

CDS Primi ve Belirleyicileri: Küresel ve Ülkelere Özgü Faktörler

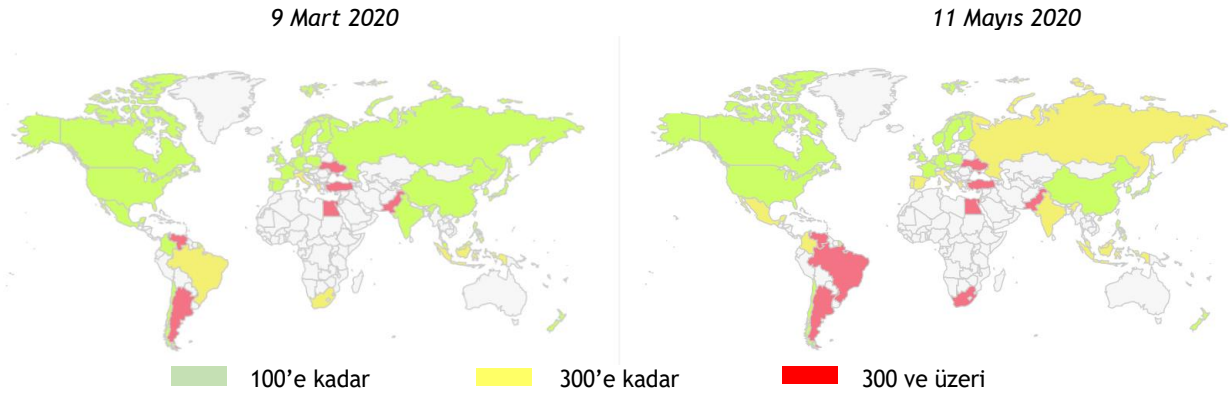
Sumru Öz¹

Türkiye'nin CDS primi 2008 küresel finans krizinden bu yana en yüksek seviyeye ulaştı. Kredi temerrüt takası anlamına gelen CDS (Credit Default Swap), bono ihraç eden ülkenin (ya da şirketin) temerrüde düşmesi durumunda, söz konusu varlığı elinde tutanların önceden belirlenmiş bir miktarda tazminlerini sağlamak amacıyla CDS satıcılarına ödedikleri primdir [1]. CDS işlemi, bir ülkenin dış borcunu ödeyememesi

ya da yeniden yapılandırması riskine karşı bir sigorta anlaşması gibi çalışır [2]. CDS primi ne kadar yüksekse borçlanma maliyeti de o kadar yüksek olacağı için bu primin ülke ekonomisine önemli bir etkisi vardır.

CDS primleri, hazine tarafından 1 yıl ve altında bir süre için alınmış borç karşılığında verilen "hazine bonusu" ya da daha uzun vadeli alınan borç karşılığında verilen "devlet tahvili" gibi senetler yanında özel sektörün ihraç ettiği borçlanma senetleri için de belirlenir. Sadece 5 yıllık devlet tahvillerine ait CDS primlerinin ele alınacağı bu araştırma notunda ilk olarak Covid-19 salgınının dünyaya yayılmasından ülkelerin nasıl etkilendiğine bakılıyor. CDS primleri ülkelerin aldıkları borçları yeniden yapılandırma veya geri ödeme risklerini ölçen bir gösterge olduğuna göre bu prim ne kadar yüksekse ülke o kadar riskli demektir. Aşağıdaki iki grafikte, Covid-19 salgınının Dünya Sağlık Örgütü tarafından pandemi ilan edildiği 11 Mart 2020 tarihinden önce ve bu tarihten iki ay sonra ülkeler, 5 yıllık tahvillerinin CDS primine göre (100 puan altı, 100-300 puan arası ve 300 puanın üstü olmak üzere) üç farklı kategoride gösteriliyor.

Ülkelerin 5 yıllık tahvilleri için Kredi Temerrüt Takası (CDS)



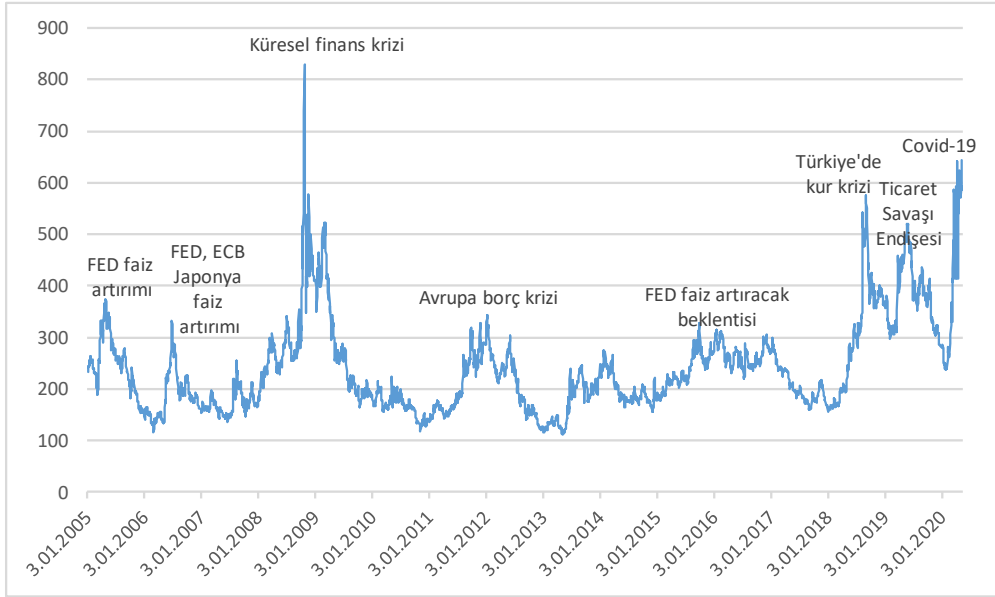
Kaynak: World Government Bonds [3]

9 Mart 2020 tarihindeki durumu yansıtan soldaki grafik, 73 ülke arasında 300 baz puan ve üzeri CDS primine sahip sadece 6 ülke olduğunu gösteriyor [2]. Aynı kaynakta yer alan puan listesi ise 382 puan ile Türkiye'nin, sırasıyla 70 bin ve 7 binin üzerinde puana sahip Venezüella ve Arjantin'in ardından geldiğini; diğer üç ülkenin (parantez içinde CDS puanları verilen) Pakistan (365), Ukrayna (349) ve Mısır (313) olduğunu ortaya koyuyor.

¹ Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF

11 Mayıs 2020 tarihine ait sağdaki grafikte, 300 baz puan ve üzeri CDS primine sahip ülkelere Güney Afrika ve Brezilya'nın eklendiği görülüyor. Ayrıca Covid-19 salgını küresel bir hale gelmeden önce 100 baz puanın altında bir CDS oranına sahip olan Meksika, Kolombiya, Portekiz, İspanya, Rusya, Hindistan ve Malezya için de oranların 100-300 puan bandına yükseldiği anlaşılıyor. Bu iki tarih arasında Türkiye'nin CDS puanı ise 382'den 643'e çıkıyor. Aşağıdaki grafik 2005 yılı başından itibaren Türkiye'nin 5 yıllık devlet tahvilleri için CDS primini gösteriyor.

Türkiye'nin 5 yıllık devlet tahvilleri için Kredi Temerrüt Takası (CDS)



Kaynak: Bloomberg ve World Government Bonds [3]

Grafikte son 15 yılda Türkiye'nin 5 yıllık devlet tahvillerine ait CDS priminin 100 baz puanın altına hiç inmediği, genellikle 100-300 bandında dalgalandığı görülüyor. Türkiye'nin CDS puanının 300'ün üzerine çıktığı dönemlerde, basında yer alan haberlerden yararlanılarak bu süreci neyin tetiklemiş olabileceğine dair tahminler de grafikte yer alıyor. Kısa süreli yükselişler genellikle FED başta olmak üzere büyük ekonomilerin merkez bankaları tarafından faiz artırımını yapılan ya da yapılacağı beklentisinin hakim olduğu dönemlere denk geliyor. 2006 baharında büyük merkez bankalarının parasal sıkılaştırma kararı ile tetiklenen prim artışından diğer gelişmekte olan ülkelere göre Türkiye'nin daha çok etkilendiği, bunun da cari açığındaki yükselişe ve AB üyelik müzakereleri konusundaki siyasi belirsizliğe ilişkin olduğuna dair yorumlar da var [4].

Son 15 yıl içinde Türkiye'nin CDS priminin uzun süre 300 puanın üzerinde seyrettiği ilk dönem (15.09.2008-1.05.2009) küresel finans krizine denk geliyor. Avrupa borç krizi sırasında da CDS primi sürekli olmamakla beraber zaman zaman 300 puanın üzerine çıkıyor. Bu iki dönemde küresel bir olayın tetikleyici olduğunu söylemek mümkün. Ancak aynı zamanda CDS priminin en uzun süre 300 puanın üzerinde seyrettiği dönem olan 13.06.2018-11.12.2019 arasında CDS priminin yaklaşık 600 puana fırlamasını tetikleyen ise Türkiye'ye özgü bir gelişmeydi. Merkez Bankası bağımsızlığının sorgulanmasına, kuvvetler ayrımının hasar görmesine yol açan Türkiye'nin kurumsal yapısında büyük değişikliklerin yaşandığı bir zaman diliminde, bu hızlı artışı 2018 Ağustos'undaki döviz kuru şoku tetikledi. 2019 Aralık ayından itibaren bir süre 300 puanın altında seyreden CDS primi, son olarak küresel bir faktörün, Covid-19 pandemisinin etkisiyle yeniden 300 puanın üzerine çıktı.

CDS primini belirleyen küresel ve ülkelere özgü faktörler

Ülkelerin CDS priminin belirlenmesinde küresel faktörlerin mi yoksa ülkeye özgü göstergelerin mi daha etkili olduğu konusunda birçok akademik araştırma var. Bu araştırmalarda ülkeye özgü göstergeler olarak politik risk, bütçe açığı, dış borç, cari işlemler açığı, büyüme oranı, merkez bankası rezervleri, dış ticaret hadleri ve reel döviz kuru endeksi gibi veriler kullanılıyor. Küresel faktörler olarak ise genellikle ABD verileri dikkate alınıyor. Bunlar arasında büyüme hızı ve cari işlemler açığı gibi makroekonomik veriler ile borsa endeksi, tahvil getirileri, EIU risk endeksi², VIX endeksi³ ve petrol fiyatları gibi piyasa verileri analize dahil ediliyor.

Bu konuda yapılan ilk yayınlardan olan “How sovereign is sovereign credit risk?” başlıklı makale, ülkelerin CDS primlerinin yerel ekonomik göstergelerden çok ABD piyasa verileri tarafından belirlendiği sonucuna varıyor [2]. Türkiye'nin de dahil olduğu 26 gelişmekte olan ve gelişmiş ülkenin CDS primlerindeki değişimleri asal bileşenler analizine⁴ tabi tutan çalışmada, ilk asal bileşenin CDS primlerindeki oynaklığın yüzde 64'ünü açıkladığı tahmin ediliyor.⁵ Daha sonra yapılan analizler bu bileşenin, büyük ölçüde borsa getirileri veya oynaklığı ile temsil edilen ABD piyasa verileriyle bağıntılı olduğunu ortaya koyuyor. İkinci asal bileşen Brezilya, Kolombiya, Peru gibi Latin Amerika ülkeleri ve Türkiye ile çalışmada yer alan Avrupa ve Asya ülkeleri arasındaki farklılığa işaret ediyor. Bu iki ülke grubu arasında en belirgin ayrımın temel makroekonomik göstergelerde olduğu göz önüne alındığında, ikinci bileşen ülkelere özgü ekonomik faktörler olarak yorumlanabilir. Çalışmada elde edilen üçüncü asal bileşen ağırlıklı olarak Pakistan ve Venezüella'yı diğer ülkelerden ayırıyor. Analizin kapsadığı 2000-2010 döneminde bu iki ülkenin politik karışıklıklar içinde bulunması nedeniyle bu bileşen ülkelere özgü siyasi faktörler şeklinde yorumlanıyor. Ülkelere özgü faktörleri temsil eden bu iki asal bileşen, CDS'lerdeki oynaklığın yaklaşık yüzde 16'sını açıklıyor. Makalede asal bileşenler analizi 2000-2006 ve 2007-2010 dönemi için ayrı ayrı yapıldığı zaman birinci asal bileşenin oynaklığı açıklama oranı sırasıyla yüzde 43 ve 75 olarak bulunuyor. Bu da kriz dönemlerinde ABD piyasa verilerinin daha baskın bir belirleyici haline geldiğini gösteriyor. Bu çalışmaya göre piyasaların türbülansa olduğu dönemlerde VIX endeksi ile CDS primi arasındaki negatif korelasyon yüzde 75'e kadar çıkıyor.

2004-2015 dönemi için CDS primlerini hangi makroekonomik göstergelerin etkilediğini ve etkinin ekonomiler arasında ne ölçüde ve hangi kanallardan yayıldığını araştıran bir başka çalışmada [5] sadece yükselen piyasa ekonomileri analize dahil ediliyor. Tahmin sonuçları, bir ülkenin CDS priminin diğer ülkelerinkine bağlı olduğunu ve yayılımın coğrafi yakınlık ve finans kanalından çok dış ticaret kanalı üzerinden gerçekleştiğini gösteriyor. Bu dolaylı etkinin yanında ülkelerin kendi göstergelerinin CDS primlerini nasıl etkilediğini de araştıran çalışmada, enflasyon ve büyüme oranının en önemli faktörler olduğu bulunurken cari işlemler

² Economist Intelligence Unit (EIU) risk endeksi, altı kategoride (kamu borcu, döviz kuru, bankacılık sektörü, siyasi ve ekonomik yapı ve toplam ülke riski) hem ülkeler arası hem de zaman içinde karşılaştırma yapılabilen ve 0-100 arasında değişen bir değerdir.

³ Chicago Board Options Exchange tarafından yayımlanan ve küresel piyasalardaki risk algısını ölçen oynaklık endeksi.

⁴ Bu yöntemle bir veri setinde bulunan ve aralarında yüksek korelasyon olan değişkenler, bazı lineer transformasyonlarla aralarında korelasyon olmayan az sayıda asal bileşene dönüştürülmektedir.

⁵ Jeopolitik açıdan olduğu kadar kredi notu bakımından da çok farklı olan Güney Kore, Meksika ve Türkiye üzerine yapılan bir başka çalışma, ilk asal bileşenin bu üç ülkenin CDS primleri arasındaki oynaklığın yüzde 96'sını açıkladığını savunuyor [4].

dengesi ve dış borç gibi ülkelere özgü diğer göstergelerinin yanında küresel piyasalardaki risk algısını ölçen oynaklık endeksinin (VIX) de önemli rolü olabileceği sonucuna varılıyor.

Türkiye'nin de dahil olduğu 13 Doğu Avrupa ülkesi için CDS priminin oluşmasında ülkelerin temel makroekonomik göstergelerinin ve küresel faktörlerin görece önemini araştıran bir çalışmada [6] ülkelere özgü göstergeler, reel büyüme, dış denge, mali disiplin, bankacılık sektörünün kırılganlığı ve kurumsal sağlamlık-siyasi istikrar olarak beş ana grup altında ele alınıyor. Küresel faktörler olarak ise ABD'nin büyüme hızı ve cari açığı ile EIU risk endeksleri, VIX endeksi ve petrol fiyatları analize dahil ediliyor. Sadece ülkelerin temel makroekonomik göstergelerini içeren model, 2008-2014 arası için örneklem ortalamasından sapmaların yüzde 71'ini açıklarken, sadece küresel faktörler sapmaların yüzde 23'ünü açıklayabiliyor. Buradan hareketle CDS primi değişiminde yerel faktörlerin küresel faktörlerden daha etkili olduğu sonucuna varılıyor. Ancak bu araştırma sadece 13 ülke için örneklem ortalamasından sapmaları ele aldığı ve küresel faktörlerin, bu ülkelere ait CDS primlerini aynı anda ve benzer ölçüde etkilemesi muhtemel olduğu için bu çalışmadan yerel faktörlerin küresel faktörlerden daha etkili olduğu sonucunu çıkarmak mümkün değil. Bununla beraber, FED faiz artırımını gibi küresel bir faktörün, Doğu Avrupa ülkeleri arasında makroekonomik görünümü daha bozuk olanlara ait CDS primlerinde daha fazla yükselişe neden olduğu söylenebilir.

Bu yorumu destekleyen bir çalışma, 2009-2016 dönemi için CDS primini belirleyen faktörlerin bölgeler arasında farklılık gösterip göstermediğini araştırıyor [7]. Türkiye'nin Avrupa değil diğer ülkeler kategorisine dahil edildiği bu çalışmada, makroekonomik görünümü görece bozuk olan Latin Amerika ülkelerine ait CDS primlerinin büyük ölçüde küresel faktörler tarafından belirlendiği, Avrupa ülkelerine ait primlerde ise daha çok kredi değerlendirme kuruluşlarının verdiği notların belirleyici olduğu sonucuna varılıyor. Özetle akademik çalışmalar, CDS primlerini belirleyen faktörlerin ülkeye ve zamana göre değişebildiğini gösteriyor. Makroekonomik görünümü yansıtan kredi değerlendirme kuruluşlarının verdiği notların temel belirleyici olduğu gelişmiş ülkelere farklı olarak Türkiye gibi makroekonomik görünümü görece daha bozuk gelişmekte olan ülkelere küresel faktörler CDS primlerinin oynaklığını artırma yoluyla daha baskın çıkabiliyor. Ayrıca, piyasaların türbülanslı olduğu dönemlerde küresel faktörlerin etkisi tüm ülkelere güçleniyor [2].

Sonuçlar

Gerek Türkiye'nin 5 yıllık devlet tahvilleri için CDS primindeki değişimi ve ani artışları tetikleyen olayları gösteren grafik gerekse ülke CDS primlerinin belirleyicileri üzerine yapılan akademik çalışmalar, Türkiye'nin CDS primindeki oynaklıklara daha çok küresel faktörlerin yol açtığı sonucuna varıyor. Ancak oynaklığın diğer ülkelere göre yüksek olmasının arkasında ülkeye özgü ekonomik ve siyasi sorunlar var gibi görünüyor. Türkiye'nin 5 yıllık devlet tahvillerine ait CDS priminin, küresel koşulların uygun olduğu dönemlerde bile 100 puanın altına inmemiş olması bu yorumu destekliyor. Türkiye üzerine yapılan bir akademik çalışmada, CDS primini en çok etkileyen yerel faktörler olarak enflasyon ve büyüme oranı başta olmak üzere cari işlemler açığı ve dış borç öne çıkıyor [5]. Bir başka çalışmaya göre ise Türkiye özelinde 2009-2014 arası için bankacılık sektörünün sağlamlığı ve reel büyümeye ilişkin göstergeler CDS primini olumlu yönde etkilerken kurumsal sağlamlık ve siyasi istikrara ilişkin göstergeler CDS priminin yükselmesine yol açıyor [6]. Sonuç olarak, Türkiye'ye özgü makroekonomik sorunlar ve siyasi risklerin, hem CDS priminin daha yüksek seyretmesine yol açtığını hem de küresel faktörlerin etkisini büyüttüğünü söyleyebiliriz.

Kaynaklar

- [1] Akdoğan, K ve M. G. Chadwick (2012) CDS-Bono Farkı ve Düzeltme Hareketi. TCMB Ekonomi Notları Sayı: 2012-01. www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Arastirma+Yayinlari/Ekonomi+Notlari/
- [2] Longstaff, F. A., J. Pan ve L. H. Pedersen (2011) How sovereign is sovereign credit risk? American Economic Journal: Macroeconomics Vol. 3, No. 2.
- [3] World Government Bonds. www.worldgovernmentbonds.com/sovereign-cds/
- [4] Pan, J. and K.J. Singleton (2008) Default and recovery implicit in the term structure of sovereign CDS spreads, The Journal of Finance 63, 2345-2384.
- [5] Huyugüzel Kışla, G. ve A. Ö. Önder (2018) Spatial analysis of sovereign risks: The case of emerging markets. Finance Research Letters 26 47-55.
- [6] Kocsis, Z. ve Z. Monostori (2016) The role of country-specific fundamentals in sovereign CDS spreads: Eastern European experiences. Emerging Markets Review 140-168.
- [7] Hibbert, A. M. ve I. Pavlova (2017) The Drivers of Sovereign CDS Spread Changes: Local Versus Global Factors. The Financial Review 52.