

Türkiye Ekonomisine Makroekonomik Bakış

Para Piyasaları ve Borçlanma Araçları

Bu derste para politikası araçlarından borçlanma enstrümanlarına, risk yönetiminden küresel piyasa dinamiklerine kadar makroekonominin temel yapı taşlarını inceleyeceğiz. Türkiye ekonomisinin işleyişini anlamak için bu kavramların birbiriyle nasıl etkileşime girdiğini keşfedeceğiz.



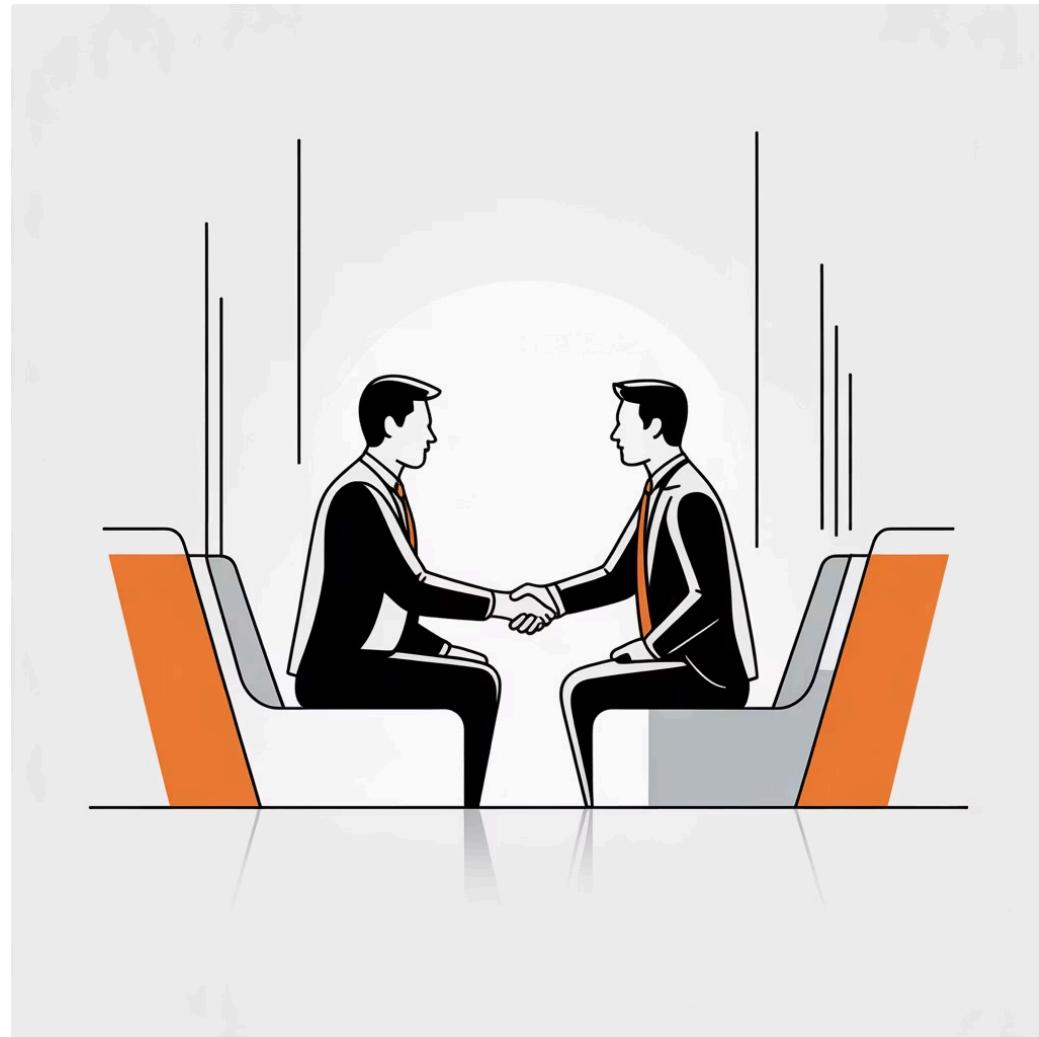
Repo ve Ters Repo İşlemleri

Liquidity Management'in Temel Araçları

Repo Nedir?

Repo (Repurchase Agreement), eldeki menkul kıymeti—genellikle devlet tahvilini—belirli bir vade期内 geri alma taahhüdüyle satarak bugünden TL nakit elde etme işlemidir.

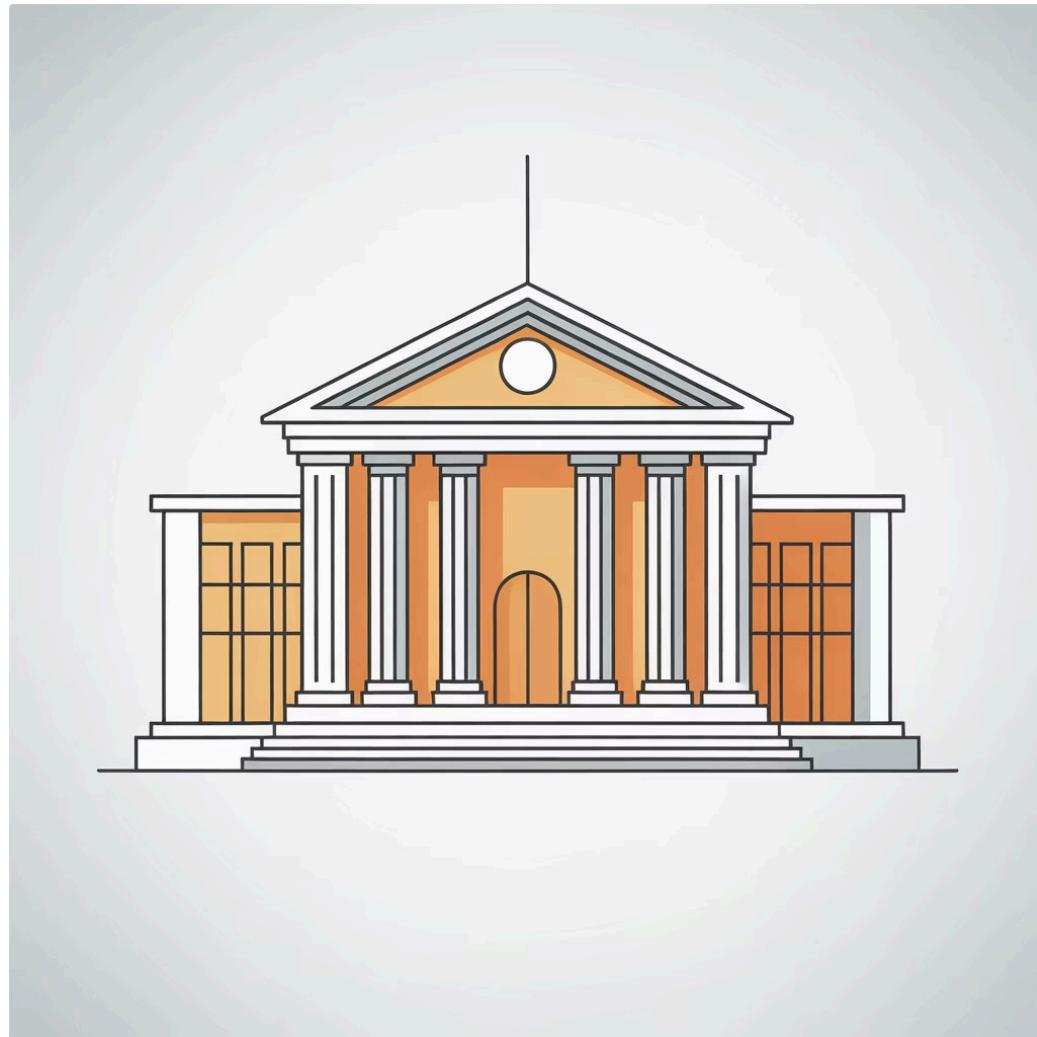
Vade sonunda, borçlanan taraf **TL + faiz** öder ve tahvilini geri alır. Bu işlem, kısa vadeli likidite ihtiyacı olan kurumlar için kritik bir finansman aracıdır.



Ters Repo Nedir?

Ters repo ise tam tersi bir işlemidir: Vade期内 geri satmak üzere tahvil alınır ve karşı tarafa geçici süreyle TL kullanılır.

Vade sonunda **TL + faiz** tahsil edilir ve tahvil geri verilir. Bu işlem, fazla likiditesini değerlendirmek isteyen kurumlar için uygun bir yatırım seçenekidir.



- Para Politikasında Kullanım: Merkez Bankası, piyasaya likidite verip çekmek için repo–ters repo ve TL-döviz depo işlemlerini "sterilizasyon" amacıyla kullanır. Bu araçlar, enflasyon hedeflemesi ve finansal istikrarın sağlanmasıında kritik rol oynar.

Hazine Borçlanma Araçları



Bono

Vadesi **1 yıl veya daha kısa** olan kısa vadeli devlet borçlanma aracı. Genellikle iskontolu ihraç edilir ve vade sonunda nominal değeri üzerinden ödenir.



Tahvil

Vadesi **1 yıldan uzun** olan borçlanma aracı. Düzenli kupon ödemeleri yapılır ve vade sonunda ana para iade edilir. Uzun vadeli yatırımcılar için uygundur.



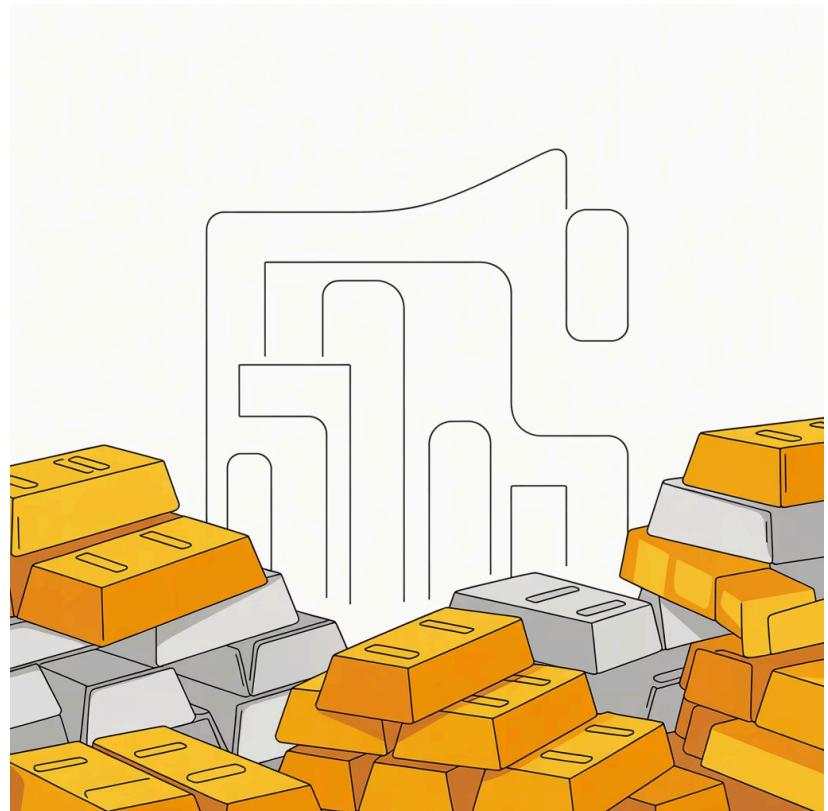
Eurobond

Yurt dışında **yabancı para cinsinden** ihraç edilen devlet tahvili. Türkiye'nin uluslararası piyasalardan borçlanmasının temel aracıdır.

Altına Dayalı Tahvil: Yeni Nesil Borçlanma

Altına dayalı tahvil, **1 birim tahvilin belirli gram altına** karşılık geldiği yenilikçi bir borçlanma aracıdır. Kupon ödemeleri yapılır ve vade sonunda yatırımcıya altın veya o günkü TL karşılığı ödenir.

Dikkat: Hazine yaklaşık **14 milyar dolar** civarında altına dayalı tahvil ihraç etti. Ancak altın fiyatlarının yükselmesi, bu borçlanmanın maliyetini önemli ölçüde artırdı—bu durum, emtia bazlı borçlanmanın risklerini önüne seriyor.



Borç Yönetiminde Kritik Kavramlar

Borç Servisi

Yıl içinde ödenecek **ana para + faiz** toplamını ifade eder. Ülkenin borç ödeme kapasitesini değerlendirmede temel göstergedir.

İç Borç Çevirme Oranı

Vadesi gelen borcun ne kadarının **yeniden borçlanabildiğini** gösterir. %120 gibi yüksek değerler piyasadan rahat borçlanmayı, düşük değerler ise faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskıyı ima eder.

Tahvil Fiyatı ve Faiz İlişkisi

Ters Korelasyonun Matematiği

Tahvil piyasasının en temel kuralı: **Faiz oranları ile tahvil fiyatları arasında negatif korelasyon** vardır. Bu ilişkiyi anlamak, sabit getirili menkul kıymet piyasalarının dinamiklerini kavramak için elzemdir.

Temel İlişki

- Faiz oranları **düşerse** → Tahvil fiyatı **yükselir**
- Faiz oranları **yükselirse** → Tahvil fiyatı **düşer**

Bu ilişkinin nedeni basittir: Piyasa faizi düştüğünde, eski (daha yüksek faizli) tahviller daha cazip hale gelir ve fiyatları artar. Tersi durumda ise, yeni ihraçlar daha yüksek getiri sunduğu için eski tahvillerin değeri düşer.



Vade Etkisi: Kritik Bir Nokta

Uzun vadeli tahviller, faiz değişimlerinden **daha fazla etkilenir**. Bunun nedeni, uzun vadeli nakit akışlarının bugünkü değerinin iskonto oranı değişimlerine daha duyarlı olmasıdır. Eğer faiz oranları değişirse, 10 yıllık bir tahvilin fiyatı, 2 yıllık bir tahvilden çok daha fazla hareket eder.

Tahvil Fiyatlama Formülü

Bir tahvilin teorik fiyatı, gelecekteki tüm nakit akışlarının bugünkü değerinin toplamıdır:

$$Fiyat = \sum_{t=1}^n \frac{Kupon_t}{(1 + f_t)^t} + \frac{Ana\ Para}{(1 + f_n)^n}$$

Bu formülde, her dönemin kupon ödemesi ve vade sonundaki ana para, ilgili dönemin piyasa faiz oranıyla iskonto edilerek bugünkü değere indirgenir. Faiz oranlarındaki bir değişim, özellikle paydadaki $(1 + f_t)^t$ terimini etkileyerek fiyatta önemli hareketlere yol açar.

Verim Eğrisi (Yield Curve)

Gelecek Beklentilerinin Haritası

Verim eğrisi, farklı vadelerdeki tahvillerin getirilerini gösteren bir grafiksel gösterimdir. Bu eğrinin şekli, piyasanın gelecek faiz oranları ve ekonomik koşullar hakkındaki bekłentilerini yansıtır.



Negatif (Ters) Eğim

Uzun vadeli faizler, kısa vadeli faizlerden düşük olduğunda ortaya çıkar



Ne Anlama Gelir?

Piyasada **faizlerin düşeceği** bekłentisi hakimdir



Merkez Bankası Sinyali

Sıkı para politikası duruşunu yansıtır



Durgunluk İşareti

ABD gibi ekonomilerde resesyon sinyali olarak algılanır

Eğrinin Şekli Neden Önemli?

Verim eğrisinin eğimi, hangi vadelerin faiz şoklarından ne kadar etkileneceğine işaret eder. Düz bir eğri belirsizliği, dik bir eğri güçlü büyümeye bekłentilerini yansıtırken, ters eğri ekonomik yavaşlama ve potansiyel durgunluğun habercisi olabilir.

Yatırım Stratejileri

Deneyimli yatırımcılar, verim eğrisinin şeklini kullanarak portföy vade yapısını optimize eder. Eğrinin dikenleşmesi bekleniyorsa uzun vadeye, düzleşme bekleniyorsa kısa vadeye ağırlık verilmesi stratejik bir yaklaşım olabilir.

CDS, Risk Primi ve Temerrüt

Risk ve Faiz İlişkisi

Finansal piyasalarda temel bir gerçek vardır: **Faiz oranı = Risk primidir.** Daha riskli kabul edilen bir borçlu, yatırımcıları çekmek için daha yüksek faiz ödemek zorundadır. Bu ilişki, ülke tahvillerinden şirket bonolarına kadar tüm borçlanma araçlarında geçerlidir.



CDS: Kredi Risk Sigortası

CDS (Credit Default Swap), tahvil yatırımcılarının temerrüt riskine karşı satın aldığı bir sigorta primidir. Bir ülkenin veya şirketin CDS primi, o borcun ne kadar riskli algılandığının en net göstergesidir.

244

Baz Puan (bp)

Yıllık yaklaşık **%2,44** sigorta primi anlamına gelir. 100\$ nominal değerli tahvil için yıllık yaklaşık 2,44\$ prim ödenir (kontrat koşullarına bağlı olarak değişebilir).

Default (Temerrüt): En Kötü Senaryo

Temerrüt, borçlunun vade sonunda yükümlülüklerini yerine getirememesi durumudur. Bu durumda çeşitli çözüm yolları devreye girer:

- **Haircut (Kesinti)**

Borcun indirimli geri ödenmesi. Örneğin, alacaklılar 100 birim borçtan 60 birim kabul edebilir.

- **Borç Değişimi**

Eski tahvillerin daha uzun vadeli veya farklı koşullara sahip yeni tahvillerle değiştirilmesi.

- **Yeniden Yapılandırma**

Ödeme planının revize edilmesi ve vadelerin uzatılması (redemption/itfa süreçleri).

Dinamik Piyasa: CDS piyasası son derece likit ve hızlı hareket eden bir piyasadır. Bir ülke veya şirkete dair risk algısındaki en ufak değişim, CDS primlerine **anlık** olarak yansır. Bu nedenle CDS primleri, kredi riskinin en güncel ve şeffaf göstergesi olarak kabul edilir.

2008 Krizi ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Finansal Sistemin Çöküş Mekanizması

2008 küresel mali krizi, modern finans tarihinin en yıkıcı olaylarından biridir. Krizin merkezinde, **ipoteğe dayalı menkul kıymetler (Mortgage-Backed Securities – MBS)** yer almaktaydı. Bu karmaşık finansal enstrümanlar, konut piyasasındaki balonun patlamasıyla birlikte domino etkisi yaratarak tüm küresel finansal sistemi tehdit etti.

Domino Etkisinin Anatomisi

1. Konut Kredisi Dağıtımları

Bankalar, sınırlı gelir ve düşük kredi notuna sahip kişilere bile **subprime konut kredisi** verdi. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, kredi için teminat olarak kullanıldı.

2. Menkul Kıymetleştirme

Bu konut kredileri bir **havuzda** toplandı ve yatırımcılara satılmak üzere **menkul kıymet** haline getirildi. Kupon ödemeleri, ev sahiplerinin aylık kredi taksitlerinden karşılandı.

3. Geri Ödeme Krizi

Faiz oranlarının yükselmesi ve ev sahiplerinin ödeme yapamaması sonucu, kupon ödemeleri **aksadı**. Teminattaki evler **satışa** çıkarıldı.

4. Domino Etkisi

Pazara aynı anda çok sayıda ev gelmesi **fiyatları düşürdü**. Teminat değeri eridi, daha fazla temerrüt ortaya çıktı ve sistem çöktü.

5. Sistemik Kriz

Büyük şirket ve bankalarda **iflas** ve **kamulaştırma** süreçleri görüldü. Lehman Brothers'in çöküşü, krizin sembol olayı haline geldi.

"2008 krizi bize gösterdi ki, karmaşık finansal mühendislik ve yetersiz risk yönetimi, küresel ekonomiyi felç edebilecek sistemik risklere yol açabilir. Finansal regülasyonun ve şeffaflığın önemi hiç bu kadar net olmamıştı."

Dolar Endeksi, Bretton Woods ve Altın

Bretton Woods Sistemi ve Çöküşü

Bretton Woods Sistemi (1944–1971), II. Dünya Savaşı sonrası kurulmuş sabit döviz kuru sistemidir. Sistemin temeli, doların altına sabitlenmesiydi:

- **1 ons altın = 35 USD** (başlangıç)
- Daha sonra **38 USD** ve **42,2 USD** düzeltmeleri yapıldı
- 1970'lerin başında sistem tamamen **sona erdi**

Nixon'ın 1971'de doların altın konvertibilitesini

Altın Piyasası Dinamikleri

Arz, Talep ve Fiyat Oluşumu

Altın, yüzyıllardır değer saklama aracı olarak kullanılan bir emtiyadır. Modern finansal sistemde hem yatırım aracı hem de merkez bankası rezervi olarak kritik rol oynar. Piyasa dinamiklerini anlamak, fiyat hareketlerini yorumlamak için elzemdir.



Talep Bileşenleri: Kim Altın Alıyor?



Mücevher Talebi

Küresel altın talebinin en büyük bileşeni. **Çin ve Hindistan** mücevher talebinde dünya liderleri konumunda. Kültürel ve geleneksel faktörler bu talebi belirler.



Yatırım Talebi

Fiziki altın (külçe, sikke) ve altına dayalı finansal araçlar (ETF/BYF). Risk istahının azaldığı dönemlerde güvenli liman arayışıyla artar.



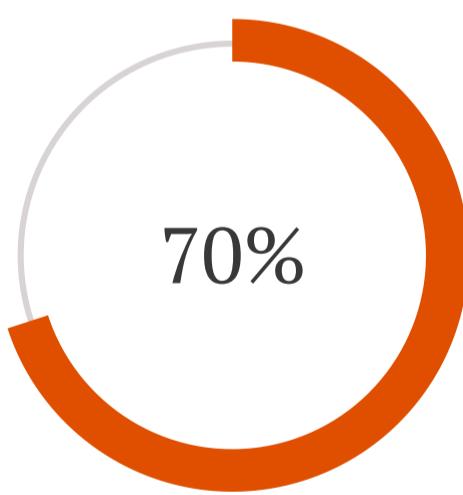
Sanayi Kullanımı

Elektronik, dış hekimliği ve teknoloji sektöründe kullanım. Toplam talebin küçük ama istikrarlı bir bölümünü oluşturur.

Merkez Bankaları

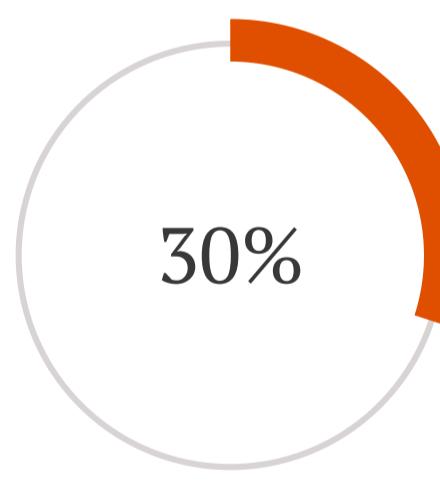
Rezerv çeşitlendirmesi amacıyla merkez bankaları son yıllarda net alıcı konumunda. Özellikle gelişmekte olan ülke merkez bankaları altın stoklarını artırıyor.

Arz Yapısı: Altın Nereden Geliyor?



Madencilik

Yeni çıkarılan altın, arzin büyük çoğunluğunu oluşturur. Üretim maliyetleri ve yeni rezerv keşifleri arzı etkiler.



Geri Dönüşüm

Eski mücevher, elektronik atık ve diğer kaynaklardan geri kazanılan altın. Fiyat artışlarında geri dönüşüm hızla artar.

Arz Esnekliği: Geri dönüşüm altının önemli bir özelliği, talep artışlarını hızlı takip edebilmesidir. Fiyatlar yükseldiğinde, insanlar eski altınlarını nakde çevirme eğilimi gösterir. Bu mekanizma, fiyatların aşırı yükselmesinde doğal bir dengeleyici rol oynar ve piyasada istikrar sağlar.

COMEX Vadeli İşlemler: Beklentilerin Göstergesi

COMEX (Commodity Exchange), altın vadeli işlemlerinin en büyük piyasasıdır. Bu piyasadaki pozisyonlar, yatırımcıların gelecek fiyat bekłentilerini yansıtır:

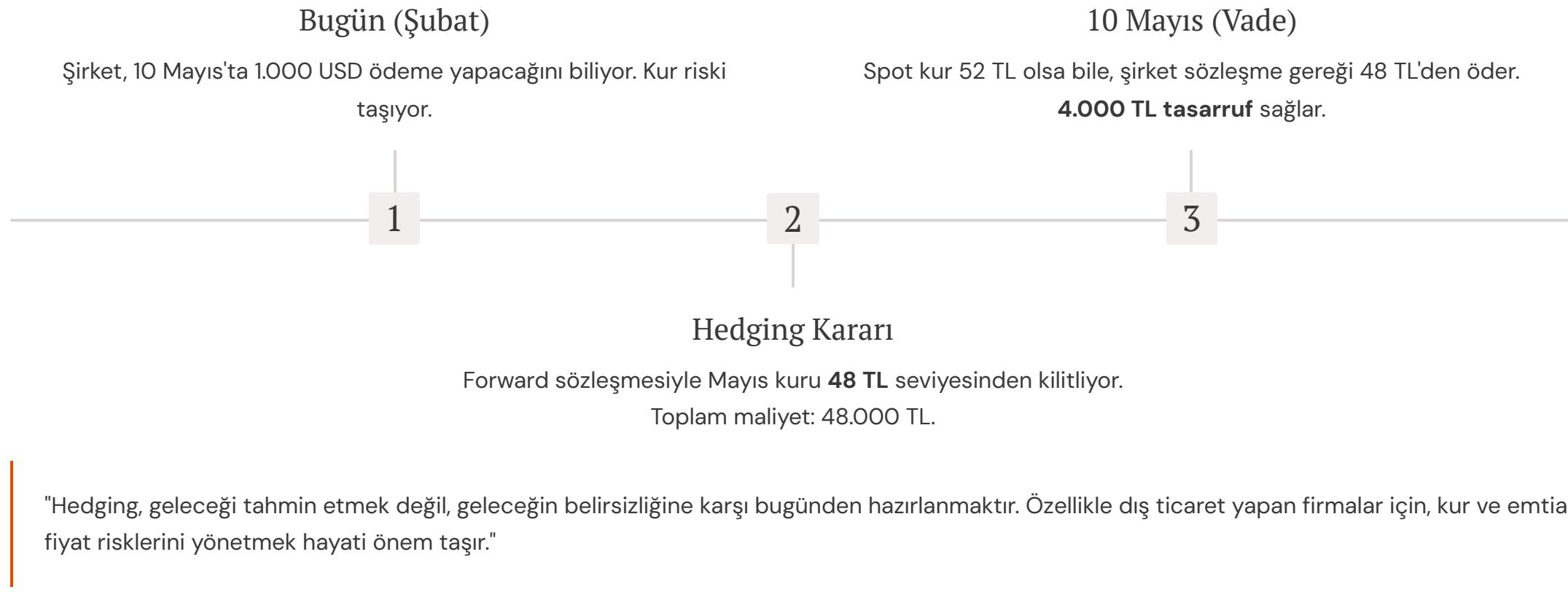
- Long pozisyon:** Altın alım pozisyonu, fiyat artışı bekłentisi
- Short pozisyon:** Altın satış pozisyonu, fiyat düşüşü bekłentisi

Piyasa Yorumu: Long pozisyonlar short pozisyonlardan fazlaysa, bu yukarı yön bekłentisinin ağır bastığını gösterir. Profesyonel analistler, pozisyon raporlarını (COT – Commitments of Traders) yakından takip eder.

Hedging ve Altın Yatırım Araçları

Hedging (Riskten Korunma) Stratejileri

Hedging, gelecekteki fiyat veya kur riskine karşı bugünden pozisyon alarak korunma stratejisidir. Forward ve futures sözleşmeleri, şirketlerin belirsizliği azaltmasına ve nakit akışlarını planlamasına olanak tanır.



Altın Yatırım Alternatifleri

Fiziki Altın

- Külçe ve sikke alımı
- Doğrudan mülkiyet hissi
- Saklama maliyeti ve riski
- Saflik kontrolü gerekli
- Sah tecilik riski

Altına Dayalı Sertifika/Tahvil

- Fiziki altını **temsil eden** finansal araç
- Saklama sorunu yok
- Likit ve kolay alım-satım
- Karşı taraf riski var
- Banka veya kuruma güven gerekir

Altın ETF/BYF

- Borsa'da işlem gören fonlar
- Portföy çeşitlendirmesi kolay
- Düşük işlem maliyeti
- Profesyonel yönetim
- Küsüratsız alım-satım

Yatırımcı Tercihi: Fiziki altın, güvenlik ve mülkiyet hissi arayanlar için idealdir ancak saklama, saflik kontrolü ve sahtecilik riskleri taşırlar. Sertifika ve ETF/BYF gibi araçlar, bu operasyonel zorlukları ortadan kaldırır ve daha likit yatırım imkanı sunar. Hangi aracın tercih edileceği, yatırımcının risk profili, yatırım süresi ve pratik ihtiyaçlarına bağlıdır.

Kongordato: Finansal Krizden Çıkış Yolu

Kongordato (Concordato) Nedir?

Kongordato, mali zorluk içindeki bir şirketin mahkeme kararıyla koruma altına alınması sürecidir. Bu hukuki mekanizma, şirketin borçlarını yeniden yapılandırmamasına ve faaliyetlerine devam etmesine olanak tanır.

İtalyanca kökenli bu terim, Türk İcra ve İflas Kanunu'nda "konkordato" olarak geçer ve finansal sıkıntı yaşayan işletmeler için önemli bir yasal koruma sağlar.



Kongordato Sürecinin İşleyışı

01

Mahkeme Başvurusu

Borçlu şirket, mali durumunu ve yeniden yapılandırma planını içeren dilekçeyle mahkemeye başvurur.

02

Geçici Mühlet Kararı

Mahkeme, icra takipleri, ipotek ve tazminat süreçlerini **geçici olarak durdurur**. Şirket koruma altına alınır.

03

Kayıyım Atanması

Mahkeme, süreci denetlemek üzere bir kayyım atayabilir. Kayyım, şirketin mali durumunu inceler ve raporlar.

04

Yeniden Yapılandırma

Şirket, alacaklılarıyla görüşerek borçlarını yeniden yapılandırır. Vade uzatma, ödeme planı değişikliği gibi düzenlemeler yapılır.

05

Sonuç: Başarı veya İflas

Plan başarılı olursa şirket kurtulur. Başarısız kalırsa **İflas** süreci gündeme gelir.

Kongordatonun Ekonomik Önemi

Domino Etkisini Önleme

Bir şirketin ifası, tedarikçilerini, çalışanlarını ve alacaklılarını da olumsuz etkiler. Kongordato, bu zincirleme çöküşü **engeller**.

İstihdam Koruma

Şirket faaliyetlerine devam edebildiği için işsizlik önlenir ve sosyal maliyetler azalır.

Alacaklılar İçin Fırsat

Kongordato, alacaklıların ifala göre **daha fazla** alacağını tahsil etme şansı verir.

Ekonomik İstikrar

Sistemik riskleri azaltır ve finansal sistemin daha dirençli olmasını sağlar.

Kripto Para: Dikkat Edilmesi Gerekenler

Merkeziyetsizlik ve Yeni Paradigma

Kripto paralar, geleneksel finans sisteminden bağımsız, **merkeziyetsiz** dijital varlıklardır. Blockchain teknolojisi üzerine inşa edilen bu araçlar, aracısız işlem imkanı ve şeffaflık vaat eder.

Bitcoin ve Ethereum gibi onde gelen kripto paralar, piyasa kapitalizasyonu ve likidite açısından diğerlerinden ayrılır. Ancak kripto para yatırımları son derece **volatil** ve **spekulatif**dir.

Yatırımcılar İçin Uyarılar

Önemli Not: Küçük, bilinmeyen ve düşük piyasa değerine sahip altcoinlerden **kaçınılması** şiddetle tavsiye edilir. Bu varlıklar son derece risklidir ve manipülasyona açıktır.

Eğer kripto para yatırımı yapılacaksa, Bitcoin ve Ethereum gibi yerleşik, likit ve geniş kabul gören varlıklar tercih edilmelidir.

- Sorumluluk Reddi:** Bu bilgiler derste geçen genel yorumlardan derlenmiştir ve hiçbir şekilde **yatırım tavsiyesi niteliği taşımaz**. Kripto para yatırımları yüksek risk içerir ve sermayenizin tamamını kaybedebilirsiniz. Yatırım kararlarınızı kendi risk toleransınıza ve araştırmanızına göre alınız.

Araştırma Yapın

Herhangi bir kripto paraya yatırım yapmadan önce detaylı araştırma yapın. Projenin teknik altyapısını, ekibini ve kullanım alanını inceleyin.

Çeşitlendirme

Portföyunuzun tamamını kripto paralara ayırmayın. Sağlıklı bir varlık dağılımı risk yönetiminin temelidir.

Güvenlik

Kripto varlıklarınızı güvenli cüzdanlarda saklayın. Dolandırıcılık ve siber saldırırlara karşı dikkatli olun.

Sınavda Hazırlık: Örnek Sorular

Konuları Pekiştirin

Faiz-Tahvil İlişkisi

- Soru:** Faizler düşerken neden uzun vadeli tahvil fiyatı, kısa vadeliye göre daha fazla yükselir?
- Cevap:** Uzun vadeli tahvilin nakit akımları daha uzak gelecektedir. İskonto oranındaki (faiz) düşüş, bu uzak akımların bugünkü değeri üzerinde **daha büyük** bir artış yaratır. Matematiksel olarak, fiyatlama formülünde paydadaki $(1 + f)^t$ terimi uzun vadede daha yüksek üs değerine sahiptir, bu da faiz değişimlerinin etkisini artırır.

CDS Primi Hesaplaması

- Soru:** CDS primi 250 baz puan olan bir ülke tahvilini 100 USD nominal değer için sigortalarken yıllık yaklaşık ne kadar prim ödenir?
- Cevap:** 250 baz puan = %2,50 yıllık prim. 100 USD nominal değer için yaklaşık **2,5 USD** yıllık prim ödenir. (Not: Kesin tutar, sözleşme koşulları ve teminat kapsamına bağlı olarak değişebilir.)

Dolar Endeksi ve Altın

- Soru:** Dolar endeksi 102'nin üzerine çıktığında altın fiyatına dair piyasa refleksi nedir?
- Cevap:** DXY 102 seviyesinin üzerine çıktığında, genellikle **altın fiyatlarının geri gelmesi** (düşüş) eğilimi gözlenir. DXY ile altın arasında güçlü **negatif korelasyon** vardır. Dolar güçlendiğinde, dolar cinsinden fiyatlanan altın yatırımcılar için daha pahalı hale gelir ve talep azalır.

Repo vs Ters Repo

- Soru:** Repo ile ters repo arasındaki temel fark nedir?
- Cevap:** **Repo** yapan taraf, tahvilini satar ve TL nakit alır; vade sonunda TL + faiz öder ve tahvilini geri alır. **Ters repo** yapan taraf ise, tahvil alır ve TL kullanır; vade sonunda TL + faiz tahsil eder ve tahvil geri verir. Repo **likidite sağlama**, ters repo **likidite değerlendirme** aracıdır.

Altın Arzında Geri Dönüşüm

- Soru:** Altın arzında geri dönüşümün payı neden önemlidir?
- Cevap:** Geri dönüşüm altını (yaklaşık arzin %30'u), talep artışlarını **hızlı takip eden** esnek bir arz kanalıdır. Fiyatlar yükseldiğinde insanlar eski altınlarını satmaya başlar, bu da ani fiyat sıçramalarında **dengeleyici** rol oynar ve piyasada istikrar sağlar.

Kongordato İşlevi

- Soru:** Kongordato ilanı, alacaklıların ipotek ve icra işlemlerini neden durdurur?
- Cevap:** Kongordato, şirketi **izole** ederek sistemik **domino etkisini** önler ve şirkete **yeniden yapılandırma** için zaman tanır. Mahkeme kararıyla sağlanan bu yargısal koruma, hem şirketin kurtulma şansını artırır hem de alacaklıların daha fazla alacak tahsil etmesine imkan verir.

Kur Riski Hedging

- Soru:** Bir firma Mayıs'ta 1.000 USD borcunu ödeyecek ve kur riskini kapatmak istiyor. Nasıl hareket eder?
- Cevap:** Firma, **forward veya futures sözleşmesiyle** Mayıs ayı için USD/TRY kurunu bugünden sabitler. Örneğin, **48 TL** kuruna sözleşme yaparsa, spot kur 52 TL'ye yükselse bile firma sadece 48.000 TL öder ve 4.000 TL tasarruf sağlar. Bu şekilde nakit akışını güvence altına alır.