniş olduğu varsayımı yapılmıştır.

<sup>3</sup> İlgili literatüre dair detaylar için kaynakçada yer alan IMF raporlarına ve söz konusu raporlarda yer alan referanslara bakılabilir.

(system GMM) kullanılmıştır.<sup>4</sup> Risk primi olarak JP Morgan'ın gelişmekte olan ülke devlet tahvillerinden oluşturduğu EMBI (Emerging Markets Bond Index) Global endeksi kullanılmıştır.<sup>5</sup> Bu endeks, ilgili gelişmekte olan ülke tarafından ABD doları cinsinden ihraç edilen tahvil getirileri ağırlıklı ortalamasının benzer vade ve cinsteki ABD Hazine tahvil getirisinden farkını göstermektedir.

Tablo 1: Sistem GMM Regresyon Sonuçları

	EMBI Global (Logaritmik Değişim)
EMBI Global (Logaritmik Değişim, t-1)	0,225*** (0,025)
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (Değişim)	-0,020 (0,018)
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (Değişim) * Kukla Değişken (VIX Değişim > 0 ise 1; VIX Değişim < 0 ise 0)	-0,045*** (0,016)
Uluslararası Brüt Rezervler / GSYİH (Değişim)	0,008 (0,010)
Uluslararası Brüt Rezervler / GSYİH (Değişim) * Kukla Değişken (VIX Değişim > 0 ise 1; VIX Değişim < 0 ise 0)	-0,028*** (0,012)
Kamu Bütçe Dengesi / GSYİH (Değişim)	0,028*** (0,001)
Kamu Bütçe Dengesi / GSYİH (Değişim) * Kukla Değişken (VIX Değişim > 0 ise 1; VIX Değişim < 0 ise 0)	-0,042*** (0,004)
GSYİH Reel Yıllık Büyüme (Değişim)	-0,008 (0,011)
International Country Risk Guide (ICRG) Endeksi (Logaritmik Değişim)	-0,680 (0,461)
Volatilite Endeksi (VIX) (Logaritmik Değişim)	0,570*** (0,013)
Gözlem Sayısı	400
Ülke Sayısı	8

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

Tablo 2: Makroekonomik Değişimlerin Ülke Risk Primine Uzun Dönemli Etkileri<sup>6</sup>

	VIX'in Arttığı Dönemler	VIX'in Azaldığı Dönemler
Cari Açık / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Artması	%8,32***	%2,56
Uluslararası Rezervler / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Düşmesi	%2,58***	-%1,01
Bütçe Dengesi / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Düşmesi	%1,81***	-%3,61***

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

<sup>4</sup> Sistem GMM yöntemi, regresyon modelindeki olası içsellik problemini azaltmak için, açıklayıcı değişkenlerin gecikmeli değerlerini enstrüman olarak kullanmaktadır.

<sup>5</sup> EMBI Global Türkiye tahvillerinin ortalama vadesi 12,2 yıldır. Bu bağlamda, EMBI Global, Türkiye'nin uzun vadeli görünümüne dair riskleri yansıtmaktadır.

<sup>6</sup> Bu oranlar Tablo 1'de verilen kısa dönem etkilerin (1- EMBI Global (Logaritmik Değişim, t-1)) katsayısına bölünmesiyle elde edilmiştir. Örneğin, VIX'teki değişimin pozitif olduğunda cari işlemler dengesi/GSYİH'nin uzun dönemli etkisi  $(-0,020 + (-0,045)) / (1 - 0,225) = -\%8,32$  olarak hesaplanmıştır.

Sonuçlar, küresel finansal koşulların olumsuz olduğu dönemlerde dışsal kırılabilirlik göstergelerinin risk primindeki değişimleri ekonomik olarak önemli derecede ve istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilediğini göstermektedir (Tablo 1 ve 2)<sup>7</sup>. Örneğin küresel risk iştahının bozulduğu (VIX'in arttığı) dönemlerde, cari açık / GSYİH oranının 1 yüzde puan artması, ülke risk priminde uzun dönemde yüzde 8,32 yukarı yönlü etki gösterirken; küresel şartların olumlu olduğu dönemlerde bu etkinin zayıfladığı görülmektedir. Benzer şekilde, küresel finansal koşulların sıkılaştığı (VIX'in arttığı) dönemlerde uluslararası rezervler / GSYİH oranının 1 yüzde puan düşmesi, ülke risk primini uzun dönemde yüzde 2,58 arttırırken, bu etki olumlu küresel şartların olduğu dönemlerde anlamlı derecede güçlü bulunmamıştır. Bütçe Dengesi / GSYİH oranının 1 yüzde puan bozulması, ülke risk priminde özellikle küresel şartların bozulduğu dönemlerde yukarı yönlü olumsuz ayrışmaya yol açmaktadır.

Bu etkiler, küresel risk iştahının olumlu seyrettiği (VIX'in düştüğü) dönemlerdeki etkilere kıyasla anlamlı derecede yüksektir (Tablo 1 ve 2). Ayrıca, küresel finansal koşullar için ABD doları endeksi (DXY)'nin kullanıldığı durumda da benzer sonuçlar elde edilmiştir (Tablo 3).

**Tablo 3: Makroekonomik Değişimlerin Ülke Risk Primine Uzun Dönemli Etkileri**

	DXY'nin Arttığı Dönemler	DXY'nin Azaldığı Dönemler
Cari Açık / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Artması	%5,55***	%4,84***
Uluslararası Rezervler / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Düşmesi	%2,78***	-%2,59
Bütçe Dengesi / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Düşmesi	%1,60***	-%6,31***

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Özetle, küresel finansal şartların sıkılaştığı dönemlerde, ülkeye özgü göstergelerin ülke risk primi üzerinde daha güçlü etkisi olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, küresel risk iştahının düştüğü dönemlerde risk priminde kalıcı bir iyileşme sağlanabilmesi için söz konusu makro göstergelerde iyileşme tesis edilmesi kritik önem taşımaktadır.

### Kaynakça

Akçelik, F. ve Fendoğlu, S. (2018). "When they count the most? External vulnerability indicators when global financial conditions slide", devam etmekte olan çalışma.

IMF (2000). "Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability", Staff Papers. url: <https://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/debtres.pdf>

IMF (2008). "Vulnerability Indicators" url: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/vul.htm>

<sup>7</sup> Bu etkiler tahmin edilirken, tahmin yönteminin doğası gereği, diğer etkilerin sabit olduğu bir çerçeve esas alınmıştır (conditional estimates). Örneğin, bütçe dengesindeki bozulmanın etkisi hesaplanırken, cari açık, rezerv ve diğer açıklayıcı değişkenler sabit varsayılmıştır. Bu açıdan bakıldığında, bütçe dengesinin bozulması, örneğin beraberinde cari dengede de bozulma getiriyorsa, bütçe dengesinin risk primi üzerindeki toplam etkisi daha yüksek olacaktır.

<sup>8</sup> Burada makroekonomik göstergelerin gerçekleşen değerleri kullanılmıştır. Risk primindeki değişimde, bu göstergelerdeki gerçekleşen değişimden ziyade beklentilerdeki değişimin etkili olabileceği not edilmelidir. Burada tanımsal varsayımımız (identification assumption), beklentilerdeki değişimlerin gerçekleşmelerdeki değişimlerle genellikle uyumlu seyrettiğidir.