

# Ekonomi Notları

## Gelişmekte Olan Ülkelerde Tahvil Piyasasına Yönelik Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksi: Arz-Talep Ayrıştırması

S. Tolga Tiryaki, Erdal Yılmaz

### Abstract

Analysis of foreign investors' positions in local currency bond markets guides the assessments on an economy's risk exposure in the face of global fluctuations or the scope for reaping the benefits from favourable global developments. In this study, the foreign investor position index derived by Arslanalp and Tsuda (2014) is re-defined by taking into account supply and demand conditions in countries' bond markets and using updated data. The relative position of foreign investors, that is, which countries are in excess demand (overweight) and which are in shortage of demand (underweight) in the portfolio of foreign investors, is examined by also considering the supply of bonds. In addition, the evolution of Turkey's position in foreign investors' portfolio in the bond markets of a selected group of countries, is also analysed together with its supply and demand components.

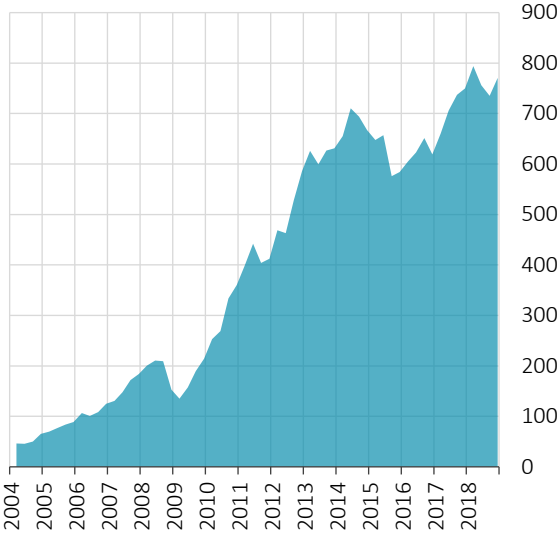
### Özet

Tahvil piyasasında yabancı yatırımcıların yerel para birimi cinsinden pozisyonlarının incelenmesi, küresel dalgalanmalarda ülkenin ne ölçüde riske maruz kalabileceği ya da küresel gelişmelerin ortaya çıkardığı fırsatlardan ne derece yararlanabileceğinin değerlendirilmesi konusunda yol gösterici olmaktadır. Bu çalışmada, Arslanalp ve Tsuda (2014) çalışmasında türetilen yabancı yatırımcı pozisyon endeksi, ülkelerin tahvil piyasasındaki arz ve talep koşullarını dikkate alarak güncel verilerle yeniden tanımlanmaktadır. Endekste yer alan ülkelerin birbirine karşı göreceli yabancı yatırımcı pozisyonu, yabancı yatırımcıların portföyünde hangi ülkelerin talep fazlasına sahip olduğu (gösterge üstü, overweight) veya talep açığına sahip olduğu (gösterge-altı, underweight), tahvil arzı da göz önünde bulundurularak değerlendirilmektedir. Ayrıca, seçili ülkelere ilişkin bir grup dâhilinde, tahvil piyasalarında Türkiye'nin yabancı yatırımcıların portföyündeki göreceli pozisyonunun gelişimi arz ve talep bileşenleriyle birlikte incelenmektedir.

## Giriş

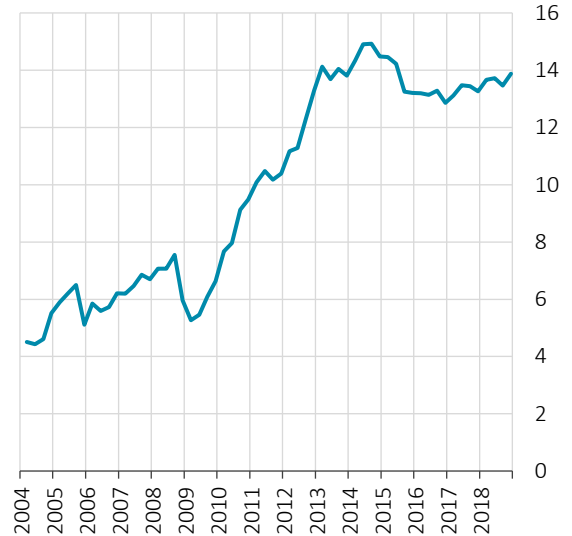
2008 küresel finans krizinden sonra, başta Fed olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankaları piyasalardan uzun vadeli devlet tahvili alımı yaparak parasal genişlemeye gitmiştir. Bu durum, gelişmiş ülkelerde uzun vadeli devlet tahvili açığına yol açmıştır. Buna ek olarak, gelişmiş ülkelerdeki tahvil faiz oranlarının çok düşük seviyelere inmesi ve yaşanan küresel likidite bolluğu, getiri arayışındaki uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerde yerel para birimi cinsinden tahvillere olan ilgilerini artırmıştır. Bu gelişmenin sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin iç borç stokunda önemli değişimler olmuştur. Bu değişimlerden en dikkat çekici olanı, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimi cinsinden uzun vadeli iç borçlanma tahvillerine yönelik ortaya çıkan yüksek talepleridir (Grafik 1 ve 2). Böylece, gelişmekte olan ülkeler kendi para birimleri ile uzun vadeli iç borçlanmaya gitmiş ve bu durum Eichengreen ve Hausmann (1999) tarafından ortaya koyulan “orijinal günah” (“original sin”) kavramının geçerliliğini tartışmaya açmıştır. Yabancı yatırımcıların yerel para birimi ile ihraç edilmiş iç borç stokuna olan talepleri yatırımcı tabanının genişlemesini sağlamış, borçlanma vadelerini uzatmış, döviz cinsi iç borçlanma araçlarının payını azaltmış, sabit faizli uzun vadeli borçlanma araçlarının payını ise artırmıştır (Arslanalp ve Tsuda, 2014; Yılmaz, 2016). Özetle, yabancı yatırımcıların payındaki değişim iç borç stokunun arz ve talep tarafında önemli değişimlere yol açmıştır.

**Grafik 1: Yabancı Yatırımcıların Sahip Olduğu Yerel Para Birimi Cinsinden Merkezi Hükümet Tahvil Tutarı (Milyar ABD Doları)**



Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), yazarların hesaplamaları.

**Grafik 2: Yabancı Yatırımcıların Yerel Para Birimi Cinsinden Merkezi Hükümet Tahvil Stoku İçindeki Payı (%)**



Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), yazarların hesaplamaları.

Gelişmekte olan ülkelere yabancı yatırımcı payının artması, bir taraftan iç borçlanma vadelerinin uzaması aracılığıyla mali alan yaratarak maliye politikasının doğrudan büyümeye destek vermesini sağlarken, diğer taraftan borcun yeniden çevirme riskini düşürmüştü ve döviz kuru ile faiz şoklarına karşı iç borç stokunu dayanıklı hale getirmiştir<sup>1</sup>. Gelişmekte olan ülkelere yabancı yatırımcı ilgisinin artması, yabancı yatırımcıların iç borçlanma faiz oranı<sup>2</sup>, mali alan<sup>3</sup> ve iç borç stokunun dayanıklılığı<sup>4</sup> üzerine ampirik çalışmaların artmasına yol açmıştır. Yapılan çalışmalar içinde yabancı yatırımcıların yerel para birimi cinsinden gelişmekte olan ülkelere ilgisinin belirleyicileri üzerine oldukça geniş bir yazın<sup>5</sup> olduğu

<sup>1</sup> Das v.d. (2010); Özyer, Tırpan ve Yılmaz (2018); Yılmaz ve Yüksel Yücel (2019).

<sup>2</sup> Ebeke ve Lu (2015), Peiris (2010), Yılmaz ve Yüksel Yücel (2016).

<sup>3</sup> Köse v.d. (2017).

<sup>4</sup> Christensen (2004); Köse v.d. (2017); Özyer, Tırpan ve Yılmaz (2018); Yılmaz ve Yüksel Yücel (2019); Anderson v.d. (2010).

<sup>5</sup> Ülkeye özgü koşullar ve kurumlar uluslararası sermaye akımlarını çekici faktörler arasında yer almaktadır. Bu kapsamda, güvenilirliği yüksek enflasyon hedeflemesi, esnek döviz kuru rejimi, sürdürülebilir maliye politikası, makro ihtiyati tedbirler gibi uygulamalar öne

gözlenmektedir. Bu yazın, özetle, küresel faktörlerin, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelik talebini zaman içerisinde nasıl etkilediğini, yabancı yatırımcıların ülkelere yönelik görece talebinin ülkeye özgü faktörler tarafından nasıl belirlendiğini ortaya koymaktadır.<sup>6</sup> Diğer taraftan, Cerutti v.d. (2015) gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin birlikte hareket ettiklerini ve bu ortak hareketin gelişmiş ülkelerdeki iten faktörlerce açıklandığını dile getirmişlerdir. Ancak, bu faktöre duyarlılığın ülkeler arasında farklılık gösterdiğini ve bu farklılığın ilgili ülkenin kurumsal temellerinden ziyade daha çok piyasa yapısı özelliklerinden (özellikle yabancı yatırımcı tabanı ve piyasanın likidite seviyesi gibi) etkilendiğini ortaya koymuşlardır.

Ancak, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerdeki görece pozisyonunu ölçmeye yönelik sınırlı araştırma olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, yabancı yatırımcıların yerel para birimi cinsinden tahvil piyasasındaki pozisyonlarının incelenmesi, ilgili ülkenin görece yabancı yatırımcı pozisyonunun belirlenmesine imkân vererek, görece yabancı yatırımcı pozisyonunun iyileştirilmesi için bir alan olup olmadığına dair ipuçları sunmaktadır. Arslanalp ve Tsuda (2014) bir ülkede yabancı yatırımcı pozisyonunun seviyesinin belirlemek üzere yabancı yatırımcı pozisyon endeksi türetmişlerdir. Endeks oluşturulurken, ülkenin tahvil piyasasına yabancı yatırımcı görece talebi ve o ülkenin görece JP Morgan Gelişmekte Olan Ülkeler için Devlet Tahvili Endeksinde (Government Bond Index - Emerging Markets Global, GBI-EM Global) portföy ağırlığını dikkate almışlardır. Endeks yorumlanırken, oluşturulan endekste yer alan ülkelerin birbirine karşı görece yabancı yatırımcı pozisyonu değerlendirilmektedir. Üretilen bu endeks görece talebi dikkate alırken ilgili ülkenin görece iç borç stokunu dikkate almamaktadır. Bu notta, ülkelerin yabancı pozisyonunun belirlenmesinde görece talebe ilave olarak görece arzı da dikkate alan bir endeks türetilmiştir. Türetilen bu endeksin yol gösterici olup olmayacağını saptamak üzere, Arslanalp ve Tsuda (2014) endeksi ve GBI-EM portföy ağırlığıyla kıyaslama yapılmıştır. Böylece, çalışmada önerilen endeksin diğer endekslerce desteklediği ve diğer endekslerden farklı olarak görece arzı dikkate aldığı için daha fazla bilgi taşıdığı bulgulanmıştır. Ayrıca bu endeks yardımıyla özel uygulama olarak Türkiye'ye yer verilmiş ve Türkiye'nin görece yabancı yatırımcı pozisyonu görece talep ve görece arza göre bileşenlerine ayrılarak endeksin gelişimde hangi bileşenin rol aldığı ortaya koyulmuştur.

## Veri ve Yöntem

Çalışmada Arslanalp ve Tsuda (2014) çalışmasında oluşturulan ve 2019 yılının Nisan ayında 2018 verilerinin de dâhil edildiği güncel veri tabanı kullanılmıştır. Söz konusu veri tabanı, 24 gelişmekte olan ülkelere ait yatırım yapılabilecek kamu borcunun büyük kısmını kapsamakta, kamu borcuna dair yatırımcı talebini 2004 yılından itibaren çeyreklik frekansta karşılaştırılabilir ve tutarlı şekilde izlemeye olanak vermektedir. Arslanalp ve Tsuda, çalışmadaki tüm verileri itibari değerleri üzerinden derlemekte veya az sayıdaki bazı durumlarda fiyatlama değişimlerine göre düzeltilmiş verileri kullanmaktadır. Söz konusu çalışmada genel hükümetin brüt borç stoku esas alınmakla birlikte, genel hükümetin ihraç ettiği tahviller ve merkezi hükümetin ihraç ettiği yerel para biriminden tahviller de alt kalemler olarak derlenmektedir. Bu ayrımlara ilave olarak, her bir kalemin ne kadarının yabancı resmi kuruluşlar, bankalar veya banka dışı kesimde bulunduğu, ne kadarının yurt içinde merkez bankasında, bankalarda veya banka dışı kesimde bulunduğu da takip edilebilmektedir.

Arslanalp ve Tsuda veri tabanında bulunan 24 ülkeye ait toplam genel hükümet borcu 2018 yılının sonu itibarıyla 12,7 trilyon ABD dolarıdır. Bu tutarın 6,9 trilyon ABD doları tutarındaki kısmı genel hükümet tahvillerinden oluşmaktadır. Bu çalışmadaki analizlerde üzerine odaklanılan büyüklük olan yerel para birimi cinsinden merkezi hükümet tahvilleri ise söz konusu tutarın 5,6 trilyon ABD doları tutarındaki kısmını oluşturmaktadır.

çıkılmaktadır. Öte yandan, küresel risk iştahı, küresel finansal koşullar ve özellikle ABD para politikası sermaye akımlarını iten unsurlar olarak değerlendirilmektedir (Koepke, 2019; Forbes ve Warnock, 2012; Fratzscher, 2012).

<sup>6</sup> Amstad v.d. (2017).

Bu bölümde yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerde yerel para birimi cinsinden tahvil piyasalarındaki pozisyonlarının değerlendirilmesinde kullanılabilecek bazı göstergeler türetilmektedir. Bu göstergelerin türetilmesinde yabancı yatırımcıların pozisyonlarının farklı açılardan değerlendirilmesine olanak sağlayacak şekilde görelî talep ve arz gelişmeleri de dikkate alınmaktadır. Kullanılan veri seti 2004 yılına kadar gidiyor olmasına karşın, yerel para birimi cinsinden tahvil piyasalarına dair verilerin her ülke için yeterince geriye gitmemesinden ötürü ülke sayısı 12'ye indirilmiştir. Ülke seçiminde verinin 2004 yılından itibaren mevcut olmasının yanı sıra seçilen ülkelerin karşılaştırmalarda kullanılacak olan JP Morgan GBI-EM Global endeksinde istikrarlı şekilde yer alması da dikkate alınmıştır. Bu kısıtlar altında çalışmanın devamındaki analizlerde kullanılan ülke kümesi Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Macaristan, Malezya, Meksika, Peru, Polonya, Rusya, Tayland ve Türkiye'den oluşmakta; veri seti ise 2006 yılından başlamaktadır. Bu 12 ülkenin JPM GBI-EM Global endeksindeki toplam ağırlığı 2013 Haziran'da %97 iken 2018 sonunda %87'ye inmiş olmasına karşın örneklemin temsil gücü yüksektir.

### Yabancı Yatırımcıların İç Borç Stoku İçindeki Payı

Yabancı yatırımcı pozisyonu takip edilirken en çok kullanılan göstergelerden biri yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payıdır. Yabancı yatırımcıların bir ülkenin ( $i$ ) kendi para birimi cinsinden iç borç stoku içindeki payı ( $YP_i$ ), yabancıların ülkenin kamu borcuna yönelik talebini göstermekle birlikte, söz konusu ülkenin tahvillerinin diğer ülkelerin tahvillerine kıyasla ne ölçüde tercih edildiği bilgisini vermemektedir. Yabancı yatırımcı sahipliğindeki iç borç stoku tutarının ( $F_i$ ) toplam yerel para birimi cinsinden iç borç stokuna ( $D_i$ ) oranı şeklinde hesaplanmaktadır:

$$YP_i = \frac{F_i}{D_i}$$

Genel olarak bu payın artması, yabancı yatırımcının ilgili ülkeye olan ilgisinin arttığını göstermektedir. Borç stoku sabitken bu göstergede meydana gelecek düşüşler yabancı yatırımcıların yerel para birimi cinsinden tahvil piyasasından çıktığını göstermekte ve bundan kaynaklanacak sermaye çıkışının, faiz oranları ve döviz kuru üzerine yaratabileceği etkinin anlaşılması açısından önem arz etmektedir.

### Yabancı Yatırımcıların Portföyündeki Ülke Payı (Görelî Talep)

Yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerdeki yerel para birimi cinsinden tahvillere olan talebi, küresel finansal kriz sonrasındaki dönemde gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının çok düşük seviyelerde seyretmesinden ötürü yatırımcıların getiri arayışıyla gelişmekte olan ülkelere yönelmesiyle güçlenmiştir. Söz konusu portföy içinde bir ülkenin payı ( $GT_i$ ), yabancı yatırımcıların o ülkede sahip olduğu yerel para birimi cinsinden tahvillerin ( $F_i$ ), yatırımcıların kapsam dâhilindeki ülkelerde sahip olduğu toplam tahvil tutarına ( $\sum_{i=1}^n F_i$ ) bölünmesiyle bulunmaktadır:

$$GT_i = \frac{F_i}{\sum_{i=1}^n F_i}$$

Görelî talep olarak da adlandırılabilir bu gösterge yabancı yatırımcıların portföy çeşitlendirmesi içinde belli bir ülkeyi ne ölçüde tercih ettiklerini göstermektedir.

### JP Morgan Gelişmekte Olan Ülkeler için Devlet Tahvili Endeksinde (GBI-EM) Ülke Ağırlığı

Uluslararası tahvil piyasasına yatırım yapan bazı yatırım bankaları, ülkelerin ekonomik temellerine ve hedeflenen portföy riskliliğine dair unsurları da dikkate alarak, finansal yatırım yapacak müşterilerine tavsiye niteliğinde değerlendirilebilecek gösterge (benchmark) ülke ağırlıklarıyla oluşturulan portföy endeksleri açıklamaktadır. Yatırım bankası JP Morgan tarafından oluşturulan Gelişmekte Olan Ülkeler için Devlet Tahvili Endeksi (GBI-EM Global) seçili gelişmekte olan ülkelerde yerel para birimi cinsinden sadece sabit faizli devlet borçlanma senetlerini kapsamaktadır. GBI-EM Global ve benzeri endeksler, pasif yatırım stratejisi izleyen fonlara da hitap ettiğinden, takip edilmesi kolay ve likiditesi yüksek tahvilleri dâhil etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yatırım yapılabilecek enflasyona endekli veya benzeri başka

tahviller de bulunmasından ötürü, söz konusu endeksler bu ülkelerdeki yatırım yapılabilen toplam tahvil tabanını temsil etmeyebilmektedir. Çalışmanın ilerleyen kısmında JP Morgan'ın GBI-EM Global ülke ağırlıkları ( $JPM_i$ ) mevcut çalışmada dikkate alınan 12 ülkeye göre yeniden ağırlıklandırılarak gösterge olarak kullanılmıştır.

### Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksi (Gösterge Portföy Ağırlıklarıyla)

GBI-EM veya benzeri portföy ağırlıkları diğer uluslararası yatırımcılar için gösterge niteliği taşımaktadır. Örneğin, eğer bir uluslararası yatırımcının portföyünde ilgili ülkeye yaptığı yatırımın ağırlığı GBI-EM gibi bir gösterge endeksin ağırlığından yüksekse o yatırımcının söz konusu ülkeye yatırımı gösterge-üstü (overweight), düşükse gösterge-altı (underweight) olarak değerlendirilmektedir.

Benzer şekilde, Arslanalp ve Tsuda (2014) gelişmekte olan ülkelerin kamu tahvillerine dair küresel talebi takip etmek üzere oluşturdukları veri tabanını kullanarak bir yabancı yatırımcı pozisyon endeksi ( $YYPE.G_i$ ) oluşturmuştur. Endeks, yukarıda hesaplanan ve görece talep olarak da nitelendirilebilecek olan ilgili ülkenin yabancı yatırımcıların portföyündeki payından ( $GT_i$ ) o ülkenin gösterge endekste ağırlığının ( $JPM_i$ ) çıkarılması yoluyla hesaplanmaktadır:

$$YYPE.G_i = \frac{F_i}{\sum_{i=1}^n F_i} - JPM_i.$$

Seçili bir grup ülke için hesaplanacak bu endeksin pozitif olması, söz konusu ülkenin gruptaki diğer ülkelere kıyasla, gösterge endeksin ima ettiği daha yüksek bir talep çektiği ve dolayısıyla o ülke için yatırımcı pozisyonunun gösterge-üstü olduğu anlamına gelmektedir. Söz konusu ülke grubunda bir ülkenin gösterge-üstü yatırım pozisyonuna sahip olması, endeksin oluşturulma şeklinden ötürü, başka en azından bir başka ülkenin gösterge-altı pozisyona sahip olmasını gerektirmektedir.

Gösterge endeks ağırlıklarını dikkate alan yabancı yatırımcı pozisyon endeksi ( $YYPE.G_i$ ), iç borç stokunun yalnızca talep tarafını dikkate almakta, arz tarafını (iç borç stokunun büyüklüğünü) ise dikkate almamaktadır. Ancak, bilindiği üzere, uluslararası yatırımcılar her ne kadar ağırlıklı olarak sabit faizli tahvillere yatırım yapsa da diğer tür tahvillere de ilgi göstermektedir (Özyer, Tırpan ve Yılmaz, 2018). Bu nedenle  $YYPE.G_i$  endeksi, sabit faizli tahviller dışındaki enstrümanlara yönelik yatırımların da azımsanmayacak paya sahip olduğu durumlarda, uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerin tahvillerine olan görece talebini ölçmekte eksik kalabilmektedir.

### Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksi (Görelî Borç Stoku Ağırlıklarıyla)

Gösterge endeks ağırlıklarını dikkate alan yabancı yatırımcı pozisyon endeksine dair eksiklikleri telafi etmek amacıyla bu çalışmada yeni bir endeks hesaplama yöntemi önerilmektedir. Arz etkilerini de dikkate alan yabancı yatırımcı pozisyon endeksi ( $YYPE.A_i$ ), ülkelerin yerel para birimi cinsinden ihraç ettiği tüm tahvilleri hesaplamaya dâhil ederek, bir ülkenin yatırımcı talebinden aldığı payı ( $GT_i$ ) ülkeler arasındaki görece tahvil arzını ( $D_i/\sum_{i=1}^n D_i$ ) kullanarak uyarlamaktadır:

$$YYPE.A_i = \frac{F_i}{\sum_{i=1}^n F_i} - \frac{D_i}{\sum_{i=1}^n D_i}.$$

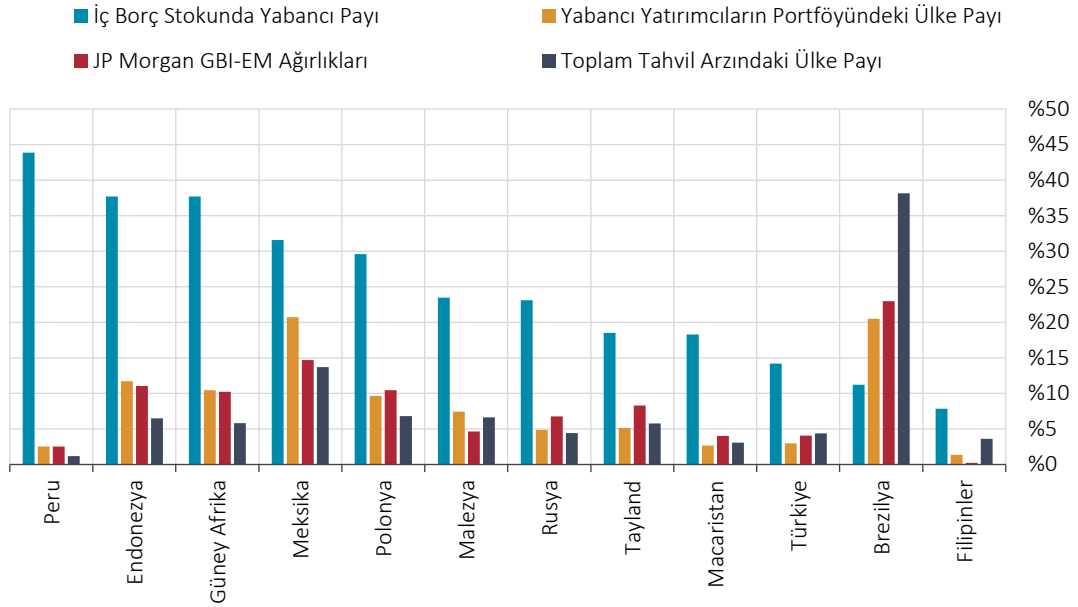
Dolayısıyla, yabancı yatırımcıların yatırım yapabileceği tüm tahvil evrenine bir ülkenin ne kadar katkıda bulunduğu ve buna karşılık ne kadar yabancı yatırımcı çekebildiği karşılaştırılabilmektedir. Benzer bir yaklaşım, uluslararası portföy akımlarının bileşenlerine ayrılmasına yönelik olarak Ahmed, Curcuru, Warnock ve Zlate (2016) tarafından *normalize edilmiş görelî ağırlıklar* ismiyle önerilmiş, ABD'li yatırımcıların yurt dışındaki yatırım portföylerinin incelenmesine yönelik olarak ise Burger, Warnock ve Warnock (2017) tarafından da kullanılmıştır. Söz konusu ikinci çalışmada Amerikalı yatırımcıların ilgili ülkeye yaptıkları görelî portföy yatırımlarının (talebin) yanı sıra portföy yatırımları yapılan ülkenin ilgili piyasasının piyasa büyüklüğünün de dikkate alınarak görelî portföy ağırlıkları oluşturulmuştur.

Oluşturulan  $YYPE.A_i$  endeksi zaman içerisinde yabancı yatırımcıların ilgili ülkedeki pozisyonlarının görece talep ve görece arz göre bileşenlere ayırmaya imkân sunmakta ve hangi bileşenin daha belirleyici olduğu konusunda da yol göstermektedir.

## Seçili Ülkelerde Yabancı Yatırımcı Pozisyonlarının Gelişimi

Önceki bölümde yabancı yatırımcı pozisyon endeksleri oluşturulmadan önce tanıtılan göstergelerde 2018 yıl sonu itibarıyla görünüm Grafik 3'te özetlenmektedir. Pek çok analizde sıklıkla kullanılan yabancı payının özellikle ülkeler arası karşılaştırmalarda yanıltıcı çıkarımlara yol açabildiği grafikte açık bir şekilde görülmektedir. Örneğin, seçili ülkeler içinde yabancı payı yüzde 44 ile en yüksek olan Peru'nun söz konusu 12 ülkenin toplam tahvil arzındaki payı yalnızca yüzde 1 düzeyindedir. Yabancı yatırımcıların seçili 12 ülkenin yerel para birimi cinsinden tahvillerine yaptığı yatırımın ise yüzde 3'lük bir kısmı Peru tahvillerine yöneliktir. Keza, Peru'nun GBI-EM Global endeksindeki payı da bu seviyededir. Diğer uçtaki örnek ise toplam tahvil arzının yüzde 38'ini oluşturan Brezilya'dır. Tahvil stokundaki bu büyük payına karşın yatırımcı talebinin ve gösterge endeksinin yüzde 20'lerini oluşturan Brezilya'da yabancı yatırımcı payı diğer ülkelere kıyasla düşük seviyede bulunmaktadır.

**Grafik 3: 2018 Yılı Sonu İtibarıyla Yurt Dışı Yerleşiklerin Sahipliğindeki Yerel Para Birimi Cinsinden Tahvillere Dair Göstergeler (%)**

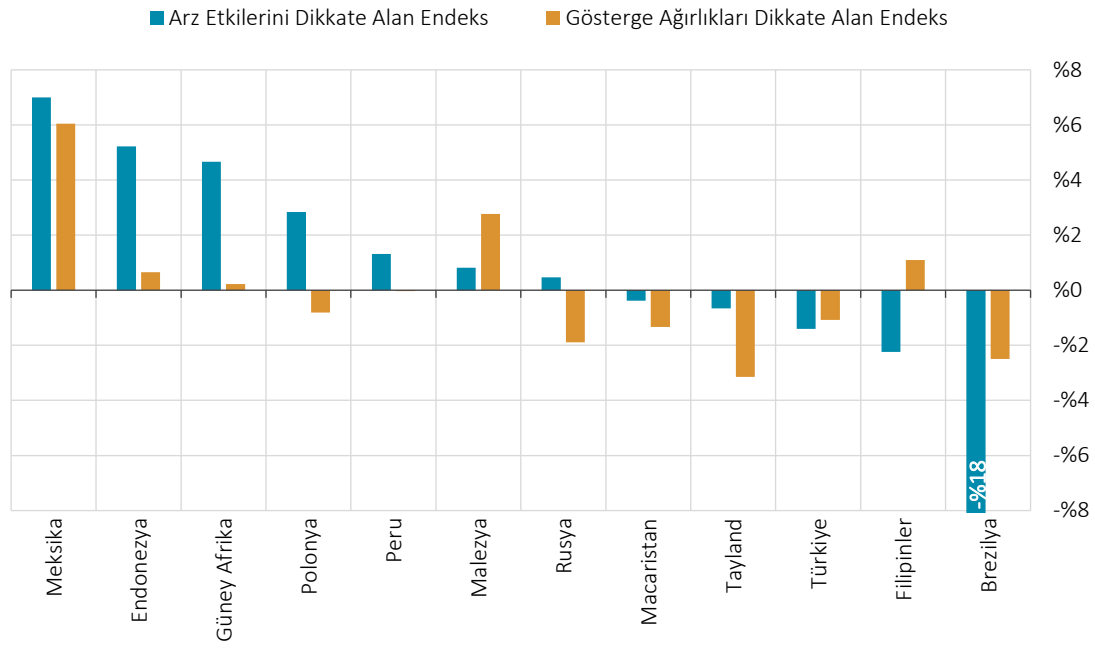


Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), Bloomberg, yazarların hesaplamaları.

Grafik 3'te yabancı yatırımcıların görece talebini gösteren yabancı yatırımcıların portföyündeki ülke payı Meksika'da gerek gösterge ağırlıktan gerekse görece arzı gösteren toplam tahvil arzındaki ülke payından belirgin şekilde yüksektir. Bunun bir yansıması olarak yabancı yatırımcı pozisyonunun Meksika için gösterge-üstü olduğu veya fazla talep bulunduğu görülmektedir (Grafik 4). Yabancı yatırımcıların Brezilya tahvillerine dair pozisyonunda ise, borç stokunun görece olarak yüksekliği dikkate alındığında, önemli ölçüde eksik talep bulunduğu ortaya çıkmaktadır.

Grafik 4'te öne çıkan bir başka bulgu da, bazı ülkelerde arz etkilerini dikkate alan yatırım pozisyonu ile gösterge ağırlıkları dikkate alan yatırım pozisyonu arasında farklılık bulunmasıdır. Bu ülkelerde endeks kapsamına dâhil edilen sabit faizli tahviller dışında değişken faizli ya da enflasyona endeksli tahvillerin de yüksek tutarlarda mevcut olması söz konusu farkı açıklamaktadır.

Grafik 4: 2018 Yıl Sonu İtibarıyla Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksleri (%)



Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), Bloomberg, yazarların hesaplamaları.

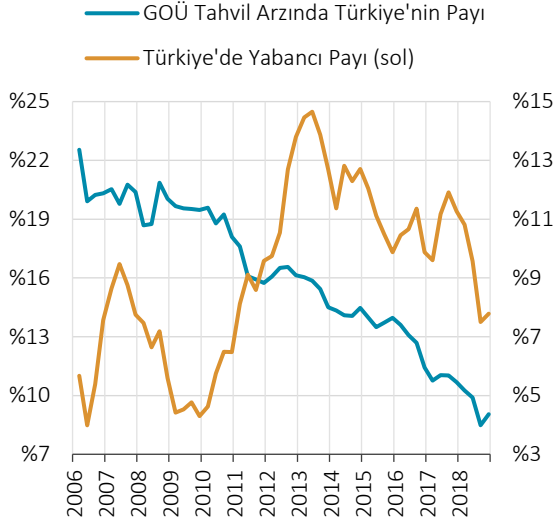
## Yabancı Yatırımcıların Türk Lirası Tahvillere Dair Pozisyonu

Yabancı yatırımcıların pozisyonları Türkiye özelinde değerlendirildiğinde önemli birkaç gözlem dikkat çekmektedir. Bunlardan birincisi, Türkiye'nin görelî tahvil arzının, veri tabanının başladığı 2004 yılından bu yana seçili ülkelere kıyasla gerilemiş olduğudur (Grafik 5). Buna karşın, başta ABD ve Avrupa olmak üzere birçok gelişmiş ülke merkez bankası tarafından uygulanan miktarsal genişleme programları ile küresel likidite artmış ve 2009 sonrası dönemde, Türk lirası cinsinden tahvillerdeki yabancı payı 2009 yılındaki yüzde 9 düzeyinden 2013 ortasında yüzde 24'e kadar yükselmiştir.

Türk lirası cinsinden tahvillerdeki yabancı payının belirgin şekilde artmış olmasına karşın 2009 ile 2013 yılları arasında yabancı yatırımcıların Türk lirası tahvillere olan görelî talebi seçili ülkelerle karşılaştırıldığında genel olarak gerilemiş, yabancı yatırımcıların portföyündeki Türk lirası tahvillerin payı yüzde 13'ten yüzde 9'a düşmüştür (Grafik 6). Gösterge endekste Türkiye'nin payı ise aynı dönemde büyük ölçüde yatay seyretmiştir.

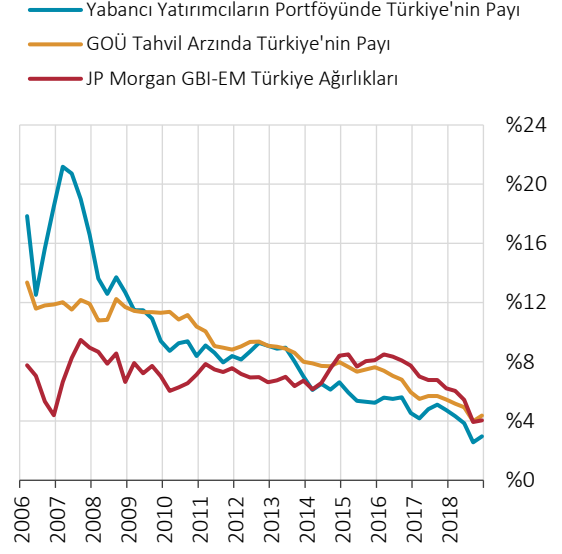
Bu gelişmeler doğrultusunda 2007 yılında en yüksek değerleri alan Türk lirası cinsinden tahvillere dair yabancı yatırım pozisyonu, temel olarak görelî talepteki gerilemeye bağlı olarak, 2013 yılına kadar gerilemiştir (Grafik 7). 2013 yılının Mayıs ayında Fed'in bilanço genişleme politikalarını geri almaya başlayacağına dair verdiği sinyal sonrasında küresel likidite koşullarının sıkılaştığı dönemde yatırım pozisyonunda bir miktar daha gerileme kaydedilmiştir.

**Grafik 5: Türkiye’de Yabancı Yatırımcıların Sahipliğindeki Yerel Para Birimi Cinsinden Merkezi Hükümet Tahvil Tutarı (Milyar ABD Doları)**



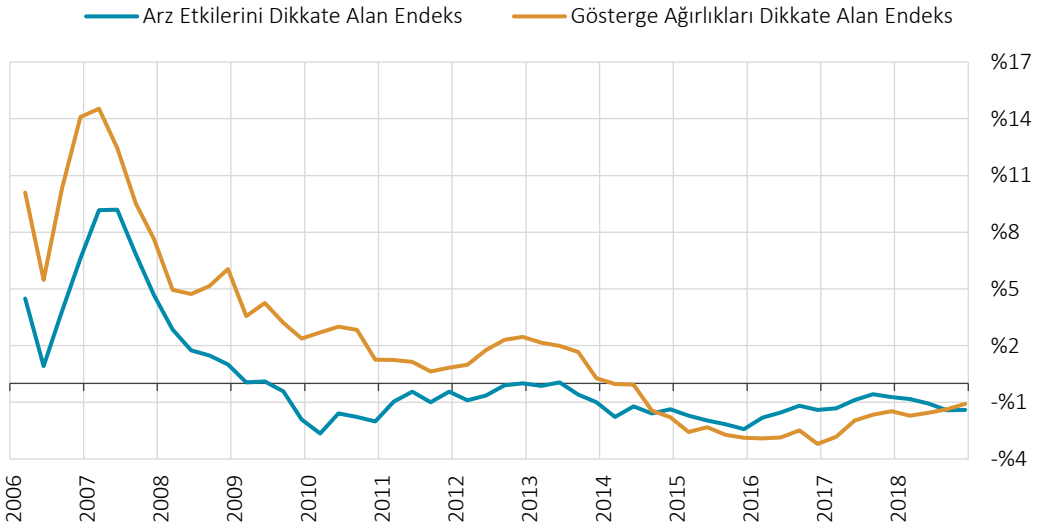
Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), yazarların hesaplamaları.

**Grafik 6: Yerel Para Birimi Cinsinden Merkezi Hükümet Tahvillerinde Türkiye’nin Seçili Ülkeler Arasındaki Görelî Talep ve Görelî Arz Durumu (%)**



Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), Bloomberg, yazarların hesaplamaları.

**Grafik 7: Yabancı Yatırımcıların Türk Lirası Cinsinden Tahvillere Dair Yatırım Pozisyonları (%)**



Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), Bloomberg, yazarların hesaplamaları.

## Küresel Likiditenin Sıkılaştığı Dönemde Yabancı Yatırımcıların Pozisyonlarındaki Değişimler

Mayıs 2013'te Fed Başkanı Ben Bernanke'nin, Fed Taper sinyali olarak anılan ve Fed'in bilanço genişleme politikalarını geri almaya başlayacağına dair yaptığı açıklamanın ardından küresel likidite koşulları sıkılaşmaya başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için keskin bir dönüşüm ima eden bu politika uluslararası yatırımcıların, ülkelerin görelî büyüme görünümleri, iç ve dış borç stoku, bütçe dengesi, cari işlemler dengesi ve enflasyon gibi makroekonomik temellerini de dikkate alarak, ülkeler arasındaki yatırım pozisyonlarını da değiştirmelerine yol açmıştır. 2013 yılının ikinci çeyreğine kıyasla yatırım pozisyonundaki değişim Endonezya ve Güney Afrika'da artış yönünde, Macaristan ve Türkiye'de ise azalış yönünde olmuştur (Tablo 1 ve Grafik 8).



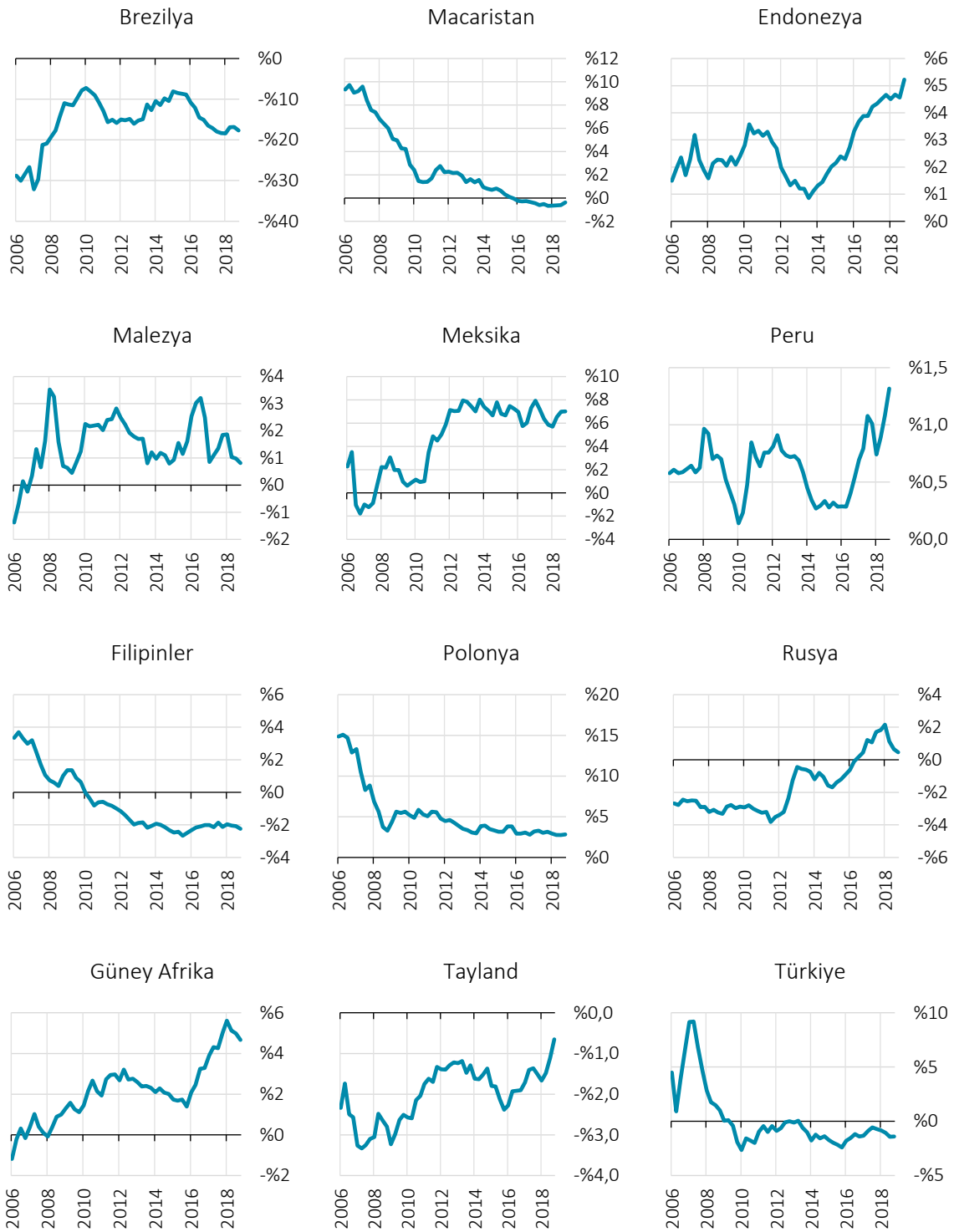
Tablo 1: “Fed Taper Sinyali” Sonrası Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksindeki Değişimler (%)

	30.06.2013		31.12.2018		“Fed Taper Sinyali” Sonrası Pozisyon Değişimi	
	YYPE.A	YYPE.G	YYPE.A	YYPE.G	YYPE.A	YYPE.G
Brezilya	-14,9	-3,2	-17,7	-2,5	-2,7	0,7
Macaristan	1,6	0,6	-0,4	-1,3	-2,0	-1,9
Endonezya	1,2	-0,9	5,2	0,7	4,0	1,6
Malezya	1,7	0,7	0,8	2,8	-0,9	2,0
Meksika	7,5	5,5	7,0	6,0	-0,4	0,6
Peru	0,7	0,0	1,3	0,0	0,6	0,0
Filipinler	-1,8	1,3	-2,2	1,1	-0,4	-0,2
Polonya	3,3	-0,1	2,8	-0,8	-0,5	-0,7
Rusya	-0,6	-2,3	0,5	-1,9	1,0	0,4
Güney Afrika	2,4	-2,1	4,7	0,2	2,3	2,3
Tayland	-1,2	-1,4	-0,7	-3,1	0,5	-1,7
Türkiye	0,1	2,0	-1,4	-1,1	-1,5	-3,1

Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), Bloomberg, yazarların hesaplamaları.

Yatırımcı pozisyonundaki değişimi görel talep, görel arz ve gösterge ağırlıklardaki değişimle açıklamak mümkündür (Grafik 9 ve 10). Örneğin, Endonezya'nın yerel para birimi cinsinden tahvillere dair yabancı arz etkilerini dikkate alan yatırım pozisyonundaki fazla talep bu dönemde yüzde 1,2'den yüzde 5,2'ye yükselmiştir. Söz konusu pozisyon artışı görel talebin yükselmesinden kaynaklanmış, görel tahvil arzı ise pozisyonu bir miktar aşağı çekmiştir. Diğer bir ifadeyle, Endonezya'nın yerel para birimi cinsinden tahvillerine olan görel talebin, bu tahvillerin toplam tahvil arzına kıyasla daha hızlı büyümesinden ötürü yabancı yatırımcıların pozisyonu yükselmiştir. Gösterge ağırlıkları kullanılarak hesaplanan yatırım pozisyonunda da daha zayıf olmakla birlikte arz etkilerini dikkate alan pozisyondakine benzer bir gelişme kaydedilmiştir. Yabancı yatırımcılar Endonezya tahvillerine yönelik yatırımlarını gösterge ağırlıktaki artıştan daha fazla artırmışlardır.

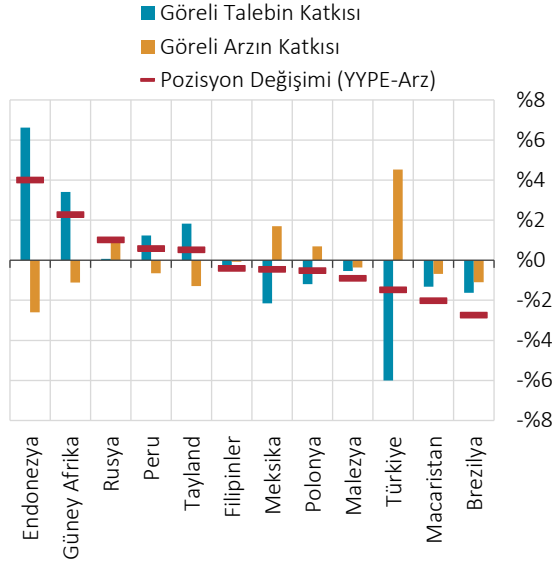
Grafik 8: Arz Etkilerini Dikkate Alan Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksleri (%)



Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), yazarların hesaplamaları.

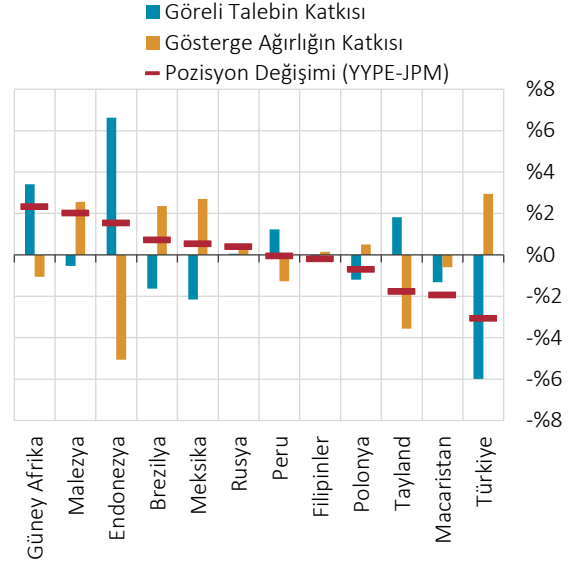
Yabancı yatırım pozisyonu azalan ülkeler arasında Türkiye tahvillerine olan görece talep düşüşü diğer ülkelere kıyasla daha belirgin olmuştur (Grafik 9 ve 10). Bu dönemde, gerek Türk lirası tahvillerin görece arzındaki azalma gerekse gösterge ağırlıktaki düşüş görece talepteki düşüşü telafi edememiş; dolayısıyla yabancı yatırımcıların Türkiye pozisyonları azalmıştır.

**Grafik 9: "Fed Taper Sinyali" Sonrası Arz Etkilerini Dikkate Alan Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksindeki Değişimler (%)**



Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), yazarların hesaplamaları.

**Grafik 10: "Fed Taper Sinyali" Sonrası Gösterge Ağırlıkları Dikkate Alan Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksindeki Değişimler (%)**



Kaynak: Arslanalp ve Tsuda (2014), Bloomberg, yazarların hesaplamaları.

## Sonuç

Küresel finansal krizin ardından gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının çok düşük seviyelere inmesi ve yaşanan küresel likidite bolluğu özellikle, uzun vadeli sabit faizli devlet tahvillerindeki kıtlık, getiri arayışındaki uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerde yerel para birimi cinsinden tahvillere olan ilgilerini artırmıştır. Çalışmada, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerdeki tahvil piyasasındaki pozisyonlarını takip etmeye yönelik farklı göstergeler, içerdikleri bilgilerdeki farklılıklar ve birbirlerini tamamlayan yönleri vurgulanarak tartışılmıştır. Ayrıca, yabancı yatırımcıların bir ülkeye yönelik görel yatırım pozisyonunu izlemek amacıyla, ilgili ülkenin hem görel talep tarafı hem de görel borç stokunun büyüklüğünü dikkate alan yeni bir gösterge türetilmiştir. Bu gösterge ile ilgili gelişmekte olan ülkenin hem zaman içerisindeki yabancı yatırımcının pozisyonunun gelişimi hem de gelişmekte olan ülkeler arası görel yabancı yatırımcı pozisyonunu takip etmek mümkün gözükmektedir. Böylece ilgili ülkenin gelişmekte olan ülkeler içinde yabancı yatırımcı pozisyonunu saptanmakta ve görel yabancı pozisyonun iyileştirilmesi için bir alan olup olmadığına dair ipuçları sunulmaktadır.

## Kaynakça

- Ahmed, S., S. Curcuru, F. Warnock ve A. Zlate. (2016). Decomposing International Portfolio Flows, SUERF/PSE/CEPII Conference "Rethinking Capital Controls and Capital Flows".
- Amstad, M., E. Remolona ve J. Shek. (2017). The tyranny of benchmarks. Vox Column, 28 Ekim 2017.
- Anderson, P. R., Silva, A. C., & Velandia-Rubiano, A. (2010). "Public debt management in emerging market economies: Has this time been different?." *Sovereign Debt Financial Crisis*, 383.
- Arslanalp, S., & Tsuda, T. (2014). "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt." International Monetary Fund, Working Paper No. 14/39.
- Burger, J., F. Warnock, ve V. Warnock, 2018. The Effects of U.S. Monetary Policy on Emerging Market Economies' Sovereign and Corporate Bond Markets. Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series in: Mendoza, E.G., E. Pastén ve D. Saravia (ed.), *Monetary Policy and Global Spillovers: Mechanisms, Effects, and Policy Measures*, Vol. 25, Ch. 3, s. 49-96 Central Bank of Chile.

- Cerutti, E., S. Claessens, ve D. Puy. (2015). Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals. IMF Working Paper No. 15/127.
- Christensen, M. J. (2004). "Domestic debt markets in sub-Saharan Africa." International Monetary Fund, Working Paper No. 04/46.
- Das, U. S., Papapioannou, M., Pedras, G., Ahmed, F., ve Surti, J. (2010). "Managing public debt and its financial stability implications." *Sovereign Debt Financial Crisis*, 357.
- 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, s. 203–219.
- Eichengreen, B., ve Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. National Bureau of Economic Research, Working Paper, no. 7418.
- Fratzcher, M. (2012). "Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis." *Journal of International Economics*, 88(2), 341-356.
- Ghosh, A. R., Qureshi, M. S., Kim, J. I., ve J. Zalduendo. (2014). Surges, *Journal of International Economics*, 92(2), s. 266-285.
- Koepke, R. (2019). "What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature." *Journal of Economic Surveys*, 33(2), 516-540.
- Köse, M. A., Kurlat, S., Ohnsorge, F., ve N. Sugawara (2017). "A Cross-Country Database of Fiscal Space." Policy Research Working Papers No: 8157, World Bank.
- Miyajima, K., Madhusudan S. M., ve T. Chan. (2015). Emerging Market Local Currency Bonds: Diversification and Stability, *Emerging Markets Review*, 22, s. 126-139.
- Özyer, S.İ., M.K. Tirpan ve E. Yılmaz. (2018). İç Borç Stoku: Hangi Yatırımcı Hangi Araçları Tercih Ediyor? TCMB Blog (Merkezin Güncesi), 14 Kasım 2018.
- Peiris, S. J. (2010). Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets, IMF Working Paper No. 10/88.
- Yılmaz, E. (2016). "Türkiye'de İç Borç Stokunun Arz ve Talep Kompozisyonunun dönüşümüne bir bakış", TCMB Ekonomi Notları, No. 16/16.
- Yılmaz, E. ve Yüksel Yücel, C. (2016), "Yabancı yatırımcı payının uzun dönem borçlanma faiz oranı üzerine etkisi", TCMB Ekonomi Notları, No. 16/32.
- Warnock, F. E., ve V. C. Warnock. (2009). International Capital Flows and U.S. Interest Rates, *Journal of International Money and Finance*, 28, s. 903–19.

---

Görüş ve öneriler için:

Editör, Ekonomi Notları,

TCMB İdare Merkezi, Hacı Bayram Mah. İstiklal Cad, No: 10, Kat:15, 06050, Ulus/Ankara/Türkiye.

E-mail: ekonomi.notlari@tcmb.gov.tr