



2024 EUROBOND İHRAÇLARINA BİR BAKIŐ

EFE GÜLKAN¹, OCAK 2025

GİRİŐ:

2024 yılı Eurobond piyasası için oldukça verimli geçti. CDS risk priminde 2023 yılından süregelen düşüş trendi, iyileşen kredi notu görünümü, iç borçlanma maliyetlerindeki artış ve kur politikasının görece öngörülebilir olacağı beklentisi ile özel sektörde Eurobond ihraçları artış gösterdi. Benzer şekilde uluslararası piyasalarda iyileşen görünümünü kullanmak isteyen Hazine ve Maliye Bakanlığı, bir tanesi Euro cinsi olmak üzere toplamda beş adet Eurobond ihracı gerçekleştirdi. Bu yazıda uluslararası borç piyasası görünümü ve Eurobond ihraçlarının fiyatlamaları incelenecektir.

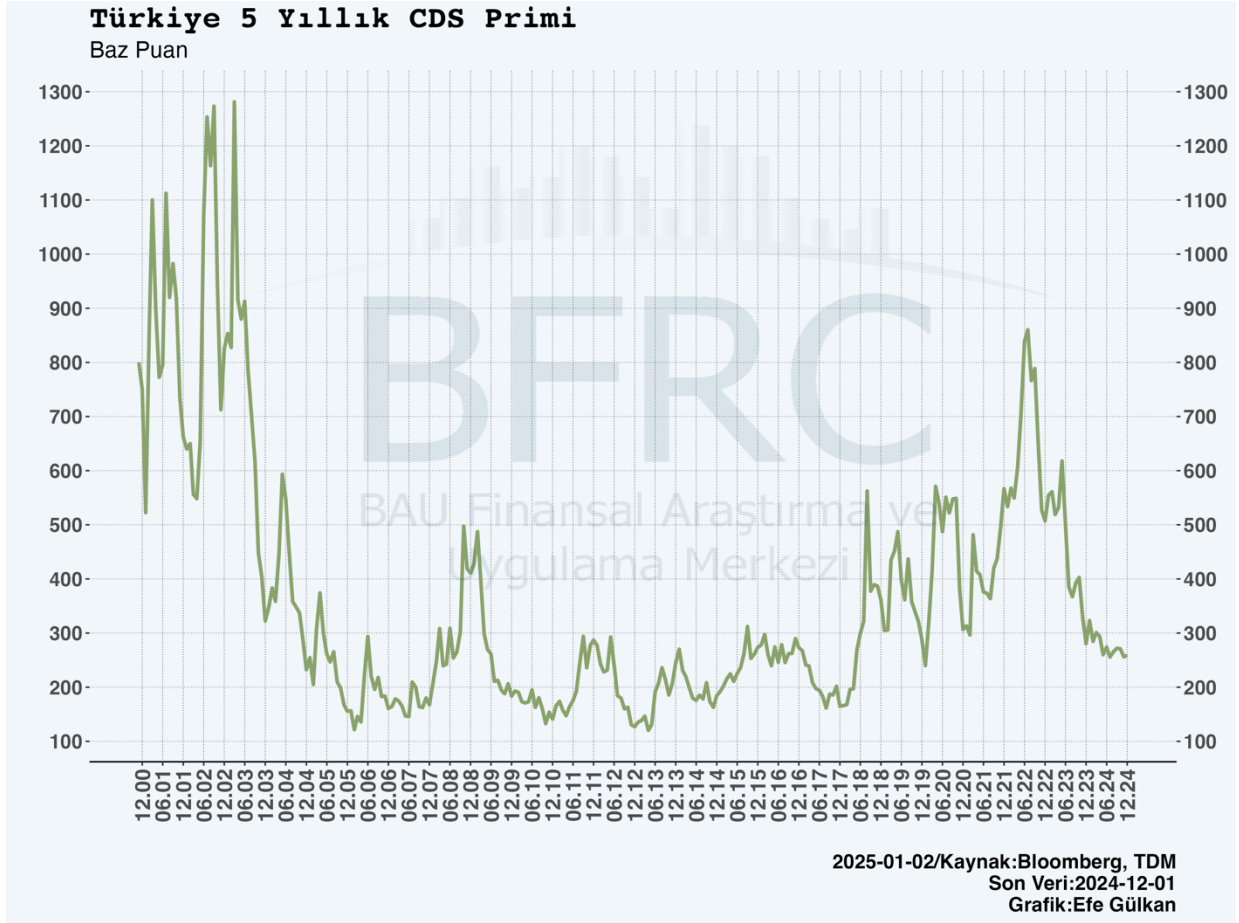
BAU Finansal Arařtırma ve
Uygulama Merkezi

¹ Efe Gülkan Bahçeşehir Üniversitesi Ekonomi bölümü 4. Sınıf öğrencisidir.

2023'TEN 2024'E İYİLEŞEN GÖRÜNÜM

Türkiye'nin CDS risk primi, 2023 yılının başında 512,5 puan iken, 2024 yılının sonuna gelindiğinde 259,7 puana düşmüştür². Bu dönemde risk priminin düşmesinde rol oynayan en önemli unsur, ortodoks politikalara dönüş yapan para politikası olmuştur. Özellikle 2024 yerel seçimlerinden sonra daha da hızlanan rezerv birikimi de CDS priminin düşmesinde rol oynayan önemli unsurlardandır. Bunun yanı sıra dünyadaki gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin aşağı yönlü hareketi, Türkiye'nin CDS priminin düşüşüne de katkı sağlamıştır.

Grafik 1.

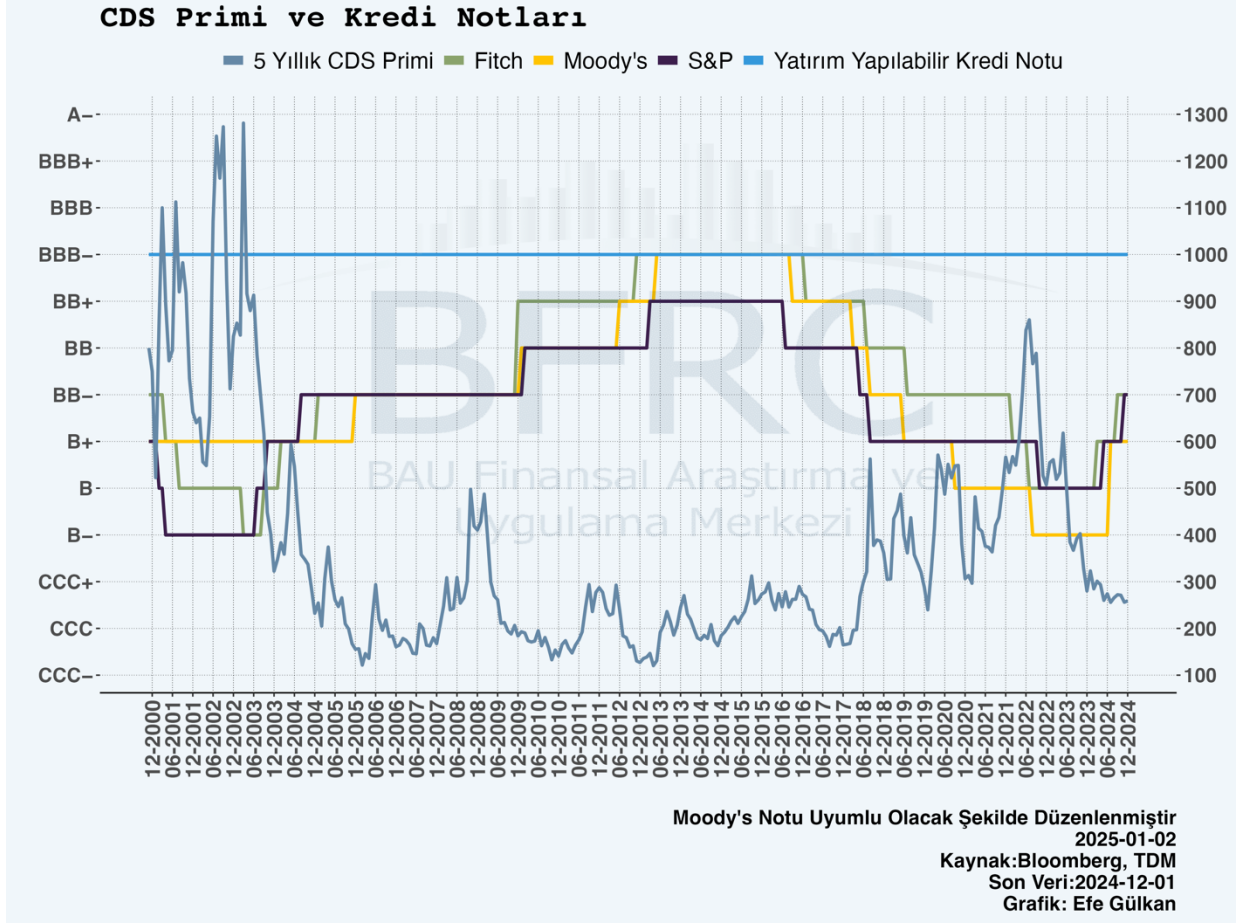


İyileşen görünüm ile kredi derecelendirme kuruluşları, Türkiye'nin ve Türkiye şirketlerinin kredi notu görünümünü arttırmıştır. Fitch Global ve S&P, Türkiye'nin notunu B seviyesinden iki seviye artırarak BB- seviyesine, Moody's iki seviye artırarak B+³ seviyesine yükseltmiştir (Grafik 2).

² Kaynak: Bloomberg Terminal

³ Diğer not ölçekleriyle uyumlu olması için uyarlanmıştır.

Grafik 2.



Ancak Grafik 2'de de görüldüğü üzere Türkiye'nin kredi notları, geçmişte benzer CDS seviyesindeyken yatırım yapılabilir seviyeye çıkmıştı. Bu durum, iyileşen CDS primleri ile kredi notu arasındaki ilişkinin, mevcut politik belirsizlikler nedeniyle zayıflamış olabileceğine işaret etmektedir.

2024'TEKİ EUROBOND İHRAÇLARI:

Refinitiv veri terminalinden alınan veriye göre, 2024 yılında toplam 68 Eurobond ihracı gerçekleşmiştir. Bunların çoğu USD cinsi ihraç olurken, 8 tanesi Euro cinsi, 3 tanesi Pound cinsi gerçekleşmiştir. En yüksek montanlı ihraç, Hazine Bakanlığının 10 yıllık 3,5 milyar USD değerindeki %6,5 kupon faizi ile borçlandığı, 3 Ekim tarihli ihraçtır. Gerçekleşen 68 ihracın 58 tanesi özel sektör tarafından (TVF ihraçları hariç), gerçekleştirilmiştir. Gerçekleşen ihraçların toplam büyüklüğü 29 milyar USD olurken, TCMB verilerine göre yurt dışı yerleşiklerin yılbaşından bu yana Türkiye Eurobondlarına net fon akımı 6,9 milyar USD olmuştur⁴.

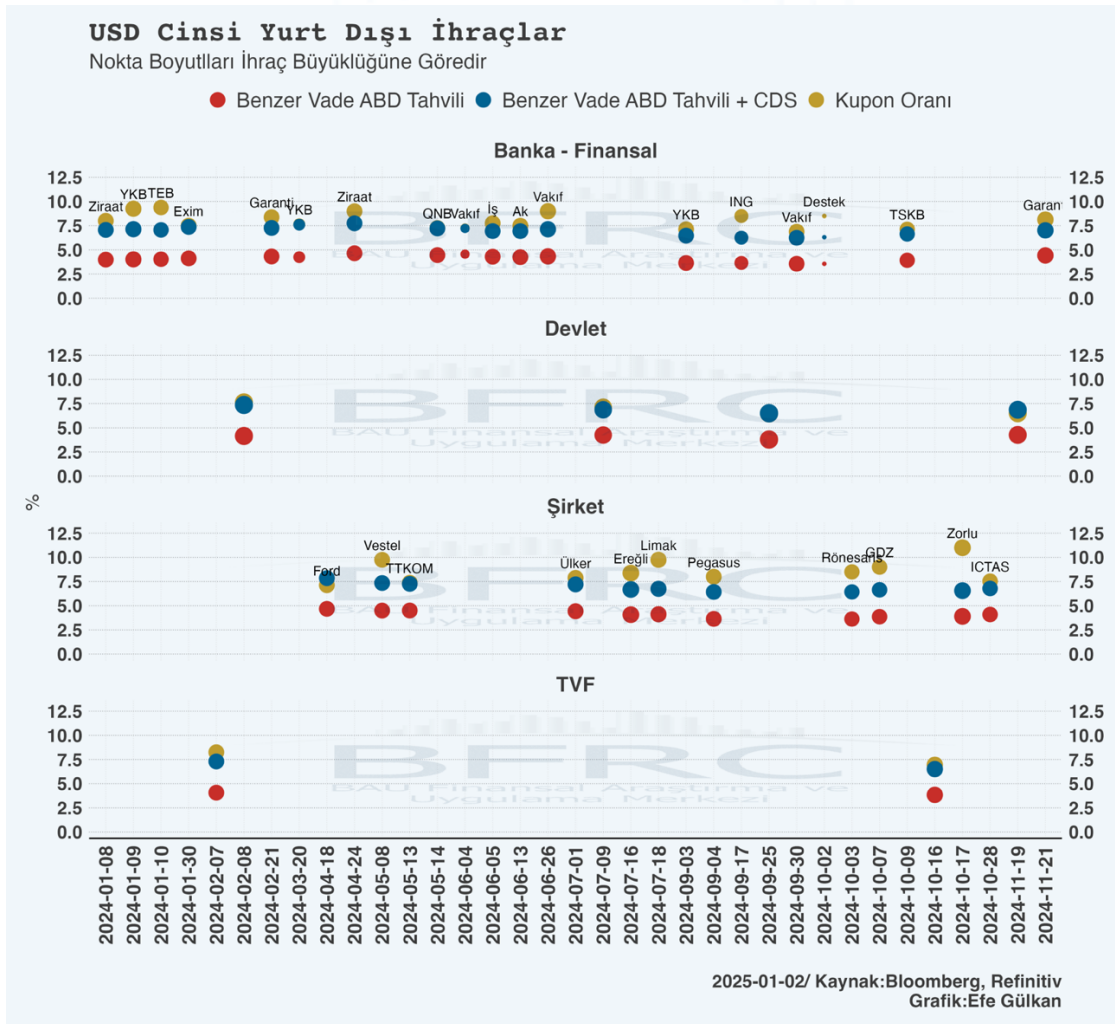
⁴ Son veri: 20 Aralık 2024 haftası, EVDS Menkul Kıymet İstatistikleri

EUROBOND FİYATLAMALARI:

Eurobond fiyatlamalarını analiz etmek için en yaygın ve pratik yöntem, ihraç tarihindeki aynı para birimine ait, benzer vade yapısına sahip risksiz faiz oranının temel alınmasıdır. Bu temel üzerine, yatırımcının karşı karşıya olduğu riskleri yansıtan ülke risk primi ve şirket risk primi gibi ek unsurlar ilave edilerek nihai getiri hesaplanmaktadır. Bu yaklaşım, Eurobond'ların piyasa fiyatlarının belirlenmesinde risk bileşenlerinin etkisini ayrı ayrı değerlendirebilmek adına yaygın olarak tercih edilmektedir. Bunun için USD cinsi Eurobondlarda ABD Hazine tahvilleri, Euro cinsi Eurobondlarda Almanya Bundları, Pound cinsi tahvillerde ise İngiltere Giltleri kullanılabilir.

Bu yazıda ise Hazine Bakanlığı, TVF ve seçili firmaların, USD cinsi Eurobond ihraçları ele alınmış, bu kapsamda 37 ihraç analiz edilmiştir. Analizde, yukarıda bahsedildiği üzere, ihraçların fiyatlandığı günkü benzer vadedeki ABD tahvilleri baz alınmış, bilgi olması için Türkiye Devleti CDS primi eklenerek gösterilmiştir.

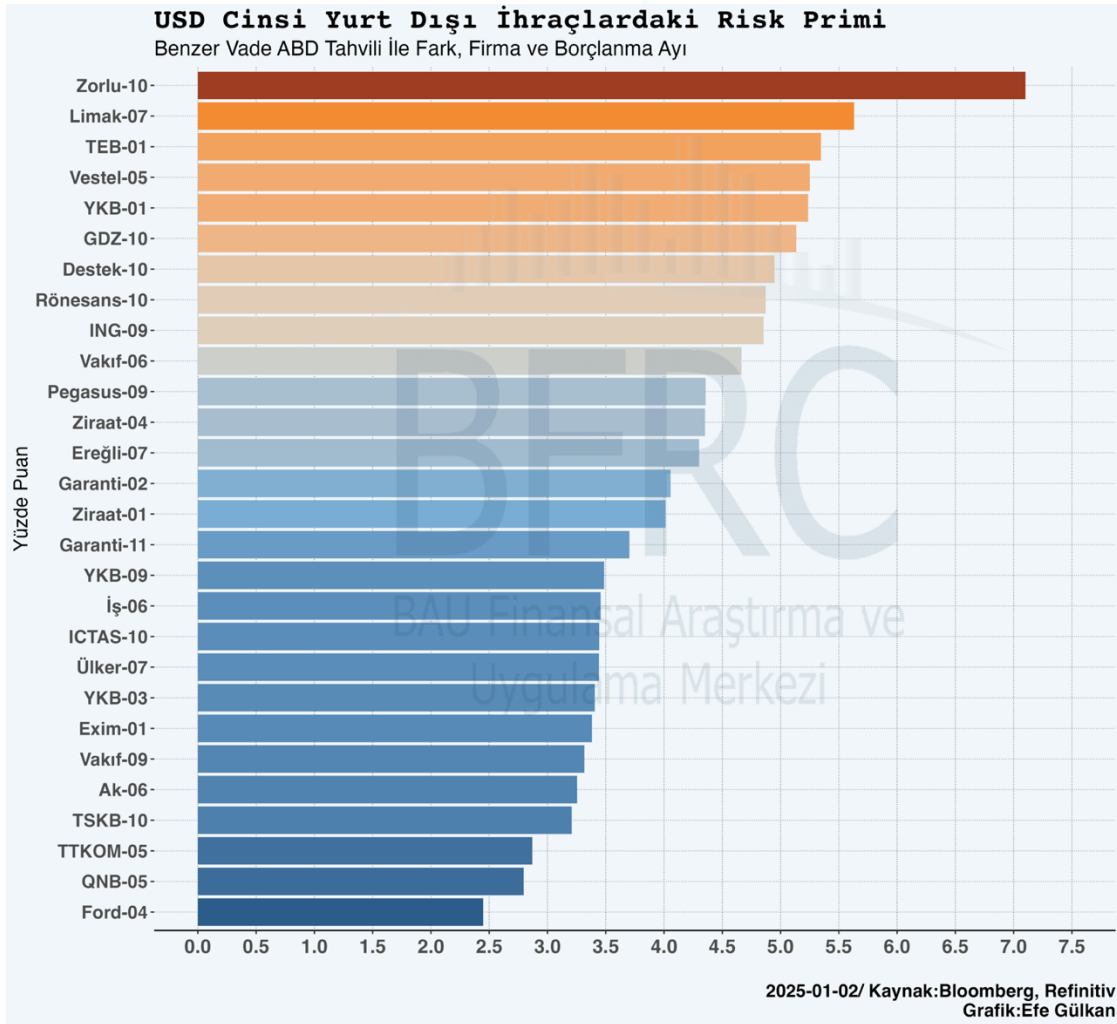
Grafik 3.



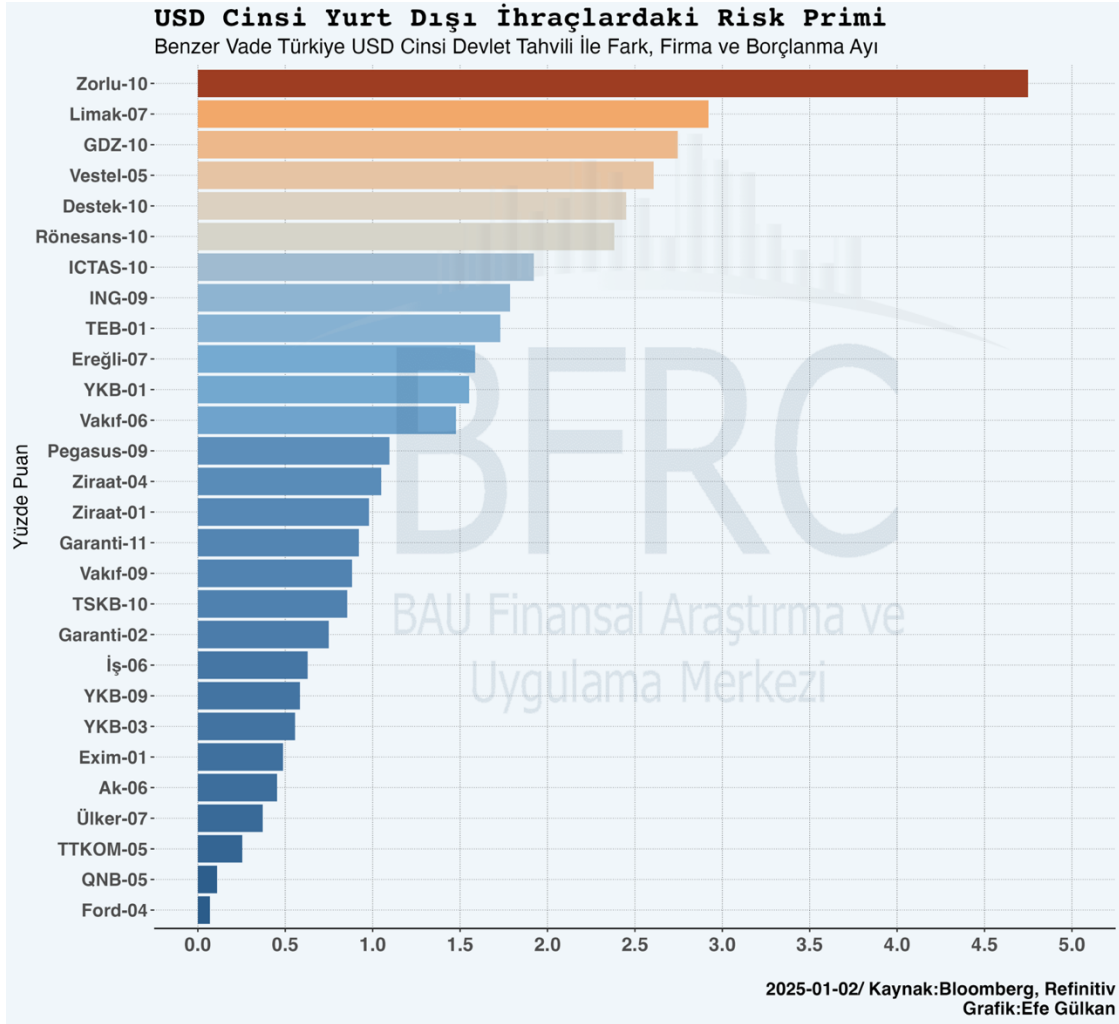
Grafikteki sarı noktaların mavi noktaya yakınsaması, ihracı yapan şirketin risk priminin ülke risk primine yakın olduğunu göstermektedir.

Bu analiz sonucunda bankaların ihraçlarının sene ortasından itibaren, Destek Yatırım Bankası hariç, benzer fiyatlamalarla gerçekleştiği görülürken; şirket ihraçlarındaki fiyatlamaların çok daha dağınık olduğu görülmektedir. Örneğin Ford Otomotiv'in 18 Nisan'daki 5 yıl vadeli 500 milyon USD'lik ihracı, %7,125 seviyesinden gerçekleşirken, Rönesans Holding'in yine 5 yıl vadeli 350 milyon USD'lik ihracı %8,5 seviyesinden gerçekleşmiştir. Bu durum, firmaya özel risk priminin bankalarda yakın seyrettiğine ancak reel sektörde ayrılmaların belirgin olduğuna işaret etmektedir.

Ancak burada dikkat edilmesi gereken unsurlar vardır. Örneğin ihracın kira sertifikası yöntemi ile yapılıp yapılmadığı veya hangi alt hükümlerle gerçekleştiği, bu analizde incelenmemiştir. Örneğin Zorlu Enerji'nin Eurobondu, 2'nci senesinde erken itfa özelliğine sahip olduğundan ve bir önceki ihracın yeniden finansmanı için kullanıldığından firmanın bu ihracı piyasa koşullarına göre yüksek oranda gerçekleşmiştir.



Yukarıdaki grafikte farklı ihraçların ABD tahvilleri ile olan getiri farkı verilmiştir.



Yukarıdaki grafikte, farklı ihraçların Türkiye'nin USD cinsi tahvilleri ile olan getiri farkı verilmiştir. Burada özellikle Ford Otomotiv'in ihracının Türkiye'nin borçlanma faizine yakın bir seviyede olması göze çarpmaktadır. Bunun yanı sıra reel sektördeki diğer ihraçların, yüksek fark ile gerçekleşmiş olduğu gözlemlenmektedir.

ÇIKARIMLAR:

2024 senesinde, artan iç borçlanma maliyetleri ve iyileşen görünüm, yurt dışı borçlanmayı firmalar için cazip kılmıştır. 2025 senesinde ise yurt dışı borçlanmaların akıbetini, iç borçlanma maliyetleri ve yurt dışındaki para politikaları belirli olacaktır. Fed'in sıkı para politikasını koruyacağı, Avrupa Merkez Bankası'nın ise bölgedeki büyümeyi desteklemek amacıyla para politikasını gevşeteceği varsayımları, Euro cinsi borçlanmaları arttırabilir.

KAYNAKLAR:

1. *Bloomberg Terminal*
2. *Refinitiv Eikon*
3. *Turkey Data Monitor*
4. *EVDS*



BFRC

BAU Finansal Arařtırma ve
Uygulama Merkezi