

## 6. Kamu Maliyesi

2017 yılının ilk yarısında maliye politikası, uygulamaya konan tedbir ve teşviklerin yanı sıra kamu yatırım ve tüketim harcamaları kanalıyla iktisadi büyümeyi desteklemiştir. Reel sektöre finansal destek sağlamak ve yatırımı, istihdamı ve ihracatı canlandırmak amacıyla alınan tedbir ve teşvikler kapsamında yapılan harcamalar ile Ocak, Şubat ve Mart aylarına ilişkin sigorta prim ödemelerinin yılın son çeyreğine ertelenmesi gibi geçici destekler, yılın ilk yarısında bütçe açığının artmasına neden olmuştur. Ancak, iktisadi faaliyetlerdeki canlanmayla birlikte artması beklenen vergi gelirleri ve geçici önlemlerin ortadan kalkmasıyla birlikte yılın ikinci yarısında bütçe açığındaki artışı sınırlayacağı değerlendirilmektedir.

2017 yılının ilk yarısında kamunun artan harcamaları ve uygulanan geçici önlemler sonucunda hızlı bir şekilde artan bütçe açığının finansmanı, daha çok dış borçlanma olmak üzere iç ve dış borçlanma ile karşılanmıştır. 2017 yılının ilk yarısı itibarıyla iç borç çevirme oranının geçen yıllara göre belirgin bir şekilde artarak yüzde 114,3 seviyesine yükselmesine karşın küresel risk iştahının yüksek olması ve yabancıların iç borç stoku içindeki payının artması sonucunda, iç borçlanma faiz oranlarındaki yükseliş sınırlı kalmıştır (Kutu 6.1).

OVP çerçevesinde, 2017 yılında, cari harcamaların kontrol altına alınacağı ve büyümenin esas olarak kamu yatırımları yoluyla destekleneceği bir maliye politikası görünümü belirlenmiştir. Son dönemde uygulamaya konan tedbir ve teşvik paketinin mali etkilerine bağlı olarak, 2017 yılı bütçe açığının, OVP hedefinin bir miktar üzerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

### 6.1. Bütçe Gelişmeleri

2017 yılının ilk yarısında, merkezi yönetim bütçe dengesi, 25,2 milyar TL açık verirken, faiz dışı bütçe dengesi 1,8 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Bu dönemde, bütçe performansı, bütçe harcamalarındaki yüksek artış hızı ve vergi gelirlerindeki ılımlı artış oranı nedeniyle, geçen yılın aynı dönemine göre belirgin bir bozulma kaydetmiştir.

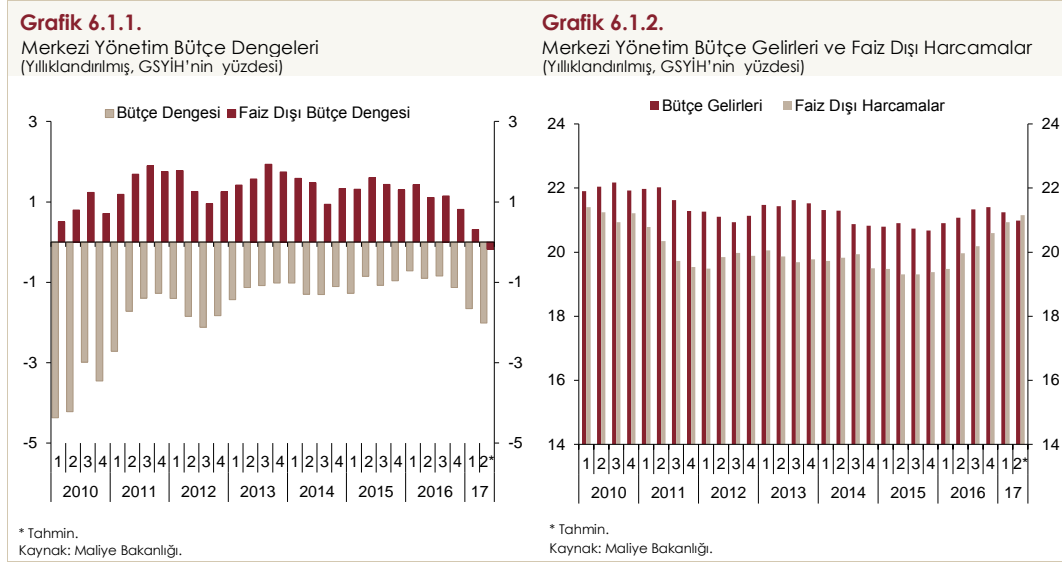
Söz konusu dönemde, vergi gelirleri, 2016 yılının aynı dönemine göre yüzde 13,6 oranında ılımlı bir artış kaydederken, vergi dışı gelirlerdeki yüzde 13,3 oranındaki gerilemenin etkisiyle merkezi yönetim bütçe gelirleri artışı yüzde 8,8 oranında kalmıştır. Öte yandan, 2017 yılının ilk yarısında, faiz dışı bütçe harcamaları yüzde 20,2 oranında artarak bütçe gelirlerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiş ve faiz dışı fazlanın geçen yıla göre önemli oranda azalmasına yol açmıştır.

**Tablo 6.1.1.**  
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri  
(Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2016	Ocak-Haziran 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	273,9	324,4	18,5	50,3
Faiz Giderleri	26,4	27,0	2,3	46,9
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	247,5	297,4	20,2	50,6
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	275,0	299,2	8,8	50,0
I. Vergi Gelirleri	216,6	246,1	13,6	48,1
II. Vergi Dışı Gelirler	47,3	41,0	-13,3	56,0
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>1,1</b>	<b>-25,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>27,5</b>	<b>1,8</b>	<b>-93,6</b>	<b>16,5</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2017 yılının ilk yarısı itibarıyla, merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının, 2016 yılının aynı dönemine göre yaklaşık olarak 1 puan civarında artarak, yüzde 2 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.1). Aynı dönemde, faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının ise geçen yılın ilk yarısına göre 1,3 puan azalarak, yüzde -0,2 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranının, 2016 yılında girdiği hızlı artış eğiliminin 2017 yılının ilk yarısında da devam ettiği gözlenmektedir. Nitekim, bu oranın, 2017 yılının ilk yarısı itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre 1,2 puan artarak yüzde 21,2 seviyesine yükseldiği öngörülmektedir (Grafik 6.1.2). Bu gelişme, büyük ölçüde, cari transfer harcamalarındaki artış eğiliminden kaynaklanmıştır. Aynı dönemde, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının, 2016 yılı sonunda vergi gelirlerine yönelik yapılan düzenlemelerin ve vergi dışı gelirlerdeki yavaşlamanın etkisi ile yüzde 21 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

2017 yılının Ocak-Haziran dönemine ilişkin veriler, merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarında, geçen yılın aynı dönemine göre kaydedilen yüzde 20,2 oranındaki yüksek artışta, özellikle cari transferler, sermaye giderleri ile mal ve hizmet alım giderlerinin belirleyici olduğuna işaret etmektedir (Tablo 6.1.2). Cari transferlerde gözlenen yüksek artış hızında, sosyal güvenlik açık finansmanı, hane halkına yapılan transferler ve işveren sigorta primindeki 5 puan indirim etkili olmuştur. Cari harcamaların en önemli bileşeni olan personel giderlerinin artış hızının ise görece olarak düşük kaldığı gözlenmektedir. Yatırım harcamaları olarak değerlendirilen harcama kalemlerinden sermaye giderleri ve sermaye transferlerinin geçen yılın aynı dönemine göre artış hızları ise sırasıyla yüzde 33,5 ve yüzde 52,5 olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılı bütçesinde, kamunun büyümeye özellikle yatırımlar yoluyla katkı yapması beklenmektedir.

**Tablo 6.1.2.**Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları  
(Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2016	Ocak-Haziran 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Faiz Dışı Bütçe Giderleri</b>	<b>247,5</b>	<b>297,4</b>	<b>20,2</b>	<b>50,6</b>
1. Personel Giderleri	76,9	81,8	6,4	50,3
2. SGK Devlet Primi Giderleri	12,5	13,4	6,8	49,3
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	22,4	26,4	18,1	50,7
4. Cari Transferler	111,3	143,8	29,2	57,7
a) Görev Zararları	2,5	2,5	2,9	35,3
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Yardım Gid.	52,6	76,0	44,5	65,2
c) Tanımsal Destekleme Ödemeleri	8,3	8,2	-0,3	64,1
d) Gelirden Ayrılan Paylar	30,4	34,5	13,5	49,3
e) Hane Halkına Yapılan Transferler	5,2	8,3	60,0	61,8
5. Sermaye Giderleri	15,7	21,0	33,5	31,7
6. Sermaye Transferleri	2,9	4,4	52,5	40,9
7. Borç Verme	5,8	6,6	15,1	51,3

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2017 yılının Ocak-Haziran döneminde, merkezi yönetim genel bütçe gelirlerinin bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,8 oranında arttığı görülmektedir (Tablo 6.1.3). Söz konusu dönemde, vergi gelirleri yüzde 13,6 oranında ılımlı bir artış göstermiştir. Söz konusu artışta, 2017 yılının ilk yarısında özel tüketim harcamalarında gözlenen kısmi toparlanmayla birlikte, 6736 sayılı Kanun kapsamında vergi gelirlerine aktarılan tutarlar ile ÖTV'de yapılan düzenlemeler etkili olmuştur. Vergi dışı gelirlerin yüzde 13,3 oranında gerilemesinde, özelleştirme gelirlerinin, geçen yılın aynı dönemine göre azalması rol oynamıştır.

**Tablo 6.1.3.**Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri  
(Milyar TL)

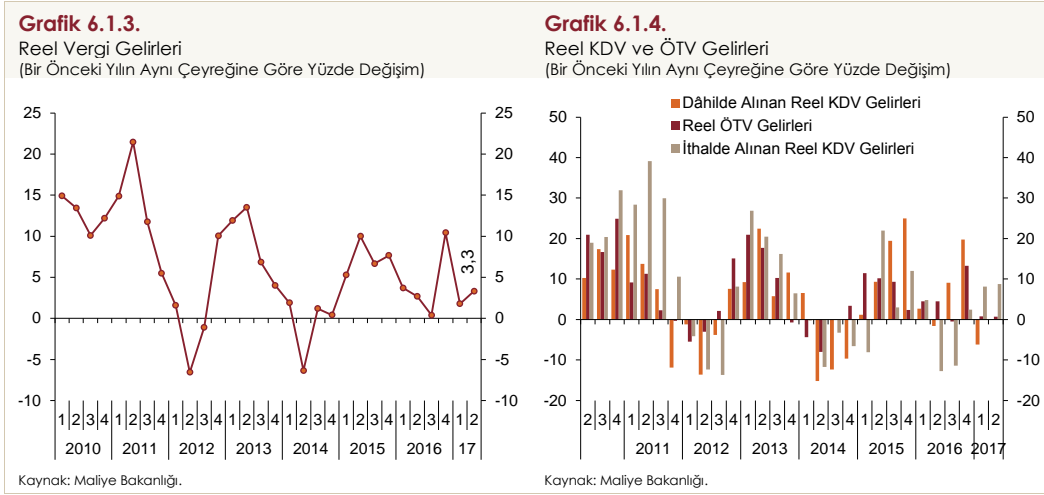
	Ocak-Haziran 2016	Ocak-Haziran 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>263,9</b>	<b>287,1</b>	<b>8,8</b>	<b>49,1</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>216,6</b>	<b>246,1</b>	<b>13,6</b>	<b>48,1</b>
Gelir Vergisi	46,2	50,3	9,0	46,2
Kurumlar Vergisi	20,5	27,0	31,6	58,6
Dâhilde Alınan KDV	24,2	25,9	6,9	45,3
ÖTV	54,6	61,0	11,6	44,7
İthalde Alınan KDV	36,9	44,4	20,3	53,1
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>47,3</b>	<b>41,0</b>	<b>-13,3</b>	<b>56,0</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	17,0	14,7	-13,8	85,6
Faizler, Paylar ve Cezalar	17,3	16,9	-2,1	45,1
Sermaye Gelirleri	10,7	7,0	-35,0	45,2

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, vergi gelirlerinde gözlenen ılımlı artışta, dolaylı vergilerde ÖTV ile dahilde alınan KDV'nin, dolaysız vergilerde ise gelir vergisinin etkili olduğu gözlenmektedir. Buna karşılık, dolaylı vergilerde, ithalde alınan KDV'nin, dolaysız vergilerde de kurumlar vergisinin görece olarak yüksek artış kaydettiği görülmektedir. Toplam ÖTV tahsilatının düşük düzeyde gerçekleşmesinde ise petrol ve doğalgaz ürünleri üzerinden alınan ÖTV gelirleri ile motorlu taşıtlar üzerinden alınan ÖTV gelirlerinin artış hızlarının düşük kalması etkili olmuştur. Buna karşılık, 2017 yılının ilk yarısı itibarıyla, tütün mamulleri ve alkollü içkiler üzerinden yapılan ÖTV tahsilatlarının görece olarak yüksek bir artış hızı kaydettiği gözlenmektedir. İthalde alınan KDV, özellikle döviz kurundaki yükselişe bağlı olarak, 2017 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 20,3 oranında yüksek bir artış kaydetmiştir.

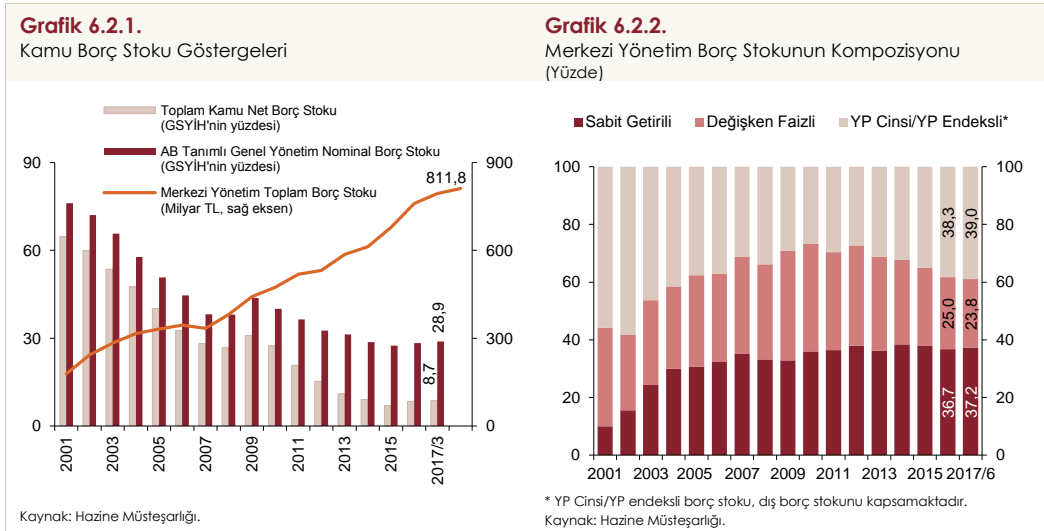
Yıllık değişim oranları incelendiğinde, reel vergi gelirlerinin 2016 yılı son çeyreğindeki yükselişin ardından 2017 yılının ilk çeyreğinde hız kaybettiği, ancak 2017 yılının ikinci çeyreği itibarıyla tekrar

toparlanma eğilimine girerek bu dönemde yüzde 3,3 oranında arttığı görülmektedir (Grafik 6.1.3). Bu artışta, iktisadi faaliyetteki canlanmanın yanı sıra, geçen yılın son aylarında bazı vergi oranlarında yapılan ayarlamaların<sup>1</sup> ve 6736 sayılı Kanun çerçevesinde elde edilen tahsilatın etkili olduğu düşünülmektedir. Alt kalemler itibarıyla bakıldığında, 2017 yılının ikinci çeyreğinde ithalde alınan KDV tahsilatının, reel bazda yıllık yüzde 8,7 oranında artarak güçlü bir performans sergilediği gözlenmektedir (Grafik 6.1.4).



## 6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

Toplam kamu net borç stokunun ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, 2017 yılı ilk çeyreğinde bir önceki yıla göre bir miktar artış göstermiştir (Grafik 6.2.1). 2017 yılı ilk çeyreği itibarıyla, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 28,9 seviyesindedir.

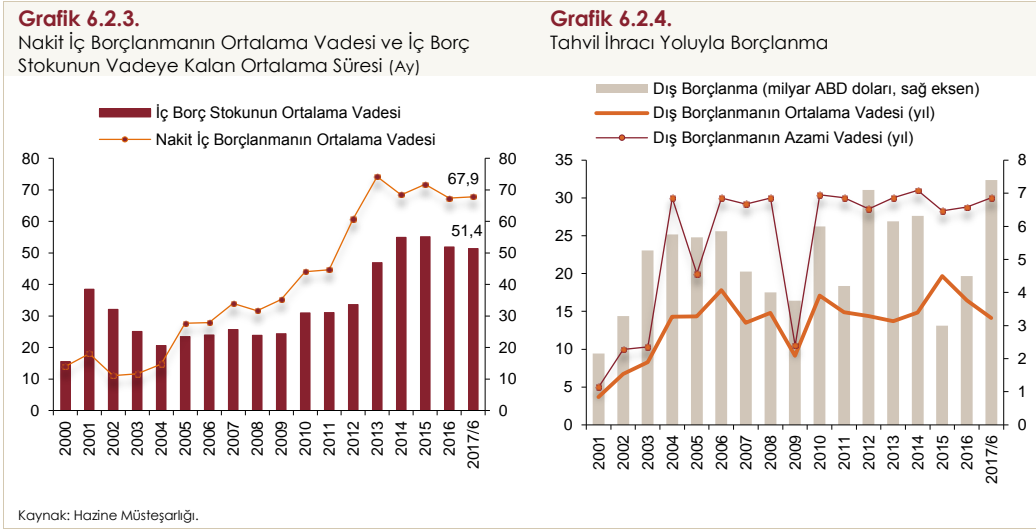


2017 yılı Haziran ayında, sabit getirili borç senetleri ile yabancı para cinsi ve yabancı paraya endeksli borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payı 2016 yılına göre artarken, değişken faizli borç

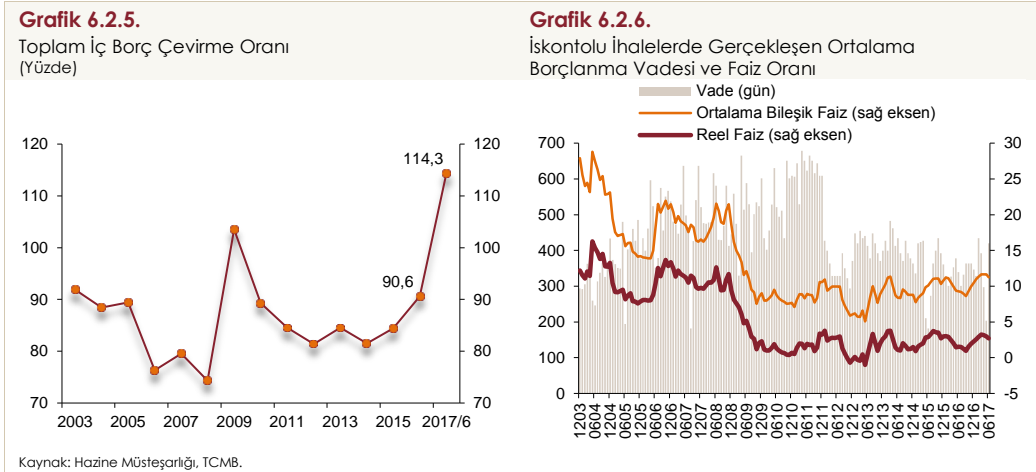
<sup>1</sup> Eylül ayında akaryakıtta, Kasım ayında otomobile ve Aralık ayında tütün mamullerine yönelik vergi ayarlamaları yapılmıştır.

senetlerinin payı bir miktar düşmüştür. Bu gelişmede, bahsi geçen dönemde iç borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli araçlarla yapılması ve net dış borç borçlanmanın yüksek olması etkili olmuştur. 2017 yılının ilk altı ayında, bütçe açığı finansmanında dış borçlanma miktarının yüksek olması iç borçlanma miktarının artışını sınırlamıştır.

İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi 51,4 ay düzeyinde olup 2016 yılına göre yatay seyretmektedir (Grafik 6.2.3). 2017 yılı Ocak-Haziran döneminde, tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı 7,4 milyar ABD doları olmuştur. Söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi azalış kaydederek 14,1 yıl olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4).



İç borç çevirme oranı, 2017 yılı Haziran ayı sonunda 2016 yılına göre belirgin şekilde artarak yüzde 114,3 düzeyine ulaşırken, dış borç çevirme oranı yüzde 166,2 düzeyindedir (Grafik 6.2.5). Haziran ayı itibarıyla ortalama iç borçlanma bileşik ve reel faiz oranı<sup>2</sup> 2017 yılı Mayıs ayına göre sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 6.2.6).



<sup>2</sup> Reel faizler, nominal faiz oranlarının (Hazine'nin yaptığı TL cinsi kuponsuz senet ihalesinde kabul edilen ortalama yıllık bileşik faiz oranı) TCMB Beklentisi Anketinden alınan gelecek 12-aylık TÜFE beklentisinden arındırılması suretiyle hesaplanmıştır.

Son dönemde iç borç çevirme oranında gözlenen yükseliş, bu durumun iç borçlanma faiz oranını nasıl etkileyeceği sorusunu gündeme getirmektedir. Bu bağlamda, uzun dönemli iç borçlanma faizi üzerinde belirleyici unsurların anlaşılması önem kazanmaktadır. Bu kutuda, uzun dönemli iç borçlanma faizlerinin belirleyicileri incelenmekte ve özellikle yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payının etkisi üzerinde durulmaktadır.<sup>3</sup>

Yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payı, uzun dönemli borçlanma faizi seviyesi üzerinde üç farklı kanaldan etkili olmaktadır: i) İç borçlanma için ek kaynak/talep yaratarak, ii) borç stokunun alıcılarında tabanı genişletmek suretiyle yurt içi finansal piyasanın derinleşmesine katkı sağlayarak, iii) bono piyasasında etkinliği artırarak.<sup>4</sup>

2008-2009 yıllarında yaşanan uluslararası finansal kriz sonrası dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Türkiye'ye de hızlı bir sermaye girişi olmuştur. Bu dönemde yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payı (yabancı payı) kriz öncesi dönemdeki ortalama yüzde 11,6 seviyelerinden, yüzde 18,3'e kadar yükselmiştir. Bu artışta, yabancı yatırımcıların uzun dönemli Türk lirası cinsi borçlanma araçlarına yönelik tercihlerine ek olarak, iten (gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının düşüklüğü ve parasal genişleme) ve çeken faktörler (Türkiye'nin sahip olduğu sağlam makroekonomik temeller) de rol oynamıştır.

#### Veri ve Yöntem

Yabancı payının uzun dönemli faizlerin seviyesi üzerindeki etkisi tahmin edilirken, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi göz önünde bulundurulmalıdır. Bu kutuda yer alan analizde olası nedensellik sorununu çözmek için ilgili yazında da sıkça kullanıldığı üzere vektör hata düzeltimi (VECM) modeli tercih edilmiştir. Ayrıca bu yöntem, yabancı yatırımcı payının uzun dönem borçlanma faiz oranı üzerindeki kısa ve uzun vade etkilerinin ayrıştırılmasına da olanak sağlamaktadır. Tahminler aylık frekansta olup Ocak 2006–Mayıs 2016 dönemini kapsamaktadır. Veri setinde kısa ve uzun dönemli faizler, yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payı, orta vadeli enflasyon beklentileri, risk ölçütü olarak VIX, CDS (Credit Default Swaps) ve MOVE endeksleri ile USD/TL için ima edilen kur oynaklığı verisi yer almaktadır.

Borçlanma faiz oranının seviyesinin açıklayıcıları belirlenirken, vade yapısı (term structure) modellenmesi baz alınmıştır.<sup>5</sup> Bu modelleme yapısına göre, uzun vadeli faiz oranı, kısa dönemli faiz oranı, kısa ve uzun dönem faizlerin farkı, enflasyon beklentileri, yabancı yatırımcının iç borç stoku içindeki payı ( $yp$ ) ile küresel ve ülkeye özgü riskler/belirsizlikler tarafından belirlenmektedir. Uzun vadeli borçlanma faiz oranı olarak iç borçlanmanın vadesi dikkate alınarak 5 yıllık devlet iç borçlanma senedi (DİBS) faiz oranı ( $i_{5y}$ ), kısa vadeli faiz oranı için ise politika faiz oranına referans niteliğindeki gecelik repo faiz oranı ( $ref$ ) kullanılmaktadır. 3 aylık Hazine bonusu faiz oranı ile referans faiz oranı arasındaki fark alınarak elde edilen değişken ise kısa dönem faiz farkı ( $sspread$ ) olarak tanımlanmıştır. Bu değişkenin, kısa dönemdeki finansal koşullar ve risk primi ile verim eğrisinin kısa vadedeki eğimi hakkında bilgi içerdiği düşünülmektedir. Ek olarak 2 yıllık DİBS faiz oranı ile referans faiz oranı arasındaki faiz farkı ( $lspread$ ) da verim eğrisinin uzun dönem eğimi ile uzun dönemdeki finansal

<sup>3</sup> Bu kutu, Yılmaz ve Yücel (2016) çalışmasına dayanarak hazırlanmıştır.

<sup>4</sup> Peiris (2010), Du ve Schreger (2015), Ebeke ve Lu (2015).

<sup>5</sup> Ebeke ve Lu (2015) çalışmasında da bu yaklaşım kullanılmıştır.

görünümü ve riskleri belirlediği düşünülerek analize dahil edilmiştir. Enflasyon beklentileri için TCMB Beklenti Anketinden elde edilen 24 ay sonrasına dair beklentiler (bek) kullanılmıştır. Küresel belirsizlikler ve riskleri temsil için MOVE ve VIX endeksleri, Türkiye'deki bono piyasasındaki riskler ve belirsizlikler için ise 5 yıllık CDS oranı kullanılmıştır.

VECM yöntemiyle tahmin edilen uzun dönem dinamiğine ilişkin sonuçlar Tablo 1'de gösterilmektedir. Buna göre, uzun dönemde, yabancı payındaki 1 puanlık düşüş 5 yıllık faiz oranında 3 ile 5 baz puanlık bir artışa yol açmaktadır (Tablo 2). Bu çalışmada, yabancı payının etkisini ölçen katsayı için bulunan -0,03 ve -0,05 değerleri benzer çalışmaların bulgularıyla da uyum göstermektedir. Yabancı payının uzun dönemde etkili olması, yabancı yatırımcının yatırım tercihlerini belirleyen faktörlerin uzun dönem faizlerini de etkilediği şeklinde yorumlanabilir. Hata düzeltme katsayısının beklendiği gibi negatif ve anlamlı çıkması, uzun dönemde belirlenen eşbütünleşme ilişkisinin anlamlı olduğu ve uzun dönem dengesinden sapma olması durumunda tekrar dengeye gelineceğini göstermektedir.<sup>6</sup>

<b>Tablo 1. Uzun Dönem Faiz Denklemi: Uzun Dönem Dinamiği</b>				
<b>Bağımlı değişken: 5 yıllık DİBS faiz oranı (Örnekleme: Nisan 2006-Mayıs 2016)</b>				
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Kısa dönemli faiz (ref)</i>	0,92 <sup>(*)</sup>	0,92 <sup>(*)</sup>	0,93 <sup>(*)</sup>	0,93 <sup>(*)</sup>
	(71,054)	(71,504)	(72,028)	(72,23)
<i>Enflasyon beklentileri (bek)</i>			0,17 <sup>(***)</sup>	0,16 <sup>(***)</sup>
			(1,83)	(1,71)
<i>Yabancı payı (yp)</i>	-0,05 <sup>(*)</sup>	-0,05 <sup>(*)</sup>	-0,03 <sup>(**)</sup>	-0,03 <sup>(**)</sup>
	(-3,11)	(-3,17)	(-1,97)	(-1,98)
<i>Sabit terim</i>	2,96 <sup>(*)</sup>	2,99 <sup>(*)</sup>	1,57 <sup>(*)</sup>	1,66 <sup>(*)</sup>

Notlar: Dışsal değişken olarak (1) ve (3) numaralı modellerde MOVE; (2) ve (4) numaralı modellerde ise VIX kullanılmıştır. Parantez içindeki değerler t-istatistiklerini; \*, \*\*, \*\*\* işaretleri sırasıyla istatistiksel olarak yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlı bulunan katsayıları göstermektedir.

Tablo 2'de yer alan kısa dönemli faiz dinamiklerinde ise yabancı payının katsayısı yaklaşık olarak -0,20 olarak bulunmaktadır. Bir başka deyişle bu katsayı, yabancı payının 1 puan azalması durumunda uzun dönem faizlerin kısa vadede 20 baz puan artacağına işaret etmektedir. Yabancı payının kısa ve uzun dönem etkilerinin farklılık gösterdiği, kısa dönemde faizler üzerindeki etkisinin daha güçlü olduğu görülmektedir (Tablo 2). Bu farklılık, spekülasyon amaçlı yatırımcıların kısa vadede ortaya çıkan şoklara karşı uzun vadeli yatırımcılara göre daha agresif davranmalarının bir yansıması olarak yorumlanmakta, ayrıca uzun vadeli faizlerin daha çok ekonominin yapısal unsurlarına bağlı olması öngörüsüyle de tutarlılık arz etmektedir. Uzun dönem için olan bu bulgu gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmaları desteklerken, kısa dönem etkisi Türkiye için bu çalışmayla ortaya konmuştur.

Risk göstergeleri ise beklendiği şekilde faizleri pozitif yönlü etkilemektedir. Küresel risk iştahı arttığında (Move ve VIX düştüğünde) uzun dönem borçlanma faizi üzerinde düşürücü etki yapmaktadır. Kısa ve uzun dönem faiz farkının artması da uzun dönemli faizleri yükseltici yönde etkilemektedir. Öte yandan, kısa dönemde enflasyon beklentileri ve kısa dönemli faizlerin ise istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Bu modelde, iç borç

<sup>6</sup> Eşbütünleşme katsayısı sisteme şoklar geldikten sonra, sistemin uzun dönem dengesine ulaşma hızını göstermekte olup bu katsayının (-1,0) aralığında değer alması beklenir. Bu çalışma kapsamında katsayının negatif tahmin edilmesi zaman içerisinde 5 yıllık faiz oranlarının intibakıyla dengenin yeniden sağlanacağını göstermektedir.

çevirme oranındaki geçici bir yükseliş uzun dönem faiz farkını artırdığı ölçüde uzun dönemli borçlanma faizini etkileyebilir. Ancak, Tablo 2'de de görüldüğü gibi uzun dönem faiz farkındaki olası bir yükselişin uzun dönemli borçlanma faizi üzerindeki etkileri, küresel risk iştahı veya yabancı payındaki yükseliş tarafından telafi edilebilmektedir.

**Tablo 2.** Uzun Dönem Faiz Denklemi: Kısa Dönem Dinamiği

Bağımlı değişken: 5 yıllık DİBS faiz oranının değişimi $\Delta i_{5Yt}$ (Örneklem: Nisan 2006-Mayıs 2016)				
	(1)	(2)	(3)	(4)
Hata düzeltme katsayısı ( $a$ )	-0,51 <sup>(*)</sup> (-8,815)	-0,54 <sup>(*)</sup> (-9,541)	-0,49 <sup>(*)</sup> (-7,931)	-0,52 <sup>(*)</sup> (-8,619)
Uzun dönemli faiz ( $\Delta i_{5Yt-1}$ )	0,21 <sup>(*)</sup> (3,010)	0,2 <sup>(*)</sup> (2,897)	0,22 <sup>(*)</sup> (2,849)	0,21 <sup>(*)</sup> (2,748)
Kısa dönemli faiz ( $\Delta ref_{t-1}$ )	0,06 (0,765)	0,06 (0,799)	0,05 (0,632)	0,05 (0,661)
Enflasyon beklentileri ( $\Delta bek_{t-1}$ )			-0,008 (-0,025)	-0,024 (-0,072)
Yabancı payı ( $\Delta y_{t-1}$ )	-0,21 <sup>(*)</sup> (-2,957)	-0,22 <sup>(*)</sup> (-3,247)	-0,20 <sup>(*)</sup> (-2,867)	-0,22 <sup>(*)</sup> (-3,148)
Kısa dönem faiz farkı ( $sspread$ )	0,31 <sup>(*)</sup> (4,142)	0,29 <sup>(*)</sup> (3,970)	0,28 <sup>(*)</sup> (3,779)	0,27 <sup>(*)</sup> (3,546)
Uzun dönem faiz farkı ( $lspread$ )	0,36 <sup>(*)</sup> (5,079)	0,38 <sup>(*)</sup> (5,407)	0,37 <sup>(*)</sup> (4,818)	0,39 <sup>(*)</sup> (5,196)
MOVE ( $\Delta \log(move)$ )	1,40 <sup>(*)</sup> (3,500)		1,43 <sup>(*)</sup> (3,549)	
VIX ( $\Delta \log(vix)$ )		1,09 <sup>(*)</sup> (3,953)		1,02 <sup>(*)</sup> (3,617)
R <sup>2</sup>	0,594	0,605	0,579	0,583

Notlar: Parantez içindeki değerler t-istatistiklerini; \*, \*\*, \*\*\* işaretleri sırasıyla istatistiksel olarak yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlı bulunan katsayıları göstermektedir. "Δ" ilgili değişkenin aylık değişimini, "log" is doğal logaritmasının kullanıldığını ifade etmektedir.

Sonuç olarak, yapılan analizler, Türkiye'de yabancı payının ve küresel risk iştahının uzun dönem faiz oranının önemli belirleyicileri arasında olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar ışığında, iç borç çevirme oranının geçici olarak yükselmesi veya finansal piyasalarda oynaklığın geçici olarak artması gibi kısa dönemde borçlanma faizini yukarı yönlü etkileyebilecek gelişmelerin, yabancıların iç borç stoku içindeki payı ve küresel risk iştahındaki gelişmeler tarafından dengelenebileceği değerlendirilmektedir.

#### Kaynakça

- Du, W. ve J. Schreger, (2015), Sovereign Risk, Currency Risk, and Corporate Balance Sheets, Harvard, Department of Economics Working Paper No. 17-24
- Ebeke, C. ve Y. Lu, (2015), Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings – A Fortune or Misfortune?, Journal of International Money and Finance, 59(C): 203-219.
- Peiris, S. J, (2010), Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets, IMF Çalışma Tebliği No. 10/88.
- Yılmaz, E. ve C. Yüksel Yücel, (2016), Yabancı Yatırımcı Payının Uzun Dönem Borçlanma Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri, TCMB Ekonomi Notları No. 2016-32.