

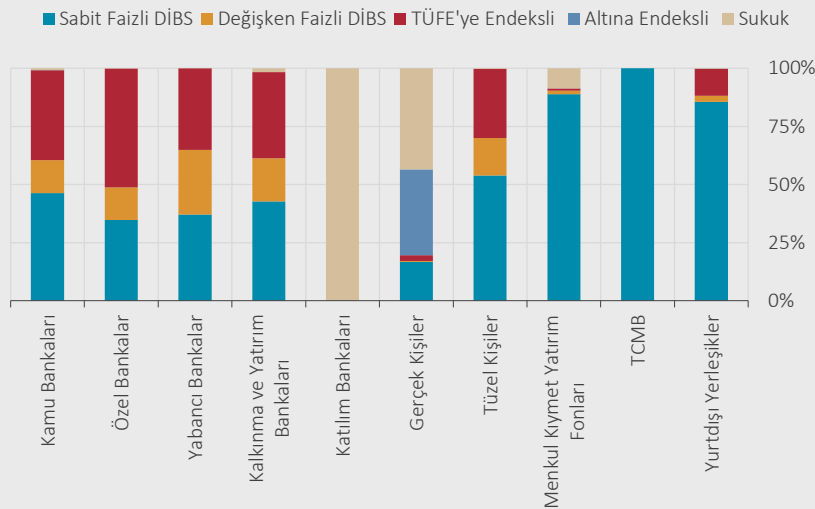
Kutu 6.1

İç Borç Stoku Alıcılarının Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı

Farklı yatırımcıların tercih ettikleri borçlanma araçlarına göre üstlendikleri risklerin ortaya koyulması ve olası bir şok durumunda iç borç stokunun yapısının nasıl etkileneceğinin incelenmesi politika yapıcılar açısından önem taşımaktadır.¹ Herhangi bir borçlanma aracının tek bir alıcıda yoğunlaşması durumunda, söz konusu alıcıya olumsuz bir şok gelmesi, bahsi geçen araca olan talebin azalmasına ve borç stokunun borçlanma araçlarına göre yapısının değişmesine neden olabilecektir. Diğer taraftan borç stokunun belli bir yatırımcıda yoğunlaşması, bahsi geçen yatırımcıya olumsuz bir şok gelmesi durumunda borç stokunun finansmanına ilişkin soruları gündeme getirmektedir. Bu çerçevede, bu kutuda iç borç stoku alıcılarının iç borçlanma araç tercihlerinin incelenmesi amaçlanmaktadır.

2017 yıl sonu itibarıyla yatırımcı bazında iç borçlanma araçları dağılımı incelendiğinde, iç borç stokunun talep tarafını oluşturan yatırımcıların borçlanma araç tercihlerinin farklılaştığı gözlenmektedir (Grafik 1). Bankacılık sektörü genelinin borçlanma araçlarında çeşitliliği tercih ettikleri dikkat çekmektedir. Özellikle TÜFE'ye endeksli ve uzun dönemli kupon ödemeli değişken faizli borçlanma araçlarının büyük kısmının bankalarca tercih edildiği görülmektedir. Kredi ve mevduat vadeleri arasındaki uyumsuzluğun bu tercihte rol oynadığı düşünülmektedir.

Grafik 1: Yatırımcı Bazında İç Borçlanma Araçları Dağılımı (29.12.2017 itibarıyla)



Kaynak: TCMB.

Bununla birlikte, katılım bankalarının sukuk piyasasının en büyük yatırımcısı olduğu ve sadece bu araca yöneldiği dikkat çekmektedir. Banka dışı kesimin elinde bulundurduğu borç stoku içinde sabit faizli DİBS'e ağırlık verdiği görülmektedir. Yabancı yatırımcılar ise daha çok uzun dönemli sabit faizli kupon ödemeli borçlanma araçlarını tercih etmişlerdir.

Yatırımcı bazının çeşitlenmesi, devlet iç borçlanma senetlerine olan talebin sağlıklı bir şekilde sürdürülmesinin güvencesi olarak görülmektedir.² Alıcı veya borçlanma aracı yoğunlaşmasının düşük seviyelerde olması, bir başka deyişle iç borç stoku kompozisyonunun alıcı veya araç açısından geniş bir tabana yayılması, yatırımcılara veya araçlara özgü riskin en aza indirilmesini

¹ (Arslanalp ve Tsuda, 2014).

² İç borç stokunda yurt dışı yerleşiklerin yanı sıra kurumsal yatırımcıların payının artması kamu borcunun talep tarafının güçlenmesini sağlamaktadır (Pérez Verdia and Jeanneau, 2005; Sidaoui et al. 2012).

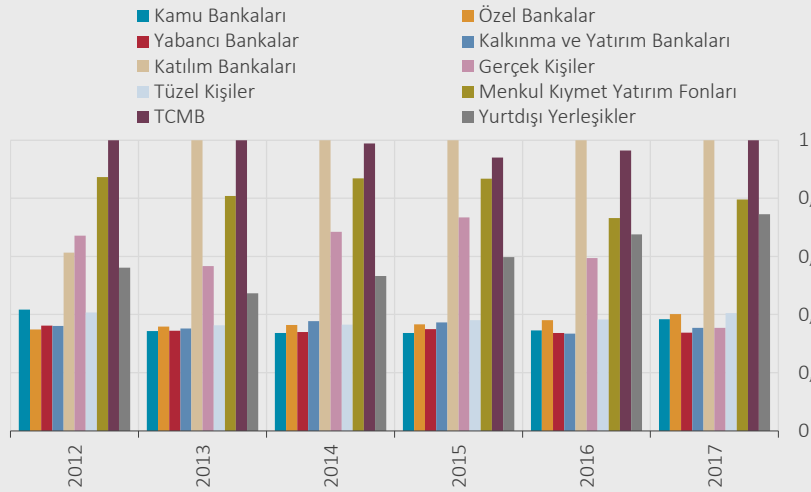
sağlayacaktır. İç borç stokunun yatırımcıların araç tercihindeki değişimlerin yaratabileceği hassasiyete karşı sağlamlığının ölçülmesi bakımından yatırımcı bazında borçlanma araçları verisi önemli bir rol oynamaktadır. Bu analizde, iç borç stokunun sağlamlık kriteri olarak firmalar arası rekabeti ve piyasada yoğunlaşmayı ölçme amacıyla yaygın olarak kullanılan Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHE) tercih edilmiştir: Piyasada rekabetin derecesini ölçmek için geliştirilen bu endeks, tüm iç borç stoku alıcılarının araç bazında ve iç borçlanma araçlarının yatırımcı bazında paylarının karelerinin toplanması ile hesaplanmaktadır. Piyasada n yatırımcı veya borçlanma aracı varken, s_i piyasa payını göstermek üzere

$$HHE = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

HHE'nin sıfıra yakın değerler alması, piyasada çok sayıda alıcının veya borçlanma aracının bulunduğu ve daha dengeli bir dağılımın varlığına işaret etmektedir. Endeksin 1'e yakın değerler alması ise tekel piyasasına yakın bir yapıya (yoğunlaşma ve dolayısıyla kırılganlık) işaret etmektedir.

Yatırımcıların araç bazında yoğunlaşması, her bir alıcı için borçlanma araçlarının alıcının elinde bulundurduğu toplam stok içindeki paylarının kareleri toplamıyla elde edilmiştir. Bu şekilde alıcıların tercih ettiği borçlanma araçlarındaki çeşitlilik ölçülmüştür. 2012-2017 dönemi boyunca bankacılık sektörü genelini (katılım bankaları hariç) düşük HHE değerlerine sahip olması, tek bir borçlanma aracına ağırlık verilmediğini göstermektedir (Grafik 2). Öte yandan, TCMB ve katılım bankalarının tek bir araca yöneldiği, ancak bu alıcıların toplam iç borç stoku alıcıları içindeki paylarının düşük olmasının iç borç stokunun sağlamlığı açısından sorun yaratmadığı değerlendirilmektedir.

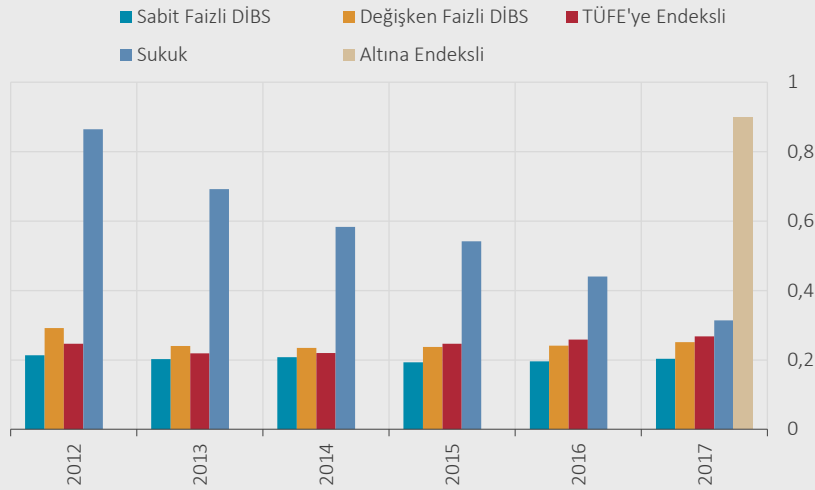
Grafik 2: Yatırımcıların Araç Bazında Yoğunlaşması (HHE)



Kaynak: TCMB.

Borçlanma araçlarının yatırımcı bazında yoğunlaşması, iç borç stokunun sağlamlığının analizinde kullanılabilecek bir diğer ölçüm olarak ortaya çıkmaktadır. Borçlanma araçlarının yatırımcı bazında yoğunlaşmasının seyri yıllar içinde incelendiğinde sabit faizli, değişken faizli ve TÜFE'ye endeksli DİBS'lerin yatırımcılar arasında dengeli bir dağılıma sahip olduğu söylenebilir (Grafik 3.)

Grafik 3: Borçlanma Araçlarının Yatırımcı Bazında Yoğunlaşması (HHE)



Kaynak: TCMB.

Özetle, iç borç stokunu elinde bulunduranların araç tercihlerini takip etmek için TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü tarafından üretilmeye başlanan veri seti kullanılarak iç borç stokunun olası şoklara karşı sağlamlığının ölçülmesine yönelik bir analiz yapılmıştır. Bu veri seti ile yapılan analiz, iç borç stokunu elinde bulunduranların ve borç kompozisyonunun çeşitli ve dengeli bir şekilde dağıldığına işaret etmektedir.

Kaynakça

Arslanalp, M. S., & Tsuda, M. T. (2014). "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt" (No. 14-39). International Monetary Fund.

Jeanneau, S., & Pérez Verdia, C. (2005). "Reducing Financial Vulnerability: The Development of the Domestic Government Bond Market in Mexico".

Özyer, S. İ., Tırpan, M. K., & Yılmaz, E. (2018). "İç Borç Stoku Alıcılarının Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı", devam eden çalışma.

Sidaoui, J., Santaella, J. A., & Pérez, J. (2012). "Banco de México and Recent Developments in Domestic Public Debt Markets".