Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi (JEBPIR) 2026, 12(1), 93-118
Araştırma Makalesi (Research Article) *e-ISSN: 2602-4845*

Kırılgan Beşli'de Bir Uç Değer: CDS Primi Belirleyicileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz

An Outlier in the Fragile Five: A Comparative Analysis of the Determinants of CDS Premiums

1 Zafer ÖZKAN* Mehmet DİKKAYA**

Makale Geliş Tarihi / Received : 20/02/2026
Makale Kabul Tarihi / Accepted : 12/05/2026

ÖZET

2008 Küresel Finansal Krizi sonrası 2010-2024 dönemini kapsayan bu çalışma, Kırılgan Beşli ülkelerinde (Brezilya, Hindistan, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika) CDS primleri ile portföy yatırımları, döviz kuru, enflasyon, ekonomik büyüme ve jeopolitik risk arasındaki ilişkiyi ampirik olarak araştırmayı amaçlamaktadır. Analiz sürecinde Panel Veri Yönteminin Driscoll-Kraay dirençli tahmin edicisi kullanılarak, enflasyonun ülke riskini artıran en güçlü belirleyici olduğu ve portföy yatırımlarının spekülatif karakteri nedeniyle beklenenin aksine risk primini yükselttiği saptanmıştır. Çalışmanın en etkileyici ve özgün yönü, "Kırılgan Beşli" tanımının homojenliğini sarsan alt grup analiziyle Türkiye'nin bu gruptan niteliksel bir uç değer olarak ayrıştığını kanıtlamasıdır; nitekim Türkiye örneklemden çıkarıldığında jeopolitik riskin diğer ülkeler için anlamlı hale gelmesi ve döviz kuru etkisinin işaret değiştirmesi, grubun yapısal farklılıklarını çarpıcı bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu doğrultuda çalışma, Kırılgan Beşli ülkeleri için tek tip yaklaşımlar yerine, özellikle Türkiye özelinde kalıcı dezenflasyonu ve doğrudan yabancı yatırımları hedefleyen ülke-özgü politikaların zorunluluğunu vurgulamaktadır.

Anahtar Kavramlar: *Kredi Temerrüt Takası (CDS), Kırılgan Beşli, Jeopolitik Risk, Driscoll-Kraay Tahmin Edicisi.*

ABSTRACT

This study, covering the period from 2010 to 2024 following the 2008 Global Financial Crisis, aims to empirically investigate the relationship between CDS spreads and portfolio investments, exchange rates, inflation, economic growth, and geopolitical risk in the Fragile Five countries (Brazil, India, Indonesia, Turkey, and South Africa). Using the Driscoll-Kraay robust estimator of the Panel Data Method in the analysis process, it was found that inflation is the strongest determinant of increasing country risk and that, contrary to expectations, portfolio investments increase the risk premium due to their speculative nature. The most impressive and original aspect of the study is that it proves Turkey stands out as a qualitative outlier from this group through a subgroup analysis that undermines the homogeneity of the "Fragile Five" definition. Indeed, when Turkey is removed from the sample, the emergence of geopolitical risk as significant for other countries and the reversal of the exchange rate effect strikingly reveal the structural differences within the group. Accordingly, the study emphasizes the necessity of country-specific policies targeting permanent disinflation and direct foreign investment, particularly for Turkey, rather than a uniform approach for the Fragile Five countries.

Keywords:. *Credit Default Swap (CDS), Fragile Five, Geopolitical Risk (GPR), Driscoll–Kraay Estimator.*

Önerilen Alıntı (Suggested Citation): Özkan Z., ve Dikkaya, M. (2026). Kırılgan Beşli'de Bir Uç Değer: CDS Primi Belirleyicileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz, *Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi (JEBPIR),* 12 (1), 93- 118. https://doi.org/10.5281/zenodo.21028089

* *Yüksek Lisans Öğrencisi. Kırıkkale Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, zaferozkan16@gmail.com,* ***ORCID No****: 0000-0001-5027-0955*
** *Prof. Dr. Mehmet DİKKAYA Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Fakültesi, İktisat Bölümü, mdikkaya@kku.edu.tr,* ***ORCID No:****0000-0002-5923-3787*

GİRİŞ

1970'li yılların sonlarında başlayan finansal serbestleşme hareketleri, küresel sermaye akışlarını hızlandırırken ülkelerin ve şirketlerin finansal kırılganlıklarını da göstermiştir. Geleneksel bankacılık anlayışından uzaklaşılması ve gölge bankacılık uygulamalarının artmasıyla birlikte türev ürünler ön plana çıkmış, bu durum risk yönetimini ekonomik istikrarın merkezine yerleştirmiştir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2015). Ülkelerin temerrüt riskini ölçen en kritik göstergelerden biri haline gelen Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap- CDS)) primleri, günümüzde yatırımcı güveninin ve dış şoklara karşı dayanıklılığın temel bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

CDS kavramı, ilk olarak 1994 yılında J.P. Morgan tarafından kredi riskini azaltmak amacıyla bir sigorta prensibiyle tasarlanmıştır. 2000'li yıllarda matematiksel modellerin etkisiyle piyasa hacmi 62 trilyon dolar gibi astronomik seviyelere ulaşmış, 2008 krizinin ardından ise denetim ve şeffaflık odaklı köklü bir yapısal dönüşüm geçirmiştir. 2013 yılında ise Morgan Stanley, dış finansman ihtiyacı yüksek ve yapısal zayıflıkları olan beş ekonomiyi (Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye) "Kırılgan Beşli" olarak tanımlaması bu ülkeleri literatürde yeni bir tartışma odağı haline getirmiştir.

Kırılgan Beşli ülkeleri, ticaret ortaklarına kıyasla yüksek seyreden enflasyon oranları ve büyük cari işlemler açıkları nedeniyle dış şoklara karşı son derece savunmasızdır. Özellikle 2013 yılındaki FED tahvil alım azaltımı sinyalleri sonrası artan belirsizlikler, bu ekonomilerde ciddi dalgalanmalara yol açmıştır. Mevcut literatürde CDS primlerinin belirleyicileri üzerine çok sayıda çalışma olsa da bu ülke grubunun özellikleri içinde özellikle de Türkiye gibi uç değerler sergileyen ülkeler açısından daha derinlemesine bir analiz gerektirmektedir.

Bu çalışmanın genel amacı , 2010-2024 döneminde Kırılgan Beşli ülkelerinde CDS primleri ile sermaye girişleri (portföy yatırımları), jeopolitik risk ve makroekonomik göstergeler (enflasyon, döviz kuru, büyüme) arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemektir. Çalışma, bu değişkenlerin risk algısı üzerindeki etkisini belirleyerek, grubun içinde Türkiye'nin diğer ülkelerden hangi etkenlerde ayrıştığını ortaya koymayı hedeflemektedir.

Belirlenen amaç doğrultusunda, çalışmada zaman serisi ve yatay kesit verilerini birleştiren Panel Veri Analizi yöntemi kullanılmıştır. Model seçimi sürecinde F, Hausman ve Chow testleri uygulanarak Kukla Değişkenli En Küçük Kareler (LSDV) yöntemi tercih edilmiştir. Modelde saptanan değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarını gidermek için Driscoll-Kraay dirençli tahmin edicisi kullanılarak analizlerin güvenilirliği sağlanmıştır.

Çalışmanın geri kalanı şu şekilde organize edilmiştir: Birinci bölümde CDS kavramının tarihsel gelişimi ve işleyiş mekanizması ele alınmıştır. İkinci bölümde Kırılgan Beşli ülkelerinin özellikleri ve kavramın ortaya çıkışı açıklanmıştır. Üçüncü bölümde ilgili literatür taramasına yer verilmiş, dördüncü bölümde ise veri seti, ekonometrik yöntem ve elde edilen bulgular analiz edilmiştir. Son bölümde ise elde edilen sonuçlar ışığında politika önerileri sunulmuştur.

1. KREDİ TEMERRÜT TAKASI (CDS) KAVRAMINA GENEL BAKIŞ

1.1. CDS Kavramının Geçmişten Günümüze Seyri

1970'li yılların sonlarında başlayan finansal serbestleşme hareketi beraberinde ülkelerin ve şirketlerin finansal kırılganlıklarını da ortaya çıkarmış ve buna bağlı olarak finansal krizlerin oranı da artmıştır. Liberalleşme süreci ile geleneksel bankacılık anlayışından uzaklaşılmış, gölge bankacılık uygulamaları artış göstermiş ve buna bağlı olarak türev ürünler ön plana çıkmıştır. Kırılganlığın, küresel rekabetin ve türev ürünlere olan ilginin artması ülke ve şirketlerin risk ve kriz yönetimine verdiği önemi arttırmış ve risk yönetimi politikaları geliştirerek riskleri tahminleme ve üstesinden gelmek durumunda kalmışlardır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2015). Türev ürünler arasında yaygın bir kullanıma sahip olan kredi türevleri piyasası 1990'lı dönemden başlayarak günümüze dek önemli ölçüde büyümüştür.

Dayanak varlığın mülkiyetini transfer etmeden, söz konusu varlığın risk ve getirisinin bir taraftan diğer bir tarafa transfer edildiği finansal araç olarak tanımlanan kredi türevlerinin (Erdil, 2008), en önemli başlıca türleri; Kredi Opsiyonları (Credit Opitons), Kredi Forward Sözleşmeleri ve çalışmanın asıl konusu olan Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap- CDS)'dır. CDS kavramı ilk olarak 1994 yılında bir Amerikan Bankası olan J.P. Morgan tarafından bankanın bilançosundaki kredi riskini azaltmak amacıyla bu riski üstlenecek üçüncü taraf koruma satıcılarına (risk alıcısı) transfer etmek üzere tasarlanan bir başka ifadeyle temerrüde karşı koruyan bir sigorta sözleşmesi prensibiyle işleyen bir finansal türev üründür (Augustin vd. 2016). Bir başka ifadeyle CDS kredi veren tarafından, bir borçlunun borçlanma yükümlülüklerini yerine getirememesi durumda oluşacak kredi iflası riskini takas ettiği sözleşmelerdir. Bir CDS işleminde, CDS alıcısı olası bir temerrüt riskine karşı kendini korumaya alırken, CDS satıcı ise elde edeceği primler karşılığında oluşacak temerrüt riskini üstlenmektedir. Bu durum CDS sözleşmelerini riskten korunmanın yanında spekülatif amaçlarla kullanılan esnek bir araç haline getirmiştir (Hayes, 2025).

Kredi türevlerinin temel araçlarından biri olan CDS, finansal piyasalarda hem önemli fırsatlar hem de ciddi riskler barındıran araçlardır ve bu araçların sağladığı avantajlar ve dezavantajlar vardır. Yatırımcılara ellerindeki tahvillerini iflas riskine karşı sigortalayabilme ve doğrudan tahvil satın almadan farklı sektörlerdeki kredi risklerine yatırım yaparak portföylerini çeşitlendirebilme imkânın yanında normal zamanlarda düşük maliyetle hızlıca alınıp satılabilir olmaları, piyasadaki fiyat değişimleri üzerinden kar elde etmek veya ihtiyaca göre özel sözleşmeler hazırlama avantajını sunar. Öte yandan bu avantajların yanı sıra, koruma satıcısının yükümlülüklerini yerine getirememesiyle ortaya çıkan karşı taraf riski ve sözleşmelerin yapısal karmaşıklığı ile şeffaflık eksikliği ciddi sistemik riskler barındırmaktadır. Özellikle finansal stres dönemlerinde, normal şartlarda avantaj olan likiditenin aniden ortadan kalkarak bir likidite sıkıntısına dönüşmesi, fiyat oynaklığını artırarak riskten korunma mekanizmalarını işlevsiz bırakabilmektedir (Hayes, 2025).

CDS'lerin sağladığı olumlu ve olumsuz durumlar göz önüne alındığında, CDS, piyasada temel olarak üç farklı amaçla kullanılmaktadır: Riskten korunma (hedging), spekülasyon ve arbitraj. Bankalar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları, bir borçlunun iflas etme riskine karşı kendilerini

güvence altına almak için CDS'i bir sigorta poliçesi gibi kullanırlar. Spekülatörler ise piyasadaki fiyat dalgalanmalarını takip ederek bu sözleşmeleri alıp satıp kâr elde etmeye çalışırken; arbitrajcılar bir piyasadan tahvil alıp diğerinden CDS alarak piyasalar arasındaki fiyat farklarından yararlanırlar (Hayes, 2025).

Nispeten diğer finansal araç piyasalarına göre daha genç bir araç olan CDS piyasası 2000 yılından itibaren David X. Li'nin Gauss Copula formülünün finansal sistemde uygulanmaya başlamasıyla birlikte patlayıcı büyüme yaşamıştır. Formül karmaşık finansal riskleri ölçmek için amacıyla geliştirilmiş ve sağladığı işlem kolaylığı, yatırımcıların devasa miktarlarda yeni menkul kıymet satmasına imkân tanıyarak finansal piyasaları çok üst seviyelere ulaştırmıştır. David Li'nin bu formülünün sağladığı işlem kolaylığı ve CDS piyasasında, tahvil arzının aksine bir borçlunun üzerine sınırsız sayıda swap yapılabileceği için (tahvil arzı, borçlunun borç alma kapasitesiyle sınırlı olduğu için) bu sınırsız arz kapasitesi kısa sürede diğer kredi türevlerinden daha büyük bir Pazar haline getirmiştir. Bu formül, bankaların her türlü borç havuzunu (mortgage vb.) güvenli yatırım paketleri haline getirip satmasına imkân tanımış ve bu formül ile uygulanan politikaların hatalı olduğunu öne süren Janet Tavakoli gibi türev uzmanlarının uyarıları, sistemin sağladığı aşırı kazanç ile birlikte göz ardı edilmiştir. Tüm bu durumlar sonucunda, 2001 sonunda 920 milyar dolar olan ödenmemiş CDS hacminin, 2007 sonunda astronomik bir artışla 62 trilyon doların üzerine çıktığı görülmüştür. Nihayetinde, bu matematiksel modelin sınırlamalarının görmezden gelinerek körü körüne uygulanması, 2008 yılında küresel bankacılık sisteminin çökmesine ve trilyonlarca dolarlık bir kayba yol açmıştır (Salmon 2012).

1.1.1. 2008 Küresel Finans Krizi ve CDS İlişkisi

2008 yılına merkeziyetçi bir yapıdan uzak olan CDS piyasası için dönüm noktası 2008 Küresel Finans Krizi (KFK) olmuştur (Bomfim, 2022, s 8). CDS ve KFC arasındaki ilişkiyi açıklamadan önce krizin ortaya çıkış nedenlerini incelemek gerekmektedir. 2008 Küresel Krizi, temelleri 2000'li yılların başında atılan ve kapitalizmin 21. Yüzyılda yaşadığı ilk derin kriz olarak kayda geçen son derece karmaşık bir süreçtir. Krizin ortaya çıkışında, 11 Eylül saldırıları sonrası artan askeri harcamaları finanse etmek için merkez bankalarınca uygulanan gevşek para politikaları ve düşük faiz oranlarıyla birlikte piyasanın düzenleyici çerçevesindeki köklü değişiklikler, kredi verme kriterlerinin gevşetilmesi gibi unsurlar belirleyici bir rol oynamıştır (Dikkaya ve Üzümcü 2017; Stamatiou 2024, s 19). Bu politikalar sonucu artan likidite bolluğu ortamında bankalar, kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli krediler vererek özellikle düşük gelir gruplarına yönelik "subprime mortgage (yüksek riskli ipotek)" kredilerini teşvik etmiş; bu krediler menkul kıymetleştirilip türev ürünler olarak piyasaya sürülerek devasa bir konut fiyatları balonu oluşturulmuştur. Önceki konuşmalarımızda da değinildiği üzere, David X. Li'nin Gaussian copula formülü gibi matematiksel modellerin bu karmaşık riskleri "güvenli" gibi göstermesi, piyasa hacminin 2007 sonunda 62 trilyon dolar gibi astronomik seviyelere ulaşmasına zemin hazırlamıştır. Ancak 2004'ten itibaren Amerika Merkez Bankası (Federal Reserve System – FED)'nın enflasyonu kontrol etmek amacıyla faiz artırımlarına gitmesiyle bu süreç tersine dönmüş; konut fiyatlarının düşmesi ve borçların ödenememesiyle bankaların bilançoları bozulmaya başlamıştır (Dikkaya ve Üzümcü 2017, s 315-316 ; Salmon 2012).

15 Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflasın**a** göz yumulması ve ardından dev sigorta şirketi AIG'nin hisselerinin çökerek kurtarılmak zorunda kalması, finansal sistemdeki güveni tamamen yok ederek krizin küresel bir resesyona dönüşmesine yol açmıştır (Dikkaya ve Üzümcü 2017, s 316). KFC'nin ortaya çıkış nedenleri incelendiğinde CDS'ler ile olan bağı net bir şekilde görülmektedir. Kredi türevi ürünlerinin sahipleri, bu ürünlerle ilişkili kredi riskine karşı korunmak amacıyla CDS sözleşmeleri satın almaktadırlar. 2004 yılında FED'in enflasyonu baskılamak amacıyla Faiz oranlarını yükseltmesiyle mortgage piyasası yavaşlamış ve menkul kıymetleştirmenin en savunmasız alanda kredi olayları (credit events) artmıştır. Sonuç olarak artan kredi olayları CDS primlerinin yükselmesine buna bağlı olarak da CDS satıcılarının ödemelerinin artmasına neden olmuş ve piyasadaki likitidenin azalmasına yani yatırımcıların ihtiyaç duydukları krediye ulaşamamalarına neden olmuştur (Stamatiou 2024, s 21). CDS'lerin krizin oluşmasında belki de en büyük rolü, özellikle Lehman Brothers'ın batmasından sonra sigorta şirketi AIG'nin çöküş noktasında belirginleşmiştir. AIG, büyük bir CDS satıcısı (ihraççısı) olduğu için, kredi notunun düşürülmesiyle birlikte teminat yükümlülüklerini yerine getirememiş ve finansal sistemde bir domino etkisi yaratma tehlikesiyle karşı karşıya kalmıştır. ABD Merkez Bankası, AIG'nin olası çöküşünün finansal sistemi topyekûn etkileyeceği riskini görerek şirketi kurtarmıştır. Tüm bu durumlara bakıldığında CDS'lerin krizin bir nedeni olmadığı ancak krizin şiddetini arttıran önemli bir etken olduğu görülmektedir (Stamatiou 2024, s 27,62).

1.1.2. Krizden Günümüze CDS Piyasası

2008 küresel finansal krizinin ardından CDS piyasası, yetersiz denetim ve şeffaflık sorunlarını gidermek amacıyla köklü bir yapısal ve yasal dönüşüm geçirmiştir. Bu dönemdeki en kapsamlı yasal düzenleme olan Dodd-Frank Yasası (2010), Augustin ve ark. (2016)'in açıklandığı üzere, bankaların kendi adına işlem yapmasını sınırlayan Volcker Kuralı, CDS endekslerinin merkezi karşı taraflar (CCP) aracılığıyla takas edilmesi zorunluluğu ve riskli türev işlemlerinin mevduat bankalarından ayrılmasını öngören swap push out kuralı gibi yenilikler getirmiştir. Piyasa işleyişindeki bir diğer önemli değişiklik, Bomfim (2022) vurgulandığı gibi, sözleşmelerin likiditesini artırmak ve merkezi takası kolaylaştırmak için standart kuponların ve peşin prim ödemelerinin standart uygulama haline gelmesidir. Ayrıca küresel düzeyde Basel III düzenlemeleriyle, merkezi takas sistemine dahil olmayan CDS işlemleri için bankalara daha yüksek sermaye gereksinimleri getirilerek sistemik riskin ve kriz sırasında büyük kayıplara yol açan Kredi Değerleme Ayarlaması (CVA) riskinin minimize edilmesi hedeflenmiştir (Augustin vd. 2016). Tüm bu düzenlemeler CDS piyasasının artık daha şeffaf, merkezi takas odaklı ve eskiden herkesin kendi arasında ve denetimsizce yaptığı takaslara değil, artık her şeyin kayıt altında olduğu ve %45 gibi büyük bir oranını belirli büyük aktörlerinin (en aktif 27 isim) merkezde olduğu olgun bir yapıya dönüşmüştür (International Swaps and Derivatives Association [ISDA], 2019). Öte yandan aşağıdaki grafik incelendiğinde CDS piyasasının nominal değeri KFK öncesi 62 trilyon dolar seviyesinde iken portföy sıkıştırma ve merkezi takas yöntemlerinin etkisiyle 2023 itibarıyla 10 trilyon dolar seviyesine gerilemiştir (European Systemic Risk Board [ESRB], 2025).

1.2. Kredi Risk (CDS) Primi

CDS, verilen borcun veya kredinin temerrüde düşme riskine karşı korunmak amacıyla borç veren kişi tarafından satın alınan bir kredi türevidir. Çoğu zaman CDS'in kavramsal karşılığı gibi kullanılan kredi primi ile aralarında önemli fark vardır (Deniz, 2025). Kredi risk primi, CDS sözleşmesi ile sigortalanmış alacağın maliyetini temsil etmektedir başka bir değişle koruma satıcısına ödenen sigorta bedelidir (Alptürk, Sezal, ve Gürsoy , 2021). CDS primi, temerrüt riskinin büyüklüğüyle ters orantılıdır. Yüksek bir temerrüt riski, daha yüksek bir prim gerektirirken, düşük risk durumunda prim daha düşüktür. Ülkeler ve şirketler açısından ise CDS primindeki artış, yatırımcıların o ülke veya şirketle ilgili risk algısının arttığı; primdeki düşüş ise riskin azaldığı ve güvenilirliğin arttığı anlamına gelir (Yerlikaya 2024, s 137).

Ülkelerin kredi risk primi veya CDS oranları, bir ekonominin genel sağlığını ve dış şoklara karşı dayanıklılığını gösteren en kritik göstergelerden biridir. Yüksek bir CDS primi, doğrudan ülkenin dış borçlanma maliyetlerini artırarak faiz yükünü yükseltir ve bu durum reel sektörden finansal kuruluşlara kadar tüm ekonomik birimlerin finansman maliyetine yansır. Uluslararası yatırımcılar için bir güven endeksi işlevi gören bu primler, doğrudan ve portföy yatırımları için belirleyici bir kriterdir; zira ekonomik veya siyasi belirsizliklerin tetiklediği bir risk artışı, piyasalardan ani sermaye çıkışlarına ve ciddi likidite sorunlarına yol açabilir. Dolayısıyla, CDS primlerini etkileyen unsurların doğru tespit edilmesi ve bu primlerin düşük seviyelerde tutulması, hem finansal istikrarın sağlanması hem de ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği açısından hayati bir önem taşımaktadır (Alptürk vd. 2021, s 108-109). Bu duruma bankaların kişilerin kredi kullanmak istediğinde baktığı kredi notu örnek olarak verilebilir. Kişinin kredi notu ne kadar düşükse (yani risk ne kadar yüksekse), bankadan kredi alırken o kadar yüksek faiz ödemek zorunda kalır ve çevresindeki insanların ona güvenip borç vermesi o kadar zorlaşır; vice versa.

CDS primleri, finansal piyasalarda belirli bir borçlunun temerrüt riskine karşı korunma maliyetini ifade eder. Bu yüzden ülkelerin temerrüt riskini ve bir ekonominin genel sağlığını göstermesi açısından son derece önemlidir. CDS primleri baz puan cinsinden yıllık olarak ifade edilir ve yorumlarınlar. CDS sözleşmeleri genellikle 1,3,5 ve 10 yıllık vadeler şeklinde hazırlanır ancak özellikle 5 yıllık vadeler, orta vadeli görünümü en iyi yansıttığı için uluslararası piyasalarda en çok başvurulan standart referans ölçüsüdür. Bu primlerin seviyeleri analiz edildiğinde; 0–100 baz puan (bp) arası "güvenli liman" olarak görülen oldukça düşük riskli ülkeleri, 100–250 bp arası ise hâlâ "yatırım yapılabilir" seviyedeki makul risk düzeyini temsil eder. Risk algısı arttıkça, 250–500 bp aralığı yüksek kırılganlığa ve spekülatif düzeye işaret ederken; 500 bp üzerindeki değerler piyasa güveninin zayıfladığı, borçlanma maliyetlerinin yükseldiği ve tahvillerin atık olarak nitelendirildiği dönemleri yansıtır. Eğer primler 1000 bp seviyesini aşarsa, bu durum borçlunun temerrüde düşme ihtimalinin aşırı yüksek olduğu ve borçlanmanın neredeyse imkânsız hale geldiği bir krizi ifade eder. Neticede, CDS primindeki yükselişler yatırımcıların daha fazla getiri talep etmesine yol açarak doğrudan Hazine'nin borçlanma maliyetini artırmakta ve sermaye akımlarını olumsuz etkilemektedir (Deniz, 2025).

1.2.1. Kredi Risk (CDS) Priminin Teorik Belirleyicileri

CDS primleri, ülkelerin aldığı borçları geri ödeyebilme gücünü gösteren orandır. Bu oranı belirlenmesinde ülkelerin makroekonomik yapısı, jepolitik unsurlar, kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri ve küresel olaylar önemli rol oynamaktadır (Buz ve Küçükkocaoğlu, 2023). Öte yandan Longstaff ve diğerleri (2011)'ne göre, ülke kredi riskinin büyük ölçüde yerel makroekonomik değişkenlerden ziyade ABD hisse senedi piyasaları ve küresel risk primleri gibi dışsal faktörlere bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Sarıtaş ve diğerleri (2021) ise kredi derecelendirme notları ile CDS primleri arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişki olduğunu, yani not artışlarının risk primini düşürdüğünü ortaya koymaktadır. CDS priminin teknik fiyatlamalarındaki önemli etkenler vardır. Bunlar sözleşme süresi ve olası bir temerrüt durumunda alacaklının elinde kalan varlığın (tahvilin) piyasada hâlâ bir değerinin olması durumu olan kurtarma oranıdır. Bu oran ne kadar yüksek ise kredi riski de o kadar düşük demektir (Deniz, 2025). CDS primleri, bir ülkenin temerrüt riskine dair piyasa temelli beklentinin en önemli göstergelerindendir. Literatürde, CDS primlerinin oluşumunda makroekonomik temeller, finansal kırılganlık göstergeleri ve küresel belirsizlik unsurlarının bir arada etkili olduğu kabul edilmektedir (Duffie, 1999; Longstaff vd., 2011). Bu unsurlar, piyasa katılımcılarının ülkelerin kredi risklerini değerlendirirken göz önünde bulundurdukları kritik faktörlerdir.

Pan ve Singleton (2008)'e göre CDS fiyatlandırması, temerrüt olasılığının beklenen kayıp oranıyla çarpımı şeklinde teorik olarak yapılandırılmaktadır. Bu çerçevede, ekonomik temellerdeki bozulmalar, finansal piyasalardaki artan kırılganlık ve politik belirsizliklerin derinleşmesi, ülkelerin risk primlerinin yükselmesine sebep olmaktadır. Çalışmanın Türkiye'ye ilişkin yapılan analizine bakıldığında Türkiye'de özellikle yerel finansal veya politik kriz dönemlerinde CDS priminin vade yapının tersine döndüğü yani yatırımcıların ülkenin temel makroekonomik gücünden ziyade, anlık likidite krizlerine veya siyasi şoklara odaklandığını göstermektedir. Bu durum, piyasa katılımcılarının kredi riskine ilişkin algılarının olumsuz yönde etkilenmesine yol açarak, CDS primlerinde belirgin bir artış yaratmaktadır. Bu bağlamda, ülkelerin ekonomik performanslarının yanı sıra, makroekonomik istikrarı ve siyasi istikrarı da göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

Jeopolitik risk; savaş, terörizm, diplomatik gerilimler ve bölgesel çatışmalar gibi unsurlar aracılığıyla ekonomik belirsizliği artırmakta ve yatırımcı beklentilerini olumsuz etkilemektedir (Caldara & Iacoviello, 2022). Artan jeopolitik belirsizlik, riskten kaçınma davranışını güçlendirerek ülke risk primlerinin yükselmesine yol açmaktadır. Ancak jeopolitik riskin CDS üzerindeki etkisinin ülkeler arasında heterojenlik göstermektedir. Örneğin Rusya ve Çin jeopolitik şoklara karşı yüksek hassasiyet gösterirken, Hindistan gibi ülkeler daha dirençli kalabilmektedir. Bu süreçte jeopolitik risklerin yıkıcı etkisini hafifletmek için güçlü bir finansal sektör ve yatırımcıların risk çeşitlendirmesi yapabileceği açık bir ekonomi yapısı hayati önem taşımaktadır (Balcilar vd., 2018).

Gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketleri, makroekonomik kırılganlıkların başlıca kaynaklarından biridir. Özellikle portföy yatırımlarına dayalı sermaye girişleri, finansal piyasalarda geçici bir istikrar sağlamakla birlikte, ani duruş riskini artırmaktadır (Calvo, 1998, 47).

Böyle bir durumda ülke CDS primi, piyasanın talep ettiği dış kaynağın temini için olası risk durumunu yansıtarak kritik bir sinyal işlevi görmektedir.

Pirdal ve Moğol (2024)'e göre ekonomik büyüme, borç sürdürülebilirliğinin temel belirleyicilerinden biri olup, güçlü büyüme performansı kamu gelirlerini artırarak temerrüt riskini azaltmaktadır. Ekonominin daralma dönemlerinde CDS primleri hızla yükselmektedir. Ülkelerin büyüme oranları ne kadar yüksekse, dış borçlarını ödeme yeterliliklerinin o kadar arttığı ve dolayısıyla temerrüt risklerinin azaldığı ifade edilmektedir.

2. KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİNİN ÖZELLİKLERİ VE KAVRAMIN ORTAYA ÇIKIŞI

2.1. Kırılgan Beşli Kavramının Ortaya Çıkışı

Kırılgan Beşli kavramının ortaya çıkmasındaki en önemli olay 22 Mayıs 2013 tarihinde ABD Merkez Bankası'nın (FED) tahvil alımlarını azaltacağına dair verdiği işarettir. Bu durum dış finansman kaynağına ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında bir endişe yaratmış ve artan belirsizlikler ile birlikte bu piyasalarda şiddetli dalgalanmalar yaşanmaya başlamıştır (Akel 2015, s 75 ; Doğan ve İltaş 2025, s 70). Takip eden aylarda ünlü Amerikan yatırım bankası Morgan Stanley tarafından hazırlan Ağustos 2013 raporunda; Brezilya, Endonezya, Hindistan, Türkiye ve Güney Afrika'nın oluşan ülke grubu, küresel ekonomideki değişimlere karşı en yüksek riskleri taşıdıkları için "Kırılgan Beşli" olarak tanımlamıştır. Bu ülkelerin kırılgan olarak nitelendirilmesinin temel nedenleri arasında, ticaret ortaklarına göre çok yüksek seyreden enflasyon oranları ve GSYİH'ye oranla büyük cari işlemler açıkları bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, ekonomik büyümedeki yavaşlama, Çin'deki ekonomik durgunluğun ticari etkileri ve dış finansman ihtiyacını karşılamak için tahvil piyasası gibi sabit getirili sermaye akışlarına olan aşırı bağımlılık bu ekonomileri dış şoklara karşı savunmasız bırakmaktadır. ABD Merkez Bankası'nın (FED) para politikasını normalleştirme ve tahvil alımlarını azaltma ihtimali, sermayenin gelişmiş ülkelere geri dönme riskini tetikleyerek bu ülkelerin mevcut yapısal zayıflıklarını daha da derinleştirmektedir. Ayrıca, bu ülkelerin iç politikalarındaki istikrarsızlıklar ve bazılarında görülen yolsuzluklar da bu ülkeleri en riskli grup haline getirmiştir (Akel, 2015, s 77; Eğilmez, 2015; Morgan Stanley Research, 2013).

Yine Morgan Stanley (2013)'e göre aralarında Kırılgan Beşli'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkeler için sayısal bir risk puanlaması yapılmaktadır. Bu sıralama; enflasyon (CPI), reel efektif döviz kuru (REER) seviyeleri, sanayi metali ihracatı (Çin etkisi), cari açık (C/A), sabit getirili sermaye akışlarına bağımlılık ve Dış Kapsama Oranı (ECR) gibi değişkenlerin z-skoru normalleştirmesiyle elde edilen ortalamalarda, Türkiye (0.40) en yüksek risk puanıyla grubun başında yer alırken, onu sırasıyla Endonezya (0.30), Brezilya (0.25), Güney Afrika (0.16) ve Hindistan (0.15) takip etmektedir. Araştırmada yer alan yüksek puanlı ülkelerin (Şili gibi) empita fiyatlarına olan bağımlılığından kaynaklandığını ancak kırılgan beşli ülkelerinin ise hem yüksek enflasyon hem de dış finansman ihtiyacı gibi birden fazla yapısal zayıflığı aynı anda barındığını açıklamaktadır.

2.2. Kırılgan Beşli Ülkelerinin Genel Makroekonomik Görünümü

Kırılgan Beşli (Fragile Five) olarak adlandırılan Türkiye, Hindistan, Endonezya, Brezilya ve Güney Afrika ekonomileri, küresel finansal dalgalanmalara karşı gösterdikleri hassasiyet ve dış finansman ihtiyaçlarıyla literatürde kritik bir yer tutmaktadır. 2010-2024 dönemini kapsayan çalışmanın verileri ışığında yapılan analizler, bu ülkelerin makroekonomik performanslarının ve risk algılarının birbirlerinden önemli ölçüde ayrıştığını ortaya koymaktadır. Grubun en dikkat çeken üyesi olan Türkiye, 2022 yılında 653,74 baz puana ulaşan CDS primi, %72,31'lik rekor enflasyon oranı ve 0,45 seviyesindeki yüksek jeopolitik risk (GPR) skoru ile ekonomik kırılganlığın en yoğun hissedildiği ülke konumundadır. Buna karşılık Hindistan ve Endonezya, zaman içerisinde CDS primlerini 100 baz puanın altına (sırasıyla 83,9 ve 73) indirmeyi başararak ve enflasyonu tek haneli seviyelerde dizginleyerek gruptan pozitif yönde ayrışmışlardır. Brezilya ve Güney Afrika ise, özellikle %1'in altına gerileyen (Güney Afrika için %0,58) zayıf büyüme oranları ve döviz kuru üzerindeki baskılar nedeniyle "kırılgan" etiketini taşımaya devam etmektedir. Sonuç olarak, yüksek CDS primleri; sadece ekonomik dengesizliklerin değil, aynı zamanda jeopolitik belirsizliklerin ve portföy yatırımlarındaki oynaklığın bir bileşkesi olarak bu ülkelerin uluslararası piyasalardaki borçlanma maliyetlerini belirleyen en temel gösterge işlevini görmektedir.

3. LİTERATÜR TARAMASI

CDS primi ile ilgili yapılan çalışmalar genellikle CDS priminin belirleyici faktörleri olarak gösterilen makroekonomik göstergeler ve borsa endeksleri üzerine yoğunlaşmıştır. Çalışmaların sonucunda ulaşılan genel sonuç, CDS ve belirleyici faktörleri arasında güçlü bir anlamlı ilişki olduğunu göstermektedir. Öte yandan Kırılgan Beşli ekonomileri (Brezilya, Hindistan, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika), dış finansmana olan yüksek bağımlılıkları ve küresel likidite daralmalarına karşı gösterdikleri aşırı hassasiyet nedeniyle literatürdeki risk analizi çalışmalarının odağında yer almaktadır. Çalışmanın bu bölümünde CDS primleri ve Kırılgan Beşli ülkeleri üzerine yapılan çalışmalar incelenmiştir.

Abioğlu, Özgür ve Soyu (2021) çalışmalarında, Türkiye'nin Ekim 2000- Haziran 2020 dönemine ait aylık verilerini kullanarak iktisadi, finansal ve politik risklerin 5 yıllık CDS primleri üzerindeki etkilerini analiz etmişlerdir. Ekonometrik yöntem olarak, değişkenler arasındaki hem kısa hem de uzun dönemli asimetrik ilişkileri incelemeye imkân tanıyan Doğrusal Olmayan Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (NARDL) modelini kullanmışlardır. Analiz bulguları, ekonomik ve finansal risklerin CDS primleri üzerinde asimetrik bir etkiye sahip olduğunu, buna karşın politik risklerin etkisinin simetrik olduğunu ortaya koymuştur. Finansal risklerdeki artışların CDS primini yükseltmede ekonomik risk artışlarından daha baskın bir rol oynadığı görülürken; ekonomik risklerdeki azalışların CDS primini düşürmede finansal iyileşmelerden daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar ışığında, Türkiye'de uygulanan ekonomik reformların, risk primini kalıcı olarak düşürmede finansal kurtarma önlemlerine kıyasla çok daha verimli olduğu sonucuna varılmıştır.

Avşarlıgil ve Turğut (2021) çalışmalarında, Kırılgan Beşli ülkelerinde CDS primlerindeki değişimlerin hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Panel veri analizi sonuçları, CDS primlerindeki artışların yatırımcı algısını olumsuz yönde etkileyerek borsa endeksleri üzerinde baskı yarattığını ortaya koymuştur. Bu bulgular, CDS primlerinin yalnızca ülke risk göstergesi değil, aynı zamanda finansal piyasalar için öncü bir gösterge olduğunu göstermektedir.

Akel (2015) çalışmasında, Kırılgan Beşli ülkelerinin (Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye) Kasım 2000 - Aralık 2013 dönemine ait haftalık hisse senedi piyasa endeksleri arasındaki ilişkiler Johansen eşbütünleşme analizi ve Granger nedensellik testi ile araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, bu beş ülkenin sermaye piyasaları arasında hem kısa hem de uzun dönemli bir eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir.

Aizenman, Binici ve Hutchison (2014) çalışmasında, 26 gelişmekte olan ülke için 27 Kasım 2012 - 3 Ekim 2013 dönemine ait günlük borsa endeksleri, döviz kurları ve 5 yıllık CDS primleri ile Fed yetkililerinin tahvil alımı azaltımı (tapering) ve parasal genişleme (QE) açıklamaları arasındaki ilişkiyi panel veri yönteminin sabit etkiler modeli ile analiz edilmiştir. Analiz bulguları, piyasaların en güçlü tepkiyi Fed Başkanı Bernanke'nin açıklamalarına verdiğini; kısa vadede ekonomik temelleri güçlü ülkelerin kurlarının daha fazla değer kaybettiğini, ancak bir aylık kümülatif etkilerde Türkiye'nin de içinde bulunduğu "Kırılgan Beşli" grubunun CDS primlerindeki artışın ve borsa kayıplarının çok daha derinleştiğini ortaya koymuştur.

Yerlikaya (2024) çalışmasında, Türkiye için Ocak 2010 - Mart 2022 dönemini kapsayan aylık CDS primleri, döviz kuru, faiz oranları, Borsa İstanbul 100 endeksi, resmi rezervler ve toplam yurtiçi kredi hacmi arasındaki ilişkiler ARDL yöntemi ve Granger nedensellik testi kullanılarak incelenmiştir. Analiz sonuçları, döviz kuru oynaklığının ve kredi genişlemesinin CDS primlerini artırdığını; buna karşın resmi rezervlerin ve borsa performansının ülke risk algısını azaltmaya yardımcı olduğunu ortaya koymuştur.

Akkuş (2021) çalışmasında, Türkiye'nin 2000Ç4 – 2019Ç1 dönemine ait kamu ve özel sektör dış borcu ile CDS primleri arasındaki ilişki Hacker ve Hatemi-J (2006) simetrik ve Hatemi-J (2012) asimetrik nedensellik testleri ile analiz edilmiştir. Ampirik bulgular, kamu dış borçlanması ile CDS primleri arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koyarken, özel sektör dış borcu ile CDS primleri arasında anlamlı bir ilişki saptanamamıştır.

Akın ve Işıklı (2020) çalışmasında, Türkiye'nin 2007:Ç2 - 2018:Ç4 dönemine ait CDS primleri, ekonomik büyüme ve cari açık verileri arasındaki ilişkiler Kapetanios (2005) birim kök testi, Maki (2012) eşbütünleşme testi ve Fourier Toda-Yamamoto nedensellik testi ile incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar, cari açığın ve ekonomideki daralmanın ülkenin dış borçlanma risk primini ve CDS oranlarını artırdığını, Türkiye'ye yönelik risk algısının bu makroekonomik değişkenlerden doğrudan etkilendiğini göstermiştir.

Amstad, Remolona ve Shek (2016) çalışmasında, Ocak 2004 - Aralık 2014 döneminde 18 gelişmekte olan ve 10 gelişmiş ülkeye ait aylık CDS getirileri ile borç/GSYİH, cari denge, mali denge, kredi notları ve büyüme gibi temel ekonomik değişkenler arasındaki ilişki faktör analizi (PCA) ve

regresyon analizi ile araştırılmıştır. Bulgular, getirilerin yarısından fazlasını tek bir küresel risk faktörünün domine ettiğini ve ülkelerin bu faktöre duyarlılığının ekonomik temellerden ziyade o ülkenin "gelişmekte olan piyasa" olarak sınıflandırılıp sınıflandırılmadığına bağlı olduğunu ortaya koymuştur.

Arslan, Kuzu ve Çelik (2022) çalışmasında, Türkiye'nin 2010 - 2019 dönemine ait çeyreklik CDS primleri, dış borç/GSYİH oranı, işsizlik, enflasyon ve GSYİH büyüme oranları arasındaki etkileşim VAR analizi, varyans ayrıştırması ve Granger nedensellik analizi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda, ekonomik büyüme, dış borç/GSYİH ve işsizlik oranlarındaki değişimlerin Türkiye'nin CDS primleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkileri olduğu saptanmıştır.

Arık (2025) çalışmasında, Türkiye'de 2007:Ç4 - 2024:Ç4 dönemleri arasında yabancı portföy yatırımları ile CDS primi, dolar kuru ve faiz oranı arasındaki dinamik ilişkiler VAR analizi ve Granger nedensellik testi kullanılarak araştırılmıştır. Bulgular, yabancı portföy getirilerinin açıklanmasında CDS primi ve faiz getirilerinin kullanılabileceğini; portföy getirilerinin CDS ve dolar şoklarına kısa vadede negatif, faiz getirilerine ise pozitif tepki verdiğini göstermiştir.

Buz ve Küçükkocaoğlu (2023) çalışmasında, Ocak 2005 - Kasım 2020 dönemine ait aylık verilerle borsa endeksi, döviz kuru, enflasyon, faiz, cari denge, büyüme, krizler ve kredi notlarının CDS üzerindeki etkileri ARDL yaklaşımı ve Toda Yamamoto nedensellik testi ile incelenmiştir. Sonuçlar, uzun dönemde borsa endeksi ve büyümenin CDS'i negatif, döviz kurunun ise pozitif etkilediğini; borsa endeksi ve faiz oranından CDS yönüne doğru tek yönlü bir nedensellik olduğunu işaret etmektedir.

Dinç, Yıldız ve Kırca (2018) çalışmasında, Türkiye'nin Ocak 2012 - Aralık 2016 dönemindeki aylık 5 yıllık CDS baz puanı verileri Kapetanios (2005) çok kırılmalı birim kök testi ile analiz edilmiştir. Test sonuçlarına göre, CDS serisinde Nisan 2013, Eylül 2014, Haziran 2015 ve Şubat 2016 tarihlerinde anlamlı yapısal kırılmalar tespit edilmiş ve bu kırılmaların temelinde ekonomik şoklardan ziyade seçimler ve terör olayları gibi politik belirsizliklerin yattığı sonucuna varılmıştır.

Doğan ve İltaş (2025) çalışmasında, Kırılgan Beşli ülkelerinin 1 Ocak 2016 - 31 Aralık 2024 dönemine ait günlük döviz kuru ve CDS primi verileri arasındaki volatilite yayılımları Hafner ve Herwartz (2006) varyansta nedensellik ve Li ve Enders (2018) Fourier varyansta nedensellik testleri ile incelenmiştir. Analizler, Türkiye'de döviz kurundan CDS'e doğru tek yönlü bir volatilite yayılımı olduğunu; Brezilya ve Güney Afrika'da ise bu iki değişken arasında kalıcı ve çift yönlü bir volatilite yayılımının mevcut olduğunu ortaya koymuştur.

Stamatiou (2011) çalışmasında, Yunanistan'ın 2007 - 2010 dönemine ait 5 yıllık tahvil getirisi spreadleri, CDS spreadleri, kredi reytingleri ve likidite (bid-ask) göstergeleri arasındaki ilişkiler eşbütünleşme analizi, hata düzeltme modeli (ECM) ve regresyon analizi ile araştırılmıştır. Bulgular, tahvil spreadleri ile CDS spreadleri arasında uzun dönemli bir denge ilişkisi olduğunu, CDS piyasasının yeni bilgileri daha hızlı fiyatlayarak bu dengeden sapmaları düzelten öncü gösterge rolü üstlendiğini doğrulamıştır.

Longstaff vd. (2011) çalışmasında, 26 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye ait Ekim 2000 - Mayıs 2007 dönemini kapsayan aylık CDS spreadleri, yerel borsa getirileri, döviz kurları, yabancı rezervler, ABD borsa getirileri, VIX endeksi, küresel risk primleri ve sermaye akışları arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Analizde temel bileşenler analizi (PCA), kümeleme analizi ve regresyon yöntemleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, ülke risk primlerindeki değişimlerin büyük ölçüde ABD piyasaları ve küresel risk faktörleri tarafından yönlendirildiği, yerel ekonomik değişkenlerin ise risk algısını açıklamadaki payının oldukça kısıtlı kaldığı saptanmıştır.

Oral ve Yılmaz (2020) çalışmasında, Türkiye ve Brezilya ekonomileri için Ocak 2009 - Aralık 2018 dönemine ait aylık borsa kapanış endeksleri ve CDS primleri arasındaki etkileşim araştırılmıştır. Analiz sürecinde ADF, KPSS ve Zivot-Andrews birim kök testleri, Johansen eşbütünleşme testi, Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) ve Granger nedensellik analizi uygulanmıştır. Çalışma sonucunda, her iki ülkede de değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettiği ve borsa endeksinden CDS primlerine doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu, yani hisse senedi piyasalarındaki olumlu performansın ülke risk algısını düşürdüğü tespit edilmiştir.

Kamacı ve Konya (2016) çalışmasında, Kırılgan Beşli ülkeleri (Brezilya, Hindistan, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika) için 1994-2013 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Araştırmada bağımlı değişken olarak dolar cinsinden GSYİH (ekonomik büyüme) kullanılırken; bağımsız değişkenler olarak hisse senedi ve tahvil şeklindeki portföy yatırımları dikkate alınmıştır. Analiz sonuçları, hisse senetlerine yapılan yatırımların GSYİH üzerinde pozitif yönlü doğrusal bir etkiye sahip olduğunu, buna karşın tahviller ile ekonomik büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuştur. Çalışmada, bu ülkelerdeki büyümenin büyük oranda "sıcak paraya" dayalı olması nedeniyle hisse senedi piyasalarına giren sermayenin büyümeyi artırıcı bir rol oynadığı vurgulanmıştır.

Kılcı (2019) çalışmasında, Türkiye'nin 2000:Ç1-2018:Ç2 dönemine ait çeyreklik dış borç/GSYİH oranı ile 5 yıllık CDS primleri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Ekonometrik yöntem olarak yapısal kırılmaları dikkate alan Fourier ADF birim kök testi, Fourier SHIN eşbütünleşme testi ve Fourier Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Analiz bulguları, dış borç oranındaki artışın uzun dönemde CDS primlerini (risk algısını) pozitif yönde etkilediğini, ancak kısa dönemde dış borç değişimlerinin CDS primleri üzerinde anlamlı bir nedensel etkisinin bulunmadığını ortaya koymuştur.

Varlık ve Varlık (2017) çalışmasında, Türkiye'nin 29 Ocak 2008 – 14 Ekim 2016 dönemine ait günlük 5 yıllık CDS risk primi, döviz kuru sepeti, gösterge faiz oranı, VIX endeksi ve ABD 10 yıllık Hazine tahvil faizi verileri incelenmiştir. Çalışmada oynaklık yapısını ölçmek için ADF ve PP birim kök testleri ile GARCH-M (1,1) modeli uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, Türkiye'nin CDS primlerinde güçlü bir uzun hafıza (GARCH etkisi) olduğu, küresel risk iştahındaki bozulmaların ve ABD faizlerindeki artışın CDS oynaklığını belirgin şekilde yükselttiği saptanmıştır.

Fontana ve Scheicher (2010), Ocak 2006-Eylül 2008 arasında Euro-Bölgesi'nde olan 10 ülkeye ait haftalık risksiz faiz oranları, yatırımcı risk iştahı, CDS primleri ve dış borç endeksi arasında ilişkiler regresyon analizi yapılmış. Elde edilen sonuçlara göre, küresel risk iştahındaki azalmaların CDS primleri üzerinde yükselişe sebep olduğu ve ülke ekonomisinin dış borcu ile CDS primlerinin arasında pozitif anlamlı ilişkinin olduğu saptanmıştır.

4. VERİ SETİ, EKONOMETRİK YÖNTEM VE BULGULAR

4.1. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem

Çalışmada, 2010-2024 döneminde, bir ülkenin genel finansal durumunu gösteren en önemli parametrelerden biri olan CDS primlerinin, Kırılgan Beşli ülkelernde portfolyö yatırımları, jeopolitik risk ve enflasyon, döviz kuru ve büyüme gibi temel makroekonomik değişkenlerden ne denli etkilendiğinin analizi yapılmıştır. Kırılgan Beşli terimi her nekadar 2013 yılının ikinci yarısından sonra literatüre girmiş bir kavram olsa da çalışmada veri başlangıcı 2008 krizi sonrası yeni finansal dinamiklerin oluşmaya başlaması, yatırımcıların temel risk algısının değişmesi ve CDS piyasalarında yapısal değişimlerin başlaması, daha ölçülebilir ve kıyaslanabilir seviyeye gelmesi gibi nedenler göz önünde bulundurulduğunda 2010 yılı veri başlangıç yılı olarak belirlenmiştir. Ekonometrik analizlerde veri türleri zaman serisi, yatay kesit ve panel veri olarak sınıflandırılmaktadır. Bu veri türleri kullanılarak yapılan ekonometrik analizlerde veri setinin güvenilir kaynaklardan, doğru ve oluşturulan modele uygun olması analizin tahminlerinin gücenilirliği için oldukça önemlidir (Yerdelen Tataroğlu, 2021, s 3). Bu nedenle çalışmada kullanılan değişkenlere ait veriler Dünya Bankası'na ait DataBank, investing.com, Bloomberg ve jeopolitik risk endeksi için ise matteoiacoviello.com web sitelerinde elde edilmiştir.

4.1.1. Veri Setinin İstatistik Özeti

Çalışmaya ait veri setinin özet istatistikileri aşağıdaki gibidir:

Tablo1. Özet İstatistikler

Değişkenler	Gözl	Ort.	Std. Sap.	Min	Max
Cds	**75**	**197.18**	**100.37**	**73**	**653.74**
Portfolyo yatırım	**75**	**-.747**	**2.22**	**-5.06**	**12.992**
Döviz kuru	**75**	**8.799**	**5.911**	**1.51**	**33.06**
Enflasyon	**75**	**8.505**	**11.464**	**1.56**	**72.309**
Büyüme	**75**	**3.94**	**3.521**	**-6.169**	**11.439**
Jeopolitik risk	**75**	**.134**	**.122**	**.016**	**.497**

Tablo1 incelendiğinde:

- CDS Primi: Ortalama 197.2 baz puan. Standart sapmanın100.4 ile yüksek olması, ülkeler ve yıllar arasında büyük farklılıklar olduğunu göstermektedir. Min (73 bp) ve Max (653.74 bp) değerler ülkelerin cds primlerinde yüksek dalgalanma ve bazı ülkelerin "yatırım yapılabilir"

seviyede kalırken (örn. Hindistan/Endonezya), bazılarının (özellikle Türkiye 2022) "atık statü" sınırını aşan çok yüksek risk dönemleri yaşadığını doğrulamaktadır.

- Portföy Yatırımları: Ortalama-0.75. Belirli bir dönemde 12.99 gibi pozitif bir uç değer görülse de bu durum ilgili dönem boyunca ülke grubu için net sermaye çıkışı olduğuna işaret etmektedir.
- Döviz Kuru: Ortalama 8.80 (yerel para/$). Yüksek standart sapma (5.91), ülkelerin kur seviyeleri ve enflasyon farkları nedeniyle geniş bir dağılıma sahip olduğunu göstermektedir. Artan trend (özellikle Türkiye'de) dikkat çekicidir.
- Enflasyon: Ortalama %8.51, ancak maksimum değer %72.31 (Türkiye 2022). Bu, grubun kronik yüksek enflasyon sorunuyla karşı karşıya olduğunu, ancak Türkiye'nin bu konuda aşırı bir uç değer oluşturduğunu ortaya koymaktadır.
- Büyüme: Ortalama %3.94. Pozitif olması olumlu, ancak standart sapmanın da yüksek olması büyümedeki dalgalanmaların ve bazı yıllardaki daralmaların (negatif min değer) etkisini göstermektedir.
- Jeopolitik Risk: Kavram, Caldara ve Iacoviello (2022)'nun çalışmasında savaşlar, terörizm ve devletler ile siyasi aktörler arasındaki uluslararası ilişkilerin barışçıl seyrini etkileyen her türlü gerginlik, tehdit ve bu durumların tırmanması olarak tanımlanmış aynı zamanda jeopolitik riskin sadece siyasi bir kavram olmadığını, ekonomik kararlar ve piyasa dinamikleri üzerinde de etkisi olduğunu ve makroekonomik ve mikroekonomik düzeyde ciddi olumsuz sonuçları olduğunu bilimsel verilerle ispatlamaktadır. Bu yönüyle çalışmaya bağımsız değişken olarak eklenmiş ve Kırılgan Beşli ülkelerinde CDS primleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Ortalama 0.13. Değer aralığı (0.016- 0.497) ülkelerin ve dönemlerin jeopolitik risk algılarında önemli farklılıklar olduğunu gösterir.

Özetle verilere bakıldığında, "Kırılgan Beşli" tanımıyla uyumlu olduğu göstermektedir.

4.1.2. Ekonometrik Yöntem

Panel veri analizi, belirli bir zaman diliminde değişkenlerin değerini içeren zaman serisi ile belirli bir zaman anında birden fazla birim üzerinde toplanmış veriler olan yatay kesit verilerinin birleşmesiyle oluşan karma veri türüdür. Diğer bir ifadeyle bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki dinamik değişimi, zaman serileri ve yatay kesit serisini birarada kullanılmasına olanak tanıyan ekonometrik yöntem olarak tanımlanabilir (Güriş vd. 2013, s 7; Yerdelen Tataroğlu, 2021, s 4). Bu analiz türü, bireysel heterojenliği dikkate alarak daha kapsamlı ve açıklayıcı bilgiler sunmakta; değişkenler arasında daha düşük çoklu doğrusal bağlantılar sağlayarak daha etkili tahminler yapılmasına olanak tanımaktadır. Ayrıca, dinamik uygulamalara elverişli olması, yalnızca çapraz kesit veya zaman serisi verileri ile gerçekleştirilemeyen karmaşık yapıları belirleyip ölçme imkânı sunmaktadır. Bununla birlikte, panel veri analizinin bazı sınırlayıcı unsurları da mevcuttur. Bu sınırlamalar, modelleme ve veri toplama sürecinde karşılaşılan güçlükler, ölçüm hatalarındaki sapmalar, seçim sorunları ve çapraz kesit bağımlılığı gibi unsurlardan kaynaklanmaktadır (Baltagi,

2005, s 4-8; Yerdelen Tataroğlu, 2021, s 7). Bu durumda çalışmanın amacı doğrultusunda kullanılacak yöntem, Panel Veri Analizi Yöntemidir ve analiz için STATA v.14.1 programı kullanılmıştır.

Çalışmada bağımlı değişken CDS primi (5 yıllık ort.)'dir. Bağımsız değişkenler ise genel anlamda CDS primini belirleyen etmenler göz önünde bulundurulduğunda portfölyo yatırımları (GSYH%), döviz kuru, enflasyon, büyüme ve jeoplolitik risk değişkenleri yıllık ortalamaları alınarak belirlenmiştir. Tüm bu bilgiler ışığında çalışmanın hipotezi:

H: Kırılgan Beşli ülkelerinde CDS primleri üzerinde, jeopolitik risk ve enflasyon etkisinin pozitif, portföy yatırımları, ekonomik büyüme ve döviz kuru etkilerinin ise negatif etkilendiğidir, şeklindedir.

Oluşturulan hipotezin test edilmesine yönelik kurulan model:

$$\boldsymbol{CDS_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Portfolyö\ Yatırımları_{it} + \beta_2 Döviz\ Kuru_{it} + \beta_3 Enflasyon\ Oranı_{it} + \beta_4 Büyüme\ Oranı_{it} + \beta_5 GPR_{it} + \mu_{it}}$$

- CDS$_{it}$: Ülke *i*'nin *t* dönemindeki CDS primi (baz puan)
- $Portfolyö\ Yatırımları_{it}$: Portfolyö Yatırımları (GSYH'ye oran)
- Döviz_Kuru$_{it}$: USD karşısında ulusal para birimi
- Enflasyon$_{it}$: Yıllık enflasyon oranı (%)
- Büyüme$_{it}$: Reel GSYH büyüme oranı (%)
- Jeopolitik_Risk$_{it}$: Jeopolitik Risk Endeksi (GPR)
- $\boldsymbol{\alpha_i}$: Ülkeye özgü sabit etki
- $\boldsymbol{u_{it}}$: Hata terimi

Özetle model ülke riskinin belirleyicilerini analiz eder.

4.2. Model Seçimi ve Pnel Birim Kök Testi Sonuçları

Çalışmada, Panel veri modelinde kullanılmakta olan, eğim ve sabit parametrelerin birim ve zamana göre sabit olduğu başka bir ifadeyle tüm gözlemlerin homojen varsayıldığı Klasik Model (Yerdelen Tataroğlu, 2021, 7), Eğim parametlerinin sabit, sabit parametrenin ise birim ve/veya zamana göre değişim gösterdiği Sabit Etkiler Modeli (Hsiao, 2014, s 41), çalışmada ülkeye özgü zamanla değişmeyen özelliklerin varlığından ötürü Sabit Etkiler Modeline alternatif olan Kukla Değişkenli En Küçük Kareler Yöntemi (Least Squares Dummy Variable-LSDV) ve hem sabit hemde eğim parametlerinin birim ve/veya zamana göre dekişkenlik gösterdiği Rassal Etkiler Modeli

kullanılacaktır (Hsiao, 2014, s 41). Nihai modelin seçimine karar vermek için ise F testi, Olabilirlik Oranı (LR) testi, Chow testi ve Hausman testleri kullanılacaktır.

Tablo2. Im-Pesaran-Shin (IPS) Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzey W-T-Bar	Düzey P	1. Fark W-T-Bar	1. Fark P	Karar
Cds	-0.9933	0.1603	-8.3127	0.0000***	I(1)
Portfolyo yatırım	-2.9492	0.0016***	–	–	I(0)
Döviz kuru	2.7836	0.9973	-2.6305	0.0043***	I(1)
Enflasyon	-0.7440	0.2284	-3.7358	0.0001***	I(1)
Büyüme	-2.9040	0.0018***	–	–	I(0)
Jeopolitik Risk	-0.5845	0.2795	-5.0065	0.0000***	I(1)

Not: *** %1 anlamlılık düzeyinde birim kök temel hipotezinin reddedildiğini gösterir. Testler sabit terim ve trend içerecek şekilde yapılmış, gecikme uzunlukları AIC kriterine göre otomatik belirlenmiştir.

Panel veri analizinde serilerin durağanlık özelliklerinin incelenmesi, sahte regresyon riskinin önlenmesi açısından kritik öneme sahiptir. Bu çalışmada değişkenlerin durağanlığı, heterojen paneller için daha esnek bir yaklaşım sunan ve her birime özgü otoregresif katsayılara izin veren Im-Pesaran-Shin (IPS) panel birim kök testi ile sınanmıştır. Kırılgan Beşli ülkelerinin yapısal farklılıkları göz önünde bulundurulduğunda, homojenlik varsayımına dayanan Levin-Lin-Chu (LLC) testine kıyasla IPS testinin daha güvenilir sonuçlar sunduğu değerlendirilmektedir. Test sonuçları Tablo 2'de özetlenmiştir.

IPS testi bulgularına göre, portföy yatırımları ve ekonomik büyüme değişkenleri düzeyde durağan (I(0)) iken; CDS primi, döviz kuru, enflasyon ve jeopolitik risk değişkenlerinin düzeyde birim kök içerdiği, ancak birinci farkları alındığında durağan hale geldikleri (I(1)) tespit edilmiştir. Değişkenlerin farklı derecelerde durağan olması (mixed order of integration), standart panel eşbütünleşme testlerinin uygulanmasını teknik olarak mümkün kılmamaktadır. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ülke panellerinde sıklıkla karşılaşılan bir sorundur (Baltagi, 2008).

Bu çerçevede, literatürdeki benzer ampirik çalışmalar takip edilerek (Longstaff vd., 2011; Aizenman vd., 2014), değişkenlerin düzey değerleriyle çalışılması ve otokorelasyon ile değişen varyans sorunlarına karşı dirençli standart hatalar üreten Driscoll-Kraay tahmincisinin kullanılması tercih edilmiştir. Değişkenler arasındaki uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin test edilmemiş olması çalışmanın bir sınırlılığı olarak kabul edilmekte olup, bu husus gelecek araştırmalar için bir öneri niteliği taşımaktadır.

4.2.1. Model Seçim Sonuçları

Tablo 3 incelendiğinde**,** Nihai model olarak Sabit Etkiler yaklaşımının Kukla Değişkenli En Küçük Kareler (LSDV) yöntemi tercih edilmiştir. Bu tercihin sebepleri; Kırılgan Beşli ülkeleri benzer makroekonomik göstergelere sahip olsalar da, kurumsal yapı, coğrafi konum ve tarihsel faktörler gibi zamanla değişmeyen ülkeye özgü özellikler bakımından çeşitlilik göstermektedir. LSDV modeli, bu

gözlemlenemeyen sabit etkileri açıkça modele dahil ederek daha tutarlı tahminler elde edilmesini sağlamaktadır. Diğer yandan F testi ülke sabit etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiştir ($F(4,65)=7.44$, $p=0.0001$). Hausman testi ise sabit etkiler modelinin rastgele etkiler modeline tercih edilmesi gerektiğini doğrulamıştır ($\chi^2(4)=17.74$, $p=0.0014$). Rastgele etkiler modelinde maksimum olabilirlik (MLE) tahminleri rastgele etki varyansının anlamlı olduğunu gösterse de ($\sigma_u=33.86$, $p=0.004$), LSDV modelinin yüksek açıklama gücü ($R^2=0.690$) ve tüm makroekonomik değişkenlerin anlamlılığı, modelin politik çıkarım yapmaya elverişli olduğunu göstermektedir. Chow testi modelin genel geçerliliğini destekte ve ($F(25,45)=4.59$, $p=0.000$ sonuçları için Klasik regresyon modelinin geçerliliğinin olmadığını göstermektedir. Tüm bu testlerin ortak yönlendirmesiyle LSDV modelinin Kırılgan Beşli ülkelerinin CDS primlerinin analizi için en uygun spesifikasyon olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo3. Model Seçimi ve F, LR, Chow ve Hausman Testleri'nin Sonuçları

Model	Boyut	R^2 / LL	F / Test	Prob>F	Ana Bulgular	Karar
1. Ortak Etkiler (POLS)	-	R^2 = 0.5831	F (5,69) =19.30	0.0000	Enflasyon (+++), Büyüme (--), Kur (–*)	**Red**
2. Sabit Etkiler xtreg,fe (Ülke)	Ülke	Within R^2 = 0.5036	F (5,65) =13.19	0.0000	Portföy (++), Kur (—), Enflasyon (+++), Büyüme (–*)	**Aday**
3. Sabit Etkiler LSDV (Ülke)	Ülke	R^2 = 0.6903	F (9,65) =16.10	0.0000	Portföy (++), Kur (—), Enflasyon (+++), Büyüme (–*)	**KABUL**
4. Rassal Etkiler GLS (Ülke)	Ülke	Within R^2 = 0.4568	Wald χ^2=96.52	0.0000	Enflasyon (+++), Büyüme (--), Kur (–*)	**Red**
5. Rassal Etkiler MLE (Ülke)	Ülke	LL = -415.194	LR χ^2=53.22	0.0000	Tüm makrolar anlamlı, sigma_u anlamlı	**Aday**
6. Model Seçim Testleri	-	-	**1. F testi: F (4,65) =7.44*** **2. Hausman: χ^2 (4) = 17.74*** **3. LR test: χ^2 (1) =7.15*** **4. Chow test: 4.59 F (25,45)**	**1. p=0.0001** **2. p=0.0014** **3. p=0.004** **4. P=0.000**		

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

4.2.2. Nihai Modelin Varsayımlarının Test Sonuçları

Tablo4'de yer alan sonuçlara göre nihai model olarak LSDV modeli seçilmiştir. Ancak etkin ve tutarlı tahminlerin elde edilebilmesi panel veri yönteminin temel varsayımları oln değişen varyans (heteroskedastisite), otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun bulunup bulunmadığına dair testlerin yapılması gerekmektedir. Tablo3'de bu üç varsayım sonuçları yer almaktadır. Sonuçlara bakıldığında tahmin edilen modellerde ilk olarak varyanstan sapmaların olup olmadığını görmek amacıyla Geliştirilmiş Wald Testi (Modified Wald Test) uygulanmıştır. Test sonucuna göre her modelde heteroskedastisite olduğu görülmüştür. Modelde otokorelasyonun varlığı Wooldridge testi ile sınanmış, test sonucunda otokorelasyon katsayısının sıfırdan farklı olarak p=0.4793 çıkması nedeniyle modelde otokorelasyonun olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Birimler arası korelasyon (yatay kesit bağımlılığı) probleminin sınanması için ise Pesaran testi yapılmış, H_0: Yatay kesit bağımlılığı yoktur, hipotezi p değerinin 0.8398 çıkması sonucu reddedilemmiş ve buna göre modelde birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 4. Wald, Wooldridge ve Peseran CD Test Sonuçları

Test	Yöntem	Sonuç	p-değeri	Karar
1. Heteroskedastisite	Modified Wald	χ^2=71.94	**0.0000**	**VAR**
2. Otokorelasyon	Wooldridge testi	ρ=0.4793	-	**VAR**
3. Cross-sectional Dep.	Pesaran CD	0.214	**0.8308**	**YOK**

4.2.3. Driscoll Kraay Tahmin Edicisi'nin Sonuçları

Çalışmada, Ekonometrik testler, modelde heteroskedastisite ve otokorelasyon sorunları olduğunu göstermiştir. Pesaran CD testi sonucuna göre birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) mevcut olmadığı tespit edilmiştir (p=0.8308). Bu noktada, Driscoll-Kraay tahmincisinin tercih edilmesinin metodolojik gerekçesinin açıklanması faydalı olacaktır. Driscoll-Kraay standart hataları, literatürde yaygın olarak yatay kesit bağımlılığı durumunda kullanılmakla birlikte heteroskedastisite ve otokorelasyon sorunlarının varlığında da dirençli tahminler üretebilen genel bir yaklaşımdır (Hoechle, 2007). Modelde yatay kesit bağımlılığı bulunmamasına rağmen, eş zamanlı olarak saptanan değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarını giderebilme kapasitesi nedeniyle Driscoll-Kraay dirençli tahmin edicisi kullanılmıştır. Bu nedenle dirençli tahminciler veren Driscoll-Kraay standart hataları testi kullanılarak tahmin edilen model nihai sonuç olarak kabul edilmiştir. Tablo5 incelendiğinde Driscoll-Kraay standart hataları ile tahmin edilen sabit etkiler modelinin sonuçları, yüksek düzeyde istatistiksel anlamlılığa sahiptir (F(5,14)=69.39, p=0.0000). Model, CDS primlerindeki değişimin yaklaşık %50'sini açıklamaktadır. (Within R^2=0.5036) Kırılgan Beşli ülkelerinin CDS primleri üzerindeki belirleyicileri konusunda önemli bulgular sunmaktadır. Analiz sonuçlarına göre, enflasyon değişkeni CDS primleri üzerinde en güçlü pozitif etkiye sahiptir (β=7.505, t=14.29, p=0.000). Bu bulgu, fiyat istikrarsızlığının ülke kredi riskini doğrudan ve şiddetli biçimde artırdığını göstermektedir. Portföy yatırımları da çalışmanın ana hipotezindedeki beklentinin aksine istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir etki sergilemektedir (β=9.285, t=2.96, p=0.010). Bu beklenmedik sonuç, söz konusu ülkelerdeki portföy yatırımlarının kısa vadeli ve spekülatif olabileceğine, dolayısıyla risk algısını yükselttiğine işaret etmektedir. Döviz kuru değişkeninin negatif işaretli ve anlamlı katsayısı (β=-7.733, t=-2.70, p=0.017), ulusal paranın değer kaybının ihracatı teşvik ederek dış dengeleri iyileştirdiği ve bu yolla risk primi üzerinde düşürücü etki yarattığı şeklinde yorumlanabilir. Ekonomik büyüme ise beklenildiği gibi negatif yönlü anlamlı etkiye sahiptir (β=-6.564, t=-2.31, p=0.037), ancak bu etkinin nispeten daha zayıf olduğu görülmektedir. Jeopolitik risk endeksi ise beklentinin aksine istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır (β=-228.30, t=-1.69, p=0.112).

Tablo 5. Driscoll Kraay Tahmin Edicisi Sonuçları

DEĞİŞKEN	KATSAYI	DK STANDART HATA	T-İSTATİSTİĞİ	P-DEĞERİ	EKONOMİK YORUM
PORTFÖY YATIRIMLARI	9.285	3.135	2.96	0.010	Pozitif ve anlamlı
DÖVİZ KURU	-7.733	2.866	-2.70	0.017	Negatif ve anlamlı
ENFLASYON	7.505	0.525	14.29	0.000	Çok güçlü pozitif
EKONOMİK BÜYÜME	-6.564	2.840	-2.31	0.037	Negatif ve anlamlı

JEOPOLİTİK RİSK (GPR)	-228.30	134.81	-1.69	0.112	Anlamsız
SABİT TERİM	264.772	21.271	12.45	0.000	Ortalama sabit etki
MODEL İSTATİSTİKLERİ					
WİTHİN R²	0.5036				Model açıklama gücü
F-İSTATİSTİĞİ	F(5,14)=69.39				Model genel anlamlılığı
PROB > F	0.0000				Model genel olarak anlamlı
GÖZLEM SAYISI (N)	75				5 ülke × 15 yıl
GRUP SAYISI	5				Kırılgan Beşli ülkeleri
ZAMAN PERİYODU	15				2010-2024
STANDART HATA TÜRÜ	Driscoll-Kraay				Heteroskedastisite ve otokorelasyon düzeltmeli

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

4.2.4. Kırılgan Beşli Ülkeleri İçinde Türkiye'nin Etkisinin Test Edilmesi

Tablo 6. Türkiye'nin Etkisinin Test Sonuçları

DEĞİŞKEN	**(1)TÜM ÜLKELER**	**(2)TÜRKİYE HARİÇ**	**FARK**	**YORUM**
PORTFÖY Y.	9.28*	3.35	**Kayboldu**	Etki Türkiye'den
DÖVİZ KURU	-7.73*	**+5.16****	**İşaret değişti**	Türkiye paradoksal
ENFLASYON	7.51***	**20.66*****	**3x arttı**	Diğerlerinde çok güçlü
BÜYÜME	-6.56*	-3.00	Kayboldu	Etki Türkiye'den
GPR	-228.30	**-571.29*****	Anlamlı oldu	Diğerlerinde önemli
GÖZLEM	75	60		
R²	0.504	-		

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Not: Driscoll-Kraay yönteminin teknik sınırlamaları nedeniyle alt grup analizinde Within R² hesaplanamamıştır. Katsayı tahminleri ve anlamlılık testleri geçerlidir.

Türkiye'nin analiz sonuçları üzerindeki etkisini test etmek amacıyla yapılan alt grup analizi, çarpıcı sonuçlar ortaya koymuştur. Türkiye örneklemden çıkarıldığında, kalan dört ülkenin CDS primilerinin belirleyicilerindeki değişimi gözlemlemek amacıyla yapılmış ve veriler incelendiğinde çarpıcı sonuçlar ortaya koymuştur.

Tablo6 incelendiğinde, Driscoll-Kraay standart hataları ile tahmin edilen modeller karşılaştırıldığında, Türkiye'nin örneklemden çıkarılmasının sonuçlar üzerinde dramatik ve yapısal değişikliklere yol açtığı görülmektedir. Portföy yatırımları değişkeni, tüm örneklemde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahipken (β=9.28, $p<0.05$), Türkiye hariç tutulduğunda bu etki hem büyüklük (β=3.35) hem de anlamlılık açısından kaybolmaktadır. Bu bulgu, portföy akımları ile CDS primleri arasındaki pozitif ilişkinin ağırlıklı olarak Türkiye'den kaynaklandığını ve Türkiye'nin portföy hareketlerine diğer ülkelere kıyasla çok daha duyarlı olduğunu göstermektedir.

En çarpıcı değişim döviz kuru değişkeninde gözlemlenmektedir. Tüm örneklemde döviz kurunun CDS primleri üzerinde negatif etkisi bulunurken (β=-7.73, $p<0.05$), Türkiye hariç analizde bu ilişki işaret değiştirerek pozitif hale gelmektedir (β=+5.16, $p<0.01$). Bu durum, Türkiye'de devalüasyonun ihracatı artırarak dış dengeleri iyileştirdiği ve risk algısını azalttığı, diğer dört ülkede ise kur şoklarının sermaye çıkışına neden olarak riski artırdığı şeklinde yorumlanabilir. Enflasyon değişkeninin etkisi ise Türkiye hariç analizde yaklaşık üç kat artmıştır (7.51'den 20.66'ya). Bu artış, diğer Kırılgan Beşli ülkelerinde enflasyon kontrolünün CDS primlerini düşürmede Türkiye'ye kıyasla çok daha kritik öneme sahip olduğunu göstermektedir.

Ekonomik büyüme değişkeni de Türkiye'nin çıkarılmasıyla anlamlılığını kaybetmekte, bu da büyümenin risk primi üzerindeki düşürücü etkisinin öncelikle Türkiye ile sınırlı olduğuna işaret etmektedir. Jeopolitik risk endeksi ise ilginç bir şekilde Türkiye hariç analizde istatistiksel olarak anlamlı hale gelmekte ve güçlü negatif bir etki sergilemektedir (β=-571.29, $p<0.001$). Bu durum yüksek risk rejiminde yer alan Türkiye gibi ülkelerde CDS primleri zaten yüksek seviyelerde fiyatlandığından, jeopolitik riskteki marjinal artışlar yatırımcılar açısından sınırlı derecede etki etmekte ve CDS fiyatlaması üzerinde görece zayıf etki üretmektedir. Buna karşılık, görece düşük ve orta risk durumunda bulunan kalan dört ülkede jeopolitik şoklar, beklentilerde ani bozulmaya yol açarak CDS primlerinde güçlü artışlara neden olabilmekte yada kısa vade de sermaye girişlerinde spekülatif dalgalanmalara neden olabilmektedir.

Sonuç olarak, bu alt grup analizleri Kırılgan Beşli ülkeleri içinde Türkiye'nin portföy yatırımlarına duyarlılığı, kur politikalarının etkisi ve büyüme-risk ilişkisi bakımından diğerlerinden niteliksel olarak farklılaştığını ortaya koymaktadır. Bu bulgular, politika yapıcılar için ülke-özgü yaklaşımların önemini vurgulamakta ve Kırılgan Beşli kavramının ekonomik dinamikler açısından yeniden değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. İleride yapılabilecek analizlerde daha fazla bağımsız değişken ile brlikte CDS primleri üzerinden gelişmekte olan ülkeler arasında yeni Kırılgan ülke grubu ortaya çıkarılabilmektedir.

Son olarak elde edilen bulgular literatür ile karşılaştırıldığında, pek çok çalışma ile paralellik göstermektedir; örneğin Arslan, Kuzu ve Çelik (2022) ile Buz ve Küçükkocaoğlu (2023), enflasyon ve büyümenin CDS primleri üzerindeki belirleyici rolünü benzer şekilde saptamışlardır. Akın ve Işıklı (2020) ile Amstad, Remolona ve Shek (2016) de ekonomik daralma ve büyüme verilerinin risk algısı üzerindeki doğrudan etkisini vurgulayarak ana çalışmanın büyüme bulgusunu desteklemektedir. Portföy yatırımlarına ilişkin sıcak para değerlendirmesi, bu ülkelerdeki büyümenin spekülatif sermaye akışlarına dayalı olduğunu belirten Kamacı ve Konya (2016) ile uyumluyken; döviz kurunun risk artırıcı etkisi (Türkiye hariç analizde) Yerlikaya (2024) ve Buz ve Küçükkocaoğlu (2023) çalışmalarındaki kur-CDS ilişkisi sonuçlarıyla örtüşmektedir. Sonuç olarak, bu çalışma, özellikle makroekonomik temellerin risk primi üzerindeki etkisi noktasında literatürdeki geleneksel bulguları doğrulamakta, ancak Türkiye'nin bu dinamiklerdeki ayrışan konumuna dikkat çekerek özgün bir katkı sunmaktadır.

SONUÇ

Bu çalışma, Kırılgan Beşli olarak adlandırılan ülkelerin (Türkiye, Brezilya, Hindistan, Endonezya ve Güney Afrika) CDS primlerinin makroekonomik belirleyicilerini 2010-2024 dönemi için panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Analiz sonuçları, çalışmanın temel hipotezini desteklemekle birlikte, çalışma sırısında Türkiye özelinde yapılan alt grup analizi çalışmaya derinlik katmış ve Kırılgan Beşli ülkelerinin homojen bir grup olmadığını ve Türkiye'nin bu grupta daha özel bir konuma sahip olduğunu ortaya koyan bulgulara ulaşılmıştır.

Temel bulgular açısından, ilk olarak Kukla Değişkenli En Küçük Kareler (LSDV) yönetemi seçilmiş olsa da panel veri yöntemindeki temel varsayımların testleri sonucunda değişen varyans (heteroskedastisite) ve otokorelasyon varlığı tespit edilmiş ve bu sorunları ortadan kaldırmak için dirençli tahmin yöntemi Driscoll-Kraay standart hataları ile sabit etkiler modeli tahmin edilmiştir. Tahmin sonucunda dört temel makroekonomik değişkenin CDS primleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkileri olduğunu görülmüştür. Enflasyon, hem katsayı büyüklüğü (β=7.505) hem de anlamlılık düzeyi (p=0.000) açısından en güçlü belirleyici olarak öne çıkmıştır. Bu bulgu, Kırılgan Beşli ülkelerinde fiyat istikrarının korunmasının kredi riskini azaltmada en kritik öneme sahip olduğunu ortaya çıkarmıştır. Portföy yatırımları pozitif yönlü anlamlı etkiye sahipken (β=9.285, p=0.010), bu ilişkinin beklenenin aksine yönü, söz konusu ülkelerdeki portföy akımlarının spekülatif karakterde olabileceğine işaret etmektedir. Döviz kuru değişkeninin negatif etkisi (β=-7.733, p=0.017), rekabetçi kur politikasının ihracatı teşvik ederek dış dengeleri iyileştirdiği ve risk algısını azalttığı şeklinde yorumlanmıştır. Ekonomik büyüme ise teorik beklentilerle uyumlu şekilde negatif yönlü ancak nispeten zayıf bir etkiye sahiptir (β=-6.564, p=0.037). Temel hipotezde pozitif anlamlı bir etkisinin olacağı öngörülen jeopolitik risk değişkeni ise analiz sonucunda anlamsız çıkmıştır.

Çalışmanın en önemli ve beklenmedik bulgusu, Türkiye'nin Kırılgan Beşli içindeki benzersiz konumuna ilişkindir. Yapılan alt grup analizleri, Türkiye örneklemden çıkarıldığında sonuçların dramatik şekilde değiştiğini göstermiştir. Türkiye hariç analizde, portföy yatırımları ve ekonomik büyüme değişkenleri anlamlılıklarını kaybetmiş, döviz kuru değişkeninin etkisi işaret değiştirerek pozitif hale gelmiş, enflasyon etkisi yaklaşık üç kat artmış ve tüm ülkeler üzerinde yapılan analizde anlamsız olan jeopoltik risk değişkeni negatif anlamlı çıkmıştır. Bu bulgular, Türkiye'nin portföy akımlarına duyarlılığı, kur politikalarının etkisi ve büyüme-risk ilişkisi bakımından diğer dört ülkeden niteliksel olarak farklılaştığını ve Kırılgan Beşli içinde bir uç değer olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle döviz kurundaki belirgin etki farklılığı, Türkiye'de kurdaki artışların risk azaltıcı, diğerlerinde ise risk artırıcı etki yaptığını göstermektedir.

Bu çalışmada elde edilen ampirik bulgular, CDS primlerinin belirleyicilerinin ülkeler arasında belirgin biçimde farklılaştığını ve tek tip politika yaklaşımının etkin sonuç üretmediğini ortaya koymaktadır. Bu nedenle politika önerileri, her ülkenin özgün makroekonomik ve finansal kırılganlık yapısı dikkate alınarak ülke bazlı olarak geliştirilmiştir. Çalışmanın genel odağı Kırılgan Beşli ülkeleri içinde Türkiye'nin benzersiz ekonomik yapısı olduğundan politika önersi sadece Türkiye ile sınırlı tutulmuştur. Buna göre Türkiye için elde edilen bulgular, CDS primlerinin en güçlü

belirleyicilerinin enflasyon ve portföy yatırımları olduğunu göstermektedir. Bu durum, Türkiye ekonomisinin yüksek enflasyon ve kısa vadeli sermaye hareketlerine bağımlılık nedeniyle kırılgan bir yapı sergilediğine işaret etmektedir. Bu bağlamda politika yapıcıların öncelikli hedefi, kalıcı dezenflasyon sürecini tesis etmek olmalıdır. Merkez bankası bağımsızlığının güçlendirilmesi, öngörülebilir ve sıkı para politikası çerçevesinin benimsenmesi ve enflasyon hedeflemesine olan güvenin yeniden tesis edilmesi, risk algısının iyileştirilmesi açısından kritik öneme sahiptir. Bunun yanı sıra, kısa vadeli portföy yatırımları yerine uzun vadeli doğrudan yabancı yatırımların teşvik edilmesi, ani sermaye çıkışları kaynaklı finansal oynaklığı azaltarak CDS primlerinin kalıcı biçimde düşürülmesine katkı sağlayacaktır. Çalışmada jeopolitik risk değişkeninin Türkiye için anlamsız bulunması, ülkenin zaten yüksek risk rejiminde fiyatlandığını ve CDS primlerinin daha çok iç makroekonomik dinamikler tarafından belirlendiğini ortaya koymaktadır.

Bu çalışmanın bazı sınırlılıkları bulunmaktadır. Birincisi, CDS primleri ile makroekonomik değişkenler arasındaki çift yönlü ilişki potansiyel bir içsellik sorununa yol açabilmektedir. Panel GMM bu sorunun çözümünde etkili bir yöntem olmakla birlikte, mevcut veri yapısı (N=5, T=15) GMM'nin asimptotik özelliklerinin güvenilir çalışması için sınırlı kalmakta; az sayıda birim içeren panellerde bu yöntem aşırı araç değişken ve zayıf araç değişken sorunlarına yol açabilmektedir. İkincisi, değişkenlerin farklı derecelerde durağan olması (I(0) ve I(1)) standart panel eşbütünleşme testlerinin uygulanmasını teknik olarak mümkün kılmamıştır. Üçüncüsü, model statik yapıda kurulduğundan CDS primlerindeki süreklilik (dinamik yapı) dikkate alınamamıştır. Dördüncüsü, yalnızca beş ülke örneklemi ve yıllık veri kullanılması nedeniyle gözlem sayısı nispeten sınırlıdır.

Gelecek araştırmalarda, daha yüksek frekanslı verilerle (çeyreklik veya aylık) gözlem sayısı artırılarak dinamik panel GMM yöntemleri uygulanabilir; BRICS ülkeleri veya diğer gelişmekte olan ülkeler gibi daha geniş örneklemlerle bulguların genellenebilirliği sınanabilir; portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi ve tahvil yatırımları şeklinde alt bileşenlerine ayrıştırılarak risk primi üzerindeki etkiler daha ayrıntılı incelenebilir.

Sonuç olarak, bu çalışma Kırılgan Beşli ülkelerinin CDS primlerinin temel belirleyicilerini ve mevcut teorik çerçeveyi sağlam bir ampirik analizle test ederek ülke-özgü dinamikleri ortaya çıkarmayı hedefleyen ve bu ülkelerin homojen bir grup olmadığını, özellikle Türkiye'nin benzersiz dinamiklere sahip olduğunu ve Kırılgan Beşli ülkelerinin yeniden değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymuştur. Bulgular, hem akademik literatüre katkı sağlamakta hem de politika yapıcılar için ülke-özgü stratejiler geliştirilmesi gerektiğine dair önemli çıkarımlar sunmaktadır.

Çıkar Çatışması Beyanı

Yazar(lar), bu makalenin araştırma, yazarlık ve/veya yayın süreci ile ilgili herhangi bir potansiyel çıkar çatışması olmadığını beyan eder.

Mali Destek

Yazar(lar), bu makalenin araştırılması, yazılması ve/veya yayınlanması için herhangi bir mali destek almamıştır.

Yayın Etiği Beyanı

Çalışmada etik dışı bir husus bulunmadığını, araştırma ve yayın etiğine özenle uyulduğunu beyan ederiz.

Yazar Katkı Oranı

Çalışma, iki yazarlı olup yazarın katkı oranı %50'dir.

Etik Kurul İzni

Çalışma etik kurul izni gerektirmeyen çalışmalardandır.

KAYNAKÇA

Abioğlu, V., Özgür, M. I., & Soyu, E. (2021). İktisadi, Finansal ve Politik Risklerin Türkiye CDS Primine Etkileri. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 67,* 238-251.

Aizenman, J., Binici, M., & Hutchison, M. (2014). *The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets* (No. w19980; s. w19980). National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w19980

Akel, V. (2015). Kırılgan Beşli Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 11*(24), 75–96.

Akın, T., & Işıklı, E. (2020). The Relationship Between Credit Default Swap, Economic Growth And Current Account Deficit: A Case Of Turkey. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8*(İktisadi ve İdari Bilimler), 91–98.

Akkuş, Ö. (2021). CDS Risk Primleri İle Dış Borçlanma İlişkisi: Simetrik Ve Asimetrik Nedensellik Analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, 31*, 215–228.

Alptürk, Y., Sezal, L., & Gürsoy, S. (2021). Türkiye'de Jeopolitik Risk İle CDS Primleri Arasındaki İlişki: Asimetrik Nedensellik Analizi. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 25*(1), 107–126

Amstad, M., Remolona, E., & Shek, J. (2016). How do global investors differentiate between sovereign risks? The new normal versus the old. *Journal of International Money and Finance, 66*, 32–48.

Arık, E. (2025). Türkiye'de yabancı portföy yatırımları ile CDS primi, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkilerin incelenmesi. *Fiscaoeconomia, 9*(3), 1781–1799.

Arslan, M., Kuzu, S., & Çelik, İ. E. (2022). CDS primleri üzerinde etkili olan makroekonomik göstergelerin araştırılması: Türkiye örneği. *EKEV Akademi Dergisi, 90*, 331–346.

Augustin, P., Subrahmanyam, M. G., Tang, D. Y., & Wang, S. Q. (2016). Credit default swaps: Past, present, and future. *Annual Review of Financial Economics, 8*(1), 175–196.

Avşarlıgil, N., & Turgut, E. (2021). A study on the relationship between CDS premiums and stock market indices: A case of the fragile five countries. *Istanbul Business Research*.

Aydın, N., Başar, M., & Coşkun, M. (2015). *Finansal yönetim*. Detay Yayıncılık.

Balcilar, M., Bonato, M., Demirer, R., & Gupta, R. (2018). Geopolitical risks and stock market dynamics of the BRICS. *Journal of Banking & Finance, 95*, 295–306. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.07.002

Bomfim, A. N. (2022). Credit default swaps. *Finance and Economics Discussion Series, 2022*(23), 1–27.

Buz, N. E., & Küçükkocaoğlu, G. (2023). Ülke kredi temerrüt takas (CDS) primini etkileyen faktörler: Türkiye uygulaması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 25*(1), 27–52.

Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review, 112*(4), 1194–1225.

Calvo, G. A. (1998). Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics, 1*(1), 33–54.

Cheng, H. (2014). *Analysis of panel data* (3rd ed.). Cambridge University Press.

Deniz, E. (2025, Eylül). CDS (credit default swap) nedir? Piyasalar için neden bu kadar önemli? *GCM Yatırım*. https://www.gcmyatirim.com.tr/egitim/makaleler/cds-credit-default-swap-nedir-piyasalar-icin-neden-bu-kadar-onemli

Dikkaya, M., & Üzümcü, A. (2017). *Uluslararası ticaret ve finans* (2. baskı). Savaş Yayınevi.

Dinç, M., Yıldız, Ü., & Kırca, M. (2018). Türkiye kredi risk primindeki (CDS) yapısal kırılmaların ekonometrik analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 181–192.

Doğan, İ., & İltaş, Y. (2025). Döviz kurları ile CDS primleri arasındaki volatilite yayılımları: Kırılgan beşli ülkelerinden kanıtlar. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 70*, 125–132.

Duffie, D. (1999). Credit swap valuation. *Financial Analysts Journal, 55*(1), 73–87. https://doi.org/10.2469/faj.v55.n1.2242

Economic Analysis of Panel Data. (2005). John Wiley & Sons.

Eğilmez, M. (2015, Eylül). Kırılgan ekonomilerin en kırılganları. https://www.mahfiegilmez.com/2015/09/krlgan-ekonomilerin-en-krlganlar.html

Erdil, T. B. (2008). *Finansal türevler ve kredi temerrüt swaplarının teori ve uygulamaları* (Yayımlanmamış doktora tezi). Kadir Has Üniversitesi.

ESRB. (2025, Kasım). *Credit default swaps – Analysis and policies*. https://www.esrb.europa.eu

Fontana, A., & Scheicher, M. (2010). An analysis of euro area sovereign CDS and their relation with government bonds. *ECB Working Paper Series*.

Güriş, S., Çağlayan, E., & Güriş, B. (2013). *EViews ile temel ekonometri*. Der Yayınları.

Hayes, A. (2025, Aralık). Credit default swap: What it is and how it works. *Investopedia*. https://www.investopedia.com/terms/c/creditdefaultswap.asp

Hoechle, D. (2007). Robust Standard Errors For Panel Regressions With Cross-Sectional Dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281–312

ISDA. (2019, Eylül). *Global credit default swaps market study*. https://www.isda.org

Kamacı, A., & Konya, S. (2016). Kırılgan Beşli Ülkelerinde Portföy Yatırımları Ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Analizi. *Bilgi Sosyal Bilimler Dergisi*, *2*, 136-155.

Kılcı, E. N. (2019). Dış borçların ülke CDS primleri üzerindeki etkisinin incelenmesi: Türkiye örneği. *Sayıştay Dergisi, 112*, 75–92.

Longstaff, F. A., Pan, J., Pedersen, L. H., & Singleton, K. J. (2011). How sovereign is sovereign credit risk? *American Economic Journal: Macroeconomics, 3*(2), 75–103.

Morgan Stanley Research. (2013, August). *Global EM investor: The fragile five*.

Pan, J., & Singleton, K. J. (2008). Default and recovery implicit in the term structure of sovereign CDS spreads. *Journal of Finance, 63*(5), 2345–2384.

Pirdal, B., & Moğol, T. (2024). Devlet borç temerrüdünün makroekonomik belirleyicileri: Yükselen piyasa ekonomileri örneği. *Business & Management Studies: An International Journal, 12*(2), 384–397. https://doi.org/10.15295/bmij.v12i2.2391

Oral, O., & Yılmaz, C. (2020). Kredi temerrüt takası (CDS primi) ile borsa kapanış endeksi arasındaki ilişki: Türkiye ile Brezilya karşılaştırması. İçinde *Finans alanında spesifik konular* (ss. 91–115). Gazi Yayınevi.

Salmon, F. (2012). The formula that killed Wall Street. *Significance, 9*(1), 16–20.

Saritaş, H., Kılıç, E., & Nazlıoğlu, E. H. (2021). Analysis of the relationship between credit default swaps (CDS), credit ratings and stock markets: The case of Turkey. *Maliye Finans Yazıları, 116*, 73–92.

Stamatiou, T. G. (2024). The role of credit default swap contracts in the 2008 US crisis and the 2010 Greek sovereign debt crisis. *SSRN*.

Varlık, S., & Varlık, N. (2017). Türkiye'nin CDS priminin oynaklığı. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 632*, 9–17.

Yerlikaya, B. (2024). Time series analysis on credit default swap (CDS) and market indicators: The case of Türkiye. *Yildiz Social Science Review, 10*(2), 136–147.

https://tr.investing.com/

https://databank.worldbank.org/home

https://data.bloomberg.com/

https://www.matteoiacoviello.com/