

KREDİ TEMERRÜT SWAPI PUANLARI İLE KREDİ DERCELENDİRME NOTLARININ KARŞILAŞTIRILMASI

Kredi Temerrüt Swapları(Credit Default Swaps=CDS), alacaklının, borçlunun borcunu ödememesi/ödeyememesi riskinden kendisini korumak için başka bir ifadeyle alacağını garanti etmek üzere yaptırdığı sigorta işlemi olarak düşünülebilir. Bu sigorta işleminde riski üstlenen tarafa ödeyeceği bedel CDS puanına (CDS Spread) göre belirlenen primdir. Borçlunun riski yükseldikçe, CDS puanları da yükseleceğinden; CDS puanlarının yükselmesi borçlunun/ekonominin riskinin arttığını göstermektedir.

CDS primlerinin gerçek taraflar arasında ve gerçek işlemlerden doğması, derecelendirme notlarının ise uzman kanaatlerine dayanması nedeniyle, derecelendirme notlarının subjektif yargılarla verildiği eleştirilerinin dile getirilmesine neden olmaktadır.

Aşağıdaki açıklamalar bu tartışmalara kısmen de olsa ışık tutma amacı taşımaktadır.

Kredilerin, borçlular tarafından alacaklıya ödenmemesi/ödenememesi olasılığına göre belirlenen, kredi alacaklısının alacağını garanti etmek üzere yaptırdığı sigorta için ödediği ücret (sigorta primi) olarak açıklanabilir.

Kredi alacaklısı, CDS yaparak; kendisini ödenmeme (default=temerrüt) riskinden koruyabilir.

Kredi temerrüt swapları tahvil alacaklıları (yatırımcıları) tarafından da, tahvili ihraç eden tarafın temerrüde düşme riskine karşı bir koruma sağlama amacıyla yaptıklarından, tahvilin (kredinin) vadesine kalan süre boyunca bir koruma sağlaması beklenir.

CDS anlaşmasının, ilgili olduğu kredinin vadesinin sonuna kadar geçecek zamandaki dönemsel ödemelerin tümünü garanti edecek şekilde olması beklenir. Örneğin bir tahvil yatırımcısı (alacaklı) tahvilin vadesinin sonuna kadar bütün dönemsel ödemelerin riskinden korunmak için şimdiden belirlenen primi ödeyerek bir bakıma alacaklarını sigortalattırır. Ancak, garantinin devam etmesi için CDS puanına göre belirlenen bedelin her dönem ödenmesi gerekir.

Kredi temerrüdünden korunmak isteyerek CDS primi ödeyen taraf ile kredi temerrüt riskini üstlenen taraf arasında; CDS primi ile kredi temerrüt riskinin karşılıklı olarak değiş-tokuşu (swap) yapılmaktadır.

CDS primleri, kredi borçlusunun bulunduğu ekonomik koşullardan da kredi borçlusunun kendi borç ödeyebilmeme potansiyelinin de etkilenir.

CDS PRİMLERİ İLE DERECELENDİRME NOTLARININ KARŞILAŞTIRILMASI

Rating notları (kredi dereceleri); ülke, kurum, şirket, projeye, tahvil vb. bir varlığın ödeme yeterliliği hakkında bilgi verirken, CDS primleri de bir ülke, şirket veya kurum tarafından kullanılan kredilerin (borçlunun) alacaklılarına ödeme yeterliliği hakkında bilgi veririler.

- Borçlunun riski yükseldikçe CDS primleri yükselir, kredi dereceleri düşer.
- CDS işlemleri işlem günleri içinde sürekli olarak yapıldıklarından, (devamlı olarak CDS primleri fiyatlandırıldığından) piyasa katılımcılarının; borçlunun kredibilitesi hakkındaki algıları hızlı bir şekilde CDS primlerine yansır. Bu anlamda, CDS primlerinin yükselmesi ve düşmesi; borçluların kredibiliteleri hakkında sürekli bir gösterge işlevi görür.
- Kredi notları (rating), derecelendirme derecelendirme uzmanlarında derecelendirilen tarafın durumunda bir düzeltme yapılması gerektiği görüşü oluştuğunda değiştirilir. Dolayısıyla, derecelendirilen tarafların kredibilitelerindeki değişimler kredi derecelerine gecikmeli olarak yansır.
- CDS primleri sürekli, derecelendirme notları ise kesikli olarak piyasaya bilgi verirler.
- CDS primleri piyasada işlem yapanların görüşlerini, kredi dereceleri ise uzmanların görüşlerini yansıtırlar.
- CDS primleri piyasaya her gün değişebilen bir bilgi verirlerken, kredi derecelerinin her gün değişmesi beklenmez. Pratikte de kredi dereceleri aylarca hatta yıllarca aynı düzeyde kalabilir.
- CDS primleri, borçlanan tarafın kredibilitesindeki görece olarak küçük değişimleri de yansıtabilirken, kredi dereceleri uzmanlara göre önemli kabul edilen kredibilite değişikliklerini yansıtırlar.
- CDS primleri, kredi derecelerine göre daha duyarlı göstergelerdir.
- **CDS primleri denildiğinde, genellikle vadesine beş yıl kalmış bir tahvilin vadesine kalan süre içindeki ödemeleri ile ilgili garanti veren tarafın istediği bedel anlaşılır.** Kredi dereceleri ise uzun vadeli / kısa vadeli, yerel para cinsinden/döviz cinsinden olmak üzere farklı açılardan kredibilite düzeyini yansıtır.

CDS PRİMLERİ İLE DERECELENDİRME NOTLARI BİRBİRLERİYLE TUTARLI MIDIR?

Hem derecelendirme notları hem de CDS primleri, borçlunun risk düzeyi hakkında bilgi verdiklerine göre, acaba bu iki gösterge birbirleri ile ne ölçüde uyumludurlar sorusu akla gelmektedir. CDS primleri ile kredi derecelerini karşılaştırmalı olarak sunan aşağıdaki tabloyu gördükten sonra sorunun yanıtını arayabiliriz:

ÜLKELER	5 YILLIK CDS BAZ PUANI (bps)	5 YILLIK TEMERRÜT OLASILIĞI (%)	S&P NOTU	MOODY'S NOTU
Arjantin	1920,87	70,5	CCC+	B3
Venezuela	1289,90	58,9	B-	Caa1
Ukrayna	902,06	45,1	B+	Caa1
Pakistan	775,10	42,8	B-	Caa1
Güney Kıbrıs	386,08	29,0	B-	Caa3
Mısır	448,80	27,2	B-	Caa1
Yunanistan	453,10	26,7	B-	Caa3
Elsalvador	412,52	25,9	BB-	Ba3
Lübnan	385,21	24,6	B-	B1
Tunus (Proxy)	346,47	22,1	?	?
...
Macaristan	231,48	15,5	BB	Ba1
Portekiz	182,83	15,4	BB	Ba3
Endonezya	172,97	14,8	BB+	Baa3
Hindistan	215,90	14,6	BBB-	Baa3
Guatemala	218,17	14,5	BB+	Ba1
TÜRKİYE	214,22	14,4	BBB	Baa3
Rusya	214,77	14,3	BBB+	Baa1
Cezayir	205,00	13,7	?	?
Fas	203,75	13,7	BBB-	Ba1
Güney Afrika	190,32	12,9	A-	Baa1
Kazakistan	180,71	12,3	BBB+	Baa2
...
Estonya	49,20	3,5	AA-	A1
Hollanda	32,46	2,9	AA+	Aaa
İsviçre	29,80	2,7	AAA	Aaa
Danimarka	23,84	2,1	AAA	Aaa
İngiltere	23,79	2,1	AAA	Aa1
Finlandiya	23,17	2,1	AAA	Aaa
Almanya	22,51	2,0	AAA	Aaa
ABD	17,52	1,5	AA+	Aaa
İsveç	16,18	1,5	AAA	Aaa
Norveç	13,52	1,2	AAA	Aaa

Türkiye'nin risk yüksekliğine göre 23. sırada yer aldığı orijinal liste 74 ülkeyi kapsamaktadır. Yukarıdaki listede ilk ve son 10 ülke ile Türkiye'nin 5 sıra üstünde ve 5 sıra altında bulunan ülkelere yer verilmiştir.

Kaynak:1) S&P Capital IQ Sovereign Debt Report 1th Quarter 2014.
2) S&P ve Moody's notları, farklı kaynaklardan Ocak 2014 itibarıyla derlenmiştir.

Yukarıdaki tablodan görülebileceği gibi CDS baz puanları ile derecelendirme notları genellikle tutarlı olmakla birlikte aykırı durumlar da vardır. CDS baz puanları, derecelendirme notlarına göre daha duyarlı göstergelerdir.

Bir de günümüzdeki koşullara bakarsak Türkiye'nin CDS puanı 180,00 olarak işlem görmektedir (19.09.2014; 16:05 itibariyle). Aynı tarih ve zaman itibariyle İrlanda'nın 48,83, İspanya'nın 58,02, Portekiz'in 147,40 olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin CDS puanınının 180,00 olması, elinde vadesine 5 yıl kalan 10.000.000 USD tutarındaki Türkiye'nin tahvilini bulunduran bir yatırımcının, ödenmeme riskine karşı kendisini koruması için prim olarak 180.000 USD ödemesi gerektiğini gösterir. Borçlu garanti etmek istediği borcun %1,8'ine eşit tutarda prim ödemelidir. Bir baz puan 0,0001 (%0,01) olduğuna göre $180,00 \times 0,0001 = 0,018 = \%1,8$ sunucunu baz puan üzerinden giderek de hesaplamak mümkündür.

CDS puanları ilan edilirken genellikle 5 yıl vadeli olanlar esas alınmakla birlikte daha farklı vadeler için de CDS primleri belirlemek ekonomik yaşamın doğası gereğidir. CDS primleri garantiye alınmak istenen borcun vadesini sonuna kadar her dönem ödenmek durumundadır. Yukarıdaki örneğe dönecek olursak; CDS puanı 180,00 ise her dönem (bu örnekte her yıl) garanti veren tarafa borcun anaparasının %1,8'i kadar prim ödeneceği anlamına gelir.

Türkiye'nin CDS puanlarınının son yıldaki seyri aşağıdaki gibi olmuştur:

