

2008 KÜRESEL KRİZ DÖNEMİNDE TÜRKİYE İLE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ARASINDA KRİZİN YAYILMA ETKİSİNİN İNCELENMESİNE YÖNELİK BİR ÇALIŞMA

Kadir TUNA*, Selma ÖNER** ve Hakan ÖNER***

Özet

Krizin, oluştuğu bölgede kalmayarak diğer bölgelere hızla yayılması sonucunda küresel bir kriz haline dönüşmesini ifade eden yayılma etkisi süreci, 1997 Uzakdoğu Asya krizi ile hız kazanmıştır. Bu durumun temel nedeni, teknolojik gelişmelerin sermayenin ülkeler arasında sınır tanımaksızın hızla hareket edebilmesine olanak sağlamasıdır. Bu çerçevede, 2008 Küresel Kriz döneminde Türkiye ile gelişmekte olan ülkeler arasında krizin yayılma etkisi, kriz öncesi dönem, kredi krizi dönemi ve Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın iflas etmesinden sonraki küresel kriz dönemi olmak üzere toplam üç dönemde incelenmektedir. İncelemede, Türkiye ile seçilmiş beş gelişmekte olan ve iki gelişmiş ülkenin Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyon ölçülmekte ve yayılma etkisi yorumlanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kredi Temerrüt Swapları, 2008 Küresel Krizi, Krizlerin Yayılma Etkisi

A Study for Examining the Spillover Effect of Crisis Between Turkey and Emerging Markets via Changes in Credit Default Swap Rates During 2008 Global Crisis Era

Abstract

The spillover effect process which means the spread of a crisis from the home region to the others rapidly and transform to a global crisis has gained momentum with the 1997 East Asian Crisis. The main reason of this situation is the technological developments which enable capital to flow between countries rapidly. In this context, the spillover effect of crisis between Turkey and emerging markets during the 2008 Global Crisis Era is examined in three periods such as the pre-crisis period, the credit crisis period and the global crisis period after the bankruptcy of Lehman Brothers Investment Bank. The correlation between 5-Year U.S. Dollar credit default swap rates of Turkey and five selected developing and two selected developed countries are measured and the spillover effect is interpreted in the examination.

Key Words: Credit Default Swaps, 2008 Global Crises, Spillover Effects of the Crises

* Yrd. Doç. Dr. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, İstanbul, ktuna@istanbul.edu.tr.

** Dr, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu, İstanbul, ssimen@istanbul.edu.tr.

*** Senior Dealer, Yapı Kredi Bankası, İstanbul, hakan.oner@yapikredi.com.tr.

GİRİŞ

Küresel sermaye, teknolojinin hızla gelişmesi sayesinde ülkeler arasında sınır tanımaksızın hareket edebilme olanağına kavuşmuştur. Bunun neticesinde, dünyanın bir bölgesinde çıkan bir finansal krizin, bulunduğu bölgeden dünyanın diğer bölgelerine hızla yayılması ve küresel bir kriz haline gelmesi için uygun bir ortam oluşmuştur.

Krizlerin, oluştukları bölgede kalmayarak diğer bölgelere hızla yayılması sonucunda küresel bir kriz haline gelmesi durumu krizlerin *yayılma etkisi* veya *bulaşma etkisi* olarak adlandırılmaktadır. Finans literatüründe yayılma, herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen istikrarsızlıkların başka ülkelere de yaşanmaya başlanması; fakat sebebinin o ülkelere özgü makroekonomik temellerle açıklanamaması durumu olarak tarif edilmektedir (Rowlend, 2004:47).

Yayılma etkisinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki görülme sıklığına bakıldığında, gelişmekte olan ülkeler arasında daha sık görüldüğü sonucu ile karşılaşılmaktadır. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler de sık sık finansal krizler görülmüş, 1997 yılında yaşanan Uzakdoğu Asya krizi, sadece Tayland ile sınırlı kalmamış, kısa sürede, Uzakdoğu Asya ülkelerinin tümüne ardından Rusya, Türkiye ve Güney Amerika kıtası ülkelerini de içine alan tüm gelişmekte olan ülke ekonomilerini etkilemiştir. Bu dönemde Latin Amerika ülkelerinin kredi temerrüt swap oranları oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır (Chan ve Nam, 2008:25-27). Krizlerin gelişmekte olan ülkeler arasındaki benzer yayılma etkileri Meksika Krizi'nde de yaşanmıştır. Meksika Krizi sırasında, Meksika para birimi olan pezoya yapılan devalüasyon bu ülke sınırlarını da aşarak Arjantin ve Brezilya para birimleri ve bu ülke varlıkları üzerinde spekülasyon atakların yaşanmasına neden olmuştur (Delice, 2003:68). Temmuz 2007 tarihinde başlayan ve günümüzde etkileri hala devam eden Amerikan mortgage piyasası kaynaklı kredi krizi, bölgesel olarak sadece Amerika Birleşik Devletleri'nde kalmamış, en yüksek kredi derecelendirme notu olan AAA kredi notuna sahip Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın 2008 yılı Eylül ayında iflas etmesiyle birlikte tüm dünyaya yayılmıştır. Dolayısıyla, Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan bir kriz, dünya çapında finansal kurum ve piyasalara olan güveni sarsarak küresel bir kriz halini almıştır (Çetinkaya, vd., 2008:224).

Krizlerin yayılma etkisinin bu kadar net gözlemlenebilmesinin temel nedeni, sermaye hareketlerinin hacimsel olarak çok yüksek miktarlara ulaşması ve yüksek miktardaki bu fonun, teknolojinin gelişmesine de bağlı olarak, hızla hareket edebilme kabiliyetine sahip olmasıdır. Bu durum, özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısında etkisini göstermiştir (Delice, 2003:76) ve sermaye hareketliliğindeki artışa bağlı olarak önümüzdeki yıllarda daha da etkili olacağını tahmin etmek hiç de zor değildir.

Finansal krizlerin ortaya çıkışı ve yayılmaları üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmanın amacı da 2004-2012 yılları arası veriler kullanılarak, Temmuz 2007 öncesindeki kriz öncesi dönem, kredi krizinin yaşanmaya başlaması ile Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın iflas ettiği tarih arasında kalan Temmuz 2007 – 15 Eylül 2008 kredi krizi dönemi ve Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın iflas ettiği 15 Eylül 2008 tarihinden sonraki küresel kriz dönemindeki yayılma etkilerini incelemektir. İnceleme, Türkiye kredi temerrüt swap oranları ile seçilen beş gelişmekte olan ve iki gelişmiş ülke kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyonların yorumlanması yoluyla gerçekleştirilmektedir. Korelasyon, değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve derecesini gösteren bir katsayıdır ve nedensellik ile ilgili bir açıklama yapmamaktadır (Güriş, Çağlayan ve Güriş, 2011:149). Bu bağlamda, kriz öncesi ve kriz dönemlerinde seçilmiş ülkelere ait kredi temerrüt swap oranlarının hareketleri incelenirken, değişkenler arasında nedensellik ile ilgili yorum yapılmayıp, sadece değişkenlerin aynı yönde hareket edip etmedikleri ve söz konusu hareketin derecesi incelendiğinden korelasyon analizi kullanılmaktadır. Ülke kredi temerrüt swaplarının referans varlıklarını ise ülkelerin yurtdışından ihraç ettikleri eurobondlar oluşturmakta olup uluslararası piyasalarda çok yoğun şekilde işlem görmektedirler.

I. KREDİ TEMERRÜT SWAPLARI

Kredi temerrüt swapları (credit default swaps, CDS), iki taraf arasında yapılan sözleşme ile kredi riskinin belirli bir prim karşılığında bir taraftan diğer tarafa aktarılmasını sağlayan finansal enstrümanlardır. Bu araçlar, tahvil-bono gibi kredi riski taşıyan varlıkların, temerrüt riskinden korunabilmek amacıyla swap satıcısı tarafından satılması ve temerrüt riskini belirli bir prim karşılığı üstlenen swap alıcısı tarafından satın alınması şeklinde tezgah-üstü (over the counter-OTC) piyasada işlem görmektedirler (Takavoli, 2001:87). Kredi temerrüt swapları vasıtasıyla, kredi veya yatırımın sahipliği değişmeden, sadece kredi ve yapılan yatırımlar nedeniyle oluşabilecek riskin bir taraftan diğer tarafa transfer edilmesi sağlanmaktadır (Robbe, 2008:99). Kredi temerrüt swapı yapan taraflardan swap alıcısı, kredi riskini swap satıcısına devretmesi karşılığında belirli bir ücret ödemektedir. Bu ücrete kredi temerrüt swap oranı veya swap primi, kredi riski taşıyan varlığa ise referans varlık adı verilmektedir. Ayrıca kredi temerrüt swap oranları, referans varlığın risk iştahını göstermektedir. Gelişmekte olan ülke kredi temerrüt swap oranları, piyasa oyuncularını açısından risk iştahı göstergesi olarak iyi bir gösterge teşkil etmektedir (Singh, 2003:3).

Kredi temerrüt swapları sigorta sözleşmelerine benzemektedirler. Sigorta sözleşmeleri sigorta yapılan malın değer kaybını tazmin ederken, kredi temerrüt swap sözleşmeleri de benzer şekilde üzerine kredi temerrüt swapı yapılan referans varlığın temerrüdü durumunda kredi temerrüt swap alıcısının zararını tazmin

etmektedir. Ancak sigorta sözleşmelerinin ikinci el piyasalarının olmamasına rağmen; kredi temerrüt swaplarının finansal piyasalarda alınıp satılabilmeleridir.

Kredi temerrüt swap sözleşmesi çerçevesinde koruma satın alan taraf, dönemsel bazda ödeyeceği swap primi karşılığında, referans varlık olan tahvil-bononun temerrüt riskine karşı kendini koruma altına almaktadır (Fabozzi ve Choudhry, 2006:48). Dönemsel bazda ödenen swap primi, satın alınan koruma tutarının belirli bir yüzdesi olarak belirlenmekte ve genellikle üç ayda bir ödenmektedir (Karabıyık ve. Anbar, 2006:49). Örneğin, kredi temerrüt swapı primi piyasada 150 baz puan olarak uygulanıyor ise, bu fiyattan koruma satın alan yatırımcı nominal miktar olarak 1 milyon Amerikan Doları için $(1.000.000 \times 0,0150) = 15.000$ Dolar yıllık ödeme yapacaktır. 100 baz puan % 1'lik değişimi ifade etmektedir (Mengle, 2007:4).

II. TÜRKİYE İLE GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN KREDİ TEMERRÜT SWAP ORANLARI ARASINDAKİ KORELASYON İLİŞKİSİ

2007-2008 yılları arasında Amerika'da yaşanmaya başlanan kredi krizinin etkileri hala sona ermemiştir ve olumsuz sonuçları bütün dünya genelinde gözlenmeye devam etmektedir. Ekonomistlerin birçoğu 2007 yılında başlayan kredi krizinin daha ne kadar devam edebileceğini tahmin edememektedirler. Amerikan mortgage kredileri ve mortgage kredilerinin referans varlık olarak alındığı kredi türevlerinin neden olduğu bu kriz, sadece Amerika ile sınırlı kalmamış, diğer ülkelere de kısa sürede sıçramış ve buna bağlı olarak ülke risk primleri hızla yükselmiştir.

Çalışmanın ana konusu olan finansal krizlerin yayılma etkisi, ülkelerin eurobondlarının referans varlık olarak alındığı Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık ülke kredi temerrüt swap oranlarının değişimlerinin incelenmesi yoluyla yorumlanacaktır. Bu bağlamda, Türkiye'nin Amerikan Doları cinsinden 5 Yıllık kredi temerrüt swap oranları ile seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin Amerikan Doları cinsinden 5 Yıllık kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyon hesap edilecek ve krizin yayılma etkisi yorumlanacaktır.

Türkiye ile beş gelişmekte olan ülke ve iki gelişmiş ülkenin Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları şu üç ayrı dönemde karşılaştırılmaktadır:

- Kredi krizinin başladığı Temmuz 2007 öncesindeki kriz öncesi dönem (02.01.2004-30.06.2007).
- Amerika'da gösterge faiz oranlarının artması ve buna bağlı olarak eşik-altı (subprime) kesime kullanılan kredilerin geri ödemelerinin yapılamaması sonucu kredi krizinin yaşanmaya başlaması ile Lehman Brothers Yatırım

Bankası'nın iflas ettiği tarih arasında kalan kredi krizi dönemi (01.07.2007-14.09.2008).

- Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın iflas ettiği 15.09.2008 ile Amerikan kaynaklı kredi krizinin öncelikle Avrupa olmak üzere tüm dünyaya sıçradığı ve yerel kredi krizinin küresel bir kriz haline dönüştüğü tarih olan 15.09.2008 ile 02.05.2012 tarihleri arasındaki küresel kriz dönemi (15.09.2008-02.05.2012).

Türkiye ile diğer ülkeler arasında krizin yayılma etkisi incelenirken, Reuters Veri Dağıtım Servisi'nde en çok işlem gören kredi temerrüt swap sözleşmeleri tercih edilmiş ve likiditenin en yoğun olduğu Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları kullanılmıştır. Çalışmada incelenecek gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler seçilirken, ülkelerin geçmiş dönem kredi temerrüt swap oranlarına ulaşabilme kriteri göz önünde bulundurulmuştur. Örneğin, gelişmiş ülke olarak Amerika Birleşik Devletleri çalışmaya dahil edilmek istenmiş; fakat kriz öncesi dönem kredi temerrüt swap oranı verilerine ulaşamamıştır. Bu durumun nedeni olarak, ABD'nin batmayacak kadar büyük bir ülke olarak nitelendirilmesi ve risk oranının olmayacağı düşüncesi gösterilmektedir (Gregory, 2010:8). Dolayısıyla, gelişmiş ülke olarak geçmiş verileri de ulaşılabilir olan Japonya ve Almanya; gelişmekte olan ülkeler olarak ise Polonya, Güney Afrika, Brezilya, Meksika ve Arjantin çalışmaya dahil edilmiştir.

Çalışmaya dahil edilen ülkelerin coğrafi olarak birbirlerine yakın olmamalarına dikkat edilmeye çalışılmıştır. Coğrafi özellikleri bakımından, gelişmiş ülkelerin bir tanesi Avrupa ve bir tanesi Asya kıtasından; gelişmekte olan ülkelerin ise bir tanesi Afrika, bir tanesi Avrupa, bir tanesi Kuzey Amerika ve iki tanesi de Güney Amerika kıtasından seçilmiştir.

Çalışmada kullanılacak veriler, 02.01.2004 – 02.05.2012 tarihleri arasındaki 2166 güne ait Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık ülke kredi temerrüt swap oranlarının gün sonu kapanış verileri olup, veri dağıtım servisi olan Bloomberg'den alınmıştır.

III. TÜRKİYE İLE POLONYA, GÜNEY AFRİKA, BREZİLYA, MEKSİKA VE ARJANTİN'İN KREDİ TEMERRÜT SWAP ORANLARI ARASINDAKİ KORELASYON İLİŞKİSİ

Analizin ilk bölümünde Türkiye ile seçilmiş gelişmekte olan ülkeler olan Polonya, Güney Afrika, Brezilya, Meksika ve Arjantin'in Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmektedir. İlk etapta Polonya ve Güney Afrika verileri analiz edilecektir.

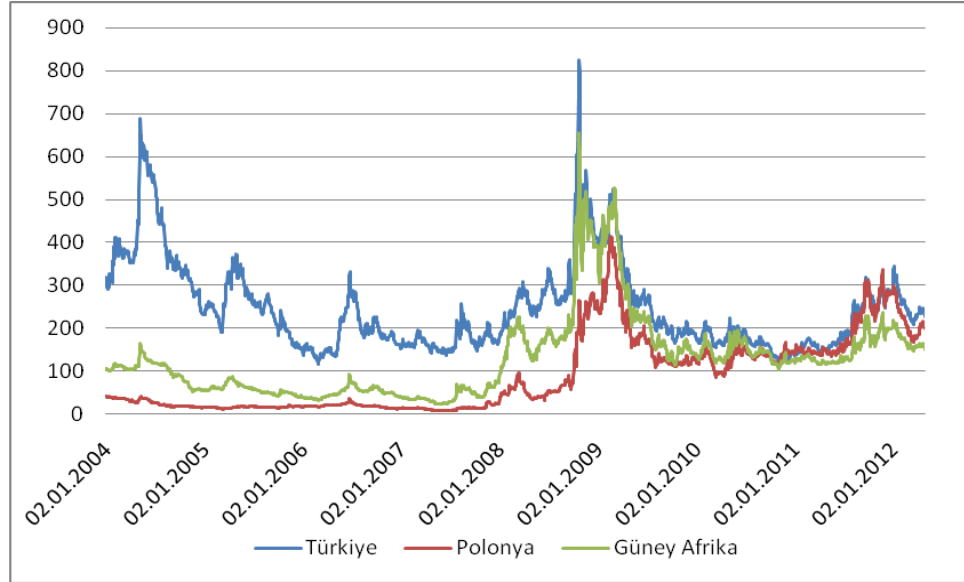
Polonya, Avrupa Birliği'ne üye bir ülke olması ve bir Doğu Avrupa ülkesi olarak bazı yatırımcıların Polonya'ya Türkiye ve Rusya ile aynı önemi vermesi

nedeniyle; Güney Afrika ise yine portföy yatırımlarında Türkiye ile aynı kategoride değerlendirilmesi nedeniyle çalışmaya dahil edilmiştir.

Bloomberg Veri Dağıtım Servisi'nden alınan Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları kullanılarak hesaplanan korelasyon değerlerine göre, 02.01.2004 – 30.06.2007 tarih aralığına karşılık gelen kriz öncesi dönemde, Türkiye ile Polonya'ya ait 5 yıllık ülke kredi temerrüt swap oranları arasında % 32,97 oranında düşük bir korelasyon varken; ikinci dönem olan 01.07.2007 – 14.09.2008 tarih aralığına karşılık gelen kredi krizi döneminde korelasyon % 77,89'e yükselmiş ve Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın 15.09.2008 tarihinde iflas etmesi sonrasında yaşanan küresel kriz döneminde korelasyon % 70,24 olarak gerçekleşmiştir. Analizden elde edilen tüm korelasyon katsayıları toplu olarak **Tablo 1**'de yer almaktadır.

Analizden elde edilen sonuçlara göre, Türkiye ile Güney Afrika'ya ait 5 yıllık ülke kredi temerrüt swap oranları arasında yüksek bir korelasyon görülmektedir. Kriz öncesi dönemde % 55,37 ile orta seviyede bir korelasyon varken; kredi krizi döneminde % 88,85 ve küresel kriz döneminde % 95,99 gibi oldukça yüksek korelasyon oranları gözlenmektedir. Dolayısıyla, hem Polonya hem de Güney Afrika ülkelerine ait Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları ile Türkiye'ye ait Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyonun, 2007 yılında yaşanmaya başlanan kredi krizi ile birlikte yükseldiği söylenebilmektedir. Bu durumda, Türkiye ile Polonya ve Güney Afrika ülke ekonomileri arasında, kredi krizi ve küresel kriz dönemlerinde bir yayılma etkisinden bahsedilebilmektedir. **Şekil 1** bu durumu gözler önüne sermektedir.

Şekil 1: Türkiye 5 Yıllık Kredi Temerrüt Swap Oranlarının, Polonya ve Güney Afrika 5 Yıllık Kredi Temerrüt Swap Oranları ile Karşılaştırılması



Kaynak: Bloomberg Veri Dağıtım Servisi, Temmuz 2012

Polonya ve Güney Afrika'ya ait verilerin incelenmesinin ardından, ikinci etapta Amerika kıtasında bulunan ve piyasa oyuncularının Türkiye ile aynı kefeye koydukları Brezilya, Arjantin ve Meksika'ya ait Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmektedir.

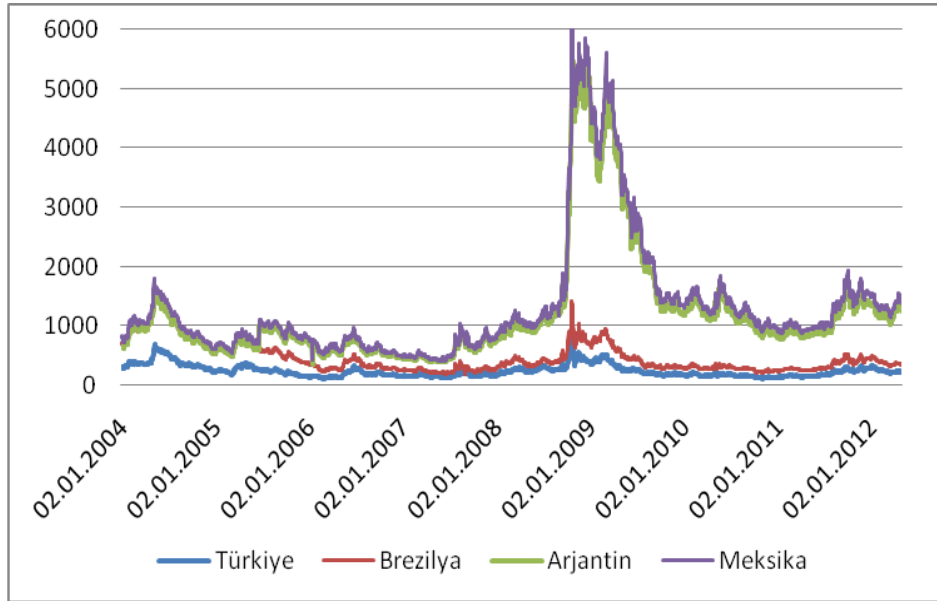
Türkiye ile Brezilya ve Meksika ülkeleri arasındaki korelasyon incelenirken 02.01.2004 – 02.05.2012 dönemindeki Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranlarının 2165 günlük kapanış değerleri alınmıştır. Türkiye ile Arjantin arasındaki korelasyon incelenirken ise 22.06.2005 tarihinden önce Arjantin'in kredi temerrüt swap oranlarına ulaşamamış olması nedeniyle 22.06.2005 – 02.05.2012 dönemindeki Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranlarının 1787 günlük kapanış değerleri alınmıştır.

Yine Tablo 1'de yer alan hesaplanan korelasyon değerlerine bakıldığında, Türkiye ile Brezilya'ya ait 5 yıllık ülke kredi temerrüt swap oranları arasında kriz öncesi dönemde % 93,75 gibi oldukça yüksek bir korelasyon gözlenmektedir. Kredi krizinin yaşandığı 01.07.2007 – 14.09.2008 döneminde korelasyon yine yüksek olmasına rağmen bir miktar düşerek % 75,22 değerine gerilemiştir. Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın iflas etmesinin ardından yaşanan küresel kriz döneminde ise korelasyon yeniden yükselişe geçmiş ve iki ülke arasındaki en yüksek korelasyon seviyesi olan % 95,21 oranına yükselmiştir.

Türkiye ile Arjantin'e ait 5 yıllık ülke kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyon incelendiğinde, kriz öncesi dönemde % 50,25 gibi orta seviyelerde bir korelasyon oranı gözlenirken; Temmuz 2007 kredi krizinin yaşanmaya başlamasıyla birlikte korelasyonda artış gözlenmiş ve 01.07.2007 – 14.09.2008 döneminde % 82,01 olan oran küresel kriz döneminde % 84,49 seviyesine ulaşmıştır.

Son olarak, Türkiye ile bir Kuzey Amerika ülkesi olan Meksika'ya ait 5 yıllık ülke kredi temerrüt swap primleri arasındaki korelasyon incelendiğinde, kriz öncesi dönemde % 92,83 gibi oldukça yüksek bir korelasyon oranı ile karşılaşılmakta; ardından, bu oranın kredi krizi döneminde % 85,81'e gerilediği ve küresel kriz döneminde yeniden yükselişe geçerek % 92,48 seviyesine ulaştığı görülmektedir.

Şekil 2: Türkiye 5 Yıllık Kredi Temerrüt Swap Oranlarının, Brezilya, Arjantin ve Meksika 5 Yıllık Kredi Temerrüt Swap Oranları ile Karşılaştırılması



Kaynak: Bloomberg Veri Dağıtım Servisi, Temmuz 2012

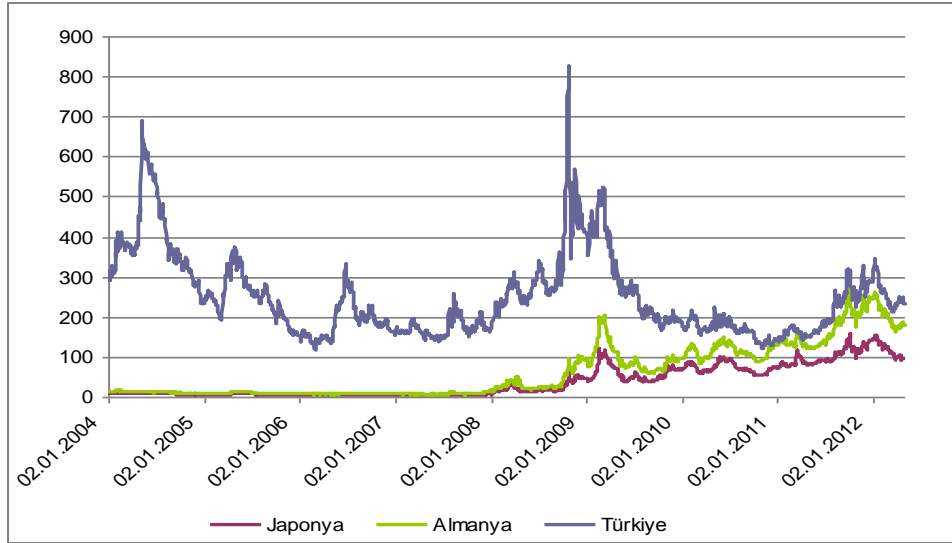
Elde edilen bu sonuçlara göre, Türkiye ile Amerika kıtasında yer alan üç gelişmekte olan ülke olan Brezilya, Arjantin ve Meksika ülke kredi temerrüt swap primleri arasındaki korelasyonun, özellikle küresel kriz döneminde yükselmekte olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, Türkiye ile Brezilya, Arjantin ve Meksika arasında özellikle küresel kriz döneminde bir yayılma etkisinden bahsedilebilmektedir. **Şekil 2** bu durumu gözler önüne sermektedir.

IV. TÜRKİYE İLE JAPONYA VE ALMANYA'NIN KREDİ TEMERRÜT SWAP ORANLARI ARASINDAKİ KORELASYON İLİŞKİSİ

Gelişmekte olan beş ülke ile Türkiye'nin Amerikan Doları cinsinden kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyon ilişkisinin analiz edilmesinin ardından, gelişmiş ülkeleri temsilen seçilen Japonya ve Almanya'ya ilişkin veriler incelenmektedir.

Türkiye ile Japonya'ya ait Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyonlar incelendiğinde, kriz öncesi dönemde % 77,12 gibi yüksek sayılabilecek bir korelasyon gözlenirken; kredi krizinin yaşandığı 01.07.2007 – 14.09.2008 döneminde % 79,57 gibi bir önceki döneme nazaran daha yüksek bir oran karşımıza çıkmaktadır. Fakat 15.09.2008 tarihinde Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın iflasından 02.05.2012 tarihine kadarki küresel kriz döneminde, korelasyonun % -6,90 gibi düşük bir negatif orana dönüştüğü görülmektedir.

Şekil 3: Türkiye 5 Yıllık Kredi Temerrüt Swap Oranlarının, Japonya ve Almanya 5 Yıllık Kredi Temerrüt Swap Oranları ile Karşılaştırılması



Kaynak: Bloomberg Veri Dağıtım Servisi, Temmuz 2012

Türkiye ile Almanya'ya ait 5 yıllık ülke kredi temerrüt swap primleri arasındaki korelasyon incelendiğinde ise, kriz öncesi dönemde % 60,17 gibi orta seviyede bir korelasyon oranı ile karşılaşılırken; bu oranın kredi krizi döneminde % 46,12'ye, küresel kriz döneminde ise % 18,15'e gerilediği görülmektedir.

Görüldüğü gibi, kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkeler ile Türkiye arasında finansal krizin yayılma etkisinden bahsedilememektedir. **Şekil 3** bu durumu sergilemektedir.

Daha önce de belirtildiği gibi, Türkiye ile seçilen beş gelişmekte olan ülke ve iki gelişmiş ülkenin kredi temerrüt swap oranları arasındaki, kriz öncesi dönem, kredi krizi dönemi ve küresel kriz dönemi olarak adlandırılan üç döneme ilişkin korelasyon oranları **Tablo 1**'de topluca gösterilmektedir. Korelasyon oranlarının tümü % 5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. % 1 anlamlılık düzeyinde ise, sadece Türkiye ile Japonya'ya ait kredi temerrüt swap oranları arasında küresel kriz dönemine ilişkin hesaplanan korelasyon katsayısının anlamlı olmadığı görülmektedir.

Tablo 1: Türkiye ile Seçili 7 Ülkenin Kredi Temerrüt Swap Oranlarının Korelasyon Katsayıları*

	Polonya	Güney Afrika	Brezilya	Arjantin	Meksika	Japonya	Almanya
Ocak 2004 - Temmuz 2007	0,3297 (10,8429)	0,5537 (20,6450)	0,9375 (82,8621)	0,5025 (17,8763)	0,9283 (76,7869)	0,7712 (37,2015)	0,6017 (23,1334)
Temmuz 2007 - Eylül 2008	0,7789 (21,2228)	0,8885 (33,0867)	0,7502 (20,0728)	0,8201 (25,3557)	0,8581 (29,5654)	0,7957 (23,2418)	0,4612 (9,19587)
Eylül 2008 - Mayıs 2012	0,7024 (29,6374)	0,9599 (102,8348)	0,9521 (93,4082)	0,8449 (36,0522)	0,9248 (72,9235)	-0,0690 (-2,0784)	0,1815 (5,5462)

*Parantez içindeki değerler her bir katsayıya ilişkin hesaplanan t değerleridir.

SONUÇ

Teknolojinin gelişmesi paralelinde sermaye hareketlerinin hızla ülke ekonomilerine girmesi ve herhangi bir sorun halinde yine hızla ülke ekonomilerini terk etmesi, ekonomilerin krize girmelerine veya var olan ufak çaplı bir krizin daha da derinleşmesine neden olabilmektedir. Bu bağlamda, bir ülkede yaşanan bölgesel bir kriz, günümüz dünyasında sermaye hareketlerinin serbest olması paralelinde hızla diğer ülkelere yayılabilmektedir. Bu çalışmada, 2008 Küresel Kriz döneminde Türkiye ile seçilen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında krizin yayılma etkisi, kriz öncesi dönem, kredi krizi dönemi ve Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın iflas etmesinden sonraki küresel kriz dönemi olmak üzere toplam üç dönemde incelenmektedir. İncelemede, ilgili ülkelerin Amerikan Doları cinsinden

5 yıllık kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyon katsayıları değerlendirilmiştir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, Türkiye'nin Amerikan Doları cinsinden 5 yıllık kredi temerrüt swap oranlarının, krizin yaşandığı dönem içerisinde coğrafi özelliklerden bağımsız olarak, gelişmekte olan ülkeler ile aynı yönde ve kuvvetli bir doğrusal ilişki sergilediği; ancak gelişmiş ülkeler ile güçlü bir korelasyona sahip olmadığı görülmektedir. Krizin yaşandığı dönemlerde, Türkiye ile gelişmekte olan ülke kredi temerrüt swap oranları arasındaki korelasyon kriz öncesi dönemlere göre yükselmiştir. Fakat benzer etkiler Türkiye ile gelişmiş ülke kredi temerrüt swap oranları arasında incelendiğinde, korelasyonun kriz öncesi döneme göre azaldığı; hatta Japonya örneğinde olduğu gibi düşük bir negatif korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile, kriz öncesi dönemde Türkiye ile diğer bütün ülkelerin kredi temerrüt swap primleri arasında doğrusal korelasyon bulunurken; özellikle küresel kriz döneminde, sadece gelişmekte olan ülkeler ile Türkiye kredi temerrüt swap primleri arasında, kriz öncesi döneme göre daha yüksek oranda bir korelasyon olduğu görülmektedir. O halde, ülke riskinin göstergesi olan ülke kredi temerrüt swap oranları kullanılarak gerçekleştirilen korelasyon çalışması sonucunda, krizin yayılma etkisinin sadece Türkiye ile gelişmekte olan ülkeler arasında var olduğundan söz edilebilmektedir.

KAYNAKÇA

- ÇETİNKAYA, Murat; Esra Talaşlı ve Yeşim Kubar(2008), “Finansal Krizler ve G-8 Ülkelerinin Finansal Krizlerin Yayılmasındaki Etkileri”, Marmara Üniversitesi Uluslararası Finans Sempozyumu, 19 Aralık 2008, s. 217-234.
- DELİCE, Güven(2003), “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20(1), s:57-81.
- FABOZZI, Frank J; Henry A. Davis and Moorad Choudhry (2006), Introduction to Structured Finance, John Wiley & Sons, Inc.
- GREGORY, Jon(2010), Counterparty Credit Risk: The New Challenge for Global Financial Markets, John Wiley&Sons, Inc.
- GÜRİŞ, Selahattin; Ebru Çağlayan ve Burak Güriş(2011), EViews ile Temel Ekonometri, Der Yayınları.
- HUH, Chan Guk; Kwanghee Nam (2010), “A Preview of Tale of Korea's Two Crises: Distinct Aftermaths of 1997 and 2008 Crises”, The Journal of Korean Economy, 11(1), p:1-29.

- KARABIYIK Lale; Adem Anbar (2006), “Kredi Temerrüt Swapları ve Kredi Temerrüt Swaplarının Fiyatlandırılması”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, (31)2, s:48-58.
- MENGLER David(2007), “Credit Derivatives: An Overview”, Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, (92)4, p:4.
- ROBBE, Jan Job de Vries Robbe; Paul U Ali(2008), Securitization Law and Practice: In the Face of the Credit Crunch, Kluwer Law International.
- ROWLEND, Peter(2004), “The Colombian Sovereign Spread and Its Determinants”, Banco De La Republica Research Report, 1-75. <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra315.pdf>.
- SINGH Manmohan (2003), “Are Credit Default Swaps Spreads High in Emerging Markets - An Alternative Methodology for Proxying Recovery Value”, IMF Working Paper.
- TAKAVOLI, Janet. M(2001), Credit Derivatives and Synthetic Structures: A Guide to Instruments and Applications, 2. Bs., John Wiley & Sons, Inc.