



Fed ve ECB Politikalarının Gelişen Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları Üzerine Etkisi

Sumru Öz†

2008 yılında başlayan küresel kriz sürecinde merkez bankaları politika faizini düşürmekle kalmadı, daha önce görülmemiş boyutta standart dışı politika araçları kullandı. Bu tür politikaları en aktif uygulayan merkez bankası olan Fed, Lehman Brothers'ın çöktüğü Eylül 2008'den itibaren finans piyasalarını yeniden çalışır kılmak amacıyla ilk aşamada toplam 1,3 trilyon dolarlık büyük ölçekli varlık ve ipoteğe dayalı menkul kıymet satın alarak finans sistemine fon aktardı. Birinci parasal genişleme olarak adlandırılan bu dönemi, 2010 yılı ortasında başlayan ve Haziran 2011'de sona erdirilen ikinci parasal genişleme dönemi izledi. ABD ekonomisinin toparlanmasına destek olmayı hedefleyen Fed, bu dönem boyunca toplam 600 milyar dolarlık tahvil alım programı gerçekleştirdi. Fed, Eylül 2012'de başlayan ve Ekim 2014'te tamamlanan üçüncü parasal genişleme sürecinde ekonomi düzeline kadar, her ay 40 milyar dolar ipoteğe dayalı tahvil ve 45 milyar dolar hazine tahvili olmak üzere aylık 85 milyar dolarlık varlık alımı yaptı (Milliyet, 2014). Bu programların sonucunda Fed bilançosunun aktif büyüklüğü kriz öncesi 1 trilyon doların altında seyrederken Temmuz 2015 itibarıyla 4,5 trilyon dolara yükseldi (Trading Economics, 2015). Daha önce görülmemiş boyuttaki bu parasal genişlemenin ABD ve diğer ekonomiler üzerine etkileri birçok araştırmaya konu oldu.

Fed Politikalarının Gelişen Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları Üzerine Etkisi

Aslında Fed politikalarının gelişen ekonomilere yönelik sermaye akımları üzerinde etkili olup olmadığı sorusuna cevap arayan çalışmalar küresel kriz öncesinde başlamıştı. Standart dışı uygulamaların gündemde olmadığı bu dönemde araştırmalar, Fed faiz kararlarının diğer ülkeler üzerindeki etkilerine yoğunlaşıyordu. Örneğin, Ehrmann ve Fratzscher (2006) Fed para politikalarının küresel hisse senedi piyasalarına önemli bir etkide bulunduğunu gösterdi. Bu çalışmada, Fed faizleri 100 baz puan artırdığında dünya çapında 50 hisse senedi piyasasında getirilerin ortalama %3,8 düştüğü tahmin edildi. Küresel kriz sürecinde politika faizinin düşürülmesinin ekonomik toparlanmaya yetmemesi üzerine Fed tarafından uygulamaya konulan standart dışı politika araçlarının etkileri üzerine çalışmalar ise önceleri parasal genişleme programlarının ABD ekonomisi üzerindeki etkilerine yoğunlaştı. Fed'in genişlemeci para politikaları ile çoğalan küresel likiditenin, gelişen ülkelere sermaye akışını artırarak finansal dengesizliğe neden olduğu iddiaları üzerine ise akademik çalışmalar gelişen ekonomileri de kapsamaya başladı. Bu araştırmalar çoğunlukla Fed tarafından gelecek dönemde uygulanacak politikalara ilişkin yapılan açıklamaların diğer ülkelerin finans

† Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF

piyasaları üzerinde ne gibi etkiler yaptığına odaklanıyor. Bunlar arasında yer alan bir çalışmaya göre parasal genişlemeye ilişkin Fed açıklamaları gelişen ekonomilerde varlık ve hisse senedi fiyatlarını artırırken tahvil getirilerini ve CDS marjlarını düşürüyor (Chen, Filardo, He ve Zhu, 2011). Fed tarafından yapılan açıklamalar yanında gerçek işlemlerin etkisini de bulmaya çalışan bir başka akademik çalışma (Fratzcher, Lo Duca ve Straub, 2013), ikincisi için hem gelişmiş hem de gelişen ekonomilerin tahvil ve hisse senedi piyasalarına 2007 başından 2010 yılı sonuna kadar[‡] giren günlük portföy akımı verilerini kullanıyor ve birinci ve ikinci parasal genişleme programlarının farklı ülke grupları üzerinde farklı etkileri olduğu sonucuna varıyor. Birinci parasal genişleme, ABD ve diğer ülkelerde uzun vadeli getirilerin düşmesini ve özellikle ABD’de hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlarken portföy yatırımlarının gelişen piyasa ekonomilerinden ABD’ye kaymasına, dolayısıyla da doların değer kazanmasına yol açıyor. 2010 yılı ortasında başlayan ikinci parasal genişleme ise, tam tersine, uzun vadeli getiriler üzerinde bir etki yaratmazken gelişen ülke hisse senedi piyasalarına önemli miktarda sermaye girişine ve doların değer kaybetmesine neden oluyor.

Aynı çalışmanın bir diğer bulgusu, Fed tarafından birinci parasal genişleme döneminde gerçekleştirilen büyük ölçekli varlık satın alma işlemlerinin özellikle diğer gelişmiş ve gelişen ekonomiler üzerinde Fed tarafından buna dair önceden yapılan açıklamalara kıyasla daha etkili olduğu yönünde. Bu bulgu, yatırımcıların sadece Fed açıklamalarına tepki vermediğini ve bu açıklamaları tamamen fiyatlamadığını gösteriyor. Çalışmanın gelişen ülkeler açısından en önemli bulgusu ise Fed tarafından uygulanan parasal genişleme programlarının, ekonomik dalgalanmaların boyutunu büyüten bir etkide bulunmakla beraber bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının sadece bir bölümünü açıklayabiliyor olması. Çalışmada, 2007-2010 döneminde gelişen piyasa ekonomilerine yapılan hisse senedi yatırımlarının %20’sinin Fed’in parasal genişleme uygulamalarından kaynaklandığı, geriye kalan kısmın ise döviz kuru esnekliği, merkez bankasının etkinliği, doğru maliye politikaları, nitelikli kurumlar ve finansal serbestlik gibi her ülkenin kendi politikalarına bağlı olduğu tahmin ediliyor. Bu bulguya dayanarak gelişen ülkelerde yaşanan finansal istikrarsızlıklardan tümüyle Fed tarafından uygulanan parasal genişleme programlarını sorumlu tutmak mümkün görünmüyor.

ECB Politikalarının Gelişen Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları Üzerine Etkisi

Küresel kriz sürecinde standart dışı politika araçları kullanan tek merkez bankası Fed değildi. Avrupa Merkez Bankası (ECB) da finans kurumlarına farklı isimler altında uzun vadeli yeniden finansman imkânı sağlamakla kalmadı bazı üye ülkelerin kamu borç senetlerini de satın aldı. ECB bilançosu incelendiğinde, standart dışı uygulamaların Fed programlarında olduğu gibi üç döneme ayrılabilirliği görülüyor. 2008 sonlarında başlatılan ilk program ile 1 trilyon avro olan ECB bilançosu hızla artıyor ve 2009 yılı başından 2011 yılı ortasına kadar 2 trilyon avro civarında seyrediyor. Küresel krizin Avrupa borç krizine dönüşmesinden sonra Ağustos 2011’de uygulamaya konulan ikinci program[§] sonucunda ise ECB bilançosu 2012 yılı ortalarında 3 trilyon Avro’yu aşılıyor (Trading Economics,2015). Ancak ECB’nin 2010-2014 arasında bilançosunda bulunan

[‡] Bu dönem Fed tarafından uygulanan birinci ve ikinci parasal genişleme programlarını kapsıyor.

[§] Aslında ECB borç sorunu yaşayan avro bölgesi çevre ülkelerinin kamu borç senetlerini satın alma programını Mayıs 2010’da uygulamaya başlıyor. İlk aşamada Yunanistan, İrlanda ve Portekiz’in dâhil edildiği programla 75 milyar avroluk alım yapılıyor. Ağustos 2011’de genişletilerek İtalya ve İspanya’nın da dâhil edilmesinden sonra ECB bilançosundaki artış belirgin hale geliyor (Krishnamurthy, Nagel ve Vissing-Jorgensen, 2014).

devlet tahviline denk miktarda parayı bankalara bir haftalık mevduat açma imkânı vererek sistemden çekmesi sterilizasyona gittiğini ve aslında para arzını artırmadığını gösteriyor (Blackstone, 2014). Bu durumda bilançosundaki artışa rağmen 2014'e kadar ECB programlarının parasal genişleme yaratmadığını not etmek gerek. 2014'te 2 trilyona gerileyen ECB bilançosu, Mart 2015'te 400 milyar avro tutarındaki uzun vadeli bir yeniden finansman programının sterilizasyona gitmeden uygulamaya konulmasından sonra Temmuz 2015 itibarıyla 2,45 trilyon avroya çıkmış durumda ve bu kez parasal genişlemeden söz edilebilir.

ECB politikalarının etkilerini araştıran akademik çalışmalar doğal olarak Avrupa borç krizinden en çok etkilenen Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya (GIIPS ülkeleri) başta olmak üzere avro bölgesi ülkeleri üzerinde yoğunlaşıyor. İtalya, İspanya ve Portekiz'e ait kamu borç senetlerinin satın alınması şeklinde uygulanan politikaların, bu senetlerinin getirilerini düşürme ve makro-ekonomik görünümü iyileştirme konusunda başarılı olup olmadığını bulmayı hedefleyen bir çalışma, her üç ülkede de getirilerin önemli ölçüde düştüğü sonucuna varıyor (Krishnamurthy, Nagel ve Vissing-Jorgensen, 2014). Çalışmada ayrıca, ECB tarafından uygulanan bu standart dışı politikaların varlık fiyatlarının artmasını sağlayarak yalnızca kamu borç sorunu olan avro bölgesinin çevre ülkelerinde değil merkez ülkelerde de genel makro-ekonomik görünümü iyileştirdiği bulunuyor.

ECB tarafından uygulanan standart dışı politikaların yalnızca Avro bölgesi değil küresel piyasalar üzerindeki etkilerini de araştıran ilk çalışma Fratzcher, Lo Duca ve Straub tarafından 2014 yılı sonlarında yayımlandı. Mayıs 2007-Eylül 2012 arası günlük veriler kullanılarak yürütülen bu çalışma ilk olarak, ECB'nin uyguladığı standart dışı politikaların avro bölgesi merkez ve çevre ülkelerinde hisse senedi fiyatlarını artırdığı ve çevre ülkelerde yüksek seyreden kamu borç senedi getirilerini düşürerek merkez ve çevre ülkeler arasındaki getiri farkının azaltılmasına katkıda bulunduğunu gösteriyor. İkincisi, bu politikaların sadece avro bölgesi finans piyasalarını etkilemekle kalmadığı, G20 üyesi ülkelerde gerek hisse senedi fiyatlarını artırarak gerekse genel risk algısı ile ülkelerin ve çok uluslu bankaların kredi riskini düşürerek küresel çapta da olumlu etkilerde bulunduğu, ancak uluslararası getiriler üzerindeki etkisinin ihmal edilebilir düzeyde olduğu sonucuna varılıyor. Çalışmanın ECB tarafından uygulanan standart dışı politikaların uluslararası portföy akımlarını çok az etkilediği yolundaki bir diğer bulgusu, bu programların uygulandığı dönemlerde küresel çapta hisse senedi fiyatlarında görülen artışın uluslararası yatırımlardan değil, risk algısı azalan yerli yatırımcıların kararlarından kaynaklandığını ima ediyor. Ayrıca bu bulgu, ECB'nin standart dışı politikalar uyguladığı dönemlerde sterilizasyona gittiği gerçeği ile de örtüşüyor. Bunların yanında, ECB standart dışı politikaları sonucunda ortalamada avro az da olsa değer kaybetmekle beraber Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism- ESM) altında bulunan ülkelerin kamu borç senetlerinin satın alınmasını içeren uygulamanın ardından avronun bir miktar değer kazandığı da çalışmanın bulguları arasında yer alıyor.

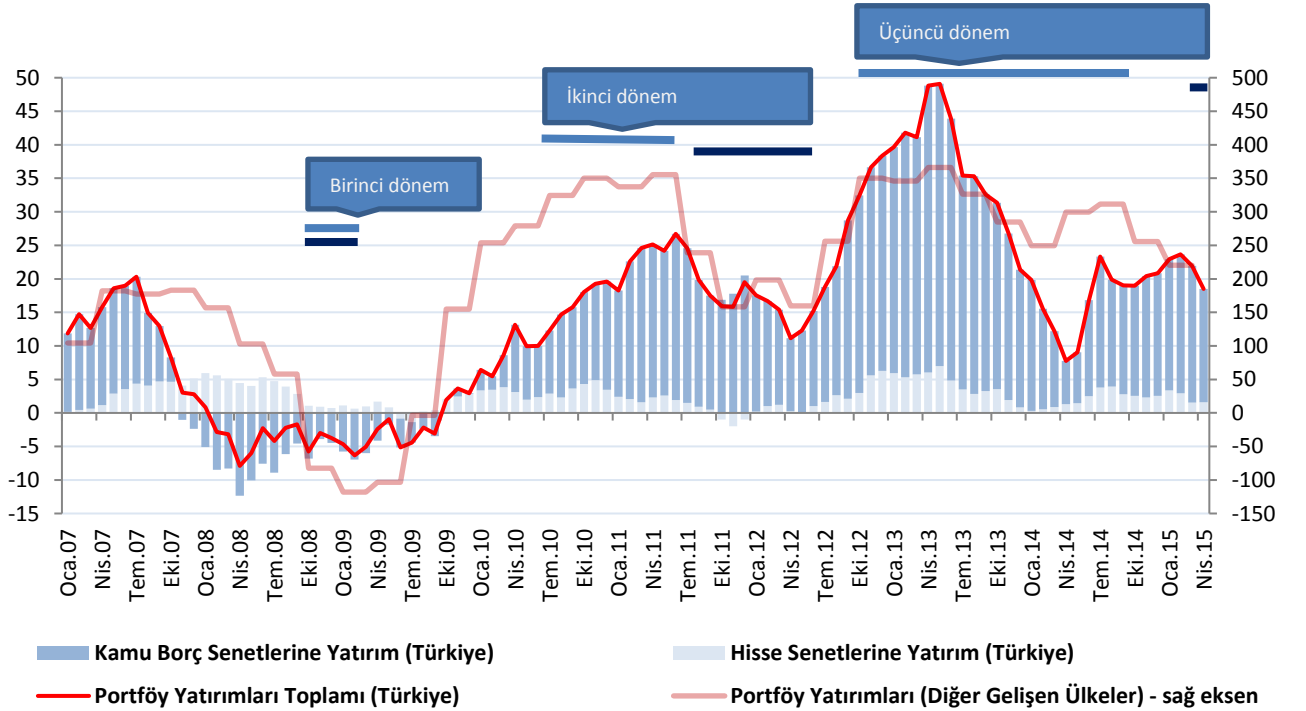
Fed ve ECB Politikalarının Farkları ve Türkiye'ye Yapılan Portföy Yatırımları

Küresel krizin başladığı 2008 sonlarında, piyasalardaki gerilimi azaltmak için finans kuruluşlarına likidite sağlamayı hedefleyen Fed ve ECB politikaları 2009 başından itibaren ayrıştı (Fratzcher, Lo Duca ve Straub, 2014). Fed uzun vadeli getirileri düşürmek amacıyla birkaç aşamada büyük ölçekli varlık ve ipoteye dayalı menkul kıymet ile tahvil alım programı gerçekleştirdi. ECB ise özellikle avro bölgesi ekonomileri arasında kapanmış olan bankalar arası piyasaları yeniden çalıştırmak için bölge bankalarına borç verme şeklinde bir

program uyguladı. İkinci fark, Fed'in varlık satın alma programlarının takvimini ve miktarını aylar öncesinden açıklaması, ECB'nin ise buna piyasa koşullarına göre günlük olarak karar vermesiydi. Üçüncü fark, ECB tahvil alım programlarının Fed programlarına kıyasla hem küçük ölçekli olması hem de sadece ülke riski artan avro bölgesi çevre ekonomilerini rahatlatma amacı taşımasıydı. Yukarıda özetlenen araştırmaların bulguları ile paralel bir şekilde Fed'in yüksek kredi notuna sahip ABD borç senetlerini satın alması ve sterilizasyona gitmemesi küresel piyasalarda likidite artışına, dolayısıyla uluslararası portföy yatırımlarında artışa neden oldu. Avro bölgesindeki düşük kredi notuna sahip ülkelerinin kamu borç senetlerini satın alırken para arzının artmasına izin vermeyen ECB'nin uyguladığı standart dışı politikalar ise uluslararası portföy yatırımları üzerinde bir etkiye bulunmadı, amaçladığı gibi sadece bölgesel ve küresel risk algısını düşürme işlevi gördü.

Şekil 1'de verilen 2007-2015 döneminde Türkiye'ye yapılan yabancı portföy yatırımlarının** aylar itibarıyla hareketli yıllık toplamı, Fed tarafından uygulanan birinci†† ve ikinci parasal genişleme programlarının farklı ülke grupları üzerinde farklı etkileri olduğu sonucuna varan Fratzcher, Lo Duca ve Straub (2013) çalışması ile uyumlu. Gerçekten de birinci parasal genişleme döneminde portföy yatırımlarının diğer gelişen piyasa ekonomilerinden olduğu gibi Türkiye'den de çıktığını görüyoruz. IFS veri tabanından alınan ve gelişmekte olan diğer ülkelere yönelik portföy yatırımlarının toplamını (sağ eksen) da veren Şekil 1, küresel kriz öncesinde portföy yatırımlarındaki azalışın ve çıkışın Türkiye'de daha önce başladığını da gösteriyor.

Şekil 1 2007-2015 arasında hareketli yıllık toplam yabancı portföy yatırımları (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, IFS

Standart-dışı politika uygulamaları: FED (—) ECB (—)

** Türkiye'ye yapılan yıllık yabancı yatırımların dağılımı ekte yer alan Şekil 2'de veriliyor. Buna göre doğrudan yabancı yatırımlar ve doğrudan borçlanmalar (diğer yatırımlar kalemi) daha istikrarlı bir seyir izlerken yabancı yatırımlardaki dalgalanma portföy yatırımlarından kaynaklanıyor. Daha açık görmek için Şekil 1 sadece portföy yatırımlarını içeriyor.

†† 2008 Eylül ayında başlayan birinci parasal genişleme ile Fed bilançosu kısa sürede 2 trilyon dolara ulaşıyor. Bileşenleri değişmekle birlikte 2009 başından 2010 yılı ortasına kadar bu düzeyde seyrediyor.

2010 yılı ortasında başlayan Fed ikinci parasal genişleme döneminde, Fratzcher, Lo Duca ve Straub (2013) çalışmasının sonuçları ile uyumlu bir şekilde, diğer gelişen ekonomilere ve Türkiye'ye yapılan portföy yatırımlarının miktarı önemli ölçüde artıyor. Ancak diğer ülkelerden farklı olarak Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları hisse senedi piyasasından çok kamu borç senetlerine yapılıyor. Fed tarafından uygulanan ikinci parasal genişlemenin sona erdiği Haziran 2011'den itibaren ise Türkiye'ye ve diğer gelişen ekonomilere yapılan toplam portföy yatırımları hızla azalmaya başlıyor. Kısa bir süre sonra ECB'nin ikinci kez standart dışı politikalara baş vurmasına karşın gelişen ülkelere yönelik portföy yatırımlarındaki azalış devam ediyor.

Fratzcher, Lo Duca ve Straub tarafından yapılan çalışmanın kapsamadığı Fed üçüncü parasal genişleme döneminin başlangıcında Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları, diğer gelişen ekonomilere yapılan bu tür yatırımların toplam değerinin %10'unu aşmakla kalmıyor, 2013 yılı Mayıs ayında yıllık bazda 49 milyar dolar ile tarihsel olarak en yüksek düzeyine çıkıyor. İlk sinyali verdikten bir ay sonra, Haziran 2013'te Fed Başkanı'nın varlık alım programını azaltabileceklerine ilişkin açıklamasının ardından Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları diğer gelişen ülke piyasalarına paralel bir şekilde düşmeye başlıyor. 2013 Aralık ayından itibaren Türkiye'de bu düşüşün diğer gelişen ülkelere kıyasla daha belirgin bir hal alması, 2013 yılı sonlarında ve 2014 başında yaşanan gelişmelerin ülke riskini^{##} artırmasına bağlanabilir. Fed'in Ekim 2014'te parasal genişleme programını sonlandırmasının ardından ise diğer gelişen ülkelere yapılan portföy yatırımlarının toplamı da önemli ölçüde düşüyor.

ECB tarafından uygulanan standart dışı politikaların etkileri üzerine yine Fratzcher, Lo Duca ve Straub tarafından 2014 yılında yayımlanan çalışmanın bu programların uluslararası portföy akımlarını çok az etkilediği yolundaki bulgusu da Türkiye ve diğer gelişen ekonomilere yönelik portföy yatırımları girişlerinin seyri ile uyumlu görünüyor. Şekil 1'de koyu mavi çizgi ile gösterilen ECB'nin standart dışı politikalar uyguladığı dönemlerde bu ülkelere yönelik portföy yatırımları artmak bir yana azalıyor. Çünkü bu dönemler tam da Fed'in parasal genişlemeyi durdurduğu dönemlere rast geliyor. Son olarak Şekil 1'e göre, küresel krizin başlangıcında Fed ve ECB'nin eş zamanlı olarak müdahalede bulunduğu ilk dönemi bir kenara bırakırsak ECB, standart dışı politikalarını Fed'in parasal genişleme programlarını tamamlamasının hemen ardından uygulamaya koyuyor. ECB'nin bu tür politikaları avro bölgesi finans piyasalarında yaşanan çalkantılardan sonra başlattığı göz önüne alınınca, Fed parasal genişlemelerinin yarattığı likidite bolluğunun AB çevre ülkelerindeki risklerin görmezden gelinmesine yol açtığını da söylemek mümkün.

Sonuçlar

Bu araştırma notunda akademik makalelerin bulgularından yararlanarak Fed ve ECB politikalarının gelişen ülkelere yönelik sermaye akımları üzerindeki etkileri değerlendiriliyor. Fed ve ECB tarafından küresel krizin başladığı 2008 sonlarından itibaren uygulamaya konulan standart dışı politikaların gelişen ülkelere etkisi üzerine yapılan tartışmalar iki farklı yaklaşıma dayanıyor. Yükselen piyasa ekonomilerinin politika yapıcıları bu tür standart dışı uygulamaların sermaye akımlarında ve dolayısıyla varlık fiyatlarında oynaklığa yol açarak ülkelerindeki finansal istikrarı bozduğunu savunuyor ve bu tür politikaların küresel çapta bir

^{##} Ülke riskini gösteren beş yıllık kredi iflas takası primi (CDS), Türkiye için Ocak 2014'te 270 seviyelerine kadar yükseldi (Bloomberg).

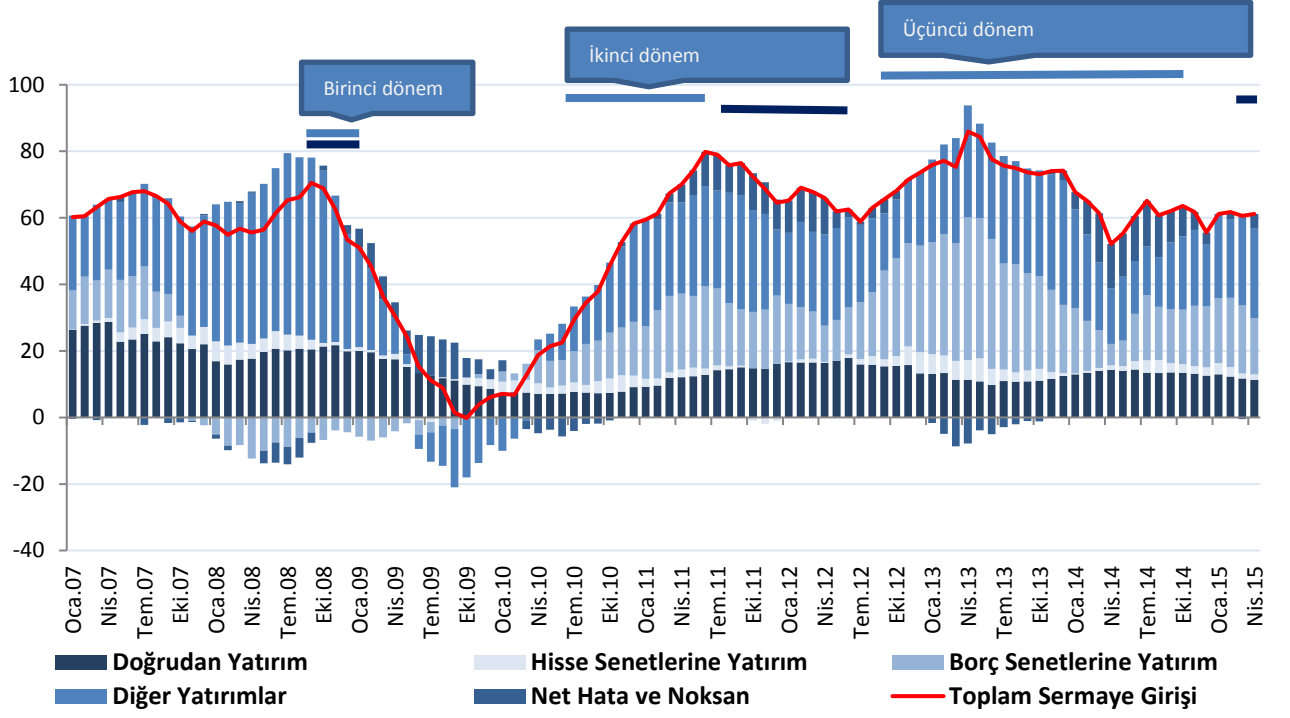
koordinasyon ve işbirliği içinde yürütülmesi çağrısında bulunuyorlar. Gelişmiş ülkelerin politika yapıcılarını ise uyguladıkları standart dışı politikaların riskleri olduğunu kabul etmekle birlikte bunların kendi ekonomilerinin düzelmesinde etkili olduğunu, dolayısıyla küresel ekonomiye de yarar sağladığını iddia ediyorlar. Ayrıca, küresel piyasalardaki oynaklığın merkez bankalarının doğrudan etki edemediği dışsal olaylara bağlı olduğunu; yükselen piyasa ekonomilerinin doğru politikaları uyguladıkları sürece parasal bağımsızlıklarını ve finansal istikrarlarını koruyabileceklerini savunuyorlar.

Bu tartışmaya katkı sağlamak için yapılan ve yukarıda kısaca özetlenen araştırmalar, 2015 yılına kadar para arzının artmasına izin vermeyen ECB'nin uyguladığı standart dışı politikaların sadece avro bölgesi içindeki sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğunu, Fed tarafından uygulanan politikaların ise uluslararası portföy akımlarının yönünü ve miktarını değiştirdiği bulgusuna ulaşıyor. Bu çalışmalar, ECB'nin kullandığı standart dışı araçların, Fed politikalarının aksine gelişen ekonomilere yönelik portföy yatırımları üzerinde bir etkide bulunmamakla beraber, belirsizliğin arttığı dönemlerde küresel çapta varlık fiyatlarını yükseltmek ve risk algısını düşürmek yoluyla uluslararası finans piyasalarını olumlu yönde etkilediği sonucuna varıyor. Şekil 1, Fed ve ECB tarafından yürütülen standart dışı politikaların Türkiye'ye yönelik sermaye akımları üzerindeki etkilerinin de benzer şekilde olduğunu gösteriyor. ECB politikaları Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarını etkilemezken Fed'in ikinci ve üçüncü parasal genişleme programlarını uyguladığı dönemlerde bu tür akımlarda artış, uygulamaların tamamlanmasından ya da bu yönde yapılan açıklamalardan sonra ise azalış yaşanıyor. Fed'in faiz artırmaya hazırlandığı bugünlerde, Ehrmann ve Fratzscher (2006) çalışmasına dayanarak önümüzdeki dönemde gelişen ekonomilere yönelik uluslararası portföy akımlarındaki düşüşün sürmesini bekleyebiliriz. Ancak Fratzcher, Lo Duca ve Straub (2013) çalışmasının Fed tarafından yaratılan likiditenin yükselen piyasalara yönelik sermaye hareketlerinin sadece %20'sinden sorumlu olduğu şeklindeki bulgusu, yabancı yatırımların asıl belirleyicisinin alıcı ülkelerin uyguladığı ekonomik politikalar olduğuna işaret ediyor. Portföy akımlarını girerken olduğu gibi çıkarken de büyük ölçüde gelişen ülkelerin kendi politikalarının belirlediğini kabul edersek, bu ülkelerin yaşadıkları finansal istikrarsızlıktan tümüyle Fed ve ECB tarafından uygulanan standart dışı politikaları sorumlu tutmayı uygun politikaları kendilerinin tasarlaması gerektiğini söyleyebiliriz.

Referanslar

- Blackstone, B., 2014, "What Does the ECB's 'Sterilization' Program Do?", Wall Street Journal, Mar. 4, 2014. <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/03/04/what-does-the-ecbs-sterilization-program-do/>
- Chen Q., A. Filardo, D. He, F. Zhu, 2011, "International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies", BIS Papers No. 66p. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap66p.pdf>
- Ehrmann M., M. Fratzscher, 2006, "Global Financial Transmission of Monetary Policy Shocks," Working Paper No. 616, European Central Bank. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp616.pdf>
- Fratzschser, M., M. Lo Duca, R. Straub, 2013, "On the International Spillovers of US Quantitative Easing". ECB Working Paper No. 1557.
- Fratzschser, M., M. Lo Duca, R. Straub, 2014, "ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, International Spillovers and Transmission Channels". Paper presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund, Washington, DC, November 13-14, 2014.
- Krishnamurthy, A., S. Nagel, A. Vissing-Jorgensen, 2014, "ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels", <http://eml.berkeley.edu/~webfac/gourinchas/ECBPolicies.pdf>
- Milliyet, 2014, "Güle güle parasal genişleme", 30.10.2014, <http://uzmanpara.milliyet.com.tr/haber-detay/gundem/gule-gule-parasal-genisleme/6743/>
- Trading Economics website, 2015, <http://www.tradingeconomics.com/>

Şekil 2 2007-2015 arasında aylar itibarıyla Türkiye'ye yapılan hareketli yıllık toplam yabancı yatırım ve bileşenleri (milyar dolar)



Kaynak: TCMB Standart-dışı politika uygulamaları: FED (—) ECB (—)