



T.C.  
GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK  
LİSANS  
TEZİ

TÜRKİYE'DE  
DEVLET İÇ BORÇLANMASININ İNCELENMESİ VE  
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

CAN KÜÇÜKKIRIMLI

İKTİSAT ANA BİLİM DALI  
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

TEMMUZ 2019



**TÜRKİYE'DE DEVLET İÇ BORÇLANMASININ İNCELENMESİ VE  
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**Can KÜÇÜKKIRIMLI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**TEMMUZ 2019**

Can KÜÇÜKKIRIMLI tarafından hazırlanan “Türkiye’de Devlet İç Borçlanmasının İncelenmesi ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ/~~OY ÇOKLUĞU~~ ile Gazi Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

**Danışman:** Prof. Dr. H. Ozan ERUYGUR

İktisat Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum.....



**Başkan:** Doç. Dr. Özgür TEOMAN

İktisat Anabilim Dalı, Hacettepe Üniversitesi


Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum.....



**Üye:** Doç. Dr. Erol BULUT

İktisat Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum.....



Tez Savunma Tarihi:26/07/2019

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.



Prof. Dr. Figen ZAİF

Enstitü Müdürü

## ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Can Küçükırmılı

26.07.2019

# TÜRKİYE’DE DEVLET İÇ BORÇLANMASININ İNCELENMESİ VE TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

(Yüksek Lisans Tezi)

Can KÜÇÜKKIRIMLI

GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Temmuz 2019

## ÖZET

Dünya ekonomisinde sermaye hareketleri önemli bir yere sahiptir. Sermaye hareketleri içinde yer alan portföy yatırımları, ülkelerin özel sektör borçlanma senetleri ve hisse senetleri ile Devlet iç borçlanma senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerin kendi para birimleri cinsinden borçlanma olanaklarının artmasıyla birlikte, bu ülkelerin iç borçlanma senetleri piyasaları gelişmiştir.

Küresel finansal kriz sonrası dönemde, gelişmiş ülkelerde faiz oranları düşük düzeylerde seyrettiği için Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları artış göstermiştir ve DİBS piyasalarına yabancı yatırımcı ilgisi artmıştır. Bu ilgi, yatırımcı tabanının genişlemesine, likidite artışlarına, borç vadelerinin uzamasına ve getirilerin azalmasına katkı yapmıştır. Bununla birlikte, yabancıların iç borç stokundaki varlığında dönemsel dalgalanmalar yaşanmıştır. Bu dönemsel hareketlerin uzun dönemli faizler ve dolaylı olarak para ve maliye politikalarının etkinlikleri üzerinde etkileri bulunmaktadır.

Bu çalışmada, öncelikle, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları ve bu ülkelerin yurt içi borçlanma senetleri piyasalarından bahsedilmiştir. Devamında, Türkiye’de iç borçlanmanın tarihsel gelişimi, kamu borç yönetimi uygulamaları ve iç borç stokunun yapısı incelenmiştir. Sonrasında, Türkiye’de DİBS getirileri ve DİBS’lerde yurt dışı yerleşiklerin payındaki değişimler, ABD hazine tahvili faizleri ve kur oynaklığı değişkenleri arasında bir eş bütünleşme ilişkisinin olup olmadığı ARDL yaklaşımı ile analiz edilmiştir. Değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmuş ve uzun dönem katsayılar tahmin edilmiştir. Uzun dönem tahmin sonuçlarına göre, Türkiye’de iç borç stokunda yabancı payındaki artış DİBS getirilerini azaltmaktadır.

Bilim Kodu : 1119

Anahtar Kelimeler : Devlet İç Borçlanma Senedi, Yabancı Yatırımcı, Sınır Testi

Sayfa Adedi : 90

Tez Danışmanı : Prof. Dr. H. Ozan Eruygur

REVIEWING OF GOVERNMENT DOMESTIC BORROWING IN TURKEY AND AN  
EXAMINATION ON TURKEY

(M.S. Thesis)

Can KÜÇÜKKIRIMLI

GAZİ UNIVERSITY

GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES

July 2019

ABSTRACT

Capital movements have an important place in the world economy. The portfolio investments included in the capital movements are the purchase of private sector debt securities and stocks of countries and government securities by foreign investors. With the increase in borrowing opportunities of developing countries in their own currencies, the domestic debt securities markets of these countries have improved.

In the aftermath of the global financial crisis, as the interest rates in developed countries are at low level, capital inflows to emerging economies such as Turkey have increased and foreign investors' interest in government securities market has increased. This interest contributed to the expansion of the investor base, increase in liquidity, extension of the debt maturity and decline in yields. However, there were periodic fluctuations in the presence of foreign investors in the domestic debt stock. These fluctuations are likely to have an impact on long-term rates and indirectly on the effectiveness of monetary and fiscal policies.

In this study, first of all, capital flows to developing countries and domestic debt securities markets of these countries are mentioned. Subsequently, the historical development of domestic debt in Turkey, public debt management practices and the structure of domestic debt stock are examined. Then, whether there is a cointegration relationship amongst bond yields in Turkey, changes in the share of non-residents in domestic debt stock, U.S. treasury bond yields and exchange rate volatility variables is analyzed by ARDL approach. A cointegration relationship was determined and the long-term coefficients were estimated. According to the long-term results, the increase in the non-residents' share in domestic debt stock reduces yields.

Science Code : 1119

Key Words : Government Debt Security, Foreign Investor, Bound Testing

Page Number : 90

Supervisor : Prof. Dr. H. Ozan Eruygur

## TEŐEKKÖR

Değerli önerileriyle bu alıŐmaya yÖn veren tez danıŐmanım Prof. Dr. H. Ozan Eruygur'a ve verdikleri destek için sevgili aileme teŐekkÖr ederim.





## İÇİNDEKİLER

	<b>Sayfa</b>
ÖZET .....	iv
ABSTRACT .....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLERİN LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR.....	xi
1. GİRİŞ.....	1
2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE SERMAYE AKIMLARI VE BU ÜLKELERİN YURT İÇİ BORÇLANMA SENETLERİ PİYASALARI .....	5
2.1. Sermaye Akımlarının Temel Belirleyicileri.....	5
2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasaları.....	12
3. TÜRKİYE’DE İÇ BORÇLANMA .....	19
3.1. İç Borçlanmanın Tarihsel Gelişimi.....	20
3.1.1. 1923-1960 Dönemi.....	22
3.1.2. 1961-1979 Dönemi.....	27
3.1.3. 1980 Sonrası Dönem .....	29
3.2. Kamu Borç Yönetimi Uygulamaları .....	33
3.3. İç Borç Stokunun Yapısı.....	41
3.3.1. İç Borç Stokunun Arz Tarafı .....	44
3.3.2. İç Borç Stokunu Talep Eden Yatırımcılar .....	49

	<b>Sayfa</b>
4. AMPİRİK ANALİZ.....	53
4.1. Teorik Çerçeve .....	53
4.2. Veri Seti.....	56
4.3. Birim Kök Testleri.....	57
4.4. Yöntem .....	60
4.5. Tahmin Sonuçları .....	64
5. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	67
KAYNAKLAR .....	73
EKLER.....	79
EK-1. Değişkenler .....	80
EK-2. LM Testi Sonuçları .....	84
EK-3. Sınır Testi Sonuçları.....	86
EK-4. Schwarz Bilgi Kriteri (En iyi 20 model) .....	87
EK-5. Uzun Dönem Sonuçları.....	88
EK-6. CUSUM ve CUSUMQ Testlerinin Sonuçları .....	89
ÖZGEÇMİŞ .....	90

**ÇİZELGELERİN LİSTESİ**

<b>Çizelge</b>	<b>Sayfa</b>
Çizelge 4.1. Tanımlayıcı İstatistikler .....	59
Çizelge 4.2. Birim Kök Testleri .....	62
Çizelge 4.3. Sınır Testi Sonuçları.....	66
Çizelge 4.4. Diagnostik Testler.....	66
Çizelge 4.5. Uzun Dönem Sonuçları .....	68
Çizelge 4.6. Hata Düzeltme Katsayısı .....	69

**ŞEKİLLERİN LİSTESİ**

<b>Şekil</b>	<b>Sayfa</b>
Şekil 2.1. Yükselen Piyasa Ekonomileri ile Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Girişi .....	7
Şekil 2.2. G7 Ülkelerine Net Sermaye Girişi .....	8
Şekil 2.3. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Yurt İçi Borç Senetlerinin Toplam Borç Senetleri İçindeki Payı .....	16
Şekil 3.1. Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku .....	42
Şekil 3.2. Toplam Borç Stokunun GSYİH'ye Oranı .....	43
Şekil 3.3. Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stokunun Bir Önceki Çeyreğe Göre Değişimi .....	43
Şekil 3.4. İç Borç Stokunun Toplam Borç Stoku İçindeki Payı .....	44
Şekil 3.5. İç Borç Stokunun Faiz Yapısı .....	46
Şekil 3.6. İç Borç Stokunun Ortalama Vadesi .....	47
Şekil 3.7. İç Borç Çevirme Oranları .....	47
Şekil 3.8. Nakit İç Borçlanmanın Maliyeti .....	48
Şekil 3.9. Bazı Ülkelerde Kamu Menkul Kıymetlerini Elinde Bulunduranlar İçinde Yurt Dışı Yerleşiklerin Payı .....	50
Şekil 3.10. İç Borç Stokunun Elinde Bulunduranlara Göre Dağılımı .....	51
Şekil 3.11. İç Borç Stokunun Bankacılık Kesimine Dağılımı .....	52
Şekil 3.12. İç Borç Stokunda Yurt Dışı Yerleşiklerin Payı .....	53

## KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılan kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

<b>Kısaltmalar</b>	<b>Açıklamalar</b>
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>ADF</b>	Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testi
<b>API</b>	Açık Piyasa İşlemleri
<b>ARDL</b>	Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model
<b>BİST</b>	Borsa İstanbul A.Ş.
<b>CUSUM</b>	Yineleyen Artıkların Kümülatif Toplamı
<b>ÇTTH</b>	Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>EFT</b>	Elektronik Fon Transfer Sistemi
<b>EMKT</b>	Elektronik Menkul Kıymet Transfer Sistemi
<b>FED</b>	ABD Merkez Bankası
<b>GES</b>	Gelire Endeksli Senet
<b>GOS</b>	Gelir Ortaklığı Senedi
<b>GSYİH</b>	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
<b>Hazine</b>	T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı
<b>HDK</b>	Hata Düzeltme Katsayısı
<b>HMVKŞ</b>	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi
<b>KPSS</b>	Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Birim Kök Testi
<b>OECD</b>	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
<b>ROT</b>	Rekabetçi Olmayan Teklif
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TMSF</b>	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi

## 1. GİRİŞ

Dünya tarihindeki yeri oldukça eski dönemlere kadar götürülebilecek olan sermaye hareketleri kavramı, kısaca, bir ülkeden başka bir ülkeye yönelen fon akımları şeklinde tanımlanmaktadır. Sermaye hareketleri kavramı yerine uluslararası sermaye hareketleri ya da yabancı tasarruf akımları kavramları da kullanılmaktadır.

Sermaye hareketleri ya da yabancı tasarruf akımları, küresel ekonomide önemli bir yere sahiptir. Gelişmekte olan birçok ülke, sermaye piyasalarının liberalleştirilmesi sürecini 1990'lı yıllarda tamamlamıştır. Sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin politika yapıcılığı üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Sermaye akımları, verimli alanlarda kullanılması durumunda, yöneldiği ülkelere yarar sağlamakla ve ekonomik büyümeye katkı vermekle birlikte, finansal sorunlar ya da piyasa başarısızlıkları gibi maliyetler de ortaya çıkarabilmektedir.

Sermaye yatırımları içinde yer alan portföy yatırımları, özel sektör borçlanma senetleri ve hisse senetleri ile özellikle tasarruf problemi olan ülkelerin Devlet iç borçlanma senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmasını ifade etmektedir. Bu çalışmada geçen DİBS ifadelerinden de, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yurt içi piyasalarda çıkarılan her nevi iç borçlanma senetleri anlaşılmaktadır. Ayrıca, portföy yatırımlarının yönü ve hacmi, küresel ekonominin genel durumuna göre değişiklikler gösterebilmektedir.

Dünya ekonomilerinde 1970'li yıllardan itibaren yaşanan finansal liberalizasyon sürecinin sonuçlarından biri sermaye kısıtlarının kaldırılmasıdır. Ülkemizde, 24 Ocak 1980 kararları ile finansal piyasaların yeniden yapılandırılması, sermaye kısıtlarının kaldırılması ve kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi süreçleri yaşanmış, faiz ve döviz politikalarında önemli değişikliklere gidilmiştir. 1989 yılında yayımlanan 32 sayılı Kararla, yurt dışı yerleşik kişilerin menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarını almaları ve satmaları önündeki engeller kaldırılmıştır. Bu çalışmada geçen yurt dışı yerleşik kişiler ya da yurt dışı yerleşikler ifadelerinden, ülkemiz dışında yerleşmiş olan yatırımcılar ile yurt içindeki bankaların yurt dışı şubeleri anlaşılmaktadır.

DİBS piyasalarının gelişmesi, bir ülke ekonomisi için birçok açıdan oldukça önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerin kendi para birimleri cinsinden borçlanma imkânlarının artış göstermesi ile birlikte, bu ülkelerin iç borçlanma senetleri piyasaları önemli gelişmeler göstermiştir. Ülkemizde 2001 krizi sonrasında çok ciddi bir ekonomik daralma yaşanmış ve etkileri uzun yıllar devam etmiştir. İzleyen yıllarda uygulanan reform politikaları ile birlikte enflasyon ve reel faizler azalmaya başlamış, ekonomide göreceli olarak bir istikrar süreci yaşanmıştır. 2008 küresel krizi sonrasında, özellikle gelişmiş ülkelerde faiz oranları düşük olduğu için, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları artış göstermiş, DİBS piyasalarına yabancı ilgisi artmıştır. Yabancıların DİBS piyasalarında yer alması, borç vadelerinin uzamasına, iç borçlanmada bankalara olan bağımlılığın azalmasına, bankaların farklı yatırım alanlarına kredi verebilme olanaklarının genişlemesine, rekabet gücü yüksek bir piyasanın ortaya çıkmasına, işlem hacmi ve likidite artışlarına ve getirilerin azalmasına katkı yapmıştır. Diğer taraftan, yabancıların iç borç stokundaki varlığı bazı dönemlerde dalgalanmalar yaşamıştır. Yabancılar; yatırımcı tabanının genişlemesini sağlamak ve çeşitlendirme yararı ortaya çıkarmakla birlikte, ani çıkış kaynaklı fonlama risklerine de neden olabilmektedirler. Bu hareketlerin faizler ve dolaylı olarak para ve maliye politikalarının etkinlikleri üzerinde ve politika kararlarının alınmasında yansımaları ortaya çıkabilmektedir. Sonuç olarak, iç borç stokunda yer alan DİBS'lerin sahipliğinde yaşanan değişimler ile faizler arasındaki ilişkinin önemi, özellikle son 10-15 yıllık dönemde artış göstermiştir. Bu ilişkinin incelenmesinin, başta kamu finansmanı ve iç borçlanma politikalarını yürüten ekonomi kurumları ve birçok serbest piyasa katılımcısı açısından önemli olabileceği düşünülmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye'de iç borç stokunda yer alan DİBS'lerde yurt dışı yerleşiklerin payında yaşanan değişimler ile DİBS faizlerindeki değişimler arasındaki ilişki incelenmiştir. DİBS faizleri için 5 yıllık DİBS'lerin günlük bileşik getirileri kullanılmıştır. Ayrıca, diğer açıklayıcı değişkenler olarak, ABD 10 yıllık hazine tahvili faizleri ve bir risk göstergesi olarak sepet bazında TL'nin oynaklığı modele dâhil edilmiştir. Değişkenler arasında bir eş bütünleşme ilişkisinin olup olmadığı, Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif (ARDL) model ile incelenmiştir. Zaman serisi analizi çerçevesinde 2012 ile 2017 yılları arasında altı yıllık dönem için aylık veri kullanılmıştır. Değişkenler arasında bir eş bütünleşme ilişkisi bulunmasının yani değişkenlerin uzun dönemde beraber hareket ettiklerinin tespit edilmesinin ardından uzun dönem katsayılar tahmin edilmiştir. Tüm katsayılar istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre, Türkiye'de iç borç stokunda yurt dışı

yerleşiklerin payındaki artış DİBS getirilerini düşürmektedir. ABD 10 yıllık tahvil faizleri ve kur oynaklığı değişkenleri ile DİBS getirileri arasında beklendiği gibi pozitif bir ilişki bulunmuştur. Sonuçlar ekonomi teorisi ve yazın ile uyumludur.

Çalışmanın ikinci bölümünde, gelişmekte olan ülkelere yönelmiş sermaye akımları ve bu ülkelerin yurt içi borçlanma senetleri piyasalarından bahsedilmiştir. Bu bölümde sermaye akımlarının temel belirleyicileri ve gelişmekte olan ülkelerin DİBS piyasaları detaylandırılmıştır. Türkiye’de iç borçlanma başlıklı üçüncü bölümde, öncelikli olarak iç borçlanmanın tarihsel gelişim sürecinden bahsedilmiş, Cumhuriyet’in kuruluşundan günümüze kadar geçen sürede gerçekleştirilen iç borçlanmalar üç dönem halinde, önemli kırılma noktalarıyla birlikte detaylı olarak ele alınmıştır. Sonrasında, kamu borç yönetiminin yasal çerçevesi ve borç yönetimi uygulamalarından bahsedilmiş, güncel iç borç stokunun yapısı ve iç borç stokunu elinde bulunduranlar incelenmiştir. Dördüncü bölümde, DİBS getirilerindeki değişimlere ilişkin teorik çerçeve ele alınarak bir ekonometrik model oluşturulmuş ve tahmin sonuçlarına yer verilmiştir. Son bölümde ise sonuç ve öneriler yer almaktadır.





## **2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE SERMAYE AKIMLARI VE BU ÜLKELERİN YURT İÇİ BORÇLANMA SENETLERİ PİYASALARI**

Bu bölümde özetle, gelişmekte olan ülkelere uluslararası sermaye akımlarının temel belirleyicilerinden, Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin hangi aşamalardan geçtiğinden ve gelişmekte olan ülkelerin DİBS piyasalarının gelişim süreçlerinden bahsedilmektedir.

### **2.1. Sermaye Akımlarının Temel Belirleyicileri**

Sermaye hareketleri kısaca, bir ülkeden diğer bir ülkeye muhtelif nedenler, amaçlar ve yollarla hareket eden fon akımları şeklinde tanımlanabilir. Sermaye hareketlerinin serbestliği, herhangi bir kısıtlama olmadan bir ülkeye başka bir ülkeden ya da bir ülkeden başka bir ülkeye para girişi ya da çıkışı olmasını ifade eder. Fon hareketlerinin sıkı denetim ya da vergilendirmeye tabi olması durumunda tam serbestlikten bahsedilemez (Eğilmez, 2013).

Dünyada sermaye hareketleri tarihi çok eski dönemlere gitmekle birlikte, bu akımlar esas olarak sömürgecilik dönemiyle birlikte hareket etmektedir. Sanayi devrimi sonucu, maden ve hammadde arayışında olan İngiltere’nin sömürgelerine yaptığı yatırımlar ve bunu izleyen diğer batılı ülkelerin yatırım hareketleri uluslararası sermaye hareketi olarak nitelendirilebilir.

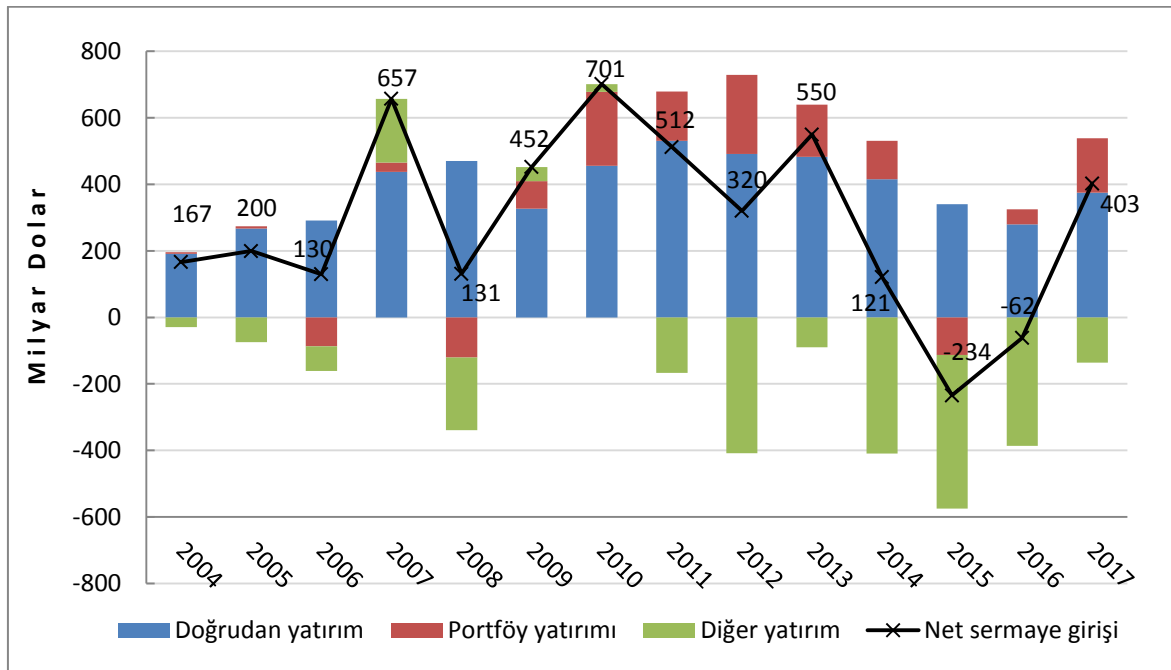
Diğer taraftan, sermaye hareketlerinde ülke içi ve dışı faktörlerin etkisiyle, dönemler itibarıyla çarpıcı değişiklikler yaşanmıştır. Yirminci yüzyılın ilk yarısında, savaşlar ve ekonomik bunalımın etkisiyle güven ortamının ortadan kalkması sonucunda yatırımlar ve sermaye hareketleri önemli ölçüde yavaşlamıştır (Özer, 1993). 1950’li yıllara kadar sermaye hareketleri genelde portföy yatırımı şeklinde gerçekleşmiş, bu yıllardan sonra çok uluslu şirketlerin etkisiyle doğrudan yatırım şekline bürünmüştür. Ayrıca, 1970’lerden itibaren gelişmekte olan ülkelere dönmeye başlayan sermaye hareketleri, 1980’lerde ters yöne hareket etmiş, 1990’lardan itibaren ise yeniden gelişmekte olan ülkelere yönelmeye başlamıştır. Birçok gelişmekte olan ülke, 1990’lı yıllarda sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi sürecini neredeyse tamamlamıştır. Sermaye hareketlerinde yer ve zaman açısından yaşanan değişimlerin irdelenmesi ve değerlendirilmesi, makroekonomik politika yapıcılığı açısından büyük önem arz etmektedir (Koepke, 2015, s.2).

Sermaye çeken ülkeler bu akımlardan yarar elde edebildikleri gibi belli maliyetlere katlanmak durumunda da kalabilirler. Öncelikli olarak yabancı sermaye, verimli alanlarda kullanılmak koşuluyla, bir ülkenin kalkınmasında önemli yere sahiptir. Sistemik riski azaltarak verimli yatırımlarda ve iktisadi büyümede artış sağlayabilmektedir. Yapısal tasarruf problemine sahip ülkelerin refah düzeylerini artırabilmeleri açısından da önem taşımaktadır. Diğer taraftan, küreselleşme süreci sermaye hareketlerinde yapısal değişiklikler ortaya çıkarmış ve bu değişiklikler de bu hareketlerin yol açtığı sorunların küresel ölçekte olmasına neden olmuştur (İnandım, 2005, s.8). Maliyetler açısından bakıldığında, politika üreten çevrelerin, sermaye akımlarının ani çıkış kaynaklı döviz kuru oynaklığına ve bazı finansal problemlere neden olduğu ya da etkin kaynak tahsisini bozduğu yönünde tereddütleri olabilir. Bu durum dışsallıklar, ölçek ekonomileri ya da fiyat katılıkları nedeniyle ortaya çıkan piyasa başarısızlığına işaret etmektedir.

Sermaye akımlarının türleri yabancı doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve genellikle bankacılık alanına yapılan kısa vadeli sermaye yatırımlarıdır. Sermaye hareketlerinin kapsamı ve hacmi, bu türler arasında önemli düzeyde farklılıklar göstermektedir (Koepke, 2015, s.15). Yabancı doğrudan yatırımlar, genellikle yapısal gelişmelere bağlı olacak şekilde, bir piyasa operasyonuna gerek duyulmaksızın sermayenin bir yerden başka bir yere hareketidir. Yabancı yatırımdan en fazla yarar, yatırımın yöneldiği ülkenin üretimine, ihracatına, yatırım fırsatları ile istihdam ve işgücü verimliliğindeki artışına katkı sunulması ile sağlanabilir. Portföy yatırımları, belirli riskler üstlenmek ve kazanç elde etmek suretiyle, genelde devlet iç borçlanma senetleri ile özel sektör hisse senedi ve tahvillerinin yabancı yatırımcılarca satın alınmasını ifade etmektedir. Ayrıca, türev ürünler ile diğer para piyasası araçlarını da içermektedir. Daha çok konjonktürel hareketlerden etkilenen bu yatırımları doğrudan yatırımlardan ayıran unsur, doğrudan yatırımcıların karar alma, yönetim ve üretim süreçlerindeki kontrol mekanizmalarıdır (Kaya ve Öndeş, 1997). Kaya ve Öndeş (1997) çalışmasının analiz sonuçları, Türkiye'ye gelen yabancı portföylerin belirleyicilerinden bazılarının ülkenin dışa açıklık derecesi, dış ticaret dengesi, ABD Doları faiz oranı ve finansal risk göstergeleri olduğunu göstermektedir. Yabancı portföy yatırımları yurt içi sermaye piyasalarının gelişmesine katkı yapmakta ve kaynak tahsisinin etkinliğini artırmaktadır.

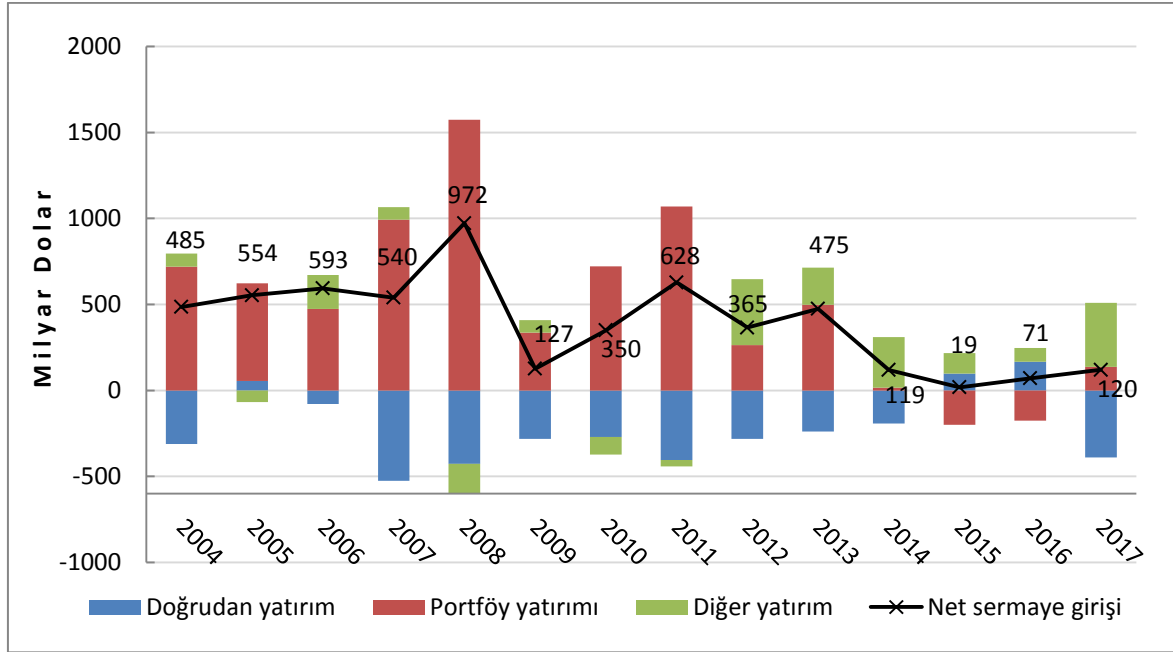
Yükselen piyasa ekonomileri ile gelişmekte olan ülkelere yönelmiş olan doğrudan yatırımlar, özel sektör ve kamu tahvilleri ile diğer para piyasası araçlarından oluşan portföy

yatırımları ve diğer yatırımlara ilişkin sermaye akımlarının büyüklüğü Şekil 2.1’de gösterilmektedir. Portföy yatırımları ve doğrudan yatırım ile rezerv varlıklar dışındaki finansal hareketlerden oluşan diğer yatırımların ticari krediler, mevduatlar ve diğer alacak ve borçlar gibi alt kalemleri bulunmaktadır. Grafikten yükselen piyasalar ile gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişinin 2004-2014 yılları arasında pozitif olduğu, 2015 ve 2016 yıllarında negatife döndüğü, 2017 yılında ise, gelişmiş ülkelerin para politikalarındaki normalleşme ile beklentilerdeki iyileşme paralelinde, önemli düzeyde artış göstererek yeniden pozitif olduğu görülmektedir. IMF (2018), net sermaye girişlerinin 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla 130 ve 149 milyar ABD Doları olacağını öngörmektedir.



**Şekil 2.1: Yükselen Piyasa Ekonomileri ile Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Girişi (Kaynak: IMF)**

Şekil 2.2’de, dünyada ekonomisi en büyük 7 ülke olan G7 ülkelerine yönelik sermaye akımlarına yer verilmektedir. Avrupa Birliği de G7 içinde temsil edilmekle birlikte bu grafiğe dahil değildir. 2004-2017 yılları arasında G7 ülkelerine net sermaye girişi pozitifdir. 2004-2007 yılları arasında istikrarlı seyreden girişler, 2008 yılında sığrama yapmış, izleyen yıllarda dalgalı bir seyir izlemiştir. 2014-2017 yılları arasında net sermaye girişlerinin pozitif olduğu, ancak düşük seviyelerde gerçekleştiği görülmektedir.



**Şekil 2.2: G7 Ülkelerine Net Sermaye Girişi (Kaynak: IMF)**

Sermaye hareketlerinin hacmi, yönü ya da kalıcılık süresi ekonominin genel gidişatına göre küçük ya da çarpıcı değişiklikler yansıtabilmektedir. Özellikle genel ekonomik durumun kötüye gittiği dönemlerde yaşanan devresel hareketler, hem yerli hem de yabancı yatırımcıların karar alma süreçlerinde değişiklikler ortaya çıkarabilmektedir. Bu dönemlerde yatırımcıların ek riskler alma yönündeki eğilimleri artabilir. Ülkeden ülkeye ya da ekonomik bölgeden bölgeye değişebilmekle birlikte, bu eğilimlerin yönünü ya da büyüklüğünü belirlemek çok da kolay değildir. Yeldan (2002) çalışmasında, sermaye hareketlerinin 1990'lı yıllarda, belirli ülkelere ya da belli coğrafi bölgelere değil, ekonomi ya da sosyal politikaları farklılık gösterse bile birbirinden farklı ekonomilere yakın düzeylerde ilgi gösterdiği ifade edilmektedir.

Sermaye hesabı, içsel veya dışsal birçok şoktan etkilenebilen endojen bir makroekonomik değişkendir (Reinhart ve Montiel, 2001, s.3). Sermaye akımlarının hacmini, kompozisyonu ve davranışsal tarafını etkileyen birçok etmen bulunmaktadır. Sermaye akımlarının temel belirleyicileri, bu belirleyicilerin ayrıştırılmasında kullanılan bir yöntem olan “iten ve çeken faktörler” şeklinde bir sınıflandırma ile anlatılabilir (Koepke, 2015, s.19). Bununla birlikte, bu sınıflandırma, yatırımcıların davranışsal tepkileri gibi faktörlere bu sınıflandırma içinde yer vermenin zorluğu gibi sınırlamalar da içermektedir (Koepke, 2015).

Gelişmekte olan ülkeler tarafından ihraç edilen varlıkların risk ve getiri özellikleri ile bu ülkelerin ekonomik ve finansal göstergelerindeki değişimler aracılığıyla hareket eden faktörler çeken; gelişmiş ülke borçlularına borç vermenin çekiciliğini azaltan faktörler iten faktörler olarak tanımlanmaktadır (Reinhart ve Montiel, 2001, s.3-6). Ayrıca, sermaye akımlarının hacmindeki artış, politika tercihleri ya da teknolojik yenilikler sayesinde bu akımlara ilişkin engellerin kaldırılması sonucunda artan finansal bütünleşme ile de ilişkilidir.

Sermaye akımlarını hızlandıran temel bileşenler küresel risk algısı, ülkelerin risk göstergeleri, likidite koşulları, getiri farkları ve büyüme oranlarıdır (Koepke, 2015, s.4). Çeken faktörler; finansal liberalizasyon süreci ile gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrollerinin kaldırılması, çıktı miktarının artması, enflasyonun düşmesi, iktisadi reformlar, kurumsal kalitenin düzeyindeki artış ve ülke riskindeki azalış şeklinde sıralanabilir. İten faktörler ise, küresel risk algısındaki iyileşmeler ile gelişmiş ülke faiz oranlarının düşmesi olarak ifade edilebilir. Bu faktörlerin etki alanlarının ve önem derecelerinin dönemsel değişimi politika tercihlerinde rol oynamaktadır (Reinhart ve diğerleri, 1993; İnandım, 2005).

Diğer taraftan, dünyada artış gösteren finansal bütünleşme süreci ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye giriş ve çıkış süreleri hız kazanmış, krizlerin etki alanları genişlemiş, sonuç olarak gelişmekte olan ülkelerin sermaye akımlarına yönelik endişeleri artmıştır. Ortaya çıkan bu olumsuzluklar da sermaye kontrollerini yeniden bir ekonomi politikası tercihi olarak gündeme taşımıştır.

Ostry ve diğerleri (2010, s.5) çalışmasında sermaye kontrollerinin finansal kırılganlığı azaltma ve makroekonomik politikalarda bağımsızlığı artırma anlamında faydalarının olabileceği ifade edilmektedir. Ekonomi potansiyelin yakınında hareket ediyorsa, rezerv seviyesi yeterli ise, döviz kurunun değeri düşük değilse ve sermaye akımlarının geçici olma olasılığı yüksekse, sermaye kontrollerinin kullanılmasının makro ihtiyati politikaların yanında bir politika seçeneği olarak kullanılabilmesi belirtilmektedir.

Diğer taraftan, Ergül (2012) çalışmasında, sermaye kontrolü kararı alınırken sermaye girişi, cari açık düzeyi ve kurumsal gelişmişlik seviyesinin etkili olduğu, sermaye girişleri ve cari işlemler dengesindeki artışların ülkelerin sermaye kontrolü kararı alması olasılığını

artırırken kurumsal gelişmişlikteki iyileşmelerin bu ihtimali azalttığı ifade edilmektedir. Söz konusu çalışmanın analiz sonuçları ise, sermaye kontrollerinin sermaye girişini azaltmadığını, cari işlemler dengesi üzerinde sınırlı etkisinin olduğunu, reel kurların değerlendirilmesinin ise kontrollerin uygulanmasından sonra da devam ettiğini göstermektedir. Dolayısıyla, Türkiye gibi cari açık veren ekonomiler için sermaye kontrolü uygulamak, cari fazla veren ülkelere göre daha fazla sınırlamayı barındıracaktır.

Gelişmekte olan ülkelerin 1970'li yıllardan itibaren kaynak sorunu yaşamaya başlamaları sonucunda yeni ekonomi politikaları geliştirilmeye çalışılmış, devamında bir finansal serbestleşme süreci yaşanmaya başlamıştır. Bunun sonucunda, 1990'lı yıllarda, ekonomik kalkınmanın da önemli nedenlerinden biri olan bilgi teknolojilerindeki gelişmelerin etkisiyle bu ülkelerde, sermaye kontrollerinin kaldırılması ve kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi süreci yaşanmış ve piyasalar yabancı yatırımcılara açılmıştır. Ülkemizde sermaye kontrollerinin serbest bırakılması ve dış yatırımcılara açılma süreci birçok gelişmeler paralelinde gerçekleşmiş olup aşağıda bu gelişmelerden bahsedilecektir.

Türkiye'de yeni bir dönem olarak kabul edilen 1960'lı yıllar, farklı bir kurumsal yapıya ve planlı ekonomiye geçiş dönemidir. İhracatı artırmayı ve ithalatı ikame etmeyi hedefleyen bir ekonomik yapı söz konusudur. 1961-1970 dönemi, yüksek bir büyüme sürecini barındırmasına rağmen düzenli olarak yapılan yıllık stand-by anlaşmaları ile IMF ve OECD yakın denetimi altında geçmiştir (Ekzen, 2009, s.56-57, 64). Devalüasyon süreci ve devamında işçi dövizlerinin hızlı bir şekilde girişinin ortaya çıkardığı genişleme ile başlayan 1970'li yıllar boyunca Devlet faiz oranlarını doğrudan kendisi kontrol etmiştir. Bu dönemin özelliği, dünya para sistemindeki çöküş nedeniyle yaşanan belirsizlik ortamı ve 1973 yılından itibaren hammadde ve petrol fiyatlarındaki ani yükseliş nedeniyle ortaya çıkan krizdir. 1975 yılından itibaren dış şokların Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisi oldukça artmış ve dönem sonunda krize dönüşmüştür (Ekzen, 2009, s.71-80).

Bir dönüm noktası niteliği taşıyan, Keynesyen politikaların hızla terkedildiği ve yeni bir politika tercihi yapılarak serbestleşme ve reform sürecinin başlatıldığı 24 Ocak 1980 tarihinde, idari müdahalelerin yerine piyasaya güven duymayı esas alan strateji benimsenerek kamu müdahalelerinin finansal piyasalar üzerindeki baskısının ortadan kaldırılması hedeflenmiştir. Bu kapsamda, finansal piyasaların yeniden yapılandırılması yönünde birçok adım atılmıştır.

İlk değişiklikler faiz alanında gerçekleştirilmiştir. Yurt içi tasarrufların ve rekabetin artırılması amacıyla faiz politikasında değişiklikler yapılarak faiz oranlarının Devlet müdahalesi olmadan serbest şekilde belirlenmesi sağlanmıştır. Artan rekabet ortamı faiz oranlarını yükseltmiş ve bazı bankaların da iflası sonucunda finansal sistem krize girmiştir.

Sermaye piyasalarının düzenlenmesi, denetlenmesi, yatırımcıların haklarının korunması, şeffaflığın artırılması ve menkul kıymet piyasalarının geliştirilmesi amacıyla Sermaye Piyasası Kanunu 1981’de yürürlüğe girmiş, 1982’de de Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur. 1982’de ticari bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına izin verilerek sermaye ıkışları engellenmeye çalışılmış, 7 Temmuz 1984 tarih ve 30 sayılı Kararnameyle döviz piyasaları neredeyse liberalleştirilmiştir.

11 Ağustos 1989 tarih ve 20249 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 32 sayılı Karar, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sürecinde büyük öneme sahiptir. Türkiye’de yerleşik kişilerin hiç bir sınırlama olmadan döviz alabilmeleri veya bulundurabilmeleri, yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ya da satın aldıkları menkul kıymetleri yurt dışına çıkarmaları, TCMB tarafından alım ve satımı yapılan yabancı para türünden devlet tahvilleri ve hazine bonolarını satın almaları ve satmaları serbestleştirilmiştir. Sermaye piyasası düzenlemeleri kapsamında, yurt dışında yerleşik kişilerin her türlü menkul kıymet ile sermaye piyasası araçlarını yetki verilen bankalar ve aracı kurumlar aracılığıyla satın almaları, satmaları ve elde ettikleri gelirleri bankalar aracılığıyla transfer etmeleri serbest bırakılmıştır. Yurt dışı yerleşiklerin TL cinsinden hesap atırabilmelerinin ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri transfer edebilmelerinin sağlanması gibi önemli düzenlemeler yapılmıştır. Kambiyo rejimindeki kısıtlamaların büyük kısmı 1989 yılına kadar kaldırılmıştır.

Kısaca, 1980-1989 arasında önce dış ticaret, daha sonra sermaye hareketleri ve mali sistemin serbestleştirilmesine yönelik çalışmalar ve düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Sermaye hareketlerine ilişkin süreç 1989 yılına kadar neredeyse tamamlanmış, mali sistemin serbestleştirilmesi süreci ise ancak daha ileriki dönemlerde tamamlanabilmiştir.

Yukarıda sermaye hareketlerinin hızlanmasının temel belirleyicilerinden biri olan sermaye kontrollerinin kaldırılması ve finansal piyasaların serbestleştirilmesine ilişkin süreçlerden bahsedilmiştir. Sermaye hareketlerinin önemli belirleyicilerinden bir diğeri ise ülkeler



arasındaki getiri farklarıdır. Gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici para politikaları sonucunda faiz oranlarının düşmesi, sermaye hareketliliğini hızlandırmıştır. ABD’de 1990’lı yıllarda düşen faiz oranları sonucunda Asya ve Latin Amerika ülkelerine sermaye akımları önemli düzeylerde artış göstermiştir. Ters yönde daraltıcı politikalar uygulanmaya başlayınca söz konusu ülkelerin çekiciliği azalmıştır. Koepke (2015) çalışması, gelişmiş ülkelerin düşük faiz oranları ile gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlar arasındaki negatif ilişkide en güçlü ilişkinin, doğrudan yatırımlar ya da kısa vadeli sermaye yerine, bono ve tahvil piyasalarına yönelen portföy yatırımları olduğunu göstermektedir. Portföy yatırım kararlarını daha çok getiriler, kur oynaklığı ve oynaklık endeksi gibi finansal değişkenler etkilemektedir.

Sermaye kontrollerinin kaldırılması ve getiri farkları dışında, sermaye akımlarının diğer belirleyicileri arasında, cari dönemde yapılan ve ileride yapılması planlanan yapısal reformlar, enflasyon oranları, yüksek büyüme oranları, ülke riski ve kurumsal kalitenin düzeyindeki iyileşmeler, gelişmiş ülkelerin risk iştahındaki değişimler ve küresel likidite koşulları bulunmaktadır. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelerin etkin işleyen bir piyasa yapısına sahip olmaları nedeniyle bu ülkelerdeki görece olumsuz koşulların düzeleceğine duyulan güven, sermayenin bu ülkelere geri dönmesini motive eden önemli bir kaynaktır (İnandım, 2005).

Yukarıda, sermaye akımlarının belirleyicileri iten ve çeken faktörler çerçevesinde özetlenmiştir. Diğer taraftan, iten ve çeken faktörlerden hangisinin daha önemli olduğu sorusunun net bir cevabı bulunmamakta, zaman faktörü bu noktada önem kazanmaktadır. Finansal kriz ya da stres dönemlerinde bazı faktörlerin, ekonomide iyimserliğin sürdüğü dönemlerde ise başka faktörlerin daha iyi çalıştığı söylenebilir.

## **2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasaları**

DİBS piyasalarının gelişmesi ve derinleşmesi bir ülke ekonomisi için oldukça önemlidir. Bu gelişme adımlarının ve sonuçlarının analiz edilmesi hem ulusal hem de uluslararası politika yapıcılığında ve karar alma süreçlerinde önem taşımaktadır. Etkin çalışan bir DİBS piyasasının oluşturulması için gerekli ön koşullar; güvenilir ve istikrarlı bir hükümet, serbestleştirilmiş bir finansal sistem, sağlam bir para ve maliye politikası, kurumları güçlü ve yeterli seviyede alacaklı hakları sağlayan bir sistem, piyasa odaklı bir hükümet

finansman stratejisi, sağlıklı işleyen yasal altyapı ile vergilendirme politikası, etkin bir mutabakat sistemi ile likidite ve rekabeti olumlu yönde etkileyecek çeşitlendirilmiş bir yatırımcı tabanıdır. Ayrıca, aktif bir para piyasasının varlığı, kıymetlerin likiditesini artırma yoluyla DİBS piyasasının gelişmesinde destekleyici rol oynar. Devlet ve özel sektör tahvilleri için ortak bir altyapı geliştirilmesi ve borç istatistiklerinin yüksek kalitede ve güncel olarak tutulması da DİBS piyasalarının gelişmesini destekler (WB ve IMF, 2001).

DİBS piyasalarının gelişmesi, tüketim ve yatırım harcamalarının şoklar karşısında dengelenmesi sürecine yardımcı olmakta; enflasyon hedeflerinin ya da parasal hedeflerin gerçekleştirilmesini de içerecek şekilde, para politikasının uygulanmasını ve likit tasarrufların massedilmesi yoluyla aktarım mekanizmasının daha sağlıklı çalışmasını desteklemektedir. Ayrıca, rekabet ortamını iyileştirerek finansal aracılığı geliştirmekte ve finansal istikrara katkı yapmaktadır (WB ve IMF, 2001). Aşağıda, önce DİBS piyasalarının gelişmesinin finansal istikrara olan katkısı özetlenecek, daha sonra kur uyumsuzluğunun azaltılması üzerindeki etkisi değerlendirilecektir.

DİBS piyasalarının gelişimi, finansal sistemin yalnızca banka eksenli bir sistem yerine sermaye piyasalarının banka finansmanını tamamlayacağı çok katmanlı bir sisteme dönüşmesine yardımcı olur ve bu durum ticari bankaların yeni finansal ürünler geliştirmesini teşvik eder. Diğer taraftan, Burger ve Warnock (2006), vadeye kadar getiri ile vade arasındaki ilişkiyi gösteren ve vadeleri farklı olan yatırımların potansiyel getirilerinin analiz edilmesinde kullanılan, daha sağlıklı bir getiri/verim eğrisine ulaşılması amacıyla DİBS ihraçlarının gerçekleştirilmesi ile finansal sistemin kalitesinin artırılması arasında bir korelasyon olduğunu ortaya koymaktadır. Ülkemizde Hazine, belirli vadelerde TL cinsi sabit faizli gösterge tahvilleri sistemli olarak ihraç ederek, tüm yatırımcı grupları için önem arz eden likiditenin getiri eğrisinde geniş bir vade aralığında yayılmasını sağlamaya çalışmaktadır (KBYR, 2017). Ayrıca, DİBS ihraçları, açıkların finansmanının yanında diğer sabit getirili menkul kıymet piyasalarının gelişmesine de katkı yapmaktadır. Özetle, yeni finansal ürünler geliştirilmesi, DİBS ihraç edilmesi ve sağlıklı bir getiri eğrisi oluşturulmasına yönelik adımlar finansal sistemin etkinliğini artırarak finansal istikrara katkı sunmaktadır.

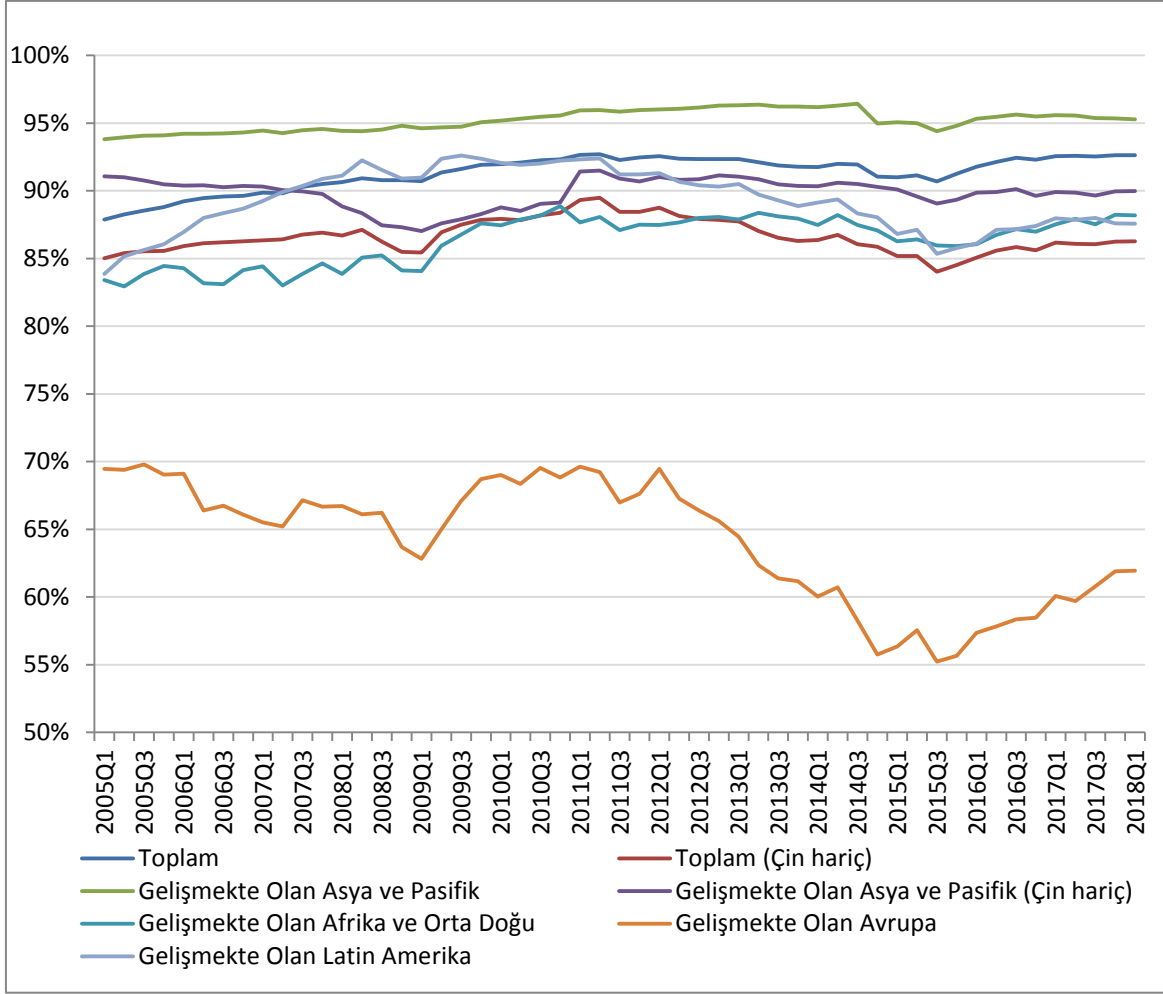
Ülkeler kendi ulusal para birimleri ya da yabancı ülke para birimleri cinsinden tahvil ya da bono ihraç edebilmektedirler. Diğer taraftan, para birimi ya da kur uyumsuzluğu, döviz kurunda yaşanan bir değişimin gelecekte elde edilecek gelirin ve harcama akımlarının iskontolu değerini nasıl etkileyeceğini işaret etmektedir. Ulusal para birimleri cinsinden ihraç edilen tahvillere yabancı yatırımcı ilgisi ya da talebini yeterli düzeyde çekemeyen ülkeler kur uyumsuzluğu riski yaşayabilmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerin DİBS ihraç etmeleri, kur uyumsuzluğu riskini ya da döviz kuru kırılganlıklarını azaltarak ve uzun vadeli ihraçlar yapılması kaydıyla ortalama borç vadesini uzatarak finansal istikrara önemli düzeyde katkı yapmaktadır (Peiris, 2010; Burger ve Warnock, 2006).

Döviz kurları ile finansal kırılganlık arasında ilişki üç farklı bakış açısı ya da hipotez ile açıklanmaktadır (Eichengreen ve Hausmann, 1999). İlki, sözleşmenin bir tarafının karşı taraf aleyhine sözleşmeden yararlanarak farklı davranış ortaya koyması durumunda ortaya çıkan ahlaki tehlike sorunu ya da hipotezidir. Sabit kur rejimleri, kur riskine karşı örtülü bir koruma sağladığından, borç alma ve borç vermeyi teşvik eden ahlaki tehlike sorununa yol açmaktadır. İkincisi gelişmekte olan ülkelerin ulusal paraları cinsinden yurt dışından borçlanamamaları ya da yurt içinden borçlanabilseler bile uzun vadeli borçlanamamalarını önemli bir eksiklik olarak vurgulayan orijinal günah ya da ilk günah hipotezidir. Ülkenin borç yükü, döviz kuru rejimi, parasal güvenilirliği, kalkınma seviyesi ve yatırımcı tabanının genişliği ilk günahın belirleyicilerindedir. Hipotezin çıkarımlarından biri, yabancıların gelişmekte olan ülkelerin DİBS piyasalarına ilgisinde küresel faktörlerin yurt içi faktörlere göre daha önemli olduğudur. Üçüncüsü ise, finansal krizlerin, ahlaki tehlike ya da ilk günah sorunlarından ziyade taahhüt sorununu ele alan kurumların etkin olmamasından kaynaklandığını öne süren hipotezdir.

Gelişmekte olan ülkelerin enflasyonist geçmişlerinden ve/veya ülke risklerinden kaynaklı olarak, bu ülkelerin yurt içi borçlanma araçları 1990'lı yıllarda fazla ilgi görmemiştir. Bunda 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik bunalımların da etkisi bulunmaktadır. Örneğin, 1998 kriziyle birlikte Rusya'nın kısa vadeli tahvillerinin temerrüdü, Rusya'nın ulusal tahvil piyasasının gelişmesini bir süre geciktirmiştir (Lu ve Yakovlev, 2017). Bununla birlikte, 2000'li yılların başlarında, gelişmekte olan ülkelerin gerçekleştirdikleri yapısal reformlar sonucunda makroekonomik göstergeleri ve mali temelleri iyileşmeye başlamıştır. Borç yapılarının gelişmesi, bu ülkelerde dış borçlanma yerine iç finansmanın önem kazanmasına yol açmış, yabancı ilgisi artmış, kur uyumsuzluğu riski ve kırılganlıklar

azalmaya başlamıştır. Bu ülkelerin kendi ulusal para birimleri üzerinden borçlanma imkânlarının genişlemesiyle birlikte ilk günah hipotezi zayıflamıştır.

Şekil 2.3'te, 2005 yılı ile 2018 yılının ilk çeyreği arasındaki dönemde, verilerine sağlıklı şekilde ulaşılabilen, Türkiye'nin de Avrupa grubunda dâhil olduğu 13 adet gelişmekte olan ülkenin toplam yurt içi borç senetlerinin toplam ödenmemiş borç senetleri içindeki payının genel olarak artma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu durumun dış finansman gereksinimindeki azalmayla ilişkili olduğu söylenebilir. Dönem boyunca, bu oranın en yüksek seyrettiği bölge gelişmekte olan Asya-Pasifik ülkeleri iken en düşük olduğu bölge ise gelişmekte olan Avrupa ülkeleridir. Avrupa'da bu oran 2012 yılından 2016 yılı başına kadar azalma eğilimindedir. Ayrıca, grafikten de görüldüğü üzere, yurt içi borç senetlerinin toplam borç senetleri içindeki payının en yüksek seyrettiği Asya-Pasifik grubuna Çin hariç bakıldığında, 2012-2017 yılları arasında bu oranın gelişmekte olan Latin Amerika ülkelerinin gerisinde kaldığı, 2012-2017 dönemi haricinde ise yine Çin hariç Asya-Pasifik ülkelerinin bu oranın en yüksek seyrettiği ülkeler grubu olduğu anlaşılmaktadır. 2018 yılının ilk çeyreği itibarıyla, söz konusu 13 gelişmekte olan ülkenin ödenmemiş toplam borç senetlerinin büyüklüğü yaklaşık 21 trilyon ABD Doları; toplam yurt içi borç senetlerinin büyüklüğü ise yaklaşık 19,5 trilyon ABD Doları'dır. Her iki büyüklüğün de yarısından fazlası Çin'e aittir. Çin'i sırasıyla Brezilya, Kore, Hindistan ve Meksika izlemektedir.



**Şekil 2.3: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Yurt İçi Borç Senetlerinin Toplam Borç Senetleri İçindeki Payı (Kaynak: BIS)**

Aşağıda gelişmekte olan ülkelerin risk algısındaki azalma ile birlikte yabancı yatırımcıların DİBS piyasalarına yönelik taleplerinin artması ve kısaca bunun sağlayacağı fayda ve yol açacağı maliyetler üzerinde durulacaktır.

Portföy teorisinde bir menkul kıymetin risk toplamı, sistematik ve sistematik olmayan risklerden meydana gelmektedir. Sistematik olmayan riskler belirli iş kollarına ya da firmalara özgü olan ve portföy çeşitlendirmek suretiyle giderilebilen risklerdir. Sistematik riskler ise ekonomik, politik ya da çevresel koşullardan doğan, ekonomide yer alan tüm değişkenleri etkileyebilen ve giderilmesi için belirli stratejiler gerektiren riskler şeklinde tanımlanabilir. Sistematik risk üzerinde etkili olan unsurların tespit edilmesi, ekonomik gidişatta oluşabilecek olumsuz durumlara karşı tedbir almak isteyen kurumlar ya da şirketler açısından önem taşımaktadır (Karadeniz ve diğerleri, 2015).

Sistematik riskin önemli bileşenlerinden biri, kısaca bir belirsizlik durumunu ifade eden politik risklerdir. Son yıllarda önemi giderek artan politik riskler ya da ülke riski tanımı, çok uluslu şirketlerin yurt dışı yatırımlarının ev sahibi ülkenin politikaları ve/veya uygulamaları tarafından sınırlanmasını ifade etmektedir. Diğer bir tanımlamayla politik risk, bir ülkedeki politik ve toplumsal gelişmelerin doğrudan ya da dolaylı olarak iş iklimini etkilemesi sonucunda yatırımcıların yatırımlarından bekledikleri getiriyi elde edememeleridir (Aydın, 2013, s.30).

Politik riskler hükümetlerin kontrolü dâhilinde ya da kontrolü dışında oluşabilmektedirler ve homojen bir yapıya sahip değildirler. Bu risklerin ölçülmesine yönelik hizmet veren firmalar bulunmakla birlikte, riskler ülkeden ülkeye ya da sektörden sektöre farklılık göstermektedirler. Bu yüzden politik riskin ölçülmesi ve analiz edilmesine ilişkin bir görüş birliği de bulunmamaktadır (Aydın, 2013, s.30-31). Bununla birlikte yapısal sorunlar, şiddet barındıran faaliyetler, sosyal rahatsızlıklar, seçim uygulamaları, hükümet değişiklikleri, vergi uygulamalarındaki ya da yabancı sermaye ve kâr transferlerine karşı ülkenin tutumundaki değişiklikler temel politik riskler olarak değerlendirilebilir. Politik risklerin birçok alanda sonuçları ortaya çıkmakta olup finansal piyasaları ve finansal piyasalarda işlem gören tüm varlıkları etkileyen bu risklerin azalması diğer piyasalar gibi DİBS piyasalarının gelişmesini de tetiklemiştir. Sonuç olarak, risk algısının azalması ile birlikte, talebin önemli bir bileşeni olan yabancı yatırımcıların DİBS piyasalarına ilgisi ve katılımı da artmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde yatırımcı tabanının genişletilmesi ve çeşitlendirilmesi, bu ülkelerin DİBS piyasalarının gelişmesi ve derinleşmesinde oldukça önemli bir aşamadır. DİBS piyasalarına erişimin önündeki engellerin azaltılması ve yeni düzenlemeler yapılması, önemli bir talep unsuru olan yabancı girişlerinin hızlanmasını sağlayacak; piyasa derinliğinin artmasıyla birlikte yabancıların portföy çeşitlendirme yararı elde etmelerine olanak sağlanacaktır. Arslanalp ve Tsuda (2014)'ya göre, finansal sistemleri daha gelişmiş, borçluluk oranları düşük ve borç vade yapıları daha sağlıklı olan ülkeler yabancı katılımından daha fazla yarar elde edeceklerdir.

Yabancı yatırımcıların DİBS piyasalarındaki varlığı; borç vadelerinin uzamasını, borç portföylerinin direncinin artmasını, iç borçlanmada bankalara olan bağımlılığın azalmasını, sabit getirili menkul kıymetlere olan talebin artmasını, daha rekabetçi bir piyasanın

oluşmasını, daha sağlıklı bir risk paylaşımı ile birlikte etkinlik ve likiditenin artmasını ve DİBS getirilerinin azalmasını beraberinde getirmektedir (Peiris, 2010; Arslanalp ve Tsuda, 2014; Grigorian, 2019). Ayrıca, yabancı yatırımcı varlığı, yurt içi finansal kuruluşlar ve hükümet arasındaki doğrudan bağlantının azaltılarak finansal kuruluşların hem varlık hem de yükümlülükleri açısından ülke riski karşısındaki kırılganlıklarının azalmasına yardımcı olmaktadır (Grigorian, 2019, s.4).

DİBS piyasalarının gelişmesi ile DİBS ikincil piyasa likiditesi arasında da önemli bir ilişki bulunmaktadır. Piyasa mekanizmasının işleyebilmesinde oldukça önemli bir konu olan likidite açısından en önemli unsurlardan biri yatırımcı tabanının çeşitlendirilmesidir. DİBS işlem hacmindeki artışlar likiditeyi olumlu yönde etkilemekteyken rekabetçi yapının bozulması likiditeyi olumsuz yönde etkilemektedir. İç borcu talep eden yurt içi kurumsal yatırımcıların ve/veya kamu fonlarının senetleri genellikle vadeye kadar ellerinde tutma eğiliminde olmaları likiditeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Likidite eksikliği yabancı yatırımcıları davranışsal olarak olumsuz etkilemekle birlikte, bu yatırımcıların uzun vadeli yatırım görüşlerinin olmasının bu olumsuz durumu telafi edebileceği söylenebilir.

Rusya DİBS piyasalarında yabancı yatırımcıların rolünün araştırıldığı Lu ve Yakovlev (2017) çalışmasında, bazı gelişmekte olan ülkelerin hazine ya da maliye otoritelerinin yalnızca dış talebe yönelik uzun vadeli tahvil ihracı yapmaya başladıkları belirtilmekte, bu nedenle yabancıların yurt içi piyasalarda “misafir” olarak algılanan bir bileşen olmak yerine, piyasanın ortak kurucularından biri niteliğine büründükleri vurgulanmaktadır. Ayrıca, aynı çalışmada, yabancı girişlerindeki artışların ülkelerin teknik altyapılarının birbirlerine yakınsamasını sağlayarak yabancıdan yabancıya yönelik işlem hacmini artıracığı ifade edilmektedir. İşlem hacmindeki artışlar da likiditeyi olumlu etkileyecektir.

Yukarıda sıralanan faydaların yanında, yabancı finansal akımlara bağımlılığın artması, risk algısının bozulması durumunda ani çıkış kaynaklı dışsal fonlama riski ve getiri oynaklığına neden olarak borçlanma maliyetlerinin yükselmesine neden olabilmektedir. Yazında yabancı sahipliğinin optimal seviyesinin ne olması gerektiğine dair bir görüş birliği bulunmamakla birlikte, devresel hareketlere daha az eğilimli ve istikrarlı yerel bir yatırımcı tabanının önemi de sık sık vurgulanmaktadır.

### 3. TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMA

Devletler toplumsal gereksinimleri karşılamak amacıyla, belirli bir dönemde gerçekleşmesi öngörülen gelir ve giderler tablosu şeklinde tanımlanan bir bütçe oluşturmaktadırlar. Devlet bütçesi, belirli bir dönemdeki kamusal mal ve hizmet üretiminin finansmanını ortaya koyması ve uygulanacak ekonomi politikalarının çerçevesini çizmesi açısından önemli bir ekonomik ve mali işleve sahiptir (Pınar, 2006, s.122). Ayrıca, birçok değişken üzerinde etkisi olan bir iktisat politikası aracıdır.

Bütçe açığı, en kısa tanımlamayla, kamu harcamalarının kamu gelirlerinden daha yüksek olmasını ifade etmektedir. Klasik yaklaşım bütçe denliğini ön plana almaktayken Keynesyen yaklaşım bütçe açıklarında herhangi bir sakınca görmez. Bütçe açıklarının ortaya çıkmasında siyasal karar alma süreçleri, dış şoklar, sermaye çıkışları, gelir eşitsizlikleri, transferler gibi faktörlerin doğrudan ya da dolaylı etkileri bulunmaktadır. Uzun süreli bütçe açıklarının en önemli sakıncalarından biri, yatırımlar ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemesidir. 1970'li yılların başlangıcından bu yana, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede yaşanan en göze çarpan makroekonomik gelişmelerden biri, kalıcı şekilde artan bütçe açıklarıdır.

Olağan kamu gelirlerinin kamu harcamalarını karşılamaya yetmemesi, sıklıkla ortaya çıkan bir durumdur. Bu noktada, harcamaların kısılması ya da vergi gelirlerinin artırılması kısa dönemde teknik açıdan oldukça zordur. Dolayısıyla, ülke hazineleri, esas itibarıyla bütçe açığının finansmanı amacıyla borçlanmakta ve bu amaçla DİBS ihracı gerçekleştirmektedirler. Borçlanma ihtiyacı da cari yıl bütçe açığı ile borç anapara ve faiz ödemelerinden oluşmaktadır.

Öte yandan, birçok ülkenin hazine ve/veya maliyeden sorumlu otoriteleri, ekonomi ve maliye politikalarının uygulanması ve kamu finansmanının sağlanmasından sorumlu kurumlardır. Merkez Bankaları ise geçmişten günümüze mali ve ekonomik konularda hükümetlere danışmanlık yapmakta ve mali ajanlık görevini ifa etmektedirler. Dolayısıyla, hazine ve/veya maliyeden sorumlu birimler ile para otoritelerinin birbirleriyle sürekli etkileşim halinde oldukları ve en önemli kesişim noktalarının da ekonomik istikrar olduğu söylenebilir (Eğilmez, 2010; Pınar, 2006).



Aşağıda, Türkiye’de iç borçlanmanın tarihsel gelişim aşamalarından bahsedilecek, Cumhuriyet’in kuruluşundan günümüze kadarki süreçte gerçekleştirilen iç borçlanmalar detaylı olarak ele alınacaktır.

### 3.1. İç Borçlanmanın Tarihsel Gelişimi

Cumhuriyetin kuruluşundan günümüze kamu harcamaları ve gelirleri, dönemsel dalgalanmalar içermekle birlikte, genel olarak artış eğilimindedir. 1970’li yıllara kadarki denk bütçe, bu yıllardan itibaren açık vermeye başlamıştır. Yaşanan gelişmelerde izlenen iktisat politikalarının ve dönemsel özgün koşulların etkileri bulunmaktadır (Pınar, 2006, s.309-312).

Türkiye’de kamu borç yönetiminin 1980 öncesi dönemde önemli bir gelişme gösterememiş olmasının ana nedenleri, borçlanmaya yönelik olumsuz algı ve politik endişelerdir. Osmanlı maliyesinin uluslararası denetime tabi olmasına neden olan ve Cumhuriyet dönemine devrolan Düyun-u Umumiye borçları bunda önemli bir etkidir. Ülkemizin gündemini uzun yıllar boyunca meşgul eden ve borçlanmaya soğuk bakılmasına yol açan bu borçların yaklaşık değeri 142 milyon Sterlin’dir (Eğilmez, 2010, s.92).

1980’li yıllardan itibaren borçlanma bir kamu finansmanı aracı olarak görülmeye başlamış ve iç borçlanma artış göstermiştir. Nakit yönetimi ve borçlanma 1983 yılı sonuna kadar Maliye Bakanlığınca yürütülmüş, sonrasında 14 Aralık 1983 tarih, 18251 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığının kurulmasına, teşkilat ve görevlerine ilişkin esasları düzenleyen 13 Aralık 1983 tarih, 188 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile 18 Haziran 1984 tarih, 18435 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan, 188 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede değişiklik yapılması hakkında 8 Haziran 1984 tarih, 232 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler ile nakit ve borç yönetimi bütçeden ayrılarak Hazine’ye devredilmiştir<sup>1</sup>.

Kamu finansmanı 1980’li yılların ortalarına kadar TCMB kaynaklarından karşılanmıştır. Borç anaparaları 1985 yılından itibaren bütçe dışına çıkarılarak ayrı bir borç yönetimi

---

<sup>1</sup> 1984 yılında oluşturulan yapıda, Maliye Bakanlığından ayrı olarak Başbakanlığa bağlı bir Müsteşarlık kurulmuştur. Maliye bünyesindeki Hazine Genel Müdürlüğü ve Milletlerarası İkt. İşb. Gn. Sekreterliği ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı bünyesindeki Dış Ticaret Dairesi Genel Sekreterliği bu müsteşarlık altında toplanmıştır. Bütçe idaresi ile gelir idaresi Maliye bünyesinde kalmıştır. 1994 yılında Müsteşarlık iki ayrı Müsteşarlık haline getirilmiştir (Eğilmez, 2010, s.19).

hesabı içinde izlenmeye başlamıştır. 1990'lı yıllardan itibaren kamu açıkları ve iç borç stoku artmaya başlamış, kamu açıkları, Hazine'nin TCMB'den aldığı kısa vadeli avanslar ve DİBS ihraçları ile karşılanmıştır. Hazineye kısa vadeli avans 1996 yılından itibaren kademeli bir şekilde azaltılarak 25 Nisan 2001 tarihli yeni TCMB Kanunu uyarınca kaldırılmıştır. Cumhuriyet tarihinin en büyük ekonomik krizlerinden biri olan 2001 krizi, iç borç stokunun yapısını son derece olumsuz yönde etkilemiş; yapısal sorunlar, tasarruf düzeyinin yetersiz olması, borçlanma maliyetlerinin yükselmesi ve artan reel faizler, iç borçlanmanın finansal piyasalar üzerindeki etkisinin artmasına yol açmıştır.

Ülkemizde hazine işlemleri, kamu finansmanı ve Devlet iç borçlanmasının gerçekleştirilmesi görevleri mülga Hazine Müsteşarlığına; Devlet bütçesinin politika ve hedeflere uygun olarak hazırlanması ve bütçe uygulamalarının kontrol edilmesi görevleri ise Maliye Bakanlığı mülga Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğüne yürütülmüş olmakla birlikte, 10 Temmuz 2018 tarih, 30474 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 1 numaralı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi uyarınca, Hazine Müsteşarlığı ile Maliye Bakanlığı, Hazine ve Maliye Bakanlığı olarak teşkilatlandırılmış olup görev ve yetkilerinden bazıları; maliye ve ekonomi politikalarının hazırlanması ve uygulanması, hazine işlemleri ve kamu finansmanı ile ilgili işlemlerin yapılması, uluslararası ve bölgesel ekonomik ve mali kuruluşlarla ilişkilerin yürütülmesi ve finansman politikaları çerçevesinde sermaye akımlarına ilişkin düzenleme ve işlemlerin gerçekleştirilmesidir. Bu kapsamda, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Devletin iç borçlanmasını yürütmek, iç borçlanma senetleri çıkarmak, borçlanma senetlerinin satışını yapmak ve yaptırmak ile bu senetlerin satış miktarını, değerlerini ve faizlerini belirlemektedir.

Diğer taraftan, 1211 sayılı TCMB Kanunu uyarınca, TCMB, hükümetin mali ve ekonomik danışmanı ve mali ajanıdır. Bu sıfatla Devlet iç borçlanma senetlerinin mali servis işlemlerini gerçekleştirmektedir. Bu kapsamda TCMB, teknolojik gelişmelerden de yararlanarak geçmişten günümüze Hazine borçlanmalarına aracılık etmiş, son yıllarda uygulanmamakla birlikte Hazineye borç veren tüm gerçek ve tüzel kişilere borçlanma senetlerinin ulaştırılmasını sağlamış, borçlanma senetlerinden kaynaklanan Hazine yükümlülüklerinin takibini gerçekleştirmiş ve senet bedellerinin ilgililere ödenmesine aracılık yapmış ve yapmaktadır. Aşağıda, gerçekleştirilen tüm iç borçlanmalar üç dönem halinde ele alınmaktadır.

### 3.1.1. 1923-1960 Dönemi

Cumhuriyet yıllarına geçmeden önce Osmanlı İmparatorluğu'nun son yıllarındaki iktisadi yapıdan kısaca bahsetmenin yararlı olacağı düşünülmektedir. Osmanlı'nın ekonomik durumunun yarı sömürgeleşmiş bir yapıya dönüştüğüne ve ekonomik egemenliğinin önemli ölçüde zedelendiğine ilişkin en önemli göstergeler; hammadde ihraç edip sanayi ürünleri ithal eden bağımlı ekonomik yapı, ülkeye sürekli ayrıcalık arayarak girme çabasında olan yabancı sermaye yatırımlarının varlığı ve Düyun-u Umumiye İdaresi'dir (Boratav, 2004, s.19-22).

Muharrem Kararnamesinin ilan edilmesinin ardından 1881 yılında kurulan Düyun-u Umumiye'nin Osmanlı ekonomisinin dönüşümünde önemli rolü bulunmaktadır. Batı ile Osmanlı arasındaki finansal ilişkilerin yapısı ile sermaye akımlarının temel yapısı ve hacminin çarpıcı şekilde değiştiği Düyun-u Umumiye döneminde Batı sermayesi, ekonominin can alıcı sektörlerinde kontrol sağlayarak hızlı bir şekilde Osmanlı piyasalarına girmeye başlamıştır. Bu girişler sadece kredi verme şeklinde değil, önemli bir kısmı demiryolu programları olmak üzere, yabancı doğrudan yatırım şeklinde de gerçekleşmiştir. Demiryolu projeleri, Düyun-u Umumiye garantisi altında Avrupalı sermayedarlar için kârlı bir yatırım olmuştur. Demiryolu yatırımları ile birlikte yurt içi ekonomik faaliyetler kolaylaşmış, batıdan gelen mal ve ürünler ülkenin iç bölgelerine girmeye başlamıştır. Bu gelişmeler, bu dönemde Osmanlı ekonomik sınırlarının genişlemesinin arkasındaki başlıca dinamikler arasında yer almaktadır (Birdal, 2010).

Kendi içinde bir bütünlük taşıyan 1923 öncesindeki yaklaşık 15 yıllık dönem, ulusal nitelikte bir sermaye birikiminin oluşturulmaya çalışıldığı, ancak bunun önünde önemli engellerin olduğu yıllardır (Boratav, 2004, s.21-24). Bununla birlikte bu dönem, yerli ve milli burjuvazinin oluşturulmasının gerekli ve hatta zorunlu olduğunu savunan bir milli iktisat görüşünün etkilerini barındırmakta; diğer taraftan da bu dönemde, bağımlılık ilişkilerinin tam olarak kavranamaması nedeniyle ve savaşın finansmanı amacıyla dış borçlanma ve yabancı sermaye teşvik edilmektedir (Boratav, 2004, s.26-27, 31). Osmanlı, Cumhuriyetin ilanından önce ve Birinci Dünya Savaşı sona ermeden 1918 yılında, yoğun bir çalışmayla, dış borçlanma yerine yaklaşık 18 milyon liralık yurt içinde devlet tahvili satışı (dâhili istikraz) gerçekleştirebilmiştir. Savaş koşulları nedeniyle halkın bu istikraza fazlaca ilgi göstermediği düşünülmekle birlikte, ulusal bir ekonominin oluşturulması

açısından bu istikrazın önemli bir adım olduğu söylenebilir (Boratav, 2004, s.31-32; Yavuz, 2009, s.208; Çöğür, 2012, s.93).

Beklenenin aksine, Cumhuriyetin ilk yıllarının iktisat görüşleri ve politikalarının Osmanlı'nın son dönemi ile bir süreklilik içinde olduğu görülmektedir (Boratav, 2004, s.39). 1923 yılında toplanan ve milli iktisat görüşü ile benzerlikler gösteren İzmir İktisat Kongresinde, yaşanan ve yaşanması muhtemel tüm iktisat politikası sorunları geniş bir katılımcı tabanıyla tartışılmış ve Cumhuriyet'in ilk yıllarında uygulanacak ekonomi politikalarına ışık tutulmuştur. Görülmektedir ki, milli iktisat görüşünün 1923 sonrasının iktisat politikalarında önemli etkileri bulunmaktadır. Ayrıca, ayrıcalık verilmemesi ve yasalarımıza uyulması şartıyla, yabancı sermayeye de bu dönemde olumlu bakılmaktadır (Boratav, 2004).

İzmir İktisat Kongresi dışında, hızla büyüyen bir tarımsal üretime rağmen zayıf bir sanayileşme sürecinin yaşandığı cumhuriyetin ilk yıllarının en önemli ekonomik unsurları, Lozan Anlaşmasının ekonomik hükümleri ve büyük buhrandır. Lozan Anlaşması ile kapitülasyonlar kaldırılmış; ayrıca, Osmanlı borçlarının önemli bir kısmı, büyük buhranın başladığı 1929 yılından itibaren ödenmek üzere devralınmıştır. Dünya ekonomisini çarpıcı şekilde sarsan büyük buhran, Türkiye ekonomisi için de bir dönüm noktası olma niteliği taşımaktadır. Gümrük tarifelerindeki artışlar ve Türk parasının değerindeki düşüşler, izleyen dönemde iktisat politikalarında farklılaşmayı beraberinde getirmiştir.

Kamu maliyesinde denk bütçe politikasının izlendiği Cumhuriyetin ilk döneminde, yukarıda da bahsedildiği gibi dış borç yükü fazladır. Uygun koşullar oluşmadığı için iç borçlanmaya gidilmemiştir. Diğer taraftan, büyük buhrandan İkinci Dünya Savaşının başlangıcına kadarki dönemde ise korumacı ve devletçi bir sanayileşme dönemi yaşanmış, yabancı yatırımcılara olumlu bakış değişmeye başlamış, dış ticaret fazlası verilmiş ve devletin iktisadi hayattaki rolü genişlemiştir (Boratav, 2004, s.59). Devletin yatırımcı, işletmeci ve denetleyici olarak iktisadi hayattaki faaliyetleri, 1934 yılından itibaren birinci beş yıllık sanayi planı kapsamında programlanmıştır. Altyapı alanındaki ilk faaliyet de Cumhuriyetten sonra başlayan demiryolu programıdır (Boratav, 2004, s.70). Cumhuriyetin kuruluşundan sonra Osmanlı döneminde yabancı şirketlerin elinde bulunan demiryolları devletleştirilmiş ve yeni demiryollarının yapımına önem verilmiştir. İç borçlanmaya da,

1918 yılındaki borçlanmayı saymazsak ilk kez, esas olarak ülkenin kalkınmasında önemli bir yeri olan demiryollarının yapımında kullanılmak üzere 1933 yılında başvurulmuştur.

İlk iç borçlanma olan 1933 Ergani İstikrazı, 14 Kasım 1933 tarih ve 2094 sayılı Kanunun verdiği yetkiye dayanılarak çıkarılmıştır. Dünyanın en eski bakır madeni işletmelerinden olan ve zengin bir rezerve sahip olan Ergani bakır madenleri, Osmanlı'nın en önemli bakır madenidir. 1850'li yıllardan itibaren üretilen bakır askeri ihtiyaçlar ve gemi yapımı için kullanılmış, bu ihtiyaçlar karşılandıktan sonra geriye kalan bakır ise ihraç edilmiştir. Birinci Dünya Savaşına kadar Londra piyasalarında satılan bakır savaşla birlikte Alman piyasalarında satılmıştır. Limanlara nakil gibi ulaşım sorunları yüzünden madenlerin yeterince verimli işletilemediği ve beklenen ekonomik yararın sağlanamadığı dönemler olmuştur. 1915 yılından itibaren savaş nedeniyle çalışan nüfusun silahaltına alınması, yakacak olarak kullanılan kömürün temininde yaşanan güçlükler ve ulaşım sorunları yüzünden üretim durmuştur. Sorunların çözümü için demiryolu yapımı şarttı ve bunun için de finansmana ihtiyaç bulunmaktaydı. Cumhuriyet dönemi yönetimi, bu finansman ihtiyacının iç kaynaklara yönelerek sağlanmasına karar vermiştir (Zengin, 2018). Fevzipaşa-Diyarbakır demiryolu hattının Ergani'ye kadar götürülmesi amacıyla, Ergani İstikrazı 20 yıl vadeli ve üç tertip olarak gerçekleştirilmiştir. Borçlanma tutarı toplam 12 milyon TL'dir. Tahvillerin yıllık faiz ve ikramiye oranlarının toplamının yıllık yüzde 7 ile sınırlanması nedeniyle tahviller yüzde 5 faizli ve ikramiyeli olarak ihraç edilmiştir. Birinci tertip tahviller 1 Nisan-30 Nisan 1933, ikinci tertipler 1 Aralık-12 Aralık 1933, üçüncü tertipler ise 30 Ağustos-30 Eylül 1934 tarihleri arasında çıkarılmıştır. Ergani İstikrazının borç bakiyeleri 1953 yılında sıfırlanmıştır.

Birinci Dünya Savaşı döneminde Ankara'nın doğusunda demiryollarının bulunmaması önemli zorluklar ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle, Orta ve Doğu Anadolu arasında bir demiryolu hattının yapılması önemli hale gelmiştir. Sivas-Erzurum demiryolu hattının en önemli özellikleri; hattın yapıldığı coğrafyanın sert koşulları nedeniyle son derece önemli bir proje olması, yapımında ulusal unsurların yer alması ve yapım masraflarının öngörülenin oldukça üzerinde olmasıdır. Bu nedenle, iç borçlanmaya gidilerek bu projeye tahsis edilmek üzere, 30 milyon TL nominal değerinde, 20 yıl vadeli, yüzde 7 faizli 1934 Sivas-Erzurum Demiryolu İstikrazı Tahvilleri yedi tertip olarak ihraç edilmiştir. Birinci tertip tahviller 10 Ocak-15 Ocak 1935, yedinci tertipler ise 20 Kasım-5 Aralık 1940 tarihleri arasında çıkarılmıştır. Son tertipler 1960 yılında itfa edilmiştir.

1918 yılında ihraç edilen ve halk tarafından fazlaca ilgi gösterilmeyen Osmanlı İmparatorluğu dâhili istikrazının konversiyonu amacıyla yapılan İkramiyeli 1938 İstikrazı, miktarı 1918 yılı dâhili istikrazını geçmemek üzere, 22 Ocak 1938 tarih ve 3322 sayılı Kanun uyarınca gerçekleştirilen borçlanmadır. 1933 Ergani İstikrazı şartlarında ihraç edilen bu tahvillerin itfaları 1958 yılında sona ermiştir.

Elazığ-İran sınırı ile Diyarbakır-İrak sınırı demiryollarının yapımında kullanılmak üzere gerçekleştirilen 1941 Demiryolu İstikrazı, toplam 85 milyon TL olmaz üzere altı tertip olarak ihraç edilmiştir. Faiz oranları yüzde 5 ile yüzde 7 arasında değişmektedir. İtfaları 1966 yılında son bulmuştur.

Görüldüğü üzere, bu döneme kadarki borçlanmalar, ikramiyeli 1938 istikrazı dışında, demiryollarının yapımında kullanılmak üzere gerçekleştirilmiştir. Diğer taraftan, ithalatın daralması nedeniyle hammadde ve ara malı girişlerinin azaldığı, nüfusun önemli kısmının askere alındığı ve milli gelirin önemli düzeyde düştüğü 1939-1945 döneminde, daha önce yapılan tüm planlamalar ve yatırım programları ertelenmiş, kaynakların savunmaya ayrılmasının ekonomide ortaya çıkardığı yükler neticesinde sermaye birikiminde önemli miktarda gerilemeler yaşanmıştır (Boratav, 2004, s.86-87).

1942 yılında, 19 Haziran 1942 tarih ve 4275 sayılı Kanun uyarınca, İkinci Dünya Savaşı nedeniyle artan harcamaların finansmanında kullanılmak üzere yapılan Milli Savunma İstikrazının borçlanma limiti 150 milyon TL'dir. Yüzde 7 faizli ve dört tertip olarak ihraç edilen tahvillerin son itfa yılı 1965'tir.

13 Haziran 1946 tarih ve 4938 sayılı Kanun kapsamında, ekonominin kalkınmasında ve mevcut endüstri bölgelerinin desteklenmesinde kullanılmak üzere ihraç edilen, 20 yıl vadeli, yüzde 6 faizli, 1946 Kalkınma İstikrazı Tahvilleri için borçlanma limiti 150 milyon TL'dir. 1946 ve 1947 yıllarında olmak üzere üç tertipte ihraç edilen tahvillerin son ödemeleri 1966 ve 1967 yıllarında yapılmıştır.

Bazı kısa vadeli borçların vadelerinin uzatılması amacıyla, 11 Haziran 1947 tarih ve 5072 sayılı Kanun kapsamında ihraç edilen 1947 Hazine Tahvilleri, 20 yıl vadeli ve yüzde 6 faizlidir. Borçlanma limiti 250 milyon TL olan bu tahvillerin diğer tüm şartları, 1946

Kalkınma İstikrazı Tahvillerine göre belirlenmiştir. İhraçları 1947, itfaları ise 1967 yılında yapılmıştır.

1933-1948 arasındaki tüm borçlanmalar vergi ve vergi benzeri uygulamalardan muaf tutulmuştur. Diğer taraftan, dış açıkların kronikleşmeye başladığı, dış yardım ve kredilerle birlikte dışa bağımlılığın arttığı İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki dönemin borçlanma açısından en önemli gelişmelerinden biri, borçlanmaların 1948 yılından itibaren düzenli şekilde bütçe açıklarının finansmanında kullanılmasıdır.

16 Ocak 1948 tarih ve 5185 sayılı Kanun uyarınca, bütçe açığının kapatılmasında kullanılmak üzere, borçlanma limiti 125 milyon TL olan, yüzde 6 faizli, 1948 İstikrazı üç tertip olarak ihraç edilen tahvillerden oluşmaktadır. Tahvillerin diğer tüm şartları 1946 Kalkınma İstikrazı Tahvillerine göre belirlenmiştir. Birinci tertip tahviller 21 Haziran-30 Haziran 1948, ikinci tertipler 13 Aralık-18 Aralık 1948 tarihleri arasında, üçüncü tertipler ise 8 Haziran 1950 tarihinde satılmıştır. İtfalar 1968 yılında sonlanmıştır. Bütçe açıklarının finansmanı için, 2 Mayıs 1949 tarih ve 5382 sayılı Kanun uyarınca, borçlanma limiti 120 milyon TL ve faizleri yüzde 4,5 ile yüzde 6 olan, 1949 İstikrazı Tahvilleri iki tertip olarak ihraç edilmiştir. 25 Ocak 1952 tarih ve 5864 sayılı Kanun uyarınca ihraç edilen, 60 milyon TL nominal değerli, yüzde 5 faizli, 1951 İstikrazı Tahvillerinin satışı 14 Şubat-23 Şubat 1952; 11 Ocak 1954 tarih ve 6218 sayılı Kanun uyarınca çıkarılan, 125 milyon TL nominal değerli, yüzde 5 faizli, 1953 İstikrazı Tahvillerinin satışı 1 Şubat-10 Şubat 1954 tarihleri arasında yapılmıştır. Borçlanma limiti 60 milyon TL olan 1955 İstikrazı Tahvilleri, 20 Mayıs 1955 tarih ve 6583 sayılı Kanun kapsamında, faizi yüzde 5 olarak; 1956 İstikrazı Tahvilleri ise yüzde 5 faizli olarak ihraç edilmiştir. 1948, 1949, 1951, 1953, 1955 ve 1956 istikrazlarının vadeleri 20 yıldır. Bunlar dışında, faizleri yukarıda bahsedilen istikrazlara yakın düzeyde seyreden hazine bonoları, plasman bonoları, yüklenici bonoları, tasarruf bonoları, amortisman ve kredi sandığı tarafından ihraç edilen kıymetler, toprak tahvilleri ve tahvil ya da altın karşılığı avanslar gibi çeşitli borçlanmalar da bulunmaktadır.

Özetle, Cumhuriyet döneminin ilk istikrazları, çeşitli demiryolu hattı projelerinin gerçekleştirilmesini ve sanayileşme çabalarına yönelik olarak iktisadi kalkınmayı amaçlamakta; izleyen dönemdeki borçlanmalar ise İkinci Dünya Savaşı nedeniyle ortaya çıkan savunma harcamalarının karşılanmasını hedeflemektedir. Savaşın bitmesinden

sonraki dönemde ortaya çıkan sürekli bütçe açıkları için ise, dış kredi ve yardımların kullanımının yanı sıra hemen hemen her yıl borçlanmaya gidildiği görülmektedir.

### 3.1.2. 1961-1979 Dönemi

Yeni kurumsal yapıyla birlikte yeni bir dönemin başlangıcı olarak kabul edilen, ithal ikameci politikaların ön planda olduğu 1960'lı yıllarda planlı kalkınma benimsenmiştir. 1960'lı yıllar IMF ve OECD yakın gözetiminde geçmiştir. Dış desteklerle birlikte yüksek büyüme açısından önemli sayılabilecek gelişme süreçleri yaşanmıştır. 1960 yılında OECD'ye sunulan ekonomik programda, vergi gelirlerinin cari giderleri karşılayacak kısmının dışında kalan bölümünün iktisadi gelişmeyi sağlayacak olanaklar için kullanılmasına; bütçe giderlerinin ise hasıladan beklenen artıştan daha fazla artmasına izin verilmemesine yer verilmektedir (Ekzen, 2009, s.56-58). Ekonomik programda, iç istikraza başvurulması halinde, özel sektörün finansman olanaklarını daraltmamak amacıyla, istikrazın banka kaynaklarını ve sermaye piyasasını sıkıştırmayacak miktarlarda yapılmasına dikkat edilmesi gerektiği ifade edilmekte; ayrıca, Hazine'nin mevsimlik ihtiyaçlar dışında TCMB kaynaklarına başvuramayacağı ve Toprak Mahsulleri Ofisi dışındaki iktisadi devlet kuruluşlarının faaliyetlerini TCMB'ye başvurmaya gerek duymadan yürütecekleri vurgulanmaktadır (Ekzen, 2009, s.58-60).

6 Temmuz 1960 tarihinde kabul edilen 11 sayılı Kanun kapsamında, İktisadi Devlet Teşekküllerinin yatırımlarının finansmanında kullanılmak üzere, borçlanma limiti 500 milyon TL olmak üzere, 20 yıl vadeli ve yüzde 6 faizli hamiline yazılı Hürriyet İstikrazı Tahvilleri ihraç edilmiştir. Tahviller her türlü vergi ve resimden muaftır. Tahvillerin satışı 15 Temmuz-15 Ekim 1960 tarihleri arasında yapılmıştır.

Bir zorunlu tasarruf örneği olarak, ekonomik istikrarın artırılması amacıyla sanayi, ulaştırma ve tarım alanlarında yapılması planlanan yatırımların finanse edilmesinde kullanılmak üzere, 5 Ocak 1961 tarih ve 223 sayılı Kanun çerçevesinde bir Yatırımlar Finansman Fonu kurulması ve bu Kanun kapsamında yapılacak tasarruflar karşılığında da tasarruf bonoları verilmesi planlanmıştır. Ancak, bu şekilde bir fon kurulamamış, tasarruf bonolarının satış gelirleri genel bütçeye aktarılarak cari giderlerin finansmanında kullanılmıştır. Bonolar tüm vergi ve resimlerden muaf tutulmuş olup faizleri Maliye Bakanlığınca yüzde 6 olarak belirlenmiştir.



1964 ile 1973 yılları arasında, Kalkınma İstikrazı Tahvilleri adı altında, 1960'lı yıllarda benimsenen planlı kalkınma politikası paralelinde kamu yatırımlarının finansmanında kullanılmak üzere, 20 yıl vadeli, 200 ila 800 milyon TL arasında değişen tutarlarda uzun vadeli iç borçlanmaya gidilmiştir. Her an paraya çevrilebilir nitelikteki tahvillerin faizleri 1964 ile 1969 yıllarında yüzde 6 olarak belirlenmiş, ilerleyen yıllarda ise ekonomik koşullara bağlı olarak faizleri yüzde 9'a yükseltilmiştir. En son ihraç edilen tahviller 1993 yılında ödenmiş olup tahvil anaparaları en son 2003 yılında zaman aşımına uğramıştır.

İktisadi Devlet Teşebbüslerine ait yatırımların finanse edilmesi ile bu kuruluşların kredi ve garanti gereksinimlerinin karşılanması için 12 Mart 1964 tarih ve 441 sayılı Kanunla kurulan, özel hukuka tabi ve tüzel kişiliği olan Devlet Yatırım Bankasına, sermaye piyasasına tahvil ve bono ihraç edilmesi yetkisi verilmiştir (Ekzen, 2009, s.61). Bu kapsamda, 1964 ile 1973 yılları arasında, 20 yıl vadeli, yıllara göre artan şekilde yüzde 6, yüzde 6,5 ve yüzde 9 faizli tahviller ihraç edilmiştir.

1970'li yıllardan itibaren uluslararası para sisteminde hissedilmeye başlayan kriz, 1973 yılında ilk petrol şoku ile birleşmiş, Türkiye de kriz sürecine girmiş ve bu süreç Kıbrıs olayıyla daha da sıkıntılı bir hale gelmiştir (Ekzen, 2009, s.80). 1974 yılının Temmuz ayında gerçekleştirilen Kıbrıs Barış Harekâtının bütçeye getirdiği yükü karşılamak için 1974 Kıbrıs Barış Harekâtı Tahvilleri ihraç edilmiştir. Çıkarılan tahvillere oldukça yoğun bir talep gelmiştir. Yüzde 11 faizle ihraç edilen tahvillerin faiz oranları ilerleyen yıllarda artırılmış, son kuponu 1994 yılında ödenmiştir. Bu dönemde dış kaynak bulmadaki sıkıntılara rağmen, dövizle çevrilebilir mevduat adındaki maliyetli bir kısa dönemli borçlanma ile ithalat artırılmaya çalışılmıştır (Boratav, 2004, s.129). Savunma harcamalarının tahmin edilenin üzerine çıktığı 1975-1977 yılları arasında, ilgili yıl bütçe kanunları uyarınca, 20 yıl vadeli, yüzde 11 faizli Savunma Borçlanması Tahvilleri ihracı gerçekleştirilmiştir.

1977 yılında ilk sinyalleri gelmeye başlayan ekonomik bunalımla birlikte dış ticaret göstergeleri çarpıcı şekilde kötüleşmiş, 1978 ve 1979 dönemi de, dış kaynakların oldukça sınırlanması nedeniyle büyümenin azaldığı, ithalatın düşüşe geçtiği ve ihracatta artış eğiliminin güçlendiği yıllar olmuştur (Boratav, 2004, s.139-142). Krizin giderek somutlaştığı 1978-1979 yıllarında 20 yıl vadeli, yüzde 14 ve yüzde 18 faizli, Devlet iç Borçlanma tahvillerinin satışı gerçekleştirilmiş, vergi ve vergi benzeri kesintilerden

muafiyeti olan tahviller yoğun ilgi görmüştür. 1980 yılının başlarında kriz koşullarındaki Türkiye’de, iktisat politikası önceliklerinde çok önemli değişiklikler yaşanmıştır.

### 3.1.3. 1980 Sonrası Dönem

Ocak 1980’den itibaren Türkiye’nin yeni stratejisi, ihracatın özendirilerek yüksek ihracat artış hızına ulaşılması ve piyasa unsurlarına güveni esas alan bir yapının oluşturulması şeklinde saptanmıştır. Bu kapsamda, kalkınma iktisadı anlayışından vazgeçilerek, uyum programları ile dış ticaret dengesi ve sermaye hareketlerinden oluşan dış denge, 1980 ile 1990 yılları arasında bütünüyle liberalize edilmiş, izleyen yıllarda da Gümrük Birliği Anlaşması ile birlikte dış pazara tamamen açık bir ekonomik düzenin kapıları açılmıştır (Ekzen, 2009, s.97, 104, 118).

Yeni iktisadi dönemde ilk iç borçlanma 5 Mayıs 1980 tarihinde gerçekleştirilmiştir. 29 Şubat 1980 tarih ve 2298 sayılı 1980 yılı Bütçe Kanunu uyarınca, yüzde 18 faizli olarak ihraç edilmesi öngörülen 50 milyar TL nominal değerdeki Devlet iç borçlanma tahvillerinden ilk etapta 16 milyar TL’lik ihraç gerçekleştirilmiştir. Aynı Bütçe Kanunu uyarınca, hamiline yazılı ikinci tertip tahviller, 20 yıl vadeli, yüzde 20 faizli olarak 34 milyar TL nominal değerde çıkarılmış olup satışları 3 Eylül 1980-8 Şubat 1981 tarihleri arasında yapılmıştır. 2416 sayılı 1981 yılı Bütçe Kanunu uyarınca, yüzde 34 faizli, 10 milyar TL’lik tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. 1 yıl vadeli tahvillerin satışı 10 Ağustos-19 Ağustos 1981 tarihleri arasında yapılmış, aynı tahvillerin 30 milyar TL nominal değerde olan ikinci tertibinin satışı ise 14 Eylül-25 Eylül 1981 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir. Sonrasında, aynı faizli üçüncü, dördüncü ve beşinci tertiplerin de ihracı yapılmıştır.

1982 yılı Bütçe Kanununa dayanılarak, 1982 yılında, ilk üç tertibi yüzde 34, son tertibi yüzde 32 faizli olmak üzere toplam 60 milyar TL nominal değerde, dört tertip Devlet iç borçlanma tahvili çıkarılmıştır. İlgili yıl Bütçe Kanunları uyarınca, 1983 yılında, faiz oranları yüzde 28 ila yüzde 35 arasında değişmek üzere, toplam beş tertip; 1984 yılında ise, biri hariç yüzde 43 faizli, toplam altı tertip Devlet iç borçlanma tahvili ihracı yapılmıştır. Ayrıca, 1984 yılında, kısa vadeli dalgalanmaların etkisinin azaltılması amacıyla yüksek faizli bono ihracına da gidilmiştir.

1985 yılı bütçesi ile birlikte, iç borçlanma doğrudan finansman aracı olarak kullanılmaya başlanmış, borçlanma anaparalarının yönetimi ve ödemeleri bütçe dışında ayrı bir borç hesabı içinde izlenmek üzere Hazine'ye devredilmiştir (Ekzen, 2009, s.119). İhraçları 1985 yılına kadar satışa arz yöntemi ile doğrudan Hazine tarafından ya da TCMB aracılığıyla yapılan DİBS'ler, 30 Mayıs 1985 tarihinden itibaren genellikle haftalık ihaleler yoluyla satılmaya başlamıştır. İhale yoluyla satışlar, kamu açıklarının para ve sermaye piyasalarından karşılanmaya başlanmasını beraberinde getirmiştir. İhale yoluyla satışı gerçekleştirilen ilk DİBS, 30 Mayıs 1986 vadeli kıymettir. 1985 yılı içerisinde ihalesi yapılan DİBS'ler genellikle altı ay ya da bir yıl vadeli olarak ihraç edilmiştir. Bu dönemde yaşanan diğer önemli gelişmeler, menkul kıymetler borsasının açılması<sup>2</sup> ve bankalar arası para piyasasının TCMB nezdinde kurulmasıdır. TCMB'nin açık piyasa işlemlerine başlaması ile birlikte bir DİBS portföyü oluşturulmuş, iç borçlanma politikalarının daha sağlıklı yürütülmesi sağlanmıştır.

Sağlıklı ve istikrarlı gelir elde edilmesi suretiyle tasarrufları teşvik ederek sağlanacak finansman kaynakları ile kamu yatırımlarını hızlı bir şekilde hayata geçirmek amacıyla yürürlüğe konan, 29 Şubat 1984 tarih ve 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun kapsamında, belli başlı yatırımlarda kullanılmak üzere GOS ihracı yetkisi hükümete verilmiştir. Bu senetler gerçek ve tüzel kişi sahiplerine, baraj, köprü, liman, santral, karayolu ve demiryolu ile benzer yatırımların gelirlerinden pay alma hakkı vermektedir. 1984 yılında Boğaziçi Köprüsü, 1985 yılında Keban Barajı, sonrasında ise Boğaziçi Köprüsü-Keban Barajı ile Boğaziçi Köprüsü-Oymapınar Barajı ortak GOS'ları satışa sunulmuştur. İzleyen yıllarda finansal ürün ve GOS çeşitliliği artırılmıştır. Teminat özelliği taşıması ve vergi avantajları gibi nedenlerle de DİBS talebi ve satışları önemli düzeyde artış göstermiş, kamu sektörünün menkul kıymet piyasalarındaki payı oldukça genişlemiştir.

Diğer taraftan, 1980'li yılların sonundan itibaren, ihale dışı bırakılan uzun vadeli ihraçlar ile özel tertip ve nakit dışı borçlanmaların da etkisiyle, borç vadeleri düşmüş, borç stoku artmış ve faizler yükselmiştir. Bu doğrultuda, 1988 yılından itibaren iç borç ödemelerinin iç kaynaklardan sağlanmasına ve bono yerine uzun vadeli değişken faizli tahviller ihraç

---

<sup>2</sup> Boğaziçi Köprüsüne ait GOS, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda sembolik olarak satışa çıkarılan ilk menkul kıymettir.

edilerek borçlanma vadelerinin uzatılmasına yönelik çalışmalar yapılmıştır (TCMB, 1990, s.21).

Kamunun tasarruf açığı 1990'lı yılların başından itibaren negatife dönmüştür. İç borçlanmanın mali sistem üzerindeki baskısı önemli ölçüde artmaya başlamıştır. Bu süreç 2000'li yıllara kadar neredeyse aralıksız olarak sürmüştür. 1992 yılında ilk kez Devlet iç borçlanma senetleri halka doğrudan satılmış, satılan senetler içinde talep, özellikle üç ve altı ay vadeli hazine bonolarına yönelik olmuştur (TCMB, 1993, s.26). 1992 yılında Hazine'nin sattığı tüm bonolar içinde halka doğrudan satılanların payı yüzde 5,8 iken, 1993 yılında yüzde 24 olarak gerçekleşmiş olup izleyen yıllarda da halka satışlar devam etmiştir (TCMB, 1994, s.28).

1993 yılının son döneminden itibaren yeni hükümetle birlikte, iç borçlanmada maliyetleri düşürecek arayışlara gidilmiştir. 1993 yılının son aylarındaki borçlanma ihaleleri iptal edilmiş ve borçlanma senetleri üzerinden elde edilen faiz gelirlerine ek vergiler getirilmiştir (Ekzen, 2009, s.121). İç borç stokunun sürdürülebilirliğine ilişkin güvensizlik, ihale yoluyla iç borçlanmayı önemli ölçüde sınırlandırmıştır. Türkiye, iç borçlanma ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin sonuçlarını görmeye başlamış, ülkeden hızlı bir sermaye çıkışı yaşanmış ve döviz rezervleri bir anda azalmıştır (Ekzen, 2009, s.121). 5 Nisan Kararları ile finansman gereksiniminin kontrolüne ilişkin adımlar atılmış, bununla birlikte, 1994 yılı sonu ve 1995 yılı başında iç borçlanma faizleri artış göstermiştir (TCMB, 1995, s.25, 33; TCMB, 1996, s.28).

1998 yılından itibaren Hazine, aylık iç borçlanma ihale programı ile üç aylık nakit programı ilan etmeye başlamıştır. 1998 yılının ilk yarısında genel olarak belirlenen hedeflere uyulmuştur. Belirsizlikleri azaltan bu uygulamanın piyasalar üzerinde olumlu etkileri olmuştur. Ayrıca, ihalelerde tekli fiyat sisteminden çoklu fiyat sistemine geçilmiştir. İç borçlanmada, ihale yönteminin yanında halka arz ve doğrudan satış yöntemleri de kullanılmıştır (TCMB, 1999, s.55-56). 1998 yılının sonlarında, iki yıl vadeli, üç ayda bir sabit kuponlu senetler ihraç edilerek borçlanmanın vadesi ve vadeye kalan gün sayısı uzatılmıştır. Ayrıca, bir yıldan uzun vadeli senetlere vergi avantajı sağlanmıştır. 1999 yılında, üç ayda bir sabit kupon ödemeli ve değişken faizli uzun dönemli iç borçlanmalar gerçekleştirilmiştir. Bu senetlere olan ilgiyi artırmak amacıyla da, ikinci el

satışlarda likiditenin ve piyasa derinliğinin artırılmasına yönelik çalışmalar yapılmıştır (TCMB, 2000, s.60).

2000 yılında azalan vadelerle aynı tanımlı devlet tahvili ve üç ayda bir kupon ödemeli değişken faizli uzun dönemli tahvillerle iç borçlanmaya gidilmiştir. 2000 yılında ihraç edilen değişken faizli kıymetlerin vadesi 1999 yılından farklı olarak iki yıl olarak belirlenmiştir. Bu strateji ile borç stokunun daha çok tahvillerden oluşması amaçlanmıştır. Diğer taraftan, daha önceki yıllardan farklı olarak, 2000 yılı içinde halka arz ve TAP yöntemi ile iç borçlanma gerçekleştirilmemiştir (TCMB, 2001, s.40, 43).

2000 yılında genel olarak sabit getirili ve değişken faizli kıymetlerden meydana gelen iç borç stoku, 2001 yılında ağırlıklı olarak değişken faizli ve döviz cinsi ya da dövize endeksli kısımlardan oluşmaktadır. 2001 yılında toplam borç stoku içinde, Hazine'nin bir nakit girişi sağlamadan kamunun kendi yükümlülükleri karşılığında çıkardığı nakit dışı senetlerin payı, daha önceki yıllara göre önemli düzeyde artış göstermiştir. Bu, 2001 yılı Mayıs ayında, TMSF bünyesindeki bankaların mali yapılarının güçlendirilmesi ve kamu bankalarının geçmiş dönem görev zararlarının karşılanması karşılığında çıkarılan DİBS'lerden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, Hazine tarafından Haziran 2001'de bankalarla, iç borç servisinin azaltılması amacıyla gönüllü iç borç takas işlemi yapılmıştır. Bankacılık kesimine, üç ve beş yıl vadeli dövize endekli ve bir ve iki yıl vadeli değişken faizli senetler verilerek vadeler uzatılmıştır. Böylece, bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonu sorunu önemli ölçüde giderilmiş ve borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi uzatılmıştır. Diğer taraftan, Hazine, 2001 yılı içinde kısa bir süreliğine borçlanma programı yayınlamaya ara vermiştir (TCMB, 2002, s.42, 44, 46).

2002 yılında sabit faizli iskontolu ve döviz cinsi kıymetlerin ihraçları gerçekleştirilmiştir. Böylece iç borç stokunda sabit faizlilerin payı daha önceki yıllara göre artış göstermiştir (TCMB, 2003, s.40). Önceki yıllara benzer şekilde, önemli bir kısmı ihale yoluyla gerçekleştirilen 2003 yılı borçlanmalarında dikkat çekici nokta ise, İmar Bankası ödemeleri için TMSF'ye yapılan nakit dışı ihraçlardır. Ayrıca, Nisan 2003'te ÇTTH'ye TÜFE endekli senetler ihraç edilmiş, sabit faizliler ile TÜFE endekli senetlerin borç stokundaki payı artmaya devam etmiştir (TCMB, 2004, s.39, 45).

2003 yılının son döneminden itibaren siyasi istikrarın sağlanması ve jeopolitik sorunlara ilişkin belirsizliklerin azalmaya başlaması, borçlanma şartlarını iyileştirmeye başlamıştır. Şeffaflığın artırılması amacıyla 2004 yılı başında Hazine borçlanma stratejisi kamuoyuna açıklanmış, iç borçlanmanın genellikle TL cinsi sabit getirili kıymetlerle yapılması öngörülmüş ve izleyen dönemde öngörülerle tutarlı ihraçlar gerçekleştirilmiştir. Borçlanmada ağırlığın bonodan tahvile kaymasıyla birlikte, 2005 yılı ve sonrası dönemde borç vadelerinde önemli artışlar meydana gelmiştir (TCMB, 2006, s.37).

2003 yılı ve sonrası döneme ilişkin borçlanma politikaları, aşağıda yer verilen 3.2 ve 3.3 numaralı, kamu borç yönetimi uygulamalarının ve iç borç stokunun yapısının ele alındığı kısımlarda detaylı olarak ele alınmaktadır.

### **3.2. Kamu Borç Yönetimi Uygulamaları**

Devlet borcu, bir ülke adına, o ülkenin borç otoritesinin borçlu niteliği ile taraf olduğu ya da garanti ettiği mali yükümlülükleri göstermektedir. Ülke ya da Devlet borcunun yönetilmesi olarak da ifade edilebilecek kamu borç yönetimi kavramı, gerekli miktarda fon sağlamak, maliyet ve risk hedeflerini gerçekleştirmek ve hükümetin planladığı, borçlanma senetleri için verimli, rekabetçi ve sürdürülebilir bir pazar geliştirme gibi diğer tüm borç yönetimi hedeflerini karşılamak için bir strateji oluşturulması ve bunun yürütülmesini ifade etmektedir (IMF, 2001 s.2). Daha kısa bir tanımlamayla kamu borç yönetimi, toplam nakit gereksiniminin maliyet unsurları da göz önünde bulundurularak Hazine tarafından yönetilmesi sürecidir. Borç yönetiminin etkinliğinin artırılmasında maliye ve para politikaları ile uyumlu politikalar izlenmesi ekonominin genel dengesi, istikrarı, dengeli bir borç vade yapısına ulaşılması ile borçlanmanın en düşük maliyetle gerçekleştirilebilmesi açılarından önem arz eder. Borçların yönetimi, borcun yeniden finansmanı veya ödenmesi, ertelenmesi, konversiyonu, yeni borçlanma senetleri ihraç edilmesi, borçlanma maliyetlerini minimize eden vade modellerinin seçimi, faiz koşullarının belirlenmesi gibi birçok süreci içermektedir.

Kamu maliyesi alanında dönüşümlerin hızlanmaya başlaması, birçok ülkede kamu borç portföylerinin büyük olasılıkla o ülkelerin en büyük finansal portföyleri olması ve özellikle 1990'lı yıllardan itibaren bazı OECD ülkelerinde borç stokunun artmaya başlaması ve yaşanan borç krizleri, kamu borç yönetiminin önemini artmasını sağlamıştır.

22-23 Şubat 2018 tarihlerinde gerçekleştirilen 25'inci OECD Kamu Borç Yönetimi Küresel Toplantılarında, borç yönetiminin odak noktaları, değişen makroekonomik koşullarda finansman ortamı, yatırımcı tabanının genişletilmesinde borçlanma araçlarının rolü, finansal alandaki teknolojik ilerlemelerin devlet tahvili piyasaları üzerindeki etkileri ve zorlu borç dinamikleriyle nasıl başa çıkılacağına ilişkin yöntemlerin geliştirilmesi olarak belirlenmiştir.

Kamu borç yönetiminin yasal çerçevesinin tasarımı oldukça önemli bir konu olarak öne çıkmaktadır. Awadzi (2015) çalışmasında, sürdürülebilir borç hedeflerinin gerçekleştirilmesi için geçmiş deneyimlerin ve sağlıklı kamu borç politikalarının önem taşıdığı, sağlıklı borç politikaları için de sağlam yasal temellerin gerekli olduğu ifade edilmektedir. Kamu borç yönetiminin yasal çerçevesinin tasarımı, farklı ancak birbirleriyle ilişkili yasal kavramlar arasında karmaşık bir etkileşimi içerir. Ayrıca, daha çok kamu hukuku olmak üzere özel hukuk bileşenlerini de yansıtır (Awadzi, 2015).

Ulusal ve uluslararası nitelikleri barındıran borç yönetiminin yasal çerçevesinin içeriğinde özetle, bütçe kanunları, mali politika yapıcılığı, kamu borcu, nakit yönetimi ve mali sorumluluğa ilişkin düzenlemeler ile hükümetin mali ajanı sıfatıyla merkez bankalarının düzenlemeleri yer alır. Ayrıca, yasal çerçevenin birçok önemli unsuru barındırıyor olması gerekmektedir. Awadzi (2015)'ye göre, borçlanma yetkisinin ve sınırlarının yasal çerçevesi net olmalı, ayrıca, genel kabul gören bir tanımlı olmaması ve ülkeden ülkeye farklılık göstermesi nedenleriyle, kamu borcu tanımının eksiksiz bir şekilde yapılması gerekmektedir. Kamu borç yönetiminin yasada belirlenen geniş değişkenler tarafından yönlendirilmesi, borç yönetimi ile ilgili kurumsal yapının etkinliğinin artırılması, kurum ve kuruluşların yetki ve yükümlülüklerinin açık şekilde tanımlanması, şarta bağlı yükümlülüklerle ilişkin hususların detaylandırılması ve özellikle son dönemlerde talep gören alternatif borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemelerin yapılmış olması borç yönetiminin diğer temel unsurları arasında yer almaktadır.

Sağlıklı kamu borç yönetimi uygulamalarının bir ayağını da kurumsal yönetişim (kurumsal yönetim ya da iyi yönetişim) oluşturmaktadır. Kurumsal yönetişim, en kısa tanımlamayla şeffaf ve dürüst yönetim demektir. Hedef, daha verimli ve etkin bir yönetim anlayışına ulaşmaktır. Daha çok özel sektör uygulamalarında yer verilmekle birlikte kamusal alanda da yer bulmaktadır. Aoyagi ve Ganelli (2014) çalışmasında, Japonya'nın kurumsal

kesiminin, toplam talebi ve potansiyel büyümeyi sınırlandıran yüksek derecede nakit tutma eğiliminde olmasının en önemli nedenlerinden birinin zayıf kurumsal yönetim olduğu, bunun doğrulayacak şekilde kurumsal yönetim endekslerinde Japonya'nın skorunun benzer ekonomik yapıya sahip ülkelerin oldukça altında olduğu ve kapsamlı bir kurumsal yönetim reformunun hükümet stratejisinin önemli bir bileşeni olmasının gerekliliği vurgulanmıştır. Jassaud (2014) çalışmasında, İtalyan bankacılık ve finans sisteminin bütünlüğü için sağlam bir kurumsal yönetimin gerekliliği ön plana çıkarılarak kurumların politik etkilere açık olan sahiplik yapısının kurumsal yönetim açısından belli başlı zorlukları beraberinde getirdiği ve bunun karar alma mekanizmalarını ve faaliyet yapılarını olumsuz yönde etkilediği, politika önerisi olarak, iyi tanımlanmış rol ve sorumluluklara sahip bağımsız yöneticilerin görevlendirilmesinin, borçlanma limitleri getirilmesinin ve şeffaflığın artırılmasının kurumsal yönetimin gelişmesini sağlayacağı belirtilmiştir.

İyi bir kurumsal yönetimi oluşturan tek bir model yoktur. Bununla birlikte, kurumsal yönetimin amaçlarına ulaşabilmek için belirli ilkelerle hareket etmek gerekmektedir. İlk kez OECD tarafından hükümetler, ilgili kurumlar ve özel sektör işbirliğiyle 1999 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerinin herhangi bir bağlayıcılığı bulunmamaktadır. G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri (2015) Raporu'nda, ilkelerin ekonomik açıdan etkinliği, sürdürülebilir büyümeyi ve finansal istikrarı desteklemek amaçlarıyla, politika yapıcılara hukuki ve kurumsal çerçeveyi daha sağlıklı şekilde değerlendirmelerinde yardımcı olmayı hedeflediği ifade edilmektedir. Kurumsal yönetişimin, şeffaflık, hesap verebilir olma, sorumluluk ve adil olma şeklinde genel kabul görmüş dört ilkesi bulunmaktadır. Kamu borç operasyonlarında şeffaflık, mali hesap verebilirliği ve mali sorumluluğu geliştirmek için önemli bir araçtır. İyi tasarlanmış bir raporlama ve kamuyu aydınlatma sistemi, yasal çerçeve tarafından desteklenmelidir.

Yukarıda özetlenen kamu borç yönetiminin yasal çerçevesine ilişkin değerlendirmeler ışığında aşağıda yasal çerçeveye ilişkin Türkiye uygulamalarından bahsedilecektir.

Daha önceki dönemlerde farklı süreçlerden geçmiş olmakla birlikte, Osmanlı Hazinesi, 1863 yılında Maliye Nezareti bünyesinde Hazine-i Vezne olarak faaliyetlerini yürütmüştür. Cumhuriyet dönemi ve sonrasında, örgütlenme yapısı ve teşkilat isimlerinde birçok değişiklik olmuştur. Daha önce de bahsedildiği üzere, 1984 yılından itibaren nakit ve borç yönetimi bütçe yönetiminden ayrılmıştır. Yasal yapının sadeleştirilmesi ve mali disiplinin



sağlanması amacıyla hazırlanan 28 Mart 2002 tarih ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, kamu borç yönetimi reformunun dayanağını oluşturmakta olup yükümlülük yönetimi başlığı altında yer alan tüm borç yönetim süreçleri bu Kanun uyarınca gerçekleştirilmektedir. Birçok kamu idaresini ve kuruluşunu, belediyeleri, sosyal güvenlik kurumlarını, kamu iktisadi teşebbüslerini, kamu bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarını kapsayan bu Kanun özetle; makroekonomik dengeleri gözeterek, Devletin iç ve dış borçlanmasının etkin olarak yürütülmesini ve nakit yönetiminin para ve maliye politikaları ile uyumlu olarak sürdürülmesini düzenlemektedir. Ayrıca, 4749 sayılı Kanununun 16. maddesi uyarınca hazırlanan 1 Eylül 2002 tarih ve 24863 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmeliğe göre, kamu borç ve risk yönetiminin yürütülmesinde; makroekonomik dengeleri dikkate alarak para ve maliye politikaları ile eş güdüm halinde ve hesap verilebilir bir borçlanma politikası izlenmesi ve finansman gereksinimlerinin piyasa koşulları ve maliyet unsurları göz önünde bulundurularak belirlenmiş risk düzeyi çerçevesinde etkin bir maliyetle karşılanması ilkeleri esas alınmaktadır.

Diğer taraftan, 10 Temmuz 2018 tarih ve 30474 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 1 numaralı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi uyarınca yeniden teşkilatlandırılan Hazine ve Maliye Bakanlığı, daha önce olduğu gibi, Devletin iç borçlanmasını yürütmek, iç borçlanma senetleri çıkarmak, borçlanma senetlerinin satışını gerçekleştirmek ile bu senetlerin satış miktarını ve faizlerini belirlemekle görevlidir.

Kamu borç yönetimi borç stokunun maruz kaldığı piyasa riski, kredi riski ve operasyonel riskler gözetilerek maliyetlerin optimum düzeye indirilmesi ilkesine dayanmakta olup bu ilke doğrultusunda borçlanma politikaları 2003 yılından günümüze orta vadeli bir perspektifle oluşturulan stratejik ölçütler çerçevesinde belirlenmekte ve yürütülmektedir (KBYR, 2017). Bu çerçevede stratejik ölçüt ve göstergeler; borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsi gerçekleştirilmesi, faiz giderlerinin uygun şekilde yönetilmesini sağlamak üzere uygun enstrüman ve vade bileşimi dikkate alınarak gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetler ile vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının belirlenmiş bir düzeyde tutulması, piyasa çeşitliliğinin sağlanması amacıyla yurt dışı piyasalarda ABD Dolarının yanında diğer döviz cinslerinden de ihraçların gerçekleştirilmesi ve nakit ve borç

yönetiminde ortaya çıkabilecek likidite riskinin bertaraf edilmesi amacıyla güçlü nakit rezervi tutulmasıdır (KBYR, 2018).

İç borçlanmaya ilişkin hedefler ile iç borçlanmanın yürütülmesi kapsamında, Hazine tarafından yurt içi piyasalarda ihraç edilen hazine bonoları ve devlet tahvilleri DİBS olarak adlandırılmaktadır. DİBS ihraçlarında TAP yöntemi, doğrudan satış yöntemi, halka arz ve ihale yöntemi olmak üzere dört farklı yöntem kullanılmaktadır. Yalnızca piyasa yapıcı bankaların katılabildiği TAP yönteminde, Hazine borçlanma senetlerini TCMB'de depolamaktadır. TCMB satış süresince sadece aracı ve saklamacı olarak görev yapmaktadır. Senetlerin satışta kaldığı sürede günlük olarak fiyatlar belirlenmekte ve satışlar gerçekleştirilmektedir. Kısaca TAP satış, DİBS'lerin önceden belirlenen fiyatlardan TCMB aracılığıyla satışa arzını ifade eder. 1996 yılından itibaren uygulanan doğrudan satış yönteminde Hazine, bankalar ve kamu kurumlarına DİBS ihracı yapabilmektedir. Senetlerin faizleri piyasa koşullarında belirlenmektedir. Halka Arz yönteminde ihraç edilecek senedin özellikleri Hazine tarafından tespit edilmekte, senetler aracı kurumlar ve aracılık etmek isteyen piyasa yapıcı bankalar yoluyla satışa sunulmaktadır. Ayrıca, aracılık faaliyetlerine ilişkin komisyon ödemesi yapılmaktadır. DİBS ihraçlarında ağırlıklı olarak kullanılan yöntem ise ihale yöntemidir. İhalelerde Çoklu Fiyat İhale Sistemi uygulanmaktadır. Bu sistem, Hazinesinin ihalede kabul ettiği en düşük fiyat düzeyinin üzerinde kalan her bir ihale katılımcısına kendi teklif ettikleri fiyatın uygulandığı ihale sistemidir. Üç aylık takvimlerle kamuoyuna ilan edilen ihalelere gerçek ve tüzel kişiler katılabilmektedir. Gerçek kişiler aracı kurumlar, bankalar ya da TCMB şubeleri aracılığıyla ihaleye girebilmektedirler. Ayrıca, piyasa yapıcı bankalar ve kamu kuruluşları ROT verme yoluyla DİBS alabilmektedirler. ROT, DİBS ihalelerinde ihale günü saat 11.30'a kadar verilen ve ortalama ya da ihalede oluşan fiyattan rekabetçi olmayan alım teklifini ifade eder (Hazine, 2016; www.hazine.gov.tr).

Aşağıda önce piyasa yapıcılığı sisteminden bahsedilecek, sonrasında DİBS'lerin saklamacı kuruluşlarına ve DİBS'ler dışında son yıllarda ihraç edilen iç borçlanma enstrümanlarına kısaca değinilecektir.

Arnove ve Iden (2003, s.3, 5) çalışmasında, piyasa yapıcılığı sistemi temel olarak, yerel devlet borçlanma piyasalarında iki büyük paydaş arasında, DİBS birincil ve ikincil piyasalarının işleyişini ve gelişimini desteklemek ve menkul kıymetler için istikrarlı ve

güvenilir bir talep kaynağı meydana getirmek amaçlarıyla ortak bir strateji oluşturulması şeklinde ifade edilmektedir. Piyasa yapıcılığı sistemi, riskleri ve risk yönetimine ilişkin yükleri azaltmakta, kredi izleme süreçlerinin yönetilebilirliğini artırmaktadır. Bununla birlikte, daha az verimli bir piyasa yapısını teşvik etme, rekabeti sınırlayarak oligopolistik bir yapıya neden olma ve gözetim eksikliği durumunda ahlaki tehlikeye yol açma gibi riskleri de barındırmaktadır. Ayrıca, söz konusu çalışmada, piyasa yapıcılığı sisteminin çekiciliği ve bu sistemden elde edilmesi öngörülen yarar ile kamu borcunun büyüklüğü arasında bir bağlantı olduğu belirtilmektedir.

Piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanabilmesinin belirli ön şartları bulunmaktadır. Arnone ve Iden (2003, s.10)'e göre, hükümetin bir borçlanma stratejisinin olması, faizlerin serbestleştirilmiş olması, yeterli sayıda yatırımcının ve cazip bir DİBS piyasasının varlığı, hükümetin piyasa odaklı kararlar alınmasına ve ikincil piyasanın geliştirilmesine yönelik çabalarının olması bu sistemin ön şartları arasındadır.

Ülkemizde, 4749 sayılı Kanuna göre piyasa yapıcılığı, DİBS ihalelerinde ve DİBS ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması için belirli kıstaslara göre belirlenen bankalara bazı hak ve yükümlülükler verilmesini ihtiva eden sistem şeklinde tanımlanmaktadır. Hazine, bu sistemi oluşturmaya, sistemin işleyiş esaslarını belirlemeye ve işleyişe ilişkin her türlü tasarrufta bulunmaya yetkilidir. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi (2019) uyarınca, Hazine piyasa yapıcı seçme kıstaslarını belirlemekte ve kamuoyuna duyurmaktadır. Sisteme dâhil olmak isteyen bankalar başvuruda bulunmaktadır. Piyasa yapıcılar ihalelere teminatsız katılabilmekte, ihalelerde ROT verebilmektedirler. Hazine para piyasalarında gerçekleştireceği nakit işlemlerini piyasa yapıcılar aracılığıyla yapmaktadır. TAP satışlardan yalnızca piyasa yapıcılar yararlanabilmekte, halka arz yoluyla yapılacak DİBS ihraçlarına sadece piyasa yapıcılar aracılık edebilmekte, değişim ve geri alım ihalelerine yalnızca piyasa yapıcılar girebilmektedirler. Diğer taraftan, piyasa yapıcıların belirli tutarda DİBS'i birincil piyasadan satın alma, ikincil piyasada likiditeyi sağlama ve birincil piyasada rekabeti bozacak şekilde hareket edememe yükümlülükleri bulunmaktadır. Hazine, piyasa koşullarını değerlendirmeye yönelik olarak piyasa yapıcılar ile düzenli toplantılar gerçekleştirmektedir.

Gerçek ve tüzel kişilerce satın alınan DİBS'ler saklamacı kuruluşlar nezdinde muhafaza edilmektedir. TL cinsi ihalelerde katılımcılar valör günü gerekli tutarları EFT aracılığıyla

yatırmakta, bu tutarlar karşılığında DİBS de EMKT nezdindeki ilgili kuruluşların menkul kıymet depolarına aktarılmaktadır. TCMB şubeleri aracılığıyla yapılan işlemlerde DİBS'ler alıcıların İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. bünyesindeki menkul kıymet depolarına aktarılmaktadır. Bireysel yatırımcılar, ihaleye TCMB şubeleri aracılığıyla katılıp katılmadıklarına bakılmaksızın, satın aldıkları DİBS'leri kendi nam ve hesaplarına saklanmak üzere aracı banka, aracı kuruluş ya da başka bir saklamacı kuruluşta saklayabilmektedirler.

İhraç edilen DİBS'lere ISIN kod olarak bilinen bir uluslararası tanımlama kodu verilmektedir. Bu kodları Takas ve Saklama Bankası A.Ş. belirlemektedir. TRTXXXXXXXXXX şeklindeki örnek bir ISIN kodunda ilk iki hane ülke kodunu, üçüncü hane DİBS türünü, dördüncü ile dokuzuncu haneler arası itfa tarihini, onuncu hane ihracın hangi para birimi cinsinden yapıldığını, on birinci hane itfa tarihi aynı olan DİBS'leri birbirlerinden ayırmak için kullanılan numarayı göstermektedir. On ikinci hane ise sıradan bir kontrol hanesidir.

DİBS'ler dışında, iç borçlanma ile ilgili amaçlar doğrultusunda ihraç edilen bir diğer ürün TL cinsi kira sertifikalarıdır. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede ihraç edilen kira sertifikaları, varlık kiralama şirketlerince, kendi nam ve sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına satın almak veya kiralamak suretiyle devralınan varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlenen ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetlerdir<sup>3</sup> (Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu). DİBS'ler ve kira sertifikaları kolaylıkla nakde çevrilebilmekte olup DİBS'ler yatırımcılara faiz geliri sağlamakla iken kira sertifikaları kira getirisi sağlamaktadır. Kira sertifikaları doğrudan satış yöntemi ile ihraç edilmektedir. BİST Borçlanma Araçları Piyasasında işlem görmektedir. İhraçta kazandığı halde yükümlülüklerini yerine getirmeyen yatırımcıya belirli yaptırımlar uygulanmaktadır (Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu). İlk kez 2012 yılının Ekim ayında doğrudan satış yöntemiyle 2 yıl vadeli olarak

<sup>3</sup> Kira sertifikaları ihracında, 4749 sayılı Kanunun 7/A maddesi kapsamında, kamuya ait taşınmazların HMVKŞ'ye satış yoluyla devri yapılmakta, tapu kayıtlarında tescil işlemi gerçekleştirilmekte, Hazine ile HMVKŞ arasında ayrıca bir kira sözleşmesi yapılmaktadır. Kira süresi sonunda taşınmazların geri alınmasına ilişkin Hazine tarafından bir taahhütname düzenlenmektedir. HMVKŞ tarafından satın alınan varlıkların Hazineye kiralanması karşılığında, sertifika sahiplerinin kira geliri elde etmelerini sağlayan kira sertifikası ihraç edilmektedir. Kira sertifikası için yatırımcılarca ödenen tutarlar HMVKŞ'ye aktarılmaktadır. HMVKŞ tarafından elde edilen gelirler devralınan varlıklar karşılığında Hazineye aktarılmaktadır. Yapılan kira sözleşmesi ve taahhütname uyarınca, Hazine tarafından HMVKŞ'ye kira ödemeleri ve taşınmazların geri alımı karşılığında taşınmaz satış tutarına ilişkin ödeme yapılmaktadır. HMVKŞ tarafından kira sertifikası sahiplerine kira sertifikası bedelleri ve kira gelirleri dağıtılmaktadır (Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu).

ihraç edilmiştir. 2018 yılı sonu itibarıyla, iç borç stokunda toplam 10 farklı ISIN kodunda TL cinsi kira sertifikası bulunmaktadır.

DİBS'ler ve TL cinsi kira sertifikaları dışında, finansman araçlarının çeşitlendirilmesi ve yatırımcı tabanının genişletilmesi amacıyla, son dönemde birçok ihraç gerçekleştirilmiştir. İlk kez 2017 yılının Ekim ayında, halka arz yöntemiyle altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikası ihraçları yapılmıştır. Aracı bankaların şubeleri aracılığıyla ülke genelinde gerçekleştirilen bu ihraçlarla, sistemin dışında kalan altınların ekonomiye kazandırılması ve rezervlerin artırılması hedeflenmektedir. Altına dayalı kira sertifikaları, faiz talep etmeyen yatırımcılar için 2012 yılından beri HMVKŞ tarafından ihraç edilen kira sertifikalarına benzer şekilde, gayrimenkul alım satımı ile bunların kira gelirlerine dayanan bir yatırım aracı; altın tahvilleri ise satın alınan tahviller karşılığı altın fiyatlarına endeksli faiz geliri sağlayan bir yatırım aracıdır. Altın tahvilleri ve altına dayalı kira sertifikalarının ek getiri, vadeden önce nakit ve vade sonunda fiziki altın olanakları ile vergi avantajı bulunmaktadır. 2017 yılı Ekim ayından 2018 yılı sonuna kadar, toplam yaklaşık 1,2 milyar TL nominal değerinde 32 ihraç gerçekleştirilmiştir.

Altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikası ihraçlarıyla amaçlananlara benzer şekilde, yurt içi ve yurt dışı talepler doğrultusunda 2018 yılı Eylül ayında çıkarılan Avro cinsi ve Aralık ayında çıkarılan ABD Doları cinsi Devlet tahvilleri ve kira sertifikaları, mevcut vergi düzenlemelerine tabi şekilde ve önceden belirlenmiş bankalar aracılığıyla talep toplama yöntemi ile yalnızca yurt içi ve dışı bireysel yatırımcılar için ihraç edilmiştir.

Sonuç olarak, kamu borç yönetimi politikaları çerçevesinde yapılan tüm bu ihraçlar, menkul kıymet piyasalarının gelişmesini ve derinleşmesini desteklemektedir. Diğer taraftan, merkez bankalarının temel faaliyetlerinden biri olan Hazine için mali aracılık ya da mali ajanlık görevini ülkemizde, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamalarına benzer şekilde TCMB yürütmektedir. Bu doğrultuda, Hazine tarafından ihraç edilen iç borçlanma senetlerinin mali servisine ilişkin işlemler (ihale, itfa vb.) 1211 sayılı Kanunun ilgili hükümleri uyarınca TCMB tarafından gerçekleştirilmektedir.

### 3.3. İç Borç Stokunun Yapısı

Kamu borcu ya da Devlet borcunun düzeyindeki değişimler ekonomik politika yapıcılığı açısından üzerinde hassasiyetle durulan bir göstergedir. İç ve dış borçlardan oluşan kamu borcunun hesaplanmasında ya da kapsamının belirlenmesinde farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Kapsam farklılıkları ülkeler arasında karşılaştırma yapma olanaklarını kısıtlayabilmektedir. Bu yüzden kamu borcunun içeriğinin net bir şekilde ortaya konması önem taşımaktadır (Turan, 2013, s. 167).

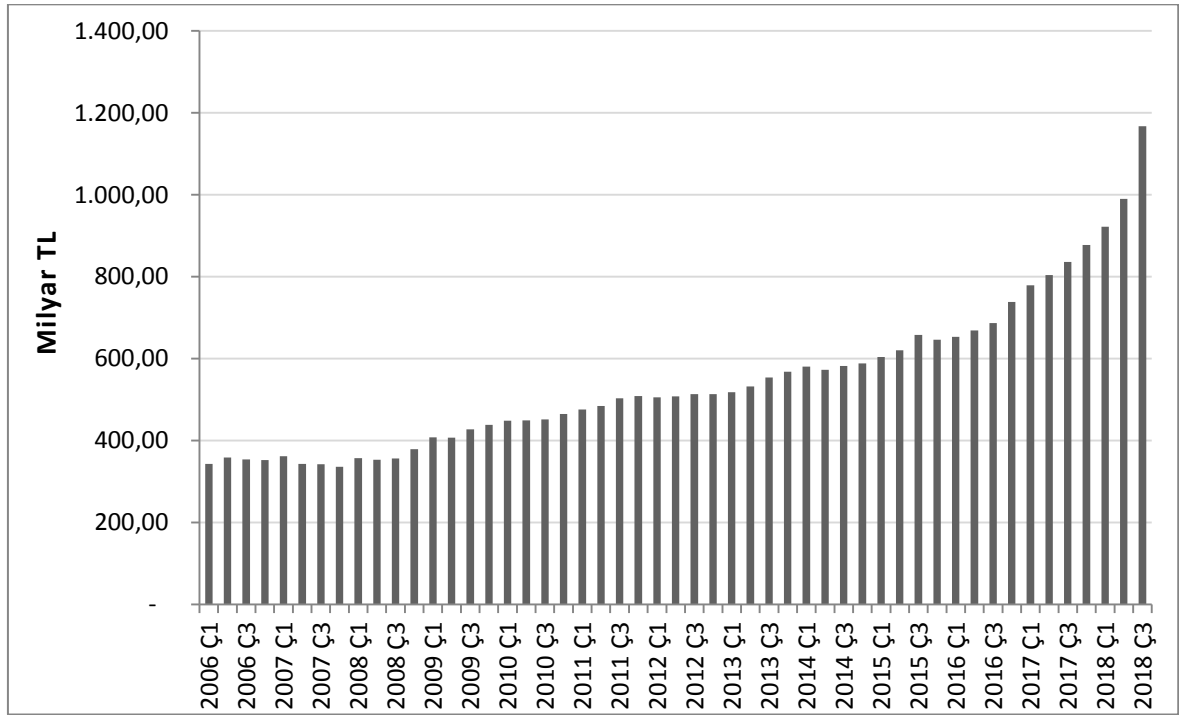
Avrupa Hesaplar Sistemine<sup>4</sup> (ESA 95) göre hesaplanan ve ülkemizde de kullanılan genel yönetim borç stoku, genel yönetim kapsamındaki kurumların yurt içi ve dışı piyasalardan edindikleri borçların toplam değerini göstermektedir. Dolayısıyla, genel yönetim, ülkeler arasında karşılaştırma yapma olanağı sağlayan ve birçok ülke tarafından sıklıkla kullanılan dar kapsamlı kurumsal bir borç tanımlamasıdır (Turan, 2013, s. 181-182).

Ülkemizde Avrupa Birliği tanımlı genel yönetim borç stoku altında merkezi yönetim, yerel yönetim, sosyal güvenlik kurumları ve eksi olarak sektörler arası konsolidasyon kalemleri bulunmaktadır. Bu stok para ve mevduatlar, borçlanma senetleri ve kredilerden oluşmaktadır ve çeyreklik dönemler itibarıyla Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yayımlanmaktadır. Merkezi yönetim borç stoku (iç borç stoku ve dış borç stoku) ise hazine bonusu, devlet tahvili, uluslararası tahvil ve kredilerden oluşmaktadır. Merkezi yönetim iç borç verileri, borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi, döviz ve faiz yapısı ile enstrüman dağılımı gibi istatistikler ise yine Hazine ve Maliye Bakanlığınca aylık olarak yayımlanmaktadır. Bunlar dışında kamu net borcu, kamu kuruluşlarınca sağlanan hazine garantisiz dış krediler ve kamu haznedarlığı istatistikleri de Hazine ve Maliye Bakanlığınca tutulmaktadır.

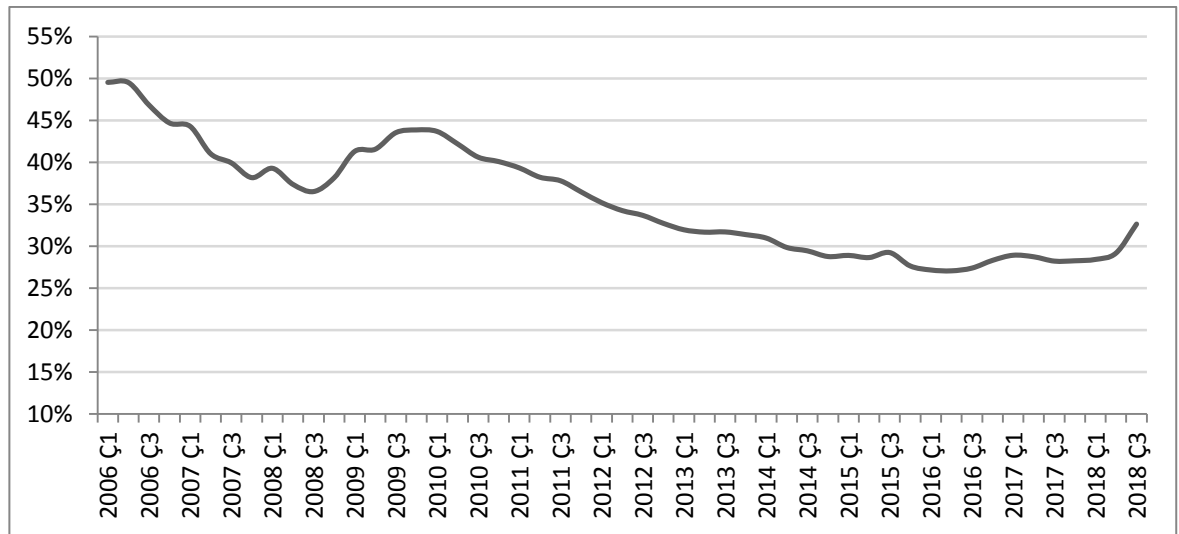
Ağır bir ekonomik bunalımla sonuçlanan 2001 krizi sonrası dönemde yapısal sorunların giderilmesine yönelik atılan adımlar, uygulanan istikrarlı politikalar, mali disipline bağlılık ve etkili borçlanma stratejileri sayesinde kamu borç yükünün azalması oldukça önemli bir

<sup>4</sup> Avrupa Hesaplar Sistemi (ESA 95), bir ekonominin diğer ekonomilerle olan ilişkilerinin sistematik bir tanımlamasını yapan genel kabul görmüş bir hesaplar çerçevesi olarak tanımlanmaktadır. Avrupa Birliği'nin genel muhasebe yapısını oluşturmakta ve birliğe üye ülkelere ilişkin detaylar barındırmaktadır (Bayraktar Dardağan). ESA 95 ekonomiyi genel devlet, mali şirketler, mali olmayan şirketler, hane halkları ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlar şeklinde beş sektör olarak gruplandırmaktadır. Sistemde stoklar ve akımlar olarak iki tür bilgi kaydı tutulmaktadır.

ekonomik başarı olarak ön plana çıkmaktadır. Şekil 3.1’de Türkiye’nin Avrupa Birliği tanımlı genel yönetim borç stokuna; Şekil 3.2’de ise, toplam borç stokunun GSYİH’ye oranına yer verilmektedir. Toplam borç stoku, 2018 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla yaklaşık 1,17 trilyon TL’dir. 2006 yılı sonu itibarıyla yaklaşık yüzde 45 olan borç stokunun GSYİH’ye oranı, 2008 sonunda yaklaşık yüzde 38, 2012 sonunda yaklaşık yüzde 33, 2017 sonunda yaklaşık yüzde 28 olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla ise yüzde 33’tür.

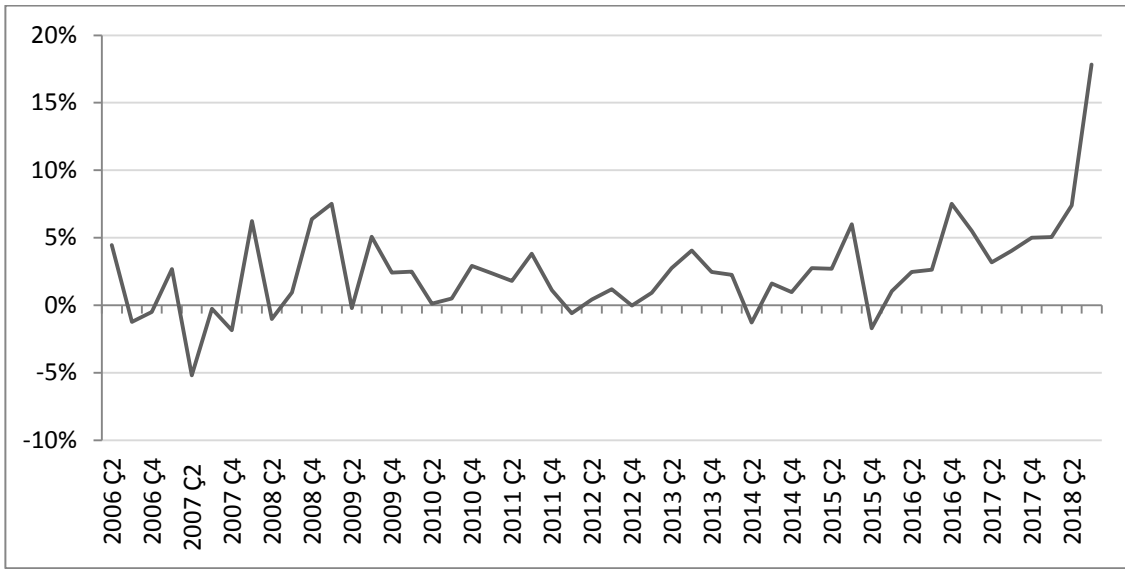


**Şekil 3.1: Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (Kaynak: Hazine)**



**Şekil 3.2: Toplam Borç Stokunun GSYİH'ye Oranı (Kaynak: Hazine)**

Şekil 3.3'te, genel yönetim borç stokunun bir önceki çeyreğe göre yüzde değişimine yer verilmektedir. 2006 yılı başından beri, borç stoku her bir çeyrekte nominal olarak yaklaşık ortalama yüzde 2,5 artmıştır. Özellikle, 2016 yılının son çeyreğinden itibaren borç stokundaki artış hızının yükseldiği görülmektedir. Bu dönem dışında, 2008 yılının son dönemi ile 2009 yılının ilk çeyreğini kapsayan dönemde de borç stokunun artış hızı ortalamanın üstünde artış göstermiştir. Söz konusu dönemlerde yaşanan artışlarda küresel ekonomik ve politik koşulların, kamu harcama ve vergi politikalarında yaşanan değişikliklerin ve fiyatlar genel düzeyindeki değişimlerin etkisi bulunmaktadır.



**Şekil 3.3: Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stokunun Bir Önceki Çeyreğe Göre Değişimi (Kaynak: Hazine)**

2002 yılından günümüze iç borç stokunun toplam borç stokuna oranına Şekil 3.4'te yer verilmektedir. Ülkelerin dış finansman yerine iç borçlanma gerçekleştirmeleri, ülkelerin borç yapılarının gelişmesi ve derinleşmesi ile ilgili bir durumdur. Şekilde, 2002 yılı ortalarından 2007 yılı sonuna kadar iç borç stokunun toplam borç stokuna oranının neredeyse istikrarlı bir şekilde arttığı görülmektedir. 2007 yılının son çeyreği ile 2008 yılının son çeyreği arasındaki dönem, iç borç stokunun toplam stoktaki payının en yüksek düzeylerde (ortalama yaklaşık yüzde 75) seyrettiği dönemdir. 2010 yılının son döneminden itibaren bu oran azalmaya başlamıştır. 2015 yılı sonunda iç borç stokunun toplam stoktaki payı yüzde 65, 2017 yılı sonunda ise yaklaşık yüzde 60'larda seyretmekte iken bu oran Ağustos 2018'de, 2002 yılından beri en düşük seviye olan yüzde 50'lere kadar gerilemiştir.





**Şekil 3.4: İç Borç Stokunun Toplam Borç Stoku İçindeki Payı (Kaynak: Hazine)**

İç borç stokunun ihraç tarafı ile iç borcu talep eden yatırımcıların dağılımı birçok açıdan önem arz etmektedir. Bu bileşenlerin davranışları, içeriksel açıdan son yıllarda değişiklikler göstermiştir (Yılmaz, 2016, s.5). Aşağıda önce iç borç stokunun arz tarafından, daha sonra iç borç stokunu elinde bulunduran yatırımcılardan ya da kısaca iç borcu talep edenlerden bahsedilecektir.

### 3.3.1. İç Borç Stokunun Arz Tarafı

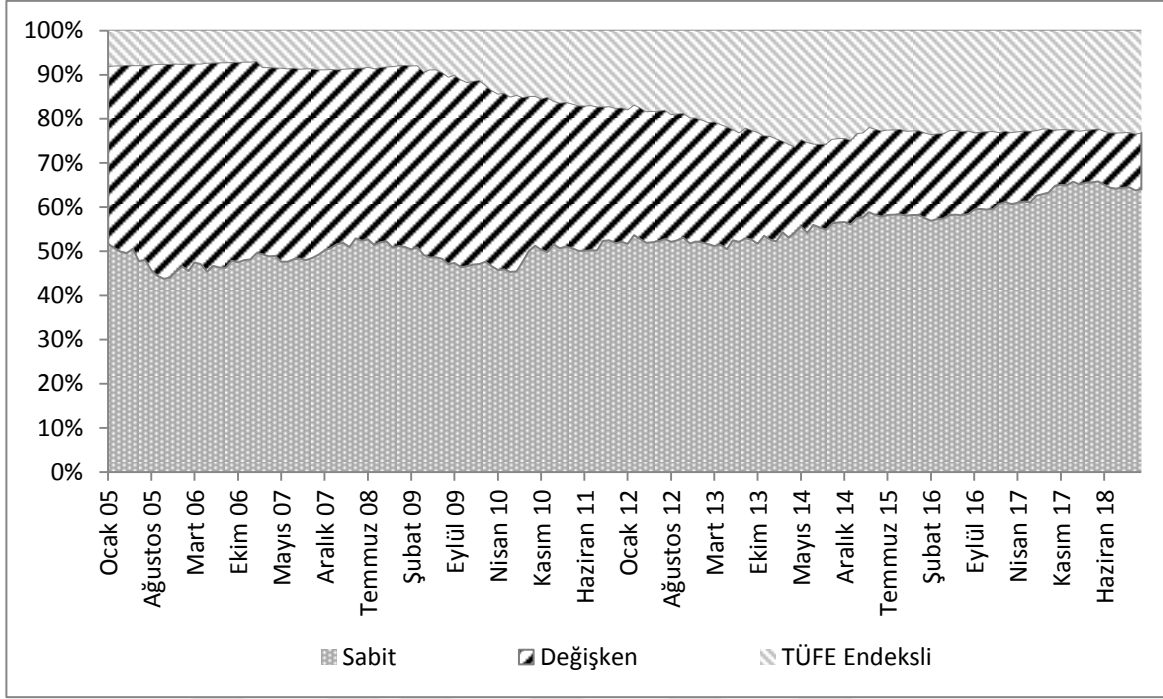
İç borç stokunda 2000’li yılların başından günümüze birçok önemli değişim yaşanmıştır. Sabit faizli ve TÜFE’ye endeksli senetlerin stoktaki payı artmış, değişken faizli senetlerin payı azalmıştır. İlk kez 2007 yılında beş yıl vadeli; 2010 yılında ise on yıl vadeli sabit faizli ve TÜFE’ye endeksli ihraçlar gerçekleştirilmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 dönemlerinde yaşanan krizlerden sonra, mali disiplin uygulamaları çerçevesinde, Hazine tarafından TMSF kapsamında yer alan bankalar ile mali yapılarının düzeltilmesi amacıyla kamu bankalarına ihraç edilen DİBS’lerin itfaları, 2001 yılından itibaren kademeli şekilde azalarak 2010 yılında tamamlanmıştır. 2009-2012 yılları arasında, getirileri Kamu İktisadi Teşebbüslerinden elde edilen ve bütçeye aktarılan kazanç paylarına endekslenerek

oluşturulan GES ihracı yapılmış, 2014 yılında tamamı itfa edilmiştir. Daha önceki bölümlerde bahsedilen stratejik ölçütler uyarınca, döviz cinsi ve dövize endeksli senetlerin tamamı ödenmiş, yeni borçlanmalar TL cinsinden yapılmış, 2012 yılının ilk dönemi itibarıyla stoktaki kur riski sıfırlanmıştır. Yine stratejik ölçütler çerçevesinde, 2012 yılından itibaren tüm vadelerde sabit faizli DİBS'lerin düzenli ihracı gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Borçlanma araçlarının çeşitlendirilmesi faaliyetleri kapsamında, yurt içi ve yurt dışında ilk kez iki yıl vadeli ve sabit getirili olarak kira sertifikası ihracı yapılmış, 2016 yılında beş yıl vadeli ihraçlar da gerçekleştirilmiştir.

2018 yılı sonu itibarıyla, Hazine'ye herhangi bir nakit girişi sağlamayan nakit dışı borcun iç borç stoku içindeki payının oldukça azaldığı görülmektedir. Erken itfa edilmeleri mümkün olmakla birlikte, 2019 ve 2022 yıllarında itfa edilecek nakit dışı borç toplamı, 2018 yılı sonu itibarıyla yaklaşık 45 milyon TL'dir. Ayrıca, ilk kez 2017 yılında iki yıl vadeli altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikası, 2018 yılında ise Avro cinsi kira sertifikası ihraçları gerçekleştirilmiştir.

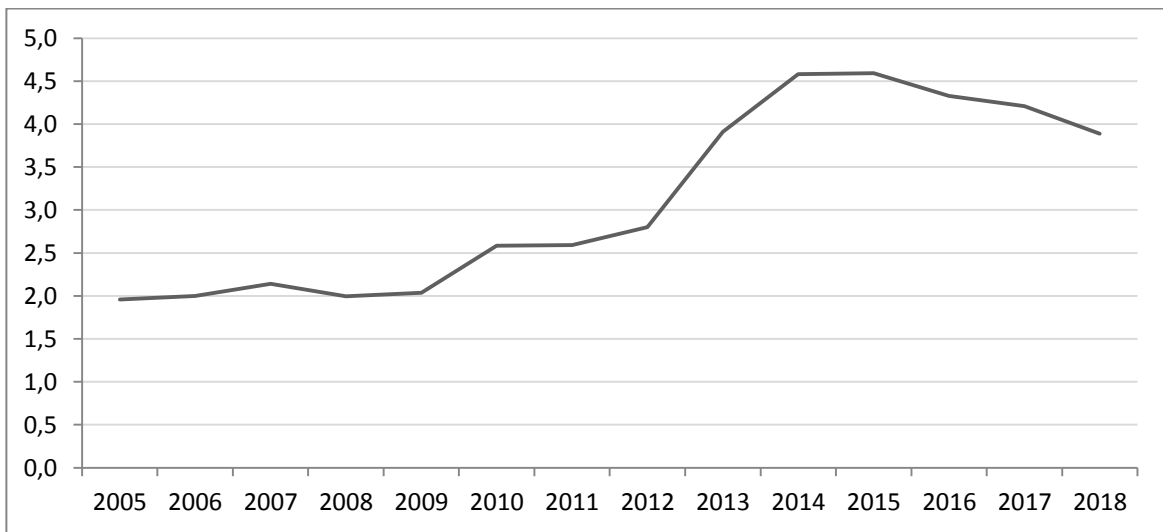
Sonuç olarak, iç borç stoku 2019 yılı Ocak ayı itibarıyla TL cinsi kuponsuz senetler, sabit faizli kuponlu senetler, TÜFE'ye endeksli senetler, TL cinsi değişken faizli kuponlu senetler, altın tahvilleri, Avro ve ABD Doları cinsi devlet tahvilleri, nakit dışı senetler, kira sertifikaları, altına dayalı kira sertifikaları ve Avro cinsi kira sertifikalarından oluşmakta; aynı tarih itibarıyla, stokta toplam 118 farklı ISIN kodunda iç borçlanma senedi bulunmaktadır.

İç borç stokunda yer alan senetlerin faiz yapısına Şekil 3.5'te yer verilmiştir. Şekilde, 2005 yılından 2018 yılı sonuna kadar sabit faizli DİBS'lerin stoktaki payının neredeyse istikrarlı şekilde arttığı görülmektedir. Sabit faizli DİBS'ler 2005 yılında stokun yaklaşık yarısını oluştururken 2018 yılı sonunda stokun yaklaşık üçte ikisini oluşturmaktadır. TÜFE'ye endekslielerin payı özellikle 2010 yılından itibaren uzun vadeli ihraçlarla birlikte artış göstermiş olup 2018 yılı sonu itibarıyla stokun dörtte birine yaklaşmıştır. 2005 yılı sonunda stokun yaklaşık yüzde 47'sini oluşturan değişken faizli senetlerin stoktaki payı istikrarlı şekilde azalarak 2010 yılı sonunda yaklaşık yüzde 35, 2015 yılı sonunda yaklaşık yüzde 20, 2018 yılı sonu itibarıyla ise yaklaşık yüzde 13 olarak gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, borç stokunun faize ve döviz kuruna olan duyarlılığı son yıllarda, 2000'li yılların ilk dönemlerine göre azalmıştır.



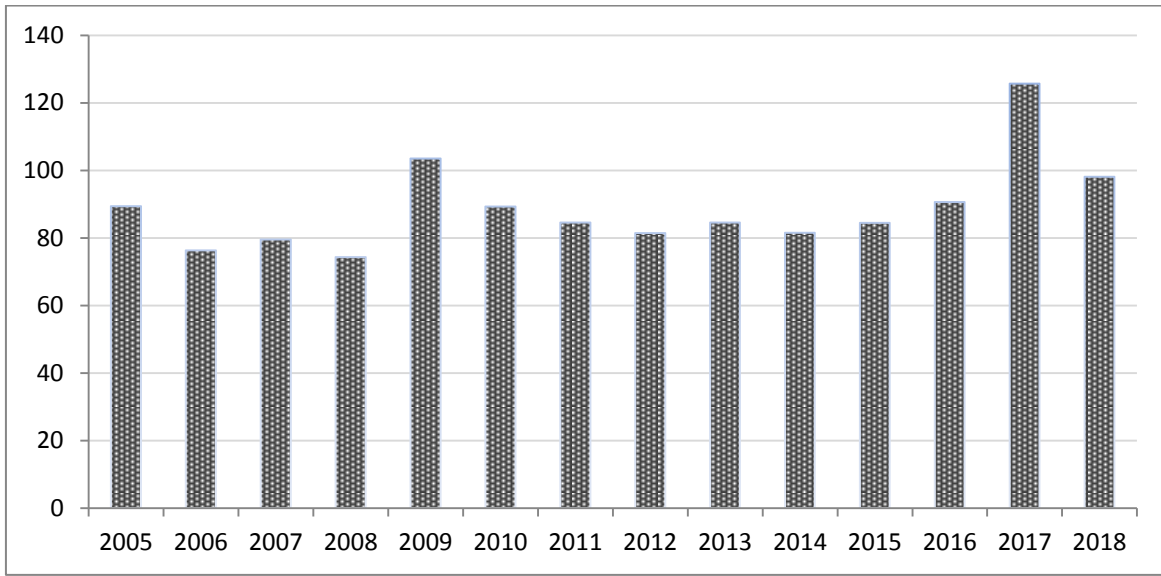
**Şekil 3.5: İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (Kaynak: Hazine)**

Şekil 3.6'da, iç borç stokunun yıllar bazında vadeye kalan ortalama süresi yer almaktadır. Buna göre, iç borç stokunun ortalama vadesi 2005-2015 yılları arasında istikrarlı şekilde artış göstermiştir. Ortalama vade 2005 yılında 2 yıl iken 2015 yılı sonunda yaklaşık 4,5 yıldır. 2015 sonrasında azalmaya başlayan ortalama vade, 2018 yılı sonu itibarıyla yaklaşık 4 yıldır.



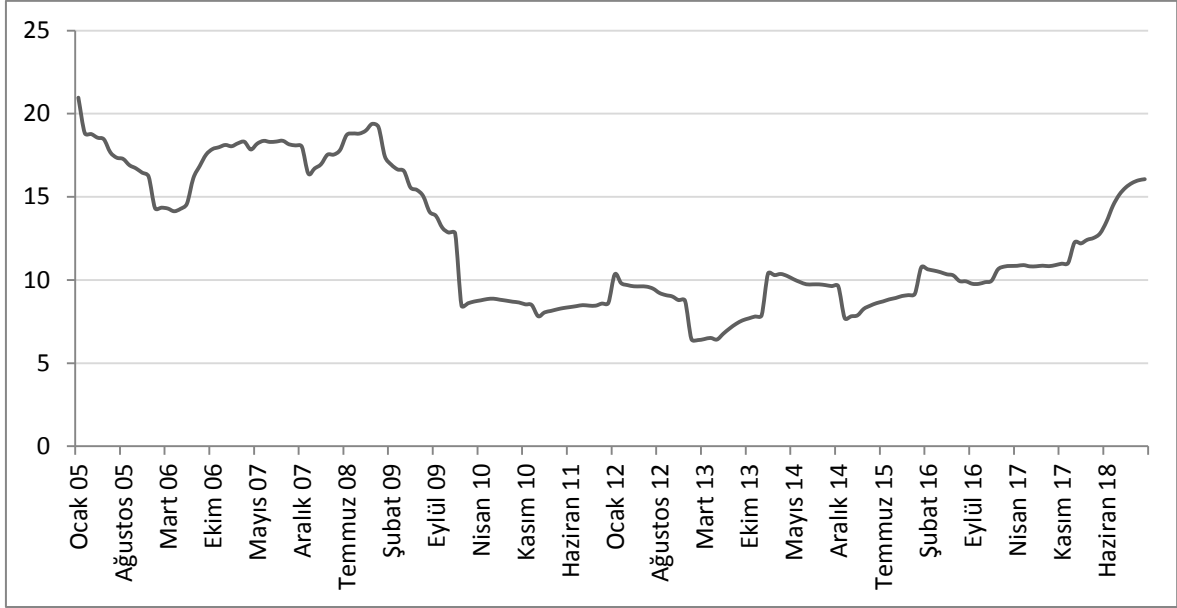
**Şekil 3.6: İç Borç Stokunun Ortalama Vadesi (Kaynak: Hazine)**

Belli bir dönemde gerçekleştirilen iç borçlanmanın iç borç ödemelerine oranlanması yoluyla elde edilen rakama iç borç çevirme oranı denilmektedir. Şekil 3.7’de 2005-2018 yılları arasındaki iç borç çevirme oranlarına yer verilmiştir. Söz konusu 14 yılda, yıllık ortalama iç borç çevirme oranı yaklaşık yüzde 89 olarak gerçekleşmiştir. En yüksek düzeyine yaklaşık yüzde 126 ile 2017 yılında çıkmıştır. Oldukça önemli bir gösterge olan bu oranın yüzde 100’ün altında olması, Hazine’nin ödemelerinden daha azını borçlandığını göstermektedir. Oranın yükselmesi ise özel sektöre bırakılan kaynakların azalması anlamını taşımakta, daha uzun vadede mali disiplinden taviz verilmesine neden olmaktadır.



**Şekil 3.7: İç Borç Çevirme Oranları (Kaynak: Hazine)**

İç borç çevirme oranlarının yükselmesi, dışlama etkisiyle borç verilebilir fonlar piyasasının daralmasına neden olmakta, bu da faizlerin yükselmesini beraberinde getirmektedir. Şekil 3.8’de, nakit iç borçlanmanın yıllık bileşik kümülatif maliyeti yer almaktadır. Buna göre, 2005 yılının başında iç borçlanmanın maliyeti yaklaşık yüzde 21 iken 2009 yılı sonunda yaklaşık yüzde 13’e kadar gerilemiş, izleyen dönemde tek hanelere inmiştir. Mayıs 2013 itibarıyla yüzde 6,4’e kadar gerilemiştir. FED’in varlık alımlarını azaltacağına ilişkin beklentiler sonrasında artış eğilimine giren borçlanma maliyetleri, 2016 yılı sonu itibarıyla yaklaşık yüzde 10, 2018 yılı sonu itibarıyla ise yaklaşık yüzde 16 olarak gerçekleşmiştir.



**Şekil 3.8: Nakit İç Borçlanmanın Maliyeti (Kaynak: Hazine)**

DİBS'lerin aracilar vasıtasıyla birincil piyasadan ya da ihraçtan satışlarından sonra DİBS'lerin ihraç sonrası alım ve satıma konu oldukları piyasalar ikincil piyasalar olarak adlandırılmaktadır. Bir DİBS'in birincil piyasadan çıktıktan sonraki tüm satış işlemleri ikincil piyasa işlemidir. İkincil piyasalar menkul kıymetlerin fiyatlarının oluşmasını sağlamakta ve likidite imkânı ortaya çıkarmaktadır. Aşağıda kısaca DİBS ikincil piyasalarından bahsedilecektir.

BİST bünyesinde işleme konu olan borçlanma enstrümanlarının alım ve satımlarının gerçekleştirildiği organize piyasa Borçlanma Araçları Piyasası olarak adlandırılmaktadır. Yatırımcıların menkul kıymet yatırımlarının fiyatlarının rekabetçi bir ortamda belirlenmesi ve likidite imkânlarının artırılması amacıyla 1991 yılında kurulmuştur. DİBS'lerin ikincil piyasada alım ve satımının yapıldığı tek düzenlenmiş piyasadır. Bu piyasada işleme konu olan sermaye piyasası araçları TL ve döviz ödemeli olarak ihraç edilen borçlanma araçları, kira sertifikaları, TCMB tarafından ihraç edilen likidite senetleri ile işlem görmesine karar verilen diğer araçlardır. Borçlanma Araçları Piyasasında TCMB ve işlem yapma yetkisi verilmiş yatırım kuruluşları işlem yapabilirler; yatırımcılar doğrudan alım ve satım yapamazlar. Borçlanma Araçları Piyasası bünyesinde; borçlanma araçlarının satış işlemlerinin gerçekleştirildiği Kesin Alım Satım Pazarı, Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı, Repo-Ters Repo Pazarı, Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı, Bankalararası Repo Ters Repo Pazarı, Pay Senedi Repo Pazarı, Pazarlıklı Repo İşlemleri Pazarı, Uluslararası Tahvil

Pazarı ve Eurotahvil Pazarlıklı İşlemler Platformu bulunmaktadır. Ayrıca, 2017 yılında Gözaltı Pazarı, 2018 yılında da Taahhütlü İşlemler Pazarı açılmıştır. Bu pazarların birçoğunda ileri valörlü işlem yapılabilmektedir. Kesin Alım Satım Pazarında DİBS'ler (ağırlıklı olarak devlet tahvilleri), kira sertifikaları, TCMB tarafından ihraç edilen likidite senetleri ve özel sektör menkul kıymetleri işlem görmektedir (BİST, 2019). Borçlanma Araçları Piyasasında gerçekleşen işlemlerin takası Takasbank tarafından sonuçlandırılmakta, gün boyunca yapılan işlemler Takasbank tarafından netleştirilmektedir. Döviz ödemeli kıymetlerin takas işlemi en az bir iş günü valörlü şekilde gerçekleştirilmektedir. İleri valörlü işlemler valör günü takasa tabi tutulmaktadır (Takasbank, 2019).

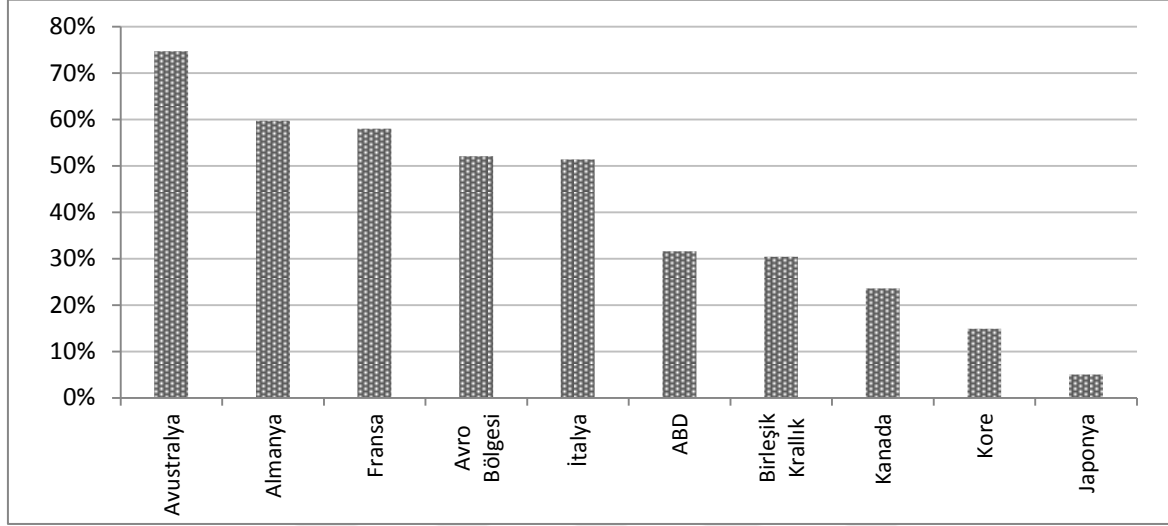
Türkiye'de DİBS ikincil piyasa likiditesinin önemli göstergelerinden biri olan ikincil piyasa işlem hacimlerine bakıldığında, değişken faizli ve enflasyona endeksli DİBS'lerden ziyade sabit faizlilerin işlem hacimlerinin yüksek olduğu, DİBS vadelerinin uzamasının ve yeniden ihraçların işlem hacmi artışlarını desteklediği görülmektedir.

### **3.3.2. İç Borç Stokunu Talep Eden Yatırımcılar**

İç borç stoku birçok talep unsurunu barındırmakta, bu talep dağılımı küresel ve ulusal ekonomik gidişata ve kriz yıllarına göre dönemsel olarak değişimlere uğramaktadır. Dolayısıyla, arz talep dengesinde bozulmalar ortaya çıkabilmektedir. Sigorta şirketleri, özellikle daha sağlıklı bir getiri eğrisinin ortaya çıkmasına katkı sağlayan emeklilik fonları, çok uluslu şirketler ve yurt dışı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerin DİBS piyasalarına yönelik ilgileri 2000'li yıllarla birlikte birçok nedenden ötürü artış göstermiştir. Böylelikle, özellikle gelişmekte olan ülkelerin hükümetlerinin borçlanmaya giderken, kısa vadeli ve sabit getirili senetler ile uzun vadeli ancak değişken faizli ya da enflasyona endeksli senetler arasında seçim yapmaları zorunluluğu azalmıştır. Sabit getirili senetlerin talebi ve borç stoklarındaki payı artmış, enflasyona endeksli senetler iyi bir alternatif borçlanma aracı olmaya başlamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin kamu iç borçlanma senetlerini elinde bulunduranların yarısından fazlasının genellikle yurt içi yatırımcılar olduğu; yurt dışı yerleşikler, bankalar, diğer kurumsal yatırımcılar ve kamu sektörünün büyük paydaşlar olarak öne çıktığı görülmektedir (Andritzky, 2012). Diğer taraftan, yurt dışı yerleşiklerin payının gelişmiş

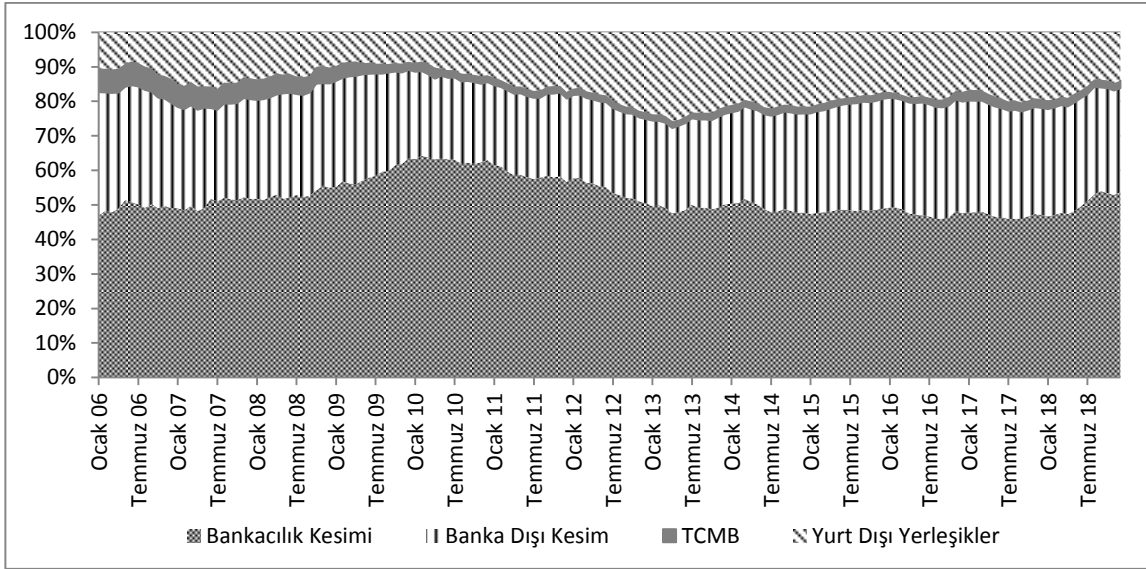
ülkelerde gelişmekte olanlara göre genelde daha yüksek olduğu söylenebilir. Şekil 3.9'da, bazı ülkelerde 2011 yılı sonu itibarıyla kamu menkul kıymetlerini elinde bulunduranlar içinde yurt dışı yerleşiklerin payına yer verilmektedir (Andritzky, 2012). Avustralya, Almanya ve diğer Avro bölgesi ülkelerinde yabancı payı yüksek, Japonya'da ise düşüktür.



**Şekil 3.9: Bazı Ülkelerde Kamu Menkul Kıymetlerini Elinde Bulunduranlar İçinde Yurt Dışı Yerleşiklerin Payı (Kaynak: Andritzky, 2012)**

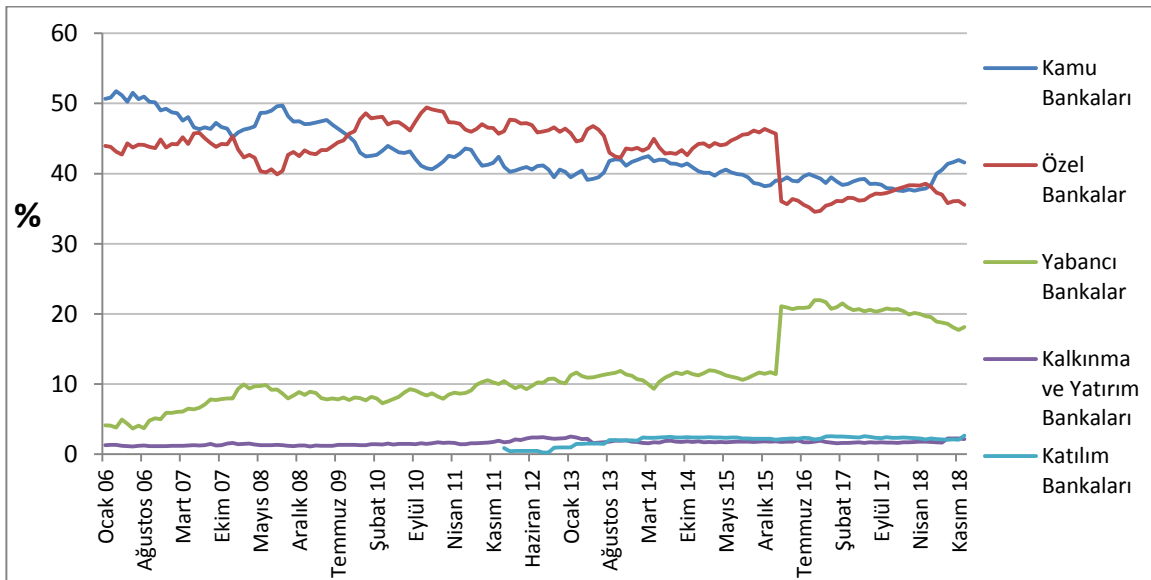
Türkiye'de iç borç stokunun yatırımcı sınıflandırmasına bakıldığında, stoku elinde bulunduranların yurt içi yerleşikler ve yurt dışı yerleşikler şeklinde ikiye ayrıldığı görülmektedir. Ülkemizde yerleşik olan DİBS yatırımcıları olarak ifade edilen yurt içi yerleşikler bankacılık kesimi, banka dışı kesim ve TCMB (APİ kaynaklı) olarak sınıflandırılmaktadır. Bankacılık sektörü kamu bankaları, özel bankalar, yabancı bankalar, kalkınma ve yatırım bankaları ile katılım bankalarından; banka dışı sektör ise menkul kıymet yatırım fonları ile gerçek ve tüzel kişilerden oluşmaktadır. Yurt dışı yerleşikler, ülkemiz dışında yerleşmiş olan yatırımcılar ile yurt içi bankaların yurt dışındaki şubelerini ifade etmekte olup herhangi bir alt sınıflandırması bulunmamaktadır.

Şekil 3.10'da, iç borç stokunda bankacılık kesimi, banka dışı kesim, TCMB ve yurt dışı yerleşiklerin payındaki değişimlere yer verilmektedir. 2006-2018 yılları arasındaki dönemde, bankacılık kesimi iç borç stokunun yaklaşık yarısını elinde bulundurmaktadır. Özellikle, 2010 yılı boyunca bankacılık kesiminin payı yüzde 60'ların üzerinde seyretmiş olup 2018 yılı sonu itibarıyla bu oran yaklaşık yüzde 54'tür. Yurt dışı yerleşiklerin payında da önemli değişimler yaşanmış olup detaylarına Şekil 3.12'de yer verilecektir.



**Şekil 3.10: İç Borç Stokunun Elinde Bulunduranlara Göre Dağılımı (Kaynak: Hazine)**

Şekil 3.11'de 2006-2018 yılları arasında iç borç stokunun bankacılık sektörü içindeki dağılımı yer almaktadır. Dönem boyunca, kamu bankaları ve özel bankaların paylarının birbirlerine yakın düzeylerde seyrettiği ve serilerin birbirleriyle ters yönlü hareket etme eğiliminde oldukları görülmektedir. 2018 yılı ortasından itibaren kamu bankalarının payındaki yükseliş ve özel bankaların payındaki azalış dikkat çekmektedir.



**Şekil 3.11: İç Borç Stokunun Bankacılık Kesimine Dağılımı (Kaynak: Hazine)**

Şekil 3.12'de görüldüğü üzere, yurt dışı yerleşiklerin iç borç stokundaki payı, 2006-2018 yılları arasında önemli değişikliklere uğramıştır. 2006 yılı başında yüzde 10,5 düzeyinde



iken 2007 ortalarında yüzde 16 civarına yükselmiş, 2009 yılı boyunca yüzde 10'un altında seyretmiştir. Sonrasında istikrarlı bir artış eğilimine girmiş ve Mayıs 2013'te yaklaşık yüzde 25 olarak gerçekleşmiştir. FED'in varlık alımlarını azaltmaya başlayacağına ilişkin beklentileri izleyen dönemde, yurt dışı yerleşiklerin payı dalgalı bir seyir izlemiştir. 2015 sonunda yaklaşık yüzde 18, 2017 sonunda ise yaklaşık yüzde 19 olmuştur. 2018 yılı ortalarından itibaren döviz kurunda yaşanan olumsuz gelişmelerle birlikte azalış hızı artmış ve 2018 sonunda yurt dışı yerleşiklerin iç borç stokundaki payı yüzde 14 olarak gerçekleşmiştir.



**Şekil 3.12: İç Borç Stokunda Yurt Dışı Yerleşiklerin Payı (Kaynak: Hazine)**

DİBS talep edenlerin dağılımı ve değişimi oldukça önemlidir. Özellikle, ekonomik darboğaz dönemlerinde talep bileşenlerinde yaşanan değişimlerin önemi artmakta, ani çıkışlar faiz oranlarında artışlara neden olabilirken yerel ve istikrarlı bir yatırımcı tabanı denge unsuru olarak öne çıkabilmektedir (Yılmaz, 2016).

## 4. AMPİRİK ANALİZ

Bu bölümde öncelikle, DİBS getirilerindeki değişimlere ilişkin teorik çerçeve ele alınmaktadır. Sonrasında, Türkiye'deki 5 yıllık DİBS'lerin getirileri ile DİBS'lerde yurt dışı yerleşik kişilerin payı, ABD 10 yıllık hazine tahvili faizleri ve bir finansal risk göstergesi olarak TL oynaklığı arasında bir eş bütünleşme ilişkisi yani uzun dönemli bir ilişki olup olmadığı ARDL yaklaşımı ile ekonometrik olarak analiz edilmektedir. Bunun için öncelikli olarak veri setine ilişkin genel bilgilere ve tanımlayıcı istatistiklere yer verilerek kullanılan değişkenlerin birim kök testleri yapılmıştır. Sonrasında değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığı tespit edilmiş ve tahmin sonuçlarına ulaşılmıştır.

### 4.1. Teorik Çerçeve

Sermaye akımları içinde yer alan portföy yatırımlarının yönü ve hacminin en önemli belirleyicileri arasında rekabet düzeyi ya da işlem hacmi gibi likidite unsurları, risk faktörleri ve getiriler bulunmaktadır. 1990'lı yılların sonundan itibaren gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik temellerinin iyileşmesi, büyüme oranlarının yükselmesi ve enflasyon oranlarının düşmesi, yurt dışı yatırımcıların bu ülkelerin DİBS'lerine olan ilgisinin artmasını sağlamıştır. Böylelikle, DİBS getirileri, zaman kavramına da bağlı olan diğer birçok etmenin yanında, yurt dışı yatırımcıların yüksek getiri arayışlarından ve portföy çeşitlendirme davranışlarından daha fazla etkilenmeye başlamıştır (Miyajima ve diğerleri, 2012; Ebeke ve Lu, 2014).

2008 krizi sürecinde ve izleyen dönemde, gelişmekte olan ülkelerin iç borç stoklarında bankaların payı artmış, yabancı payı azalmış, yatırımcı tabanı daha çok yurt içi talep bileşenlerinden oluşmaya başlamıştır. Sonrasında ise yatırımcı tabanında farklılaşmalar gözlenmiştir. Bu değişimler, politika yapıcılar ve diğer otoritelerin, ekonominin farklı sektörleri arasındaki finansal bağlantıları bilmelerinin ve yatırımcı tabanını daha iyi tanımlarının önemini farkına varmalarını sağlamıştır. Ayrıca, yatırımcı gruplarının hangi amaçla DİBS satın aldıklarının sorgulanmaya başlamasını beraberinde getirmiştir (Andritzky, 2012). Özellikle 2010 yılı ve sonrasında olmak üzere, bu değişimlerin, ekonomideki diğer değişkenler ile uzun dönem faiz oranlarının seviyesi üzerinde etkilerinin olup olmadığı konusunda çalışmalar yapılmıştır.

Getiri düzeylerinin açıklanmasında, ülkeden ülkeye ve dönemden döneme değişmekle birlikte, yurt dışı ve yurt içi etmenlerin yansımaları bulunmaktadır. Etkin kaynak tahsisini bozan döviz kuru oynaklığı ve yabancıların risk alma isteğindeki artışlar bu faktörler arasında sayılmaktadır.

Peiris (2010) çalışmasında, panel veri analizi kullanılarak yurt dışı yerleşiklerin DİBS getirileri ve oynaklığı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Türkiye de dahil olmak üzere, gelişmekte olan on ülke için yapılan analize göre, yurt içi ve yurt dışı birçok etmenle birlikte, yabancıların DİBS piyasalarına katılımlarının artması DİBS getirilerini düşürmektedir. Yabancı payındaki 1 puanlık artış getirileri 6 baz puan düşürmektedir. Bütçe dengesinin milli gelire oranındaki yüzde 1 artış ise getirileri 20 baz puan yukarı taşımaktadır. Analizde kullanılan diğer değişkenler yurt içi parasal toplamlar, enflasyon beklentileri ve politika faiz oranında yaşanan değişimlerdir. Yabancı payındaki artışlar ile getiri oynaklıkları arasında ise anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

ABD hazinesinin yabancı resmi varlıkları 1994 yılının başında 400 milyar dolar iken 2010 yılı ortalarında 3 trilyon dolara yükselmiştir (Beltran ve diğerleri, 2012). Yabancı sahipliğindeki ABD hazine tahvilleri ve tahvil getirilerinin incelendiği Beltran ve diğerleri (2012) çalışmasına göre, Amerikan tahvillerine yönelik 100 milyar dolar değerindeki artış, tahvil faizlerini kısa dönemde yaklaşık 40 baz puan ile 60 baz puan arasında düşürmektedir.

Miyajima ve diğerleri (2012) çalışmasında, yabancılar için potansiyel portföy çeşitlendirme faydasının gelişmekte olan ülkelerin DİBS'lerine ilgiyi artırdığı ifade edilerek yurt içi faiz oranlarının ve kamu mali dengesine ilişkin göstergelerin DİBS getirilerini, 2008 küresel finansal kriz öncesi ve sonrası dönemde, önemli düzeyde açıkladığı ortaya konmuş; özellikle 2008 sonrası dönemde ABD hazine tahvillerinin getiriler üzerindeki etkisi artmıştır. Uzun dönemli yüksek kamu borcu ve mali açıklar uzun dönem DİBS getirilerini yükseltmektedir.

Andritzky (2012) çalışması, gelişmiş ülkelerdeki DİBS yatırımcı bileşenleri ile DİBS getirileri arasındaki ilişkiyi incelemektedir. DİBS talep bileşenleri içinde getiriler üzerinde en güçlü etkisi olan bileşenin yabancı yatırımcılar olduğu, DİBS'lerde yabancı payının kendi içinde yüzde 10 artmasının getirileri 32 baz puan ile 43 baz puan arasında azalttığı

ortaya konmuştur. Yabancı payındaki artışlar ile getiri oynaklıkları arasında ise zayıf ancak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Ebeke ve Lu (2014) çalışması, ülkelerin temel makroekonomik özellikleri göz ardı edilse bile DİBS'lerdeki yurt dışı yerleşiklerin payındaki değişimler ile getiriler arasında bir ilişki bulunduğunu; bununla birlikte, temel göstergeler yerine özellikle dışa açıklık derecesi yüksek olan ülkelerin kur oynaklığı ya da CDS'leri gibi risk algısına yönelik değişkenlerinin daha belirleyici çıkarımlar ortaya koyduğunu göstermektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre, yurt dışı yerleşiklerin payının yüzde 10 artması, 70 baz puan ile 90 baz puan arasında bir getiri azalışına işaret etmektedir. Aynı çalışmada Polonya için yapılan olay çalışması sonuçları da DİBS yabancı katılımındaki artışların getirileri düşürdüğünü göstermektedir. Analizde kullanılan diğer değişkenler cari denge ve uluslararası rezervlerin milli gelire oranları ile politika faiz oranıdır. Ayrıca, yabancı katılımındaki artışlar ile getiri oynaklığı arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Türkiye'de DİBS'lerdeki yurt dışı yerleşiklerin payının uzun dönem faiz oranlarının düzeyi ve volatilitesi üstünde etkilerinin olduğunu ortaya koyan Yılmaz ve Yücel (2016) çalışması, DİBS'lerde yabancı payındaki bir puanlık artışın uzun dönemli faizlerin düzeyini 3 baz puan ile 5 baz puan arasında azalttığını ve volatilitayı artırdığını bulgulamıştır.

Son dönemde iç borçlanma piyasalarına sermaye girişleriyle ilgili yazını inceleyen ve bu piyasalara yabancı yatırımcı katılımına ilişkin görüşleri ele alan Grigorian (2019) çalışmasında, iç borç piyasalarına yabancı girişlerinin genel olarak likiditeyi artırdığı ve getirileri azalttığı ifade edilmektedir.

Sonuç olarak, yukarıda yer verilen çalışmalar ışığında, ekonominin genel dinamiklerine ve devresel hareketlere bağlı olarak, DİBS piyasalarına yabancı katılımındaki artışların, yatırımcı tabanının genişlemesi ve portföy çeşitlendirme etkileriyle birlikte getiri düzeylerini düşürdüğü, döviz kuru oynaklığı gibi risk göstergelerinin de beklentilerle uyumlu olarak getirilerle aynı yönlü hareket ettiği görülmektedir.

## 4.2. Veri Seti

Türkiye için yapılan bu çalışmada, Ocak 2012 ile Aralık 2017 arasındaki toplam altı yıllık dönem için, ekonominin genel dinamiklerini yansıtmak açısından uygun olacak şekilde aylık veriler kullanılarak bir ekonometrik analiz yapılmıştır.

DİBS getirileri için, 5 yıllık DİBS'lerin günlük bileşik getirilerinin aylık hareketli ortalamaları (*i*) kullanılmıştır. DİBS getirilerini açıklamak için açıklayıcı değişken olarak DİBS'lerde yurt dışı yerleşiklerin payı, ABD 10 yıllık tahvil faizleri ve sepet bazında TL'nin oynaklığı kullanılmıştır.

DİBS'lerde yurt dışı yerleşiklerin payı (*dibs\_yp*) verisi için Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın kamu finansmanı istatistikleri ana başlığı altında yer alan merkezi yönetim borç stokunun elinde bulunduranlara göre dağılımı verilerinden yararlanılmıştır. Bu veri, belirli bir tarih itibarıyla iç borç stokunun zaman serisi şeklinde yatırımcı sınıflandırması bazında dağılımını vermektedir. Daha önce de ifade edildiği üzere, yurt dışı yerleşikler, Türkiye dışında yerleşik yatırımcılar ile yurt içi bankaların yurt dışı şubelerini ifade etmektedir. Yurt dışı yerleşiklerin iç borç stokundaki payında gerçekleşen artışların DİBS getirilerini azaltması beklenmektedir.

Getirileri açıklamak kullanılan diğer bir açıklayıcı değişken, ABD 10 yıllık hazine tahvili faizleridir (*us10yr*). ABD tahvil faizleri, başta sermaye ihtiyacı olan ekonomiler olmak üzere tüm ülkelerdeki faiz oranlarını etkileyen bir referans faiz olarak kabul edilmektedir. ABD 10 yıllıklarındaki artışlar, gelişmekte olan ülkelerin borçlanmalarında maliyetlerin yükselmesine neden oluyorsa, risk algısının ve fonlama maliyetlerinin artmasıyla birlikte gelişmekte olan ülke DİBS'lerinden bir çıkış yaşandığı ifade edilebilir. Dünya ekonomisindeki gelişmeler, enflasyona ilişkin beklentilerin değişmesi, ABD tarafından uygulanan para politikası değişiklikleri ve FED bilanço büyüklüğündeki değişimler, risk algısı değişimleri ve diğer gelişmiş ülkelerin satın aldıkları ABD DİBS'lerinin miktarında yapacakları değişiklikler ABD tahvil faizlerinin değişmesine neden olabilmektedir.

Özellikle gelişmekte olan ülkeler için yapılan makroekonomik çalışmalara risk faktörünün eklenmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, uluslararası kuruluşlarca belirlenen risk göstergeleri bazı ülkelere uyum göstermeyebilir. Bir başka açıklayıcı değişken olarak,

ABD Doları ve Avro'dan oluşan sepet bazında TL'nin 30 günlük standart sapmaları ( $TL\_stdev$ ) bir finansal risk göstergesi niteliğinde kullanılmıştır. Bu oynaklık göstergesindeki artışların getiriler ile aynı yönlü hareket etmesi beklenmektedir.

DİBS'lerde yurt dışı yerleşiklerin payı verisi için Hazine ve Maliye Bakanlığı kamu finansmanı istatistiklerinden; diğer tüm değişkenler için ise Bloomberg verilerinden yararlanılmıştır. Tüm serilerin kendilerinin ve logaritmalarının grafiklerine Ek 1'de yer verilmiştir.

Çizelge 4.1.'de değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Değişkenlerin ortalama ve medyan değerlerinin birbirine yakın düzeylerde olduğu görülmektedir.

**ÇİZELGE 4.1. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER**

	<b>Değişkenler</b>			
	<i>i</i>	<i>dibs_yp</i>	<i>us10yr</i>	<i>TL_stdev</i>
<b>Ortalama</b>	9,53	20,09	2,16	0,031
<b>Medyan</b>	9,43	19,78	2,19	0,026
<b>Maks. Değer</b>	13,13	25,67	2,89	0,091
<b>Min. Değer</b>	5,88	16,40	1,49	0,007
<b>St. Sapma</b>	1,44	2,31	0,36	0,019
<b>Çarpıklık (Skewness)</b>	- 0,13	0,47	0,05	1,19
<b>Basıklık (Kurtosis)</b>	3,00	2,44	2,08	4,24
<b>Gözlem Sayısı</b>	72	72	72	72

### 4.3. Birim Kök Testleri

Zaman serisi verilerinin durağan oldukları varsayılmaktadır. Bir zaman serisinin ortalaması, varyansı ve kovaryansı zaman süresince sabitse, serinin durağan olduğu ifade edilebilir. Bu serilerin rastsal hareketleri bulunmamaktadır ve modelleme yapılabilirler. Birim kök içeren serilerde ise stokastik (rastgele ya da olasılıksal) trend bulunmaktadır. Dolayısıyla, durağan olmama ortaya çıkmaktadır.

Bir seriyi durağan hale getirmek için kaç defa farkı alınması gerekiyorsa, o seriye o dereceden entegre ya da bütünleşik denir. Örneğin  $d$  derecesinden entegrasyon  $I[d]$  şeklinde gösterilir. ARDL sınır testi yaklaşımı ile değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin tespit edilmesi için değişkenlerin  $I[0]$  ya da  $I[1]$  süreçli olması; yani düzey değerinde durağan ya da birinci farklarının durağan olması ya da bu ikisinin bir birleşimi olması gerekmektedir. Hiçbir seri  $I[2]$  olmamalıdır.

Çalışmadaki serilerin düzeylerinin veya birinci farklarının durağan olup olmadıkları, Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testleri ile test edilmiştir. Bu testler için, ekonometrik analiz için sıklıkla yararlanılan istatistik paket programı EViews 9 kullanılmıştır. Sıfır hipotezi olarak, KPSS testinde serinin durağan olduğu, ADF birim kök testinde ise serinin durağan olmadığı test edilmektedir. ADF testinde test edilen katsayıların tahmin değeri negatif çıkmalıdır. Pozitif çıkması, test yaparken yanlış sürecin seçildiğine işaret etmektedir ve bu durumda test yapılmaz. Test sonuçları Çizelge 4.2.'de yer almaktadır.

Çizelgedeki  $i$  DİBS getirilerini,  $dibs\_yp$  DİBS'lerde yurt dışı yerleşiklerin payını,  $us10yr$  ABD 10 yıllık tahvil faizlerini,  $TL\_stdev$  kur oynaklığını göstermektedir. Birim kök testlerinde serilerin logaritmaları kullanılmıştır. ADF birim kök testinde Schwarz bilgi kriteri uyarınca en fazla gecikme uzunluğu 12 olarak seçilmiştir. Çizelgede ADF testinin yer aldığı kısımda parantez içindeki rakamlar gecikme uzunluklarını göstermektedir. ADF testinde kritik değerler sabitli modelde %10, %5 ve %1 anlamlılık seviyeleri için sırasıyla -2,59, -2,90 ve -3,53; sabitli ve trendli modelde ise sırasıyla -3,17, -3,48 ve -4,09'dur. Ayrıca, çizelgede KPSS birim kök testinin yer aldığı kısımda LM istatistiklerine ve bant genişliklerine yer verilmiştir. KPSS testinde kritik değerler sabitli modelde %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyleri için sırasıyla 0,35, 0,46 ve 0,74; sabitli ve trendli modelde ise sırasıyla 0,12, 0,15 ve 0,22'dir.

ADF ve KPSS birim kök testleri sonuçları, serilerin düzey değerinde ya da birinci farklarının durağan süreçli olduğunu, ikinci dereceden entegre yani  $I[2]$  süreçli bir seri olmadığını göstermektedir. Ayrıca, ADF ve KPSS testlerinin sonuçları da birbirleriyle uyumludur. Bir sonraki aşamada, seriler arasındaki uzun dönemli ilişki ARDL yaklaşımı ile test edilecektir.

## ÇİZELGE 4.2. BİRİM KÖK TESTLERİ

ADF birim kök testi	Düzye değeriinde				
	<u>Değişkenler</u>	Test istatistiği (Sabitli)	prob değeri	Test istatistiği (Sabit ve Trend)	prob değeri
	<i>i</i>	- 2,29(1)	0,18	- 3,97(1)	0,01
	<i>dibs_yp</i>	- 2,30(1)	0,17	- 3,34(1)	0,07
	<i>us10yr</i>	- 1,83(0)	0,36	- 1,85(0)	0,67
	<i>TL_stdev</i>	-3,94(0)	0,00	- 5,60(0)	0,00
	Birinci fark				
	<u>Değişkenler</u>	Test istatistiği (Sabitli)	prob değeri	Test istatistiği (Sabit ve Trend)	prob değeri
	<i>i</i>	- 5,90(0)	0,00	- 5,97(0)	0,00
	<i>dibs_yp</i>	- 5,83(0)	0,00	- 5,93(0)	0,00
<i>us10yr</i>	- 6,62(0)	0,00	- 6,57(0)	0,00	
<i>TL_stdev</i>	- 8,71(1)	0,00	- 8,65(1)	0,00	
KPSS birim kök testi	Düzye değeriinde				
	<u>Değişkenler</u>	LM istatistiği (Sabitli)	Newey-West bant genişliği	LM istatistiği (Sabit ve Trend)	Newey-West bant genişliği
	<i>i</i>	0,652	6	0,081	5
	<i>dibs_yp</i>	0,401	6	0,124	6
	<i>us10yr</i>	0,128	6	0,122	6
	<i>TL_stdev</i>	0,082	5	0,089	4
	Birinci fark				
	<u>Değişkenler</u>	LM istatistiği (Sabitli)	Newey-West bant genişliği	LM istatistiği (Sabit ve Trend)	Newey-West bant genişliği
	<i>i</i>	0,150	3	0,053	4
	<i>dibs_yp</i>	0,214	4	0,145	3
<i>us10yr</i>	0,077	0	0,078	0	
<i>TL_stdev</i>	0,013	13	0,102	14	



#### 4.4. Yöntem

Eş bütünleşme genel anlamda seriler arasında ortak stokastik trend gözlenmesidir. İlk eş bütünleşme testi olan Engle-Granger ve sonrasındaki Johansen testi, serilerin aynı dereceden entegre ve genellikle de I[1] olmalarını öngörmektedir. Farklı dereceden entegre seriler arasında bu testler yapılamamaktadır. Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen sınır testi ise farklı dereceden entegre seriler arasında eş bütünleşme analizi yapılabilmesine olanak tanımakta ve değişkenler arasında bir eş bütünleşme ilişkisi yani uzun dönemli bir ilişkinin varlığı bulgulanmaya çalışılmaktadır. Değişkenler arasında bir eş bütünleşme ilişkisi mevcutsa kısa ve uzun dönem denklemleri tahmin edilebilmektedir. Eş bütünleşme ilişkisinin bulunamaması halinde farklı standart regresyon yöntemleri ve nedensellik testleri kullanılabilir.

Çalışmada verilerin logaritmaları ile analiz yapılmış, nominal değerler kullanılmamıştır. Tahmin denklemi şu şekildedir:

$$(i)_t = \beta_0 + \beta_1 (\text{dibs\_yp})_t + \beta_2 (\text{us10yr})_t + \beta_3 (\text{TL\_stdev})_t + u_t$$

Denklemdaki  $\beta_0$  sabit terimi,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  ve  $\beta_3$  ise tahminleri yapılacak katsayıları,  $t$  veri sayısını,  $u_t$  ise hata terimini göstermektedir.

Bağımlı değişkenin kendisinin gecikmeli değerlerinin açıklayıcı değişken olarak denklemin sağında yer aldığı zaman serisi modelleri otoregresif modellerdir. Denklemde sağında bağımlı değişkenin gecikmesi ya da gecikmeleri olmazsa bu model sadece gecikmesi dağıtılmış model olarak adlandırılmaktadır. Bağımlı değişkeni, bağımlı değişkenin ve diğer açıklayıcı değişkenlerin gecikmelerinin bir fonksiyonu olarak tanımlayan doğrusal regresyon modeli ise gecikmesi dağıtılmış otoregresif model ya da ARDL model olarak isimlendirilmektedir. Bu modelin oluşturulması sonucunda değişkenlerin dinamik ilişkisi yakalanarak değişkenler arasında bir eş bütünleşmenin varlığı tespit edilirse kısa ve uzun döneme ilişkin tahminler gerçekleştirilecektir (Stock ve Watson, 2011; İpek, 2013).

ARDL modelinin birçok avantajı bulunmaktadır. Önemli bir sorun olan atlanan değişken sorununu ve otokorelasyon nedeniyle oluşabilecek sorunları otomatik olarak

çözümlemektedir. Kısa ve uzun dönem ilişkileri eş zamanlı olarak ortaya koymaktadır. Bağımlı-bağımsız değişken ayrımı model tarafından belirlenmekte, değişkenlerin farklı gecikmelere sahip olmasına izin vermektedir. Gözlem sayısının düşük olması durumunda dahi uygulanabilmekte ve sonuç olarak sapmasız ve en düşük varyansa sahip etkin tahmin ediciler ortaya koymaktadır. En iyi tahminci, sapmasız ve minimum varyansa sahip tahmincidir (Stock ve Watson, 2011).

Eş bütünleşme analizi, aşağıda yer verilen denklem uyarınca sınır testine dayalı hata düzeltme modeli çerçevesinde yapılmış olup  $\Delta$  farkları,  $p$  terimi uygun gecikme uzunluklarını,  $u_t$  hata terimini ve HDK hata düzeltme katsayısını göstermektedir.

$$\Delta(i)_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta(i)_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{2i} \Delta(\text{dibs\_yp})_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta(\text{us10yr})_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{4i} \Delta(\text{TL\_stdev})_{t-i} + \beta_5(i)_{t-1} + \beta_6(\text{dibs\_yp})_{t-1} + \beta_7(\text{us10yr})_{t-1} + \beta_8(\text{TL\_stdev})_{t-1} + \beta_9(\text{HDK}) + u_t$$

ARDL modelinin oluşturulması sürecinde, denklem tahmininde bağımlı değişkenler ve bağımsız değişkenler için maksimum gecikmeler 12 olarak seçilmiş, ayrıca, trend belirlenmesi için kısıtlanmamış sabit kullanılmıştır. Denklemlerin tahmini yapılmadan önce, uygun gecikme sayısı bilgi kriterlerinden birinin en düşük olduğu durum dikkate alınarak belirlenmektedir. Bilgi kriterlerine göre en düşük değeri olan model daha geçerlidir.

Model seçim kriterlerinin birbirlerine göre avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Model seçim kriteri olarak, daha tutarlı bir seçim kriteri olduğu kabul gören Schwarz bilgi kriteri tercih edilmiştir (Pesaran ve diğerleri, 2001). Schwarz bilgi kriterinin dışında  $R^2$ , düzeltilmiş  $R^2$ , Akaike ve Bayes gibi bilgi kriterleri de bulunmaktadır. Schwarz bilgi kriteri, Akaike'ye göre yeni değişkenler modele ilave edildiğinde ortaya çıkan sonuçların değerlendirilmesi konusunda daha iyi düzenlenmiştir. Ayrıca, Akaike'ye göre daha düşük çıkmaktadır ve yalnızca seçilmiş örnek içinde değil, seçilmiş örnek dışındaki gelecek tahmini içinde de geçerlidir (Ucal, 2006).

Zaman serilerindeki önemli sorunlardan biri, otokorelasyon ya da diğer bir ifadeyle içsel bağıntı sorunudur. İçsel bağıntı, yapısal değişiklikler söz konusu ise ya da denklemde

olması gerektiği halde olmayan değişken varsa ortaya çıkabilmektedir. Bu sorun varsa, hata terimleri arasında ilişki yoktur varsayımı geçerli olmaz; hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında ilişki bulunmaktadır (Stock ve Watson, 2011). ARDL modelinde, hata terimi, dışlanan değişkenlerin kendi aralarında içsel bağıntılı olması nedeniyle, kendi gecikmeli değerleriyle içsel bağıntılı olabilmektedir (Stock ve Watson, 2011).

İçsel bağıntı sorunu, katsayı kovaryans matrisi HAC (Newey-West) kullanılarak en çok tercih edilen testlerden olan Breusch-Godfrey LM testi ile test edilmiştir. HAC tahmin sonuçlarını değiştirmemektedir; sadece standart hatalar değişmektedir. Test sonuçlarına göre, modelin kalıntılarında içsel bağıntı sorunu olmadığı anlaşılmaktadır. Sonuçlara Ek 2’de yer verilmiştir.

ARDL iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada, eş bütünleşmenin varlığının tespit edilebilmesi için sınır testi uygulanmalı, bu test neticesinde ulaşılan F istatistiğinin değeri alt ve üst sınır değerleri açısından değerlendirilmelidir. F değeri, modelde yer alan değişken sayısına ve serilerin düzey değerinde ya da birinci farklarının durağan olup olmadıklarına göre değişim gösterebilmektedir.  $H_0$  hipotezi eş bütünleşme olmadığıdır. F değeri üst sınırın üzerindeyse  $H_0$  hipotezi reddedilmekte, alt sınırın altındaysa  $H_0$  hipotezi kabul edilmektedir. Dolayısıyla, eş bütünleşme ilişkisinin varlığı, F değerinin üst sınırın üzerinde olduğu durumda geçerlidir. F değeri sınır değerleri arasında ise, eş bütünleşmenin varlığı hakkında bir şey söylenemez. Eş bütünleşme ilişkisi mevcutsa, ikinci aşamada kısa ve uzun dönem katsayıların tahminine geçilmektedir.

Çizelge 4.3’te yer verilen alt ve üst sınır kritik değerleri, EViews 9 tarafından belirlenen değerlerdir. Açıklayıcı değişken sayısı üçtür. Sınır testi sonuçlarına göre, hesaplanan F değeri 6,50’dir. Bu değer, %1 anlamlılık düzeyinde dahi kritik üst sınırın üzerindedir.  $H_0$  hipotezi reddedilerek seriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eş bütünleşme ilişkisi yani uzun dönemli ilişki vardır sonucuna ulaşılmıştır. Sınır testi sonuçlarına Ek 3’te de yer verilmiştir.

**ÇİZELGE 4.3. SINIR TESTİ SONUÇLARI**

F istatistik değeri	Anlamlılık düzeyi	I[0] Alt sınır	I[1] Üst sınır
6,50	%10	2,72	3,77
	%5	3,23	4,35
	%2,5	3,69	4,89
	%1	4,29	5,61

Çizelge 4.4'te diagnostik test sonuçları yer almaktadır. Schwarz bilgi kriteri uyarınca değişkenlerin uygun gecikme uzunlukları ARDL (4,0,1,1) olarak belirlenmiştir. Schwarz kriterine göre belirlenen ilk dört modelde bağımlı değişkenin gecikme uzunluğu 4 olarak sonuç vermiştir. Sonuçlar Ek 4'te yer almaktadır. Modelin yapısının doğru kurulup kurulmadığına ve atlanan değişken olup olmadığına bakmak için Ramsey RESET test kullanılmıştır. Test sonucundan bir model kurma hatasının olmadığı anlaşılmaktadır. Jarque-Bera sınaması normal dağılımdan ayrılmayı ölçmek için kullanılan bir yöntem olup test sonucu, hataların normal dağılıma sahip olduğunu göstermektedir. Diğer yandan, alternatif değişkenler olarak, ABD 10 yıllık tahvil faizleri yerine 5 yıllıklar ve sepet bazında TL oynaklığı yerine USD/TL oynaklığı ve Avro/TL oynaklığı serileri ayrı ayrı denenmiştir. Bu değişkenlerle kurulan modellerde eş bütünleşme ilişkisine ilişkin F değerlerinin 6,50'nin altında olduğu, ayrıca, hataların ortalama karekökü değerlerinin 0,063'ün üzerinde (0,073-0,078 aralığında) sonuçlar verdiği gözlenmiştir.

**ÇİZELGE 4.4. DİAGNOSTİK TESTLER**

Testler	İstatistikler		
Uygun Gecikme Uzunluğu	ARDL (4,0,1,1)		
Gözlem Sayısı	68		
R <sup>2</sup>	0,55		
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,48		
Breusch-Godfrey LM testi (Gecikme uzunluğu 14)	<b>F istatistiği</b>	<b>p değeri</b>	
	0,80	0,66	
Breusch-Godfrey-Pagan değişen varyans testi	2,18	0,037	
Jarque-Bera normallik testi	0,18	0,91	
Ramsey RESET Test	<b>F istatistiği</b>	<b>df</b>	<b>p değeri</b>
	0,28	(3, 55)	0,84
Hataların ortalama karekökü (RMSE)	0,063		

#### 4.5. Tahmin Sonuçları

Sınır testi sonuçları, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bu evrede uzun dönem katsayılar tahmin edilecektir. Uzun dönemli ilişkiyi elde edeceğimiz ARDL modelinin çalışmaya uyarlanmış şekli aşağıda yer almakta olup w, x, y ve z uygun gecikme uzunluklarını göstermektedir.

$$(i)_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^w \beta_{1i} (i)_{t-i} + \sum_{i=0}^x \beta_{2i} (dibs\_yp)_{t-i} + \sum_{i=0}^y \beta_{3i} (us10yr)_{t-i} + \sum_{i=0}^z \beta_{4i} (TL\_stdev)_{t-i} + u_t$$

Uzun dönemde eş bütünleşme ilişkisi ise aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

$$\log(i)_t = \beta_0 + \beta_1 \log(dibs\_yp)_t + \beta_2 \log(us10yr)_t + \beta_3 \log(TL\_stdev)_t + u_t$$

Değişkenlerin logaritmaları kullanılarak ve Schwarz bilgi kriteri uyarınca oluşturulan ARDL (4,0,1,1) eş bütünleşme modeline göre uzun dönem tahmin sonuçları Çizelge 4.5'te ve Ek 5'te yer almaktadır. Çizelgedeki *i* DİBS getirilerini, *dibs\_yp* DİBS'lerde yurt dışı yerleşiklerin payını, *us10yr* ABD 10 yıllık tahvil faizlerini, *TL\_stdev* ise kur oynaklığını göstermektedir. Sonuçlara göre, iç borç stokunda yurt dışı yerleşiklerin payının yüzde bir oranında artması, DİBS getirilerini yüzde 0,88 oranında düşürmektedir. Bu sonuç, 2017 yıl sonu rakamları için yapılan bir hesaplama göre, yaklaşık 290 milyon dolarlık yabancı girişinin faizleri yaklaşık 11 baz puan aşağı çekeceğine işaret etmektedir. Bu hesaplama, 2017 yılı sonu itibarıyla yurt dışı yerleşiklerin elindeki DİBS stok verileri, 2017 yılının son iş günü itibarıyla gösterge niteliğindeki TCMB döviz satış kuru ve DİBS bileşik getirisi kullanılarak yapılmıştır. 2012-2017 yılları arasındaki altı yıllık dönem için; döviz kuru ve getiriler için günlük, yurt dışı yerleşiklerin elindeki DİBS stok verileri için ise aylık ortalamalara göre yapılan bir diğer hesaplama göre ise, yaklaşık 360 milyon dolarlık yabancı girişinin faizleri yaklaşık 8 baz puan düşüreceği gözlenmektedir.

Ayrıca, Çizelge 4.5 ve Ek 5'te de yer verildiği üzere, ABD tahvil faizleri ve kur oynaklığı değişkenleri ile DİBS getirileri arasında, ekonomi teorisine uygun olarak aynı yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

**ÇİZELGE 4.5. UZUN DÖNEM SONUÇLARI**

Bağımlı Değişken: $\log(i)$ - ARDL (4,0,1,1)				
Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t istatistiği	p değeri
$\log(dibs\_yp)$	- 0,88	0,26	- 3,43	0,0011
$\log(us10yr)$	0,37	0,16	2,36	0,0215
$\log(TL\_stdev)$	0,17	0,08	2,04	0,0455

Uzun dönem sonuçlara göre, değişken katsayılarının durağan olup olmadıklarını test etmek için CUSUM ve CUSUMQ testleri yapılmıştır. Bu testler, herhangi bir yapısal kırılmanın nerede olduğu bilinmiyorsa kırılmanın yerini tespit etmek ya da kırılma dönemine ilişkin ipucu elde etmek için kullanılmaktadır. Eğer bir yapısal kırılma söz konusu ise, kalıntıların karelerinin toplamı da artmaktadır. Test sonuçlarının kritik sınırların içerisinde olduğu görülmektedir. Sonuçlara Ek 6'da yer verilmiştir.

Uzun dönem sonuçlarının, borç stokunda yabancı payının kendi içinde yüzde 10 artmasının tahvil faizlerini 70 ila 90 baz puan azalttığını ortaya koyan Ebeke ve Lu (2014) ve 32 ila 43 baz puan arasında azalttığını ortaya koyan Andritzky (2012), yabancı payındaki 1 puanlık artışın uzun dönem faizleri 6 baz puan düşürdüğünü bulgulayan Peiris (2010) ve Türkiye DİBS piyasasında yurt dışı yerleşiklerin payındaki 1 puanlık artışın 5 yıllık DİBS faizlerini 3 ila 5 baz puan düşürdüğünü açıklayan Yılmaz ve Yücel (2016) çalışmaları ile uyumlu olduğu görülmektedir. Ayrıca sonuçlar, Beltran ve diğerleri (2012) ile Grigorian (2019) çalışmaları ile de uyumludur.

Uzun dönem katsayıların tahmininin sonrasında kısa dönem tahmini bir hata düzeltme modeli aracılığıyla yapılmaktadır:

$$\Delta(i)_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_{1i} \Delta(i)_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta(dibs\_yp)_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{3i} \Delta(us10yr)_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{4i} \Delta(TL\_stdev)_{t-i} + \beta_5 (HDK)_{t-1} + u_t$$

Denkleminde yer alan HDK, kısa dönemdeki dengesizliklerin uzun dönem dengesine dönüş hızını ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle, şoklar karşısında değişkenlerin uzun dönem dengesine ulaşma hızını göstermektedir. Bu katsayının negatif olması ve 0 ile -1 arasında

değer alması beklenmektedir. Katsayının pozitif işaretli olması, dengeden sapmaların gerçekleşmesi halinde yeniden dengeye dönüş yönünde bir hareketin olmadığı anlamına gelir. 1'den büyük olması ise sistemin dengesizliğine işaret etmektedir (Uyar Bozdağlıoğlu, 2007). Çizelge 4.6'da yer verildiği üzere, hata düzeltme katsayısı -0,225'tir ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Sonuç olarak sistem dengelidir.

**ÇİZELGE 4.6. HATA DÜZELTME KATSAYISI**

	<b>Katsayı</b>	<b>Standart hata</b>	<b>t istatistiği</b>	<b>p değeri</b>
<i>HDK</i>	- 0,225	0,05	- 4,17	0,000

Hata düzeltme teriminin katsayısının - 0,225 olması, ortaya çıkacak bir şokun etkilerinin yüzde 99'unun ilk ayda yaklaşık olarak yüzde 23 kadarının giderildiğini göstermektedir. Sonuçta, kısa dönemli sapmaların yaklaşık yirmi ayda yeniden uzun dönem dengesine gelmesi beklenmektedir.

## 5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Kamu gelirleri ve kamu harcamaları alanlarında dönüşüm süreçlerinin yaşanmaya başlaması, borç portföylerinin çeşitliliğinin artması ve hacminin yükselmesi, 1970’li yıllardan itibaren dünya genelinde kalıcı şekilde artan bütçe açıkları ve özellikle 1980 öncesi döneme göre borçlanmaya ilişkin olumsuz algının azalmaya başlaması kamu borç yönetiminin öneminin birçok ülkede artmasına neden olmuştur. Bu dönüşüm, borç yönetiminin odak noktalarında da değişimi beraberinde getirmiştir. Yatırımcı tabanının genişletilmesi, yatırımcı tabanının genişletilmesinde borçlanma enstrümanlarının fonksiyonları, başta teknolojik gelişmeler olmak üzere birçok alanda yaşanan gelişmelerin DİBS ve diğer borçlanma araçları üzerindeki etkilerinin incelenmesi gibi konular ön plana çıkmaya başlamıştır.

Kamu borç yönetimi sürecinin yasal kapsamının planlanması, borç hedeflerinin gerçekleştirilebilmesi açısından oldukça önemlidir. Bu planlama, birçok önemli tasarlama ve değerlendirme sürecini barındırmaktadır. Bu süreçler birbirleriyle ilintili birçok hukuki kavram arasındaki etkileşimleri içerdiğinden, planlama yapılırken mevcut yasal çerçevenin de göz ardı edilmemesi gerekmektedir. İyi bir yasal çerçeve, esneklikler ve uygun sınırlılıklar arasındaki optimal dengeyi mutlaka yansıtmalı; hesap verebilirlik, şeffaflık ve disiplini geliştirmeye yardımcı olmalıdır.

Ülkemizde kamu borç yönetimi uygulamaları ve borç yönetiminin kurumsal çerçevesi, genel olarak, 1980 öncesi dönemde çok önemli bir gelişme gösterememiştir. 1980’li yılların ortalarından itibaren borç ve nakit yönetimi bütçeden ayrılmıştır. 1990’lı yıllarda kamunun tasarruf açığı oldukça artmış, 2001 öncesi dönemde yaşanan yüksek bütçe açığı ve cari açık sonrasında büyük bir ekonomik kriz yaşanmıştır. Mali disiplinin sağlanması ve yasal çerçevenin sadeleştirilmesi amacıyla, 2002 yılında çıkarılan ve Devlet borçlanmasının etkin bir şekilde yürütülmesini düzenleyen Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, borç yönetimi reformunun dayanağını teşkil etmiştir. 2003 yılından başlayarak, borçlanma politikalarına daha uzun vadeli bir perspektifle bakılmaya başlanması ile birlikte, uygulanan stratejik ölçütler çerçevesinde, borçlanmanın genellikle TL cinsinden gerçekleştirilmesi ve faiz, kur ve likidite riskinin azaltılması sağlanmıştır. Böylelikle, iç borç stokunun hem ihraç tarafında hem de talep edenler tarafında önemli değişiklikler olmuştur. Borç stokunda vadeler uzamış, sabit faizli



kıymetlerin borç stokundaki payı ve önemi artmıştır. Ayrıca, kurumsal yatırımcıların, emeklilik fonlarının, sigorta şirketlerinin ve yabancı yatırımcıların DİBS piyasalarına talepleri artış göstermiştir.

Genel olarak, dünya ekonomilerinde büyüme sorunu devam etmektedir. Yaşanan ekonomik sorunlar, jeopolitik riskler ve bölgesel güvenlik sorunları yapısal dönüşümlerin gerçekleştirilmesini kısmen engellemektedir. 2018 yılının ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelere ilişkin risk algısının bozulması ve faiz artışları sonrasında uluslararası sermaye akımlarında yavaşlamalar gözlenmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, ülkemizde özellikle döviz kurlarındaki artışlarla birlikte fiyatlama davranışlarında yaşanan bozulmalar, faizlerin artış göstermesini beraberinde getirmiştir (YEP 2019-2021).

Ekonominin dengelenme sürecine ve risklerin etkin yönetilmesine yönelik atılacak adımların temel destekleyicisi mali disiplindir. Sıkı bir mali duruş sergilenmesi, DİBS piyasaları açısından değerlendirildiğinde, kısa ve uzun dönemli faizler arasındaki ilişkiyi güçlendirmekte, borçların sürdürülebilirliğine ve finansal istikrara katkı sunmaktadır.

Bu tez çalışmasında, 2012-2017 yılları arasında, Türkiye’de iç borç stokunda yer alan yurt dışı yerleşiklerin payındaki değişimlerin DİBS getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yurt dışı yerleşiklerin borç stokundaki payının artmasının getirileri azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonucun ortaya çıkmasında, yatırımcı tabanının genişlemesi, işlem hacmi ve likidite artışları ile portföy çeşitlendirmenin ortaya çıkardığı yararlar etkilidir. Ayrıca, ABD tahvil faizleri ve kur oynaklığı değişkenlerinin DİBS getirileri ile aynı yönlü hareket ettiği, sonuçların ekonomi teorisi ve diğer benzer çalışmalarla uyumlu olduğu görülmektedir.

Birçok talep bileşenini barındıran iç borç stokunun istikrarı önem taşımaktadır. Yurt dışı yerleşikler, ani çıkış durumunda fonlama riski ve mali sistem üzerinde baskı yaratarak dalgalanmalara neden olabilmektedir. Dolayısıyla, yurt dışı yerleşiklerin stoktaki payının istikrarı da oldukça önemlidir. Bu istikrarın sağlanması için öncelikli olarak, güven unsurunu sağlamlaştırmak adına, borç yönetiminde mevcut şeffaf uygulamalara ve uzun vadeli bakış açılarıyla yapılan politikalara devam edilmelidir. Ayrıca, toplam tasarrufları artıracak politikalara ağırlık verilmesi, mali alanda ölçülülüğe önem verilmesi, mali alanın

genişletilmesi ve daha ihtiyatlı bir kamu borç yönetimi politikasının benimsenmesi DİBS piyasalarına yabancı ilgisinin artmasına katkı sağlayacaktır.

Ülkemizde kamu borç otoritesi olan Hazine, borçlanma stratejisi kapsamında uzun vadeli tahvillerin toplam ihraç tutarını yeniden ihraçlarla önemli düzeyde artırmıştır. Böylelikle, borcun ortalama vadesi uzamış, uzun vadeli senetlerin ikincil piyasa işlem hacimleri artmıştır. İşlem hacmindeki artışlar likiditeye olumlu şekilde yansımaktadır. DİBS likiditesindeki artışlar yabancı talebini artırmaktadır. Piyasanın rekabet düzeyinin artırılmasına ve DİBS'lerin ikincil piyasadaki alım satım fiyat farklarının azaltılmasına yönelik uygulanacak politikalar likiditeye olumlu olarak yansıyacaktır. Diğer taraftan, iç borç stokunun talep bileşenlerinin dengeli olması da piyasa likiditesini etkileyebilmektedir.

Daha önce ihraç edilmiş DİBS'lerin Hazine tarafından geri alındığı ihaleleri gösteren geri alım ihaleleri, borç geri ödemelerinin dönemler arasında dengeli olmasının sağlanması ve ikincil piyasada fiyat etkinliğinin artırılması amacıyla gerçekleştirilmektedir. Piyasa şartları uygun olduğunda, Hazine tarafından gerçekleştirilecek DİBS geri alım ihaleleri likiditeyi olumlu yönde etkileyecektir.

Borçlanma araçlarının çeşitliliğinin artırılması ve yatırımcı tabanının genişletilmesi hedefleri doğrultusunda, özellikle 2010 yılı sonrasında birçok ihraç gerçekleştirilmiştir. 2012 yılında ilk kez yapılan kira sertifikası ihraçlarına izleyen yıllarda devam edilmiş, son olarak 2019 yılı Şubat ayında iki yıl vadeli ihraç yapılmıştır. Yastık altındaki altınların ekonomiye kazandırılması amacıyla 2017 yılında altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikası ihraçları gerçekleştirilmiştir. Bu ihraçlara benzer şekilde, yurt içi ve yurt dışı talepler doğrultusunda, 2018 yılının son döneminde Avro ve ABD Doları cinsi Devlet tahvilleri ve kira sertifikaları çıkarılmıştır. Tüm bu ihraçlar yatırımcı tabanının genişletilmesi hedefi kapsamında olumlu sonuçlar ortaya koyabilmekle birlikte, ikincil piyasada işlem hacimleri çok yüksek olmadığından likidite eksikliği sorunu ortaya çıkarabilmektedir. Bu noktada, özellikle yabancı yatırımcıların likidite eksikliğinden endişe duymalarının önüne geçecek politikaların üretilmesi, yabancı ilgisinin istikrarı ve uzun dönem faizlerin düzeyi açısından olumlu sonuçlar ortaya çıkarabilir.

Borç otoritelerince, borçlanma araçlarının çeşitlendirilmesi kapsamında, borç geri ödemelerini ekonominin genişleme ve daralma dönemleriyle ilişkilendiren, devresel

hareketlere duyarlılığı yüksek olan ve yabancı yatırımcılarca talep görme potansiyeli olan büyümeye endeksli tahvil ihraçlarının yapılmasının potansiyel yarar ve maliyetlerinin değerlendirilmesi yararlı olacaktır. Bu tahvillerin finansal krizleri hafifletici ve istikrara katkı sağlayıcı özellikleri bulunmaktadır. Ayrıca, potansiyel yararlarının, bu enstrümanlara ilgi gösteren ülke sayısının artmasına paralel olarak artacağı da değerlendirilmektedir. Yatırımcılar açısından bu tahviller hisse senetlerine benzer yapıları nedeniyle ilgi çekicidir. Özellikle, yukarı yönlü risklerle ilgilenen yabancı yatırımcılar, farklı kriterler uyarınca belirleyecekleri ülkelerin büyümeye endeksli tahvillerine yatırım yaparak portföy çeşitlendirme kazancı elde edebilecek, hisse senetlerinden daha düşük oynaklığa sahip bir ürüne yatırım yapabilecek ve risk getiri oranlarını yüksek düzeylere taşıyabileceklerdir. Diğer taraftan, yeni bir piyasa olması, fiyatlama sorunları ve operasyonel zorluklar büyümeye endeksli tahvillerin temel sorunları olarak ön plana çıkmaktadır. Özellikle, devletlerin, bu piyasadaki temel sorunları azaltmalarının ardından bu sorunları azaltıcı politikalardan vazgeçebileceği öngörüsü potansiyel yurt içi ve yurt dışı yatırımcıları yatırım yapmaktan alıkoyabilecektir (KBYR, 2017).

Perakende borçlanma ya da DİBS satışına yönelik politikalar üretilmesi ve buna yönelik teknolojik altyapı çalışmalarına ağırlık verilmesinin, daha önce yurt içi DİBS piyasalarına ilgi göstermemiş yurt içi ve yurt dışı yatırımcıların DİBS talebini artıracacağı söylenebilir. Bu, yabancı yatırımcıların uzun dönemli yatırım perspektiflerinin olduğu da göz önünde bulundurulduğunda, yatırımcı tabanının çeşitlendirilmesine katkı yapacaktır.

Ayrıca, ilgili otoritelerce takip edilen menkul kıymet istatistiklerinin mümkün olduğunca daha detaylı şekilde tutulması, DİBS'leri talep eden yurt dışı yerleşiklerin tek bir kalem yerine alt sınıflar şeklinde ayrıştırılarak izlenmesi ve yurt dışı yatırımcılarla mevcut ilişkilerin geliştirilmesine yönelik politikalar üretilmesi uzun dönemde yararlı olacaktır.

Yurt dışı yatırımcılarla ilişkilerin iyileştirilerek geliştirilmesi yönünde yapılacak çalışmalar DİBS piyasalarına olan ilgiyi artırarak DİBS ihalelerine katılımı teşvik edecektir. Ülkemiz ekonomisine ilişkin bilgilendirme yapılması amacıyla hizmet veren Hazine yatırımcı ilişkileri ofisi, yatırımcılarla ilişkilerin geliştirilmesine katkı yapmaktadır. Yurt içi ve yurt dışında sermaye piyasalarına derinlik kazandırılması ve daha kaliteli ürün sunulmasına yönelik çalışmalara devam edilmesi önem taşımaktadır.

Merkez bankalarının para politikası uygulamaları, sorunları tümden zememekle birlikte, genel anlamda, temel sorunlar için politika yapıcılara zaman kazandırma işlevini görmektedir. Bu noktada, ekonominin dengelenme sürecine, risklerin daha etkin yönetilmesine ve ülke risk priminin düzeltilmesine ilişkin atılacak adımlar önem taşımaktadır. TCMB ile diğer ülke merkez bankaları arasında iletişimin ve iş birliğinin geliştirilmesine yönelik çalışmalar, hâlihazırda iş birliği yapılan merkez bankaları ile faaliyetlerin çeşitlendirilmesine yönelik çabalar, teknik iş birliği faaliyetleri ve ikili çalışma komiteleri bu noktada önem taşımaktadır. İkili ilişkilerin ve yatırımcı ilişkilerinin geliştirilmesine yönelik çabalar, uzun dönemli faizler ve ekonominin genel dengesi üzerinde olumlu sonuçlar doğuracaktır.

Bu tez çalışması, Türkiye’de ihraç edilen DİBS’lerin az istikrarlı ve hacmi yüksek talep unsurlarından biri olan yurt dışı yerleşik kişilerin iç borç stokundaki payında yaşanan değişimlerin, getiriler üzerindeki etkisinin analiz edilmeye çalışıldığı güncel bir çalışmadır. Yabancı yatırımcıların varlığı iç borç stoku için oldukça önemli olmakla birlikte, yatırımcı tabanının küreselleşerek, yabancı yatırımcıların stoktaki payının artmasının ortaya çıkarabileceği olumsuzluklar otoriteler tarafından mutlaka değerlendirilmeli ve özellikle kriz dönemlerinde önemi artan yerel yatırımcıların borç stokundaki varlığının önemi de dikkate alınmalıdır. Farklı değişkenlerle borç stokunun farklı arz ve talep unsurlarına ilişkin çalışmaların yapılması yararlı olacaktır.



## KAYNAKLAR

- Andritzky, J. R. (2012). Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12158.pdf>. Son Erişim Tarihi: 31.01.2019.
- Aoyagi, C. ve Ganelli, G. (2014). Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14140.pdf>. Son Erişim Tarihi: 27.11.2018.
- Arnone, M. ve Iden, G. (2003). Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0345.pdf>. Son Erişim Tarihi: 25.12.2018.
- Arslanalp, S. ve Tsuda, T. (2014). Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1439.pdf>. Son Erişim Tarihi: 23.10.2018.
- Awadzi, E. A. (2015). Designing Legal Frameworks for Public Debt Management. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Designing-Legal-Frameworks-for-Public-Debt-Management-43045>. Son Erişim Tarihi: 23.11.2018.
- Aydın, K. (2013). Uluslararası Pazarlama Açısından Politik Risk ve Yönetimi. *Ankara Sanayi Odası Yayın Organı*, 25-39. <http://www.aso.org.tr/b2b/asobilgi/sayilar/dosyamayishaziran2013.pdf>. Son Erişim Tarihi: 22.10.2018.
- Bayraktar Dardağan, Ö. Avrupa Ulusal ve Bölgesel Hesaplar Sistemi (ESA 95). Maliye Uzmanları Derneği Üye Çalışmaları. [http://www.mud.org.tr/uploads/yuklemeler/ESA\\_Rapor\\_tez\\_son.pdf](http://www.mud.org.tr/uploads/yuklemeler/ESA_Rapor_tez_son.pdf). Son Erişim Tarihi: 15.01.2019.
- Beltran, D. O., Kretchmer, M., Marquez, J., Charles, P. T. (2012). Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yields. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, Number 1041. <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2012/1041/ifdp1041.pdf>. Son Erişim Tarihi: 06.02.2019.
- Birdal, M. (2010). *The Political Economy of Ottoman Public Debt*, Tauris Academic Studies. Son Erişim Tarihi: 05.11.2018.
- Boratav, K. (2004). *Türkiye İktisat Tarihi*, İmge Kitabevi Yayınları. (Sekizinci basım).
- Burger, J. D. ve Warnock, F. E. (2006). Foreign Participation in Local Currency Bond Markets. NBER Çalışma Tebliği. <http://www.nber.org/papers/w12548>. Son Erişim Tarihi: 11.10.2018.
- Çöğürçü, İ. (2012). Türkiye'nin İç Borç Genel Yapısı Üzerine Geçmişten Günümüze Bir Değerlendirme, *Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi*, 2(1), 93-104. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/403407>. Son Erişim Tarihi: 06.11.2018.

- Ebeke, C. ve Lu, Y. (2014). Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings in the Post-Lehman Period - A Fortune or Misfortune?. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1429.pdf>. Son Erişim Tarihi: 05.02.2019
- Eğilmez, M. (2010). *Hazine*, Remzi Kitabevi. (Sekizinci basım).
- Ekzen, N. (2009). *Türkiye Kısa İktisat Tarihi: 1946'dan 2008'e*, ODTÜ Yayıncılık.
- Ergül, Ö. (2012). Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar. TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi. Ankara.
- G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD'nin G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanlarına Raporu, Eylül 2015. <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf>. Son Erişim Tarihi: 26.11.2018.
- Grigorian, D. A. (2019). Nonresident Capital Flows and Volatility: Evidence from Malaysia's Local Currency Bond Market. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2019/wp1923.ashx>. Son Erişim Tarihi: 29.01.2019.
- IMF. (2001). Guidelines for Public Debt Management. <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm>. Son Erişim Tarihi: 21.11.2018.
- IMF. (2018). World Economic Outlook April 2018: Cyclical Upswing, Structural Change. <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2018/April/text.ashx>. Son Erişim Tarihi: 03.10.2018.
- İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği. TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi. Ankara.
- İnternet: BİST Genel Ağ Sitesi. (2019). <https://www.borsaistanbul.com/sss/borclanma-araclari-piyasasi-bap>. Son Erişim Tarihi: 25.01.2019.
- İnternet: Eğilmez, M. İmkânsız Üçleme ya da Üçlü Açmaz. Kendime Yazılar. URL: <http://www.mahfiegilmez.com/2013/03/imkansuz-ucleme-ya-da-uclu-acmaz.html>. Son Erişim Tarihi: 01.10.2018.
- İnternet: Takasbank Genel Ağ Sitesi. (2019). <https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/hizmet-verilen-piyasalar/borclanma-araclari-piyasasi-bap/genel-tanim>. Son Erişim Tarihi: 28.01.2019.
- İpek, E. (2013). Savunma Harcamalarının Seçilmiş Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(3), 113-125. <https://earsiv.anadolu.edu.tr/xmlui/handle/11421/1465>. Son Erişim Tarihi: 18.02.2019.
- Jassaud, N. (2014). Reforming the Corporate Governance of Italian Banks. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14181.pdf>. Son Erişim Tarihi: 27.11.2018.

- Karadeniz, E., Kandır, S. Y. ve İskenderoğlu, Ö. (2015). Sistematik Riskin Belirleyicileri: Borsa İstanbul Turizm Şirketleri Üzerinde Bir Araştırma. *Ç. Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24(1), 189-202. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/364913>. Son Erişim Tarihi: 22.10.2018.
- Kaya, A. ve Öndeş, T. (1997). Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri. *İMKB Dergisi*, 13(52), 19-39. [www.borsaistanbul.com/datum/imkbdergi/IMKB\\_Dergisi\\_Turkce52.pdf](http://www.borsaistanbul.com/datum/imkbdergi/IMKB_Dergisi_Turkce52.pdf). Son Erişim Tarihi: 01.10.2018.
- Koepke, R. (2015). What Drives Capital Flows To Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature. Institute of International Finance, University of Wurzburg. [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/62770/1/MPRA\\_paper\\_62770.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/62770/1/MPRA_paper_62770.pdf). Son Erişim Tarihi: 27.09.2018.
- Lu, Y. ve Yakovlev, D. (2017). Exploring the Role of Foreign Investors in Russia’s Local Currency Government Bond (OFZ) Market. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/wp1728.ashx>. Son Erişim Tarihi: 30.01.2019.
- Miyajima, K., Mohanty, M. S. ve Chan, T. (2012). Emerging Market Local Currency Bonds: Diversification and Stability. BIS Çalışma Tebliği, No 391. <https://www.bis.org/publ/work391.htm>. Son Erişim Tarihi: 05.02.2019.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K. F., Chamon, M., Qureshi, M. S. ve Reinhardt, D. B. S. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. IMF Staff Position Note. SPN/10/04. Son Erişim Tarihi: 08.10.2018.
- Özer, K. (1993). Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye. *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi*, 1(1), 123-124.
- Peiris, S. (2010). Foreign Participation in Emerging Markets’ Local Currency Bond Markets. IMF Çalışma Tebliği. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1088.pdf>. Son Erişim Tarihi: 12.10.2018.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. ve Smith, R. J. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/jae.616>. Son Erişim Tarihi: 12.12.2018.
- Pınar, A. (2006). *Maliye Politikası Teori ve Uygulama* (İkinci Baskı). Naturel Yayıncılık.
- Reinhart, C. ve Montiel, P. (2001). The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s. *MPRA Paper* <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/7577/1/txt0308.pdf>. Son Erişim Tarihi: 05.10.2018.
- Reinhart, C., Calvo, G. ve Leiderman, L. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/7125/>. Son Erişim Tarihi: 06.10.2018.



- Stock, J. H. ve Watson, M. W. (2011). *Ekonometriye Giriş (Çeviren: Bedriye Saraçoğlu)*, Efil Yayınevi. (Birinci basım).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2016). *Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Katılım Esasları*. <https://www.hazine.gov.tr/File/Index?id=DEDE70FC-060F-4380-A35C-174DD72D5364>. Son Erişim Tarihi: 25.12.2018.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. *Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu*. <https://www.hazine.gov.tr/File/Index?id=a65ae41e-f7d1-4485-8de7-08e15a9ccba>. Son Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018). *Aylık Kamu Borç Yönetimi Raporu (KBYR) Kasım 2018*. Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018). *Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 2019*. Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018). *Yeni Ekonomi Programı (YEP) 2019-2021*. <http://www.bumko.gov.tr/TR,42/orta-vadeli-program.html>. Son Erişim Tarihi: 06.03.2019.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2017). *Yıllık Kamu Borç Yönetimi Raporu (KBYR) 2017*. Ankara.
- TCMB. (1990). 1989 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (1993). 1992 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (1994). 1993 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (1995). 1994 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (1996). 1995 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (1999). 1998 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (2000). 1999 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (2001). 2000 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (2002). 2001 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.

- TCMB. (2003). 2002 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (2004). 2003 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- TCMB. (2006). 2005 Yıllık Rapor. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>.
- The World Bank; IMF. (2001). Developing Government Bond Markets: A Handbook. World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/13865>.
- Turan, N. (2013). Kamu Borcunun Tanımı: Borç İstatistikleri Açısından Önemi, Mevcut Durum, Sorunlar ve Türkiye Uygulaması, *Maliye Dergisi*, 164, Ocak-Haziran 2013, 166-182. [https://dergiler.sgb.gov.tr/calismalar/maliye\\_dergisi/yayinlar/md/164/164-10.pdf](https://dergiler.sgb.gov.tr/calismalar/maliye_dergisi/yayinlar/md/164/164-10.pdf). Son Erişim Tarihi: 11.01.2019.
- Ucal, M. Ş. (2006). Ekonometrik Model Seçim Kriterleri Üzerine Kısa Bir İnceleme, *C. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 7(2), 41-57. [https://www.researchgate.net/publication/242145517\\_EKONOMETRIK\\_MODEL\\_SECIM\\_KRITERLERI\\_UZERINE\\_KISA\\_BIR\\_INCELEME](https://www.researchgate.net/publication/242145517_EKONOMETRIK_MODEL_SECIM_KRITERLERI_UZERINE_KISA_BIR_INCELEME).
- Uyar Bozdağlıoğlu, E. Y. (2007). Türkiye'nin İthalat ve İhracatının Eşbütünleşme Yöntemi ile Analizi (1990-2007). *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9/3, 213-224. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/287489>. Son Erişim Tarihi: 01.03.2019.
- Yavuz, A. (2009). Başlangıcından Bugüne Türkiye'nin Borçlanma Serüveni: Durum ve Beklentiler. *SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20, 203-226. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/117952>. Son Erişim Tarihi: 02.11.2018.
- Yeldan, E. (2002). Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. <http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldane/Praksis-2002.pdf>. Son Erişim Tarihi: 03.10.2018.
- Yılmaz, E. (2016). "Türkiye'de İç Borç Stokunun Arz ve Talep Kompozisyonunun Dönüşümüne Bir Bakış". TCMB Ekonomi Notları No.16/16. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/arastirma+yayinlari/ekonomi+notlari>. Son Erişim Tarihi: 24.01.2019.
- Zengin, E. (2018). Ergani Bakır Maden-i Hümayûnu (1900-1918), *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 22(2), 933-959. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/494347>. Son Erişim Tarihi: 07.11.2018.

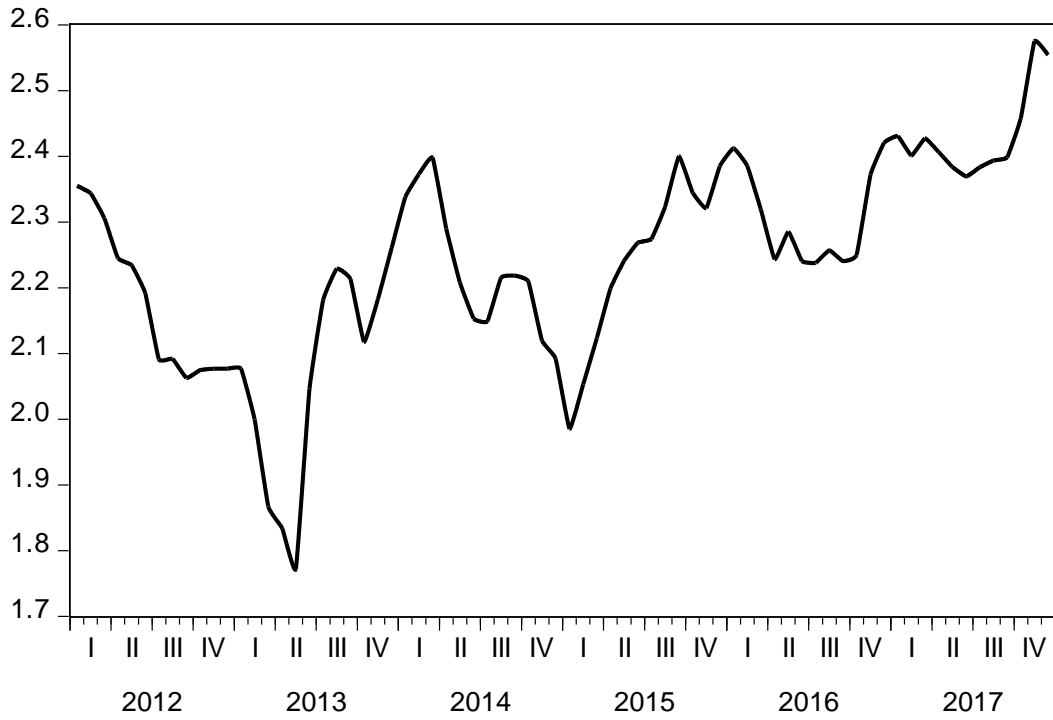
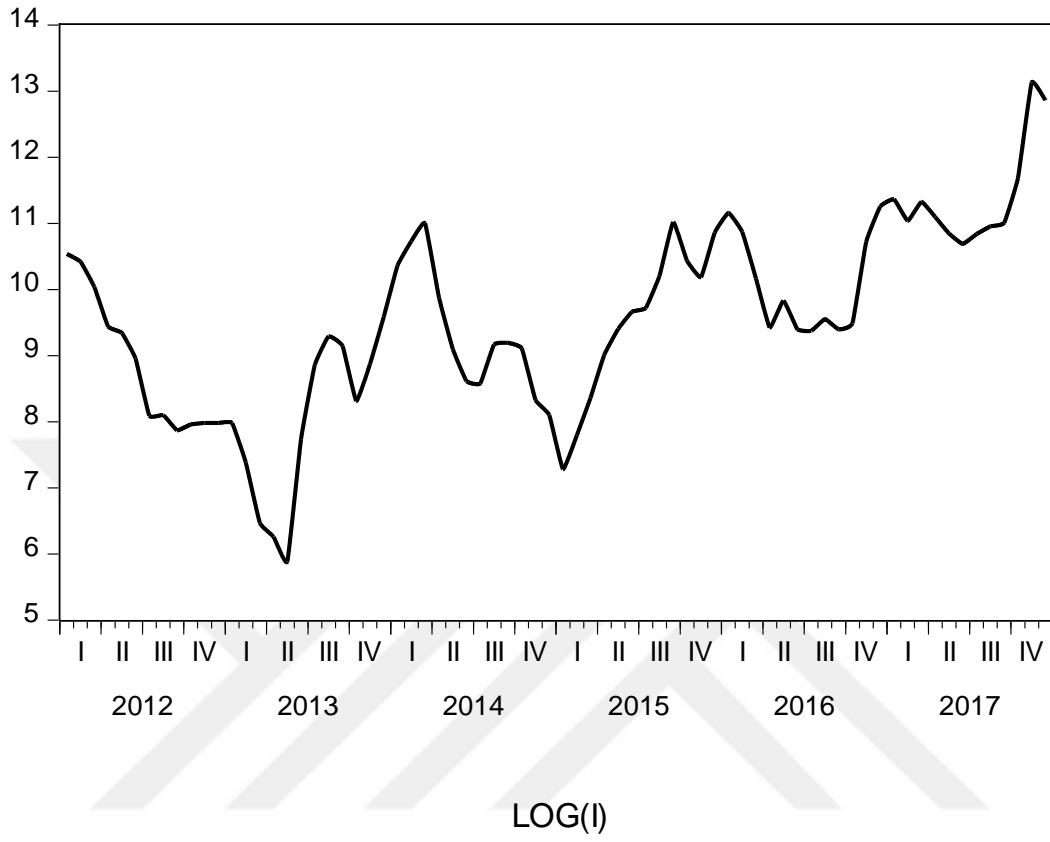




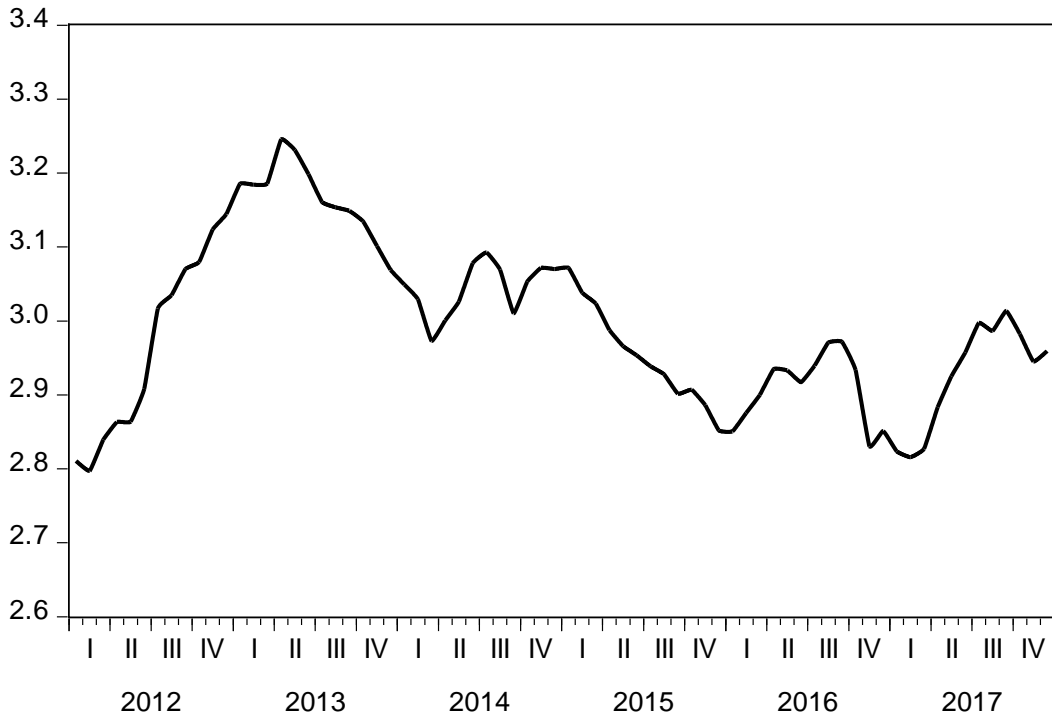
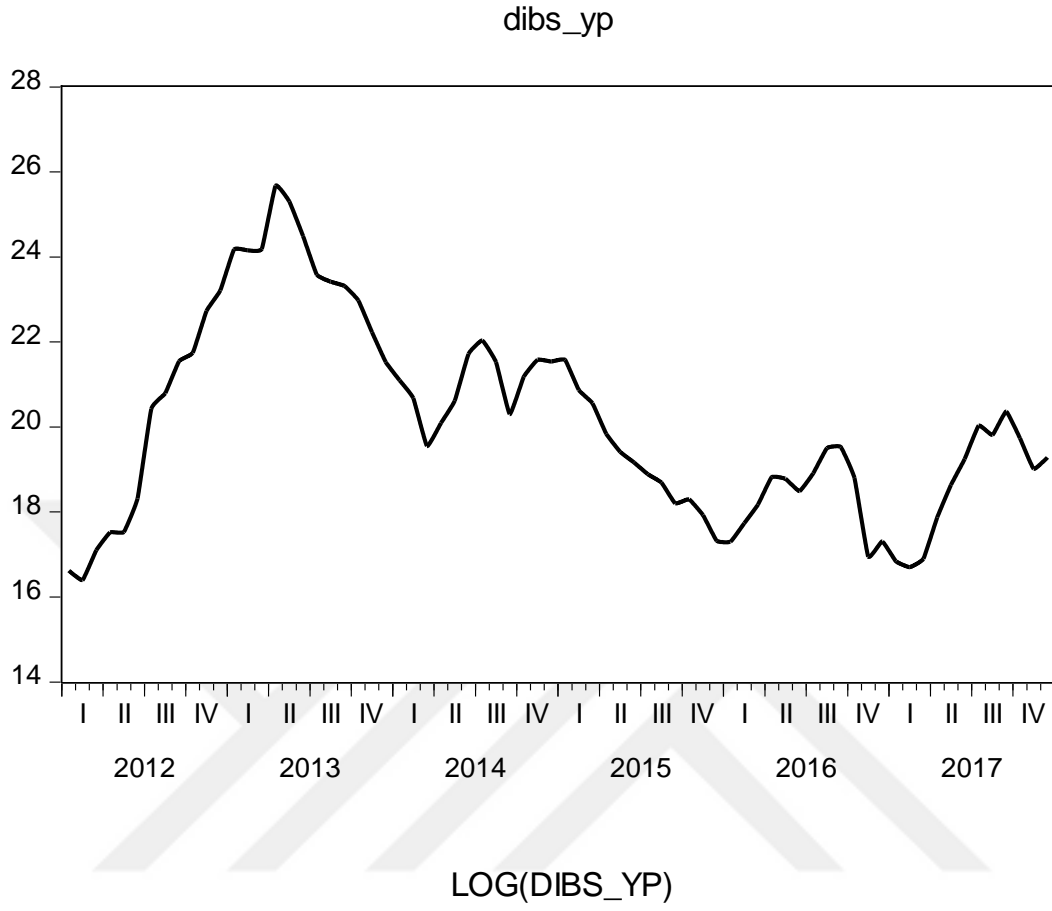
**EKLER**

## EK-1. Değişkenler

i

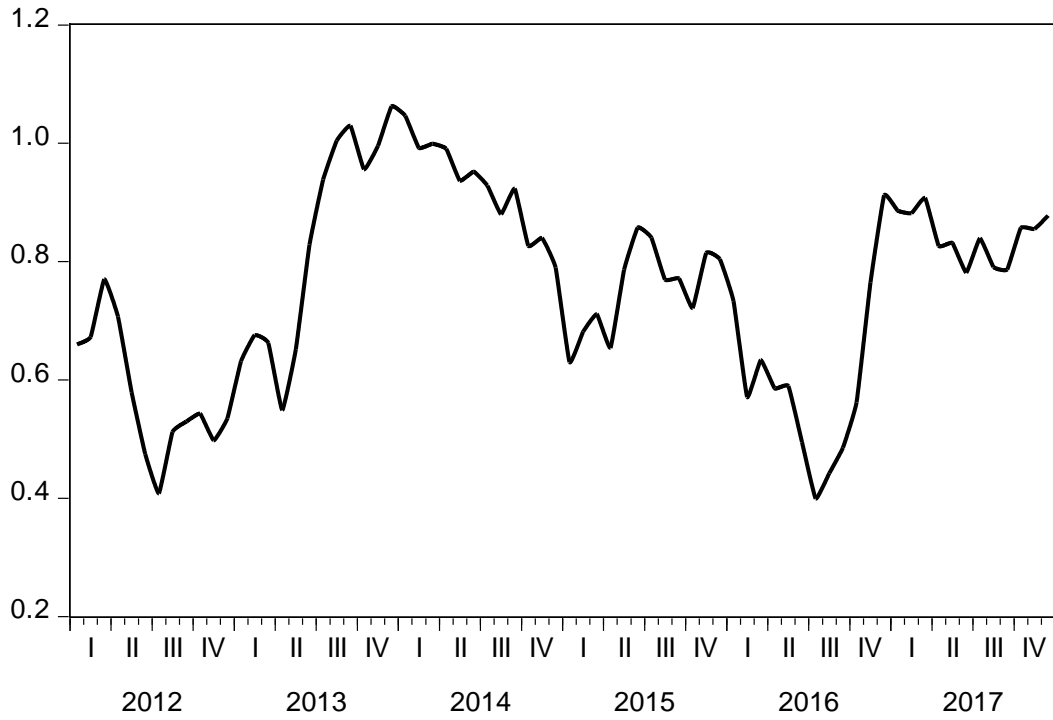
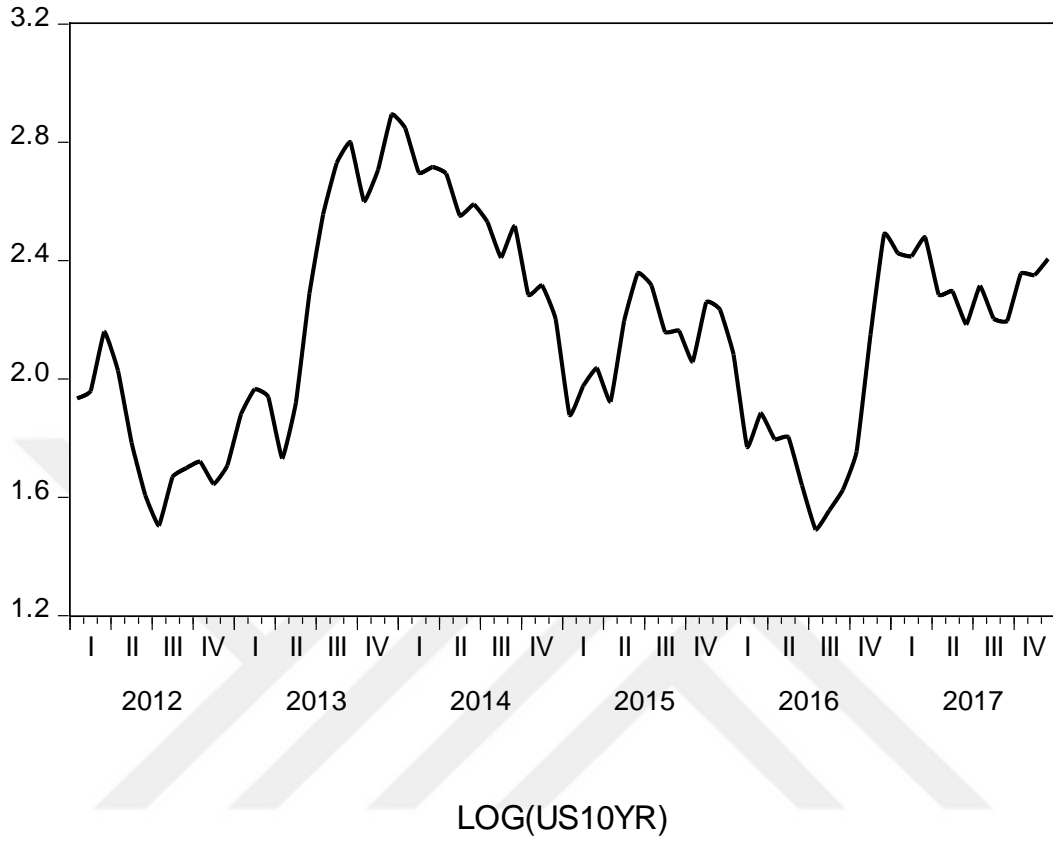


## EK-1.(devam) Değişkenler



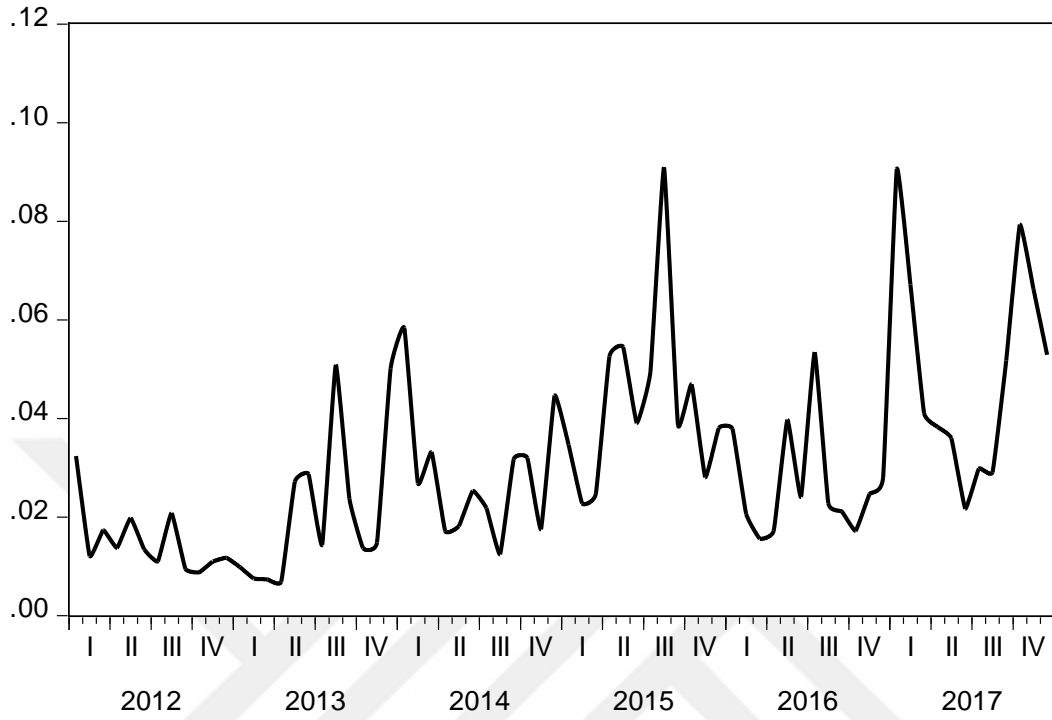
## EK-1.(devam) Değişkenler

us10yr

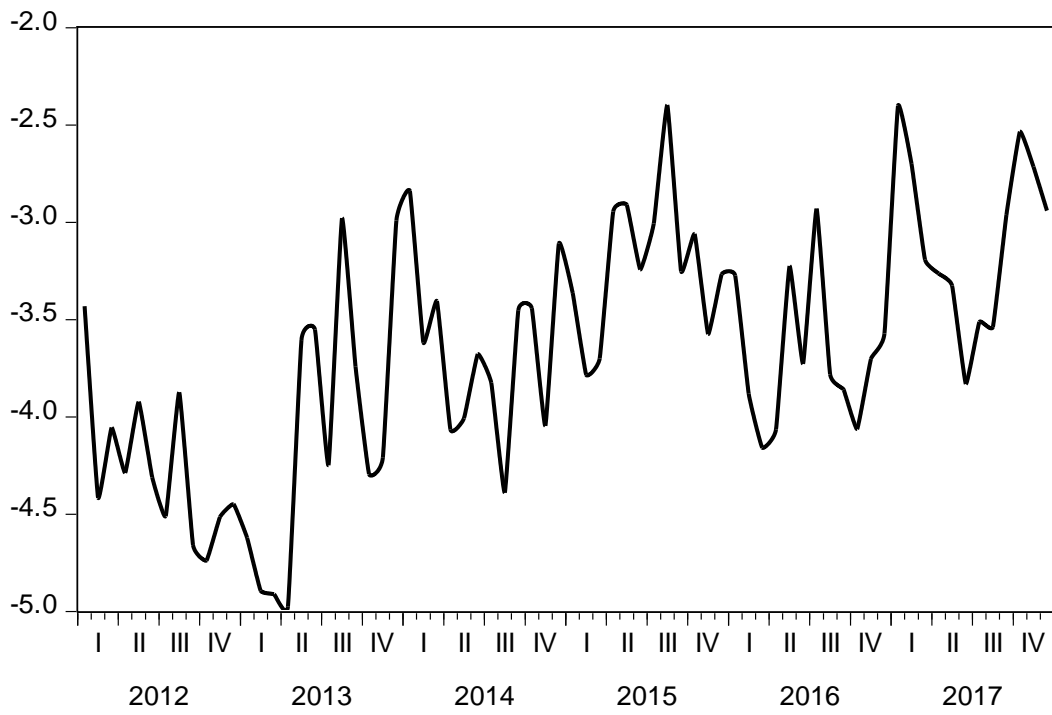


## EK-1.(devam) Değişkenler

TL\_stdev



LOG(TL\_STDEV)





## EK-2. LM Testi Sonuçları

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.800933	Prob. F(14,44)	0.6633
Obs*R-squared	13.80993	Prob. Chi-Square(14)	0.4640

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: ARDL

Date: 03/04/19 Time: 11:19

Sample: 2012M05 2017M12

Included observations: 68

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(I(-1))	0.296297	0.284444	1.041670	0.3033
LOG(I(-2))	-0.590736	0.374991	-1.575336	0.1223
LOG(I(-3))	0.519856	0.369340	1.407529	0.1663
LOG(I(-4))	-0.179212	0.204781	-0.875141	0.3862
LOG(DIBS_YP)	0.037704	0.142545	0.264502	0.7926
LOG(US10YR)	0.004760	0.098605	0.048273	0.9617
LOG(US10YR(-1))	-0.002363	0.107064	-0.022068	0.9825
LOG(TL_STDEV)	0.005563	0.016002	0.347639	0.7298
LOG(TL_STDEV(-1))	-0.016474	0.018018	-0.914309	0.3655
C	-0.259270	0.670272	-0.386813	0.7008
RESID(-1)	-0.297667	0.310482	-0.958726	0.3429
RESID(-2)	0.477249	0.269154	1.773142	0.0831
RESID(-3)	-0.169143	0.260886	-0.648341	0.5201
RESID(-4)	-0.077901	0.173133	-0.449947	0.6550
RESID(-5)	0.153303	0.173761	0.882262	0.3824
RESID(-6)	-0.085540	0.175562	-0.487235	0.6285
RESID(-7)	-0.028157	0.172962	-0.162791	0.8714
RESID(-8)	0.112795	0.181242	0.622343	0.5369
RESID(-9)	-0.108400	0.179236	-0.604787	0.5484
RESID(-10)	-0.232202	0.170129	-1.364855	0.1792
RESID(-11)	0.086037	0.173438	0.496071	0.6223
RESID(-12)	-0.192443	0.179101	-1.074495	0.2885
RESID(-13)	-0.056017	0.180099	-0.311033	0.7572
RESID(-14)	0.057845	0.177331	0.326200	0.7458
R-squared	0.203087	Mean dependent var	-6.49E-16	
Adjusted R-squared	-0.213481	S.D. dependent var	0.043151	
S.E. of regression	0.047534	Akaike info criterion	-2.984159	
Sum squared resid	0.099419	Schwarz criterion	-2.200803	
Log likelihood	125.4614	Hannan-Quinn criter.	-2.673770	
F-statistic	0.487525	Durbin-Watson stat	1.951545	
Prob(F-statistic)	0.966685			

EK-2.(devam)

Correlogram of Residuals						
Date: 03/04/19 Time: 11:22						
Sample: 2012M01 2017M12						
Included observations: 68						
Q-statistic probabilities adjusted for 4 dynamic regressors						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	-0.087	-0.087	0.5428	0.461
		2	0.134	0.128	1.8416	0.398
		3	0.052	0.075	2.0388	0.564
		4	-0.129	-0.140	3.2847	0.511
		5	0.184	0.153	5.8323	0.323
		6	-0.092	-0.038	6.4806	0.372
		7	-0.007	-0.052	6.4840	0.485
		8	0.113	0.104	7.4984	0.484
		9	-0.117	-0.056	8.5983	0.475
		10	-0.086	-0.183	9.2112	0.512
		11	0.048	0.081	9.4020	0.585
		12	-0.166	-0.100	11.743	0.467
		13	0.084	-0.004	12.355	0.499
		14	-0.022	0.049	12.399	0.574

\*Probabilities may not be valid for this equation specification.

## EK-3. Sınır Testi Sonuçları

ARDL Bounds Test  
 Date: 03/04/19 Time: 11:27  
 Sample: 2012M05 2017M12  
 Included observations: 68  
 Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	6.502763	3

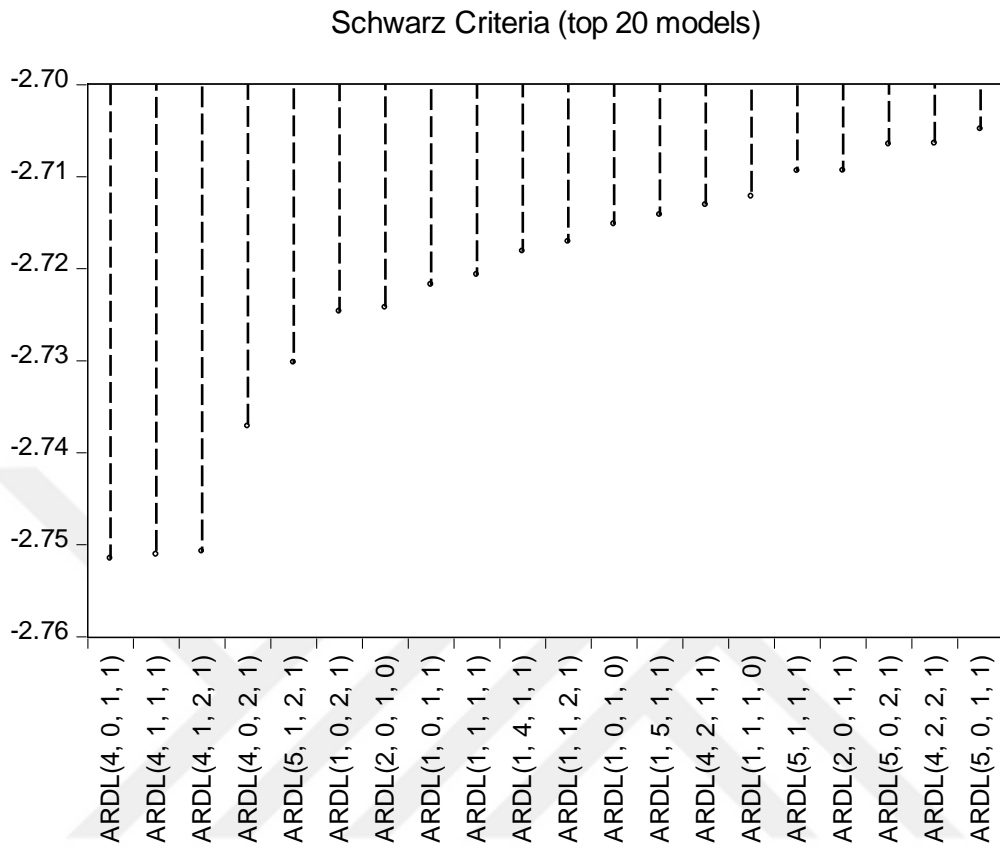
## Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.72	3.77
5%	3.23	4.35
2.5%	3.69	4.89
1%	4.29	5.61

Test Equation:  
 Dependent Variable: DLOG(I)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/04/19 Time: 11:27  
 Sample: 2012M05 2017M12  
 Included observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOG(I(-1))	0.143709	0.108094	1.329488	0.1889
DLOG(I(-2))	-0.018685	0.108224	-0.172647	0.8635
DLOG(I(-3))	-0.317280	0.112571	-2.818503	0.0066
DLOG(US10YR)	0.400571	0.089679	4.466709	0.0000
DLOG(TL_STDEV)	0.023702	0.013773	1.720930	0.0906
C	1.026839	0.493793	2.079492	0.0420
LOG(DIBS_YP(-1))	-0.126843	0.116476	-1.089003	0.2807
LOG(US10YR(-1))	0.081866	0.050200	1.630785	0.1084
LOG(TL_STDEV(-1))	0.057364	0.015069	3.806761	0.0003
LOG(I(-1))	-0.221662	0.088297	-2.510412	0.0149
R-squared	0.549637	Mean dependent var		0.004551
Adjusted R-squared	0.479753	S.D. dependent var		0.066621
S.E. of regression	0.048052	Akaike info criterion		-3.097998
Sum squared resid	0.133924	Schwarz criterion		-2.771600
Log likelihood	115.3319	Hannan-Quinn criter.		-2.968670
F-statistic	7.864999	Durbin-Watson stat		2.220337
Prob(F-statistic)	0.000000			

## EK-4. Schwarz Bilgi Kriteri (En iyi 20 model)



## EK-5. Uzun Dönem Sonuçları

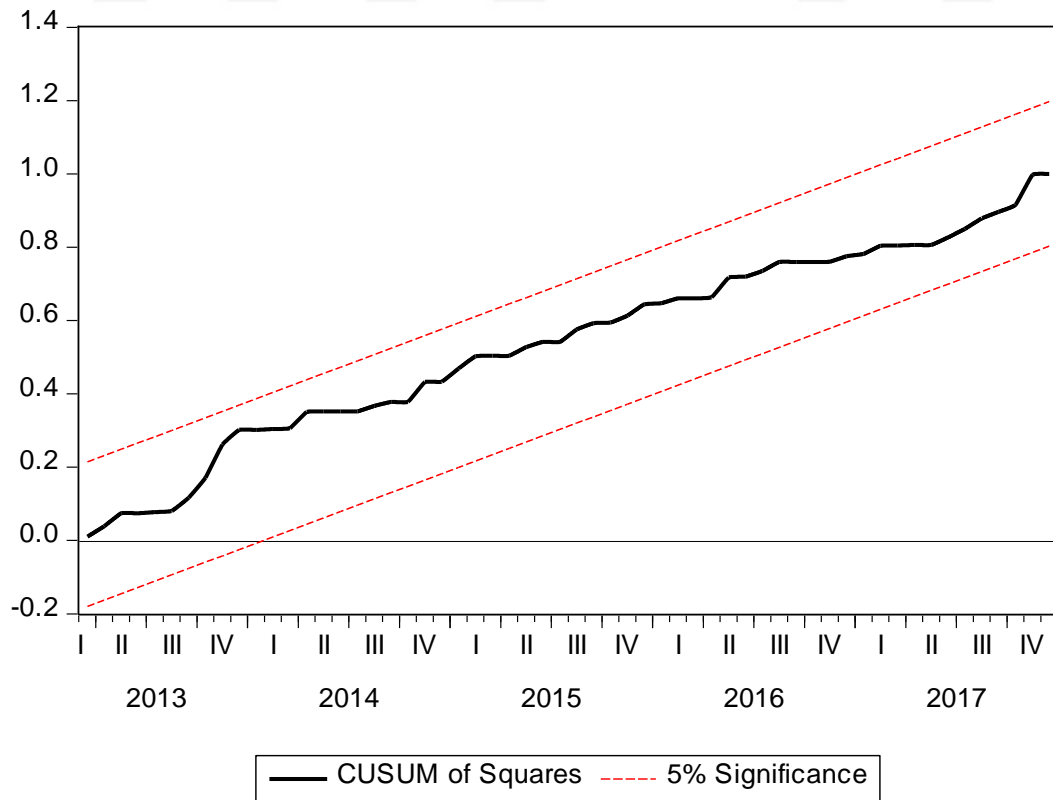
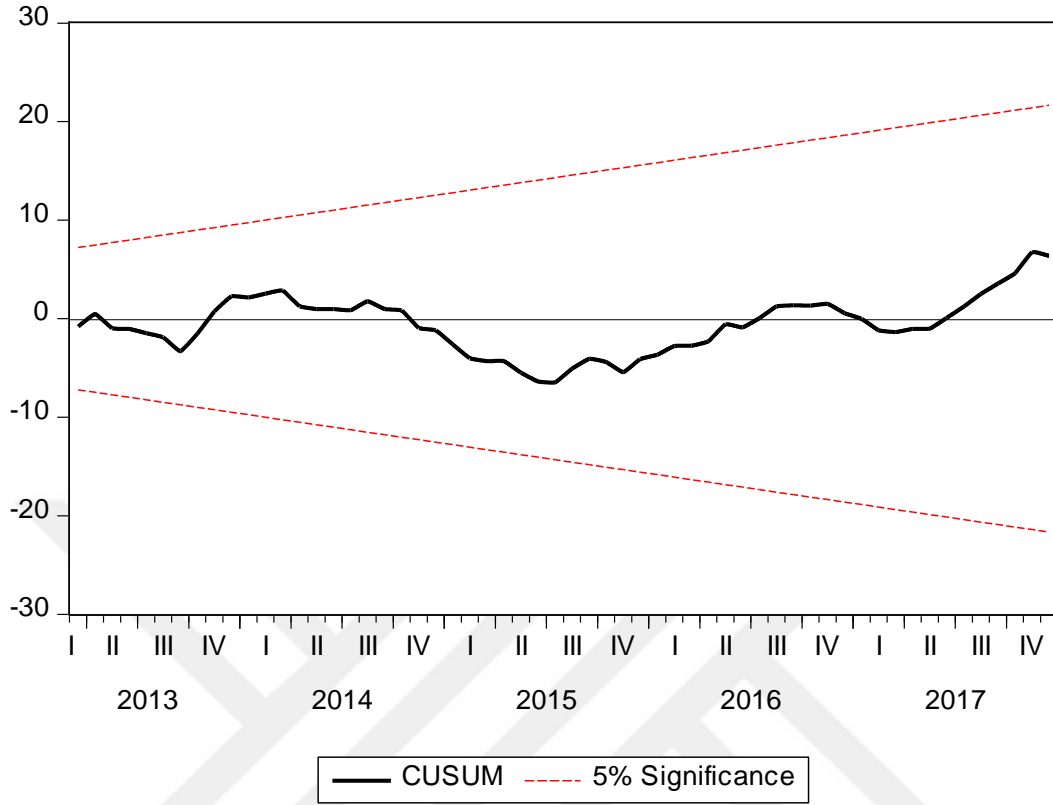
ARDL Cointegrating And Long Run Form  
 Original dep. variable: LOG(I)  
 Selected Model: ARDL(4, 0, 1, 1)  
 Date: 03/04/19 Time: 11:50  
 Sample: 2012M01 2017M12  
 Included observations: 68

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOG(I(-1))	0.118641	0.091655	1.294431	0.2006
DLOG(I(-2))	0.002662	0.094912	0.028044	0.9777
DLOG(I(-3))	-0.325798	0.094603	-3.443841	0.0011
DLOG(DIBS_YP)	-0.598111	0.191952	-3.115950	0.0029
DLOG(US10YR)	0.324210	0.080132	4.045960	0.0002
DLOG(TL_STDEV)	0.009206	0.011679	0.788277	0.4337
C	1.177836	0.281313	4.186923	0.0001
CointEq(-1)	-0.224758	0.053895	-4.170262	0.0001

$$\text{Cointeq} = \text{LOG}(I) - (-0.8779 * \text{LOG}(DIBS\_YP) + 0.3662 * \text{LOG}(US10YR) + 0.1719 * \text{LOG}(TL\_STDEV))$$

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(DIBS_YP)	-0.877871	0.256038	-3.428673	0.0011
LOG(US10YR)	0.366210	0.155023	2.362290	0.0215
LOG(TL_STDEV)	0.171927	0.084096	2.044406	0.0455

EK-6. CUSUM ve CUSUMQ Testlerinin Sonuçları



## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : Küçükkırmılı, Can  
Uyruğu : T.C.  
Doğum tarihi ve yeri : 1983 / ANKARA  
Medeni hali : Evli  
Telefon :  
E-mail : cankucukkirimli@gmail.com

### Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Lisans	Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İktisat Bölümü	29.03.2006
Lise	Ankara Çankaya Milli Piyango Anadolu Lisesi	15.06.2001

### İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
Kasım 2009 - Halen	T.C.Merkez Bankası A.Ş.	Merkez Bankası Uzmanı
Ağustos 2007 - Şubat 2009	T.Vakıflar Bankası T.A.O	Müfettiş Yardımcısı
Şubat 2007 - Ağustos 2007	T.Vakıflar Bankası T.A.O	Uzman Yardımcısı

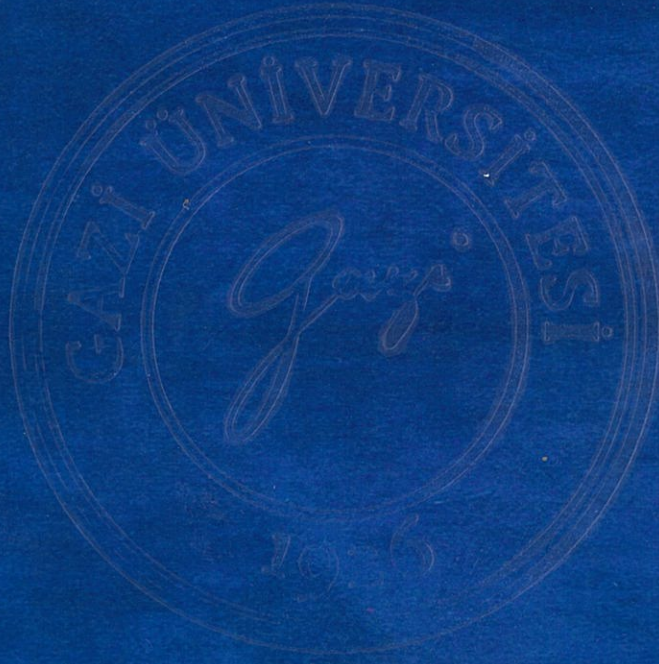
### Yabancı Dil

İngilizce / 82,5 (2018 YDS İlkbahar)  
İngilizce / 85 (2014 YDS Sonbahar)



*GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR..*





*Gazisi olmak ayrıcalıktır*

