

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette 2018 yılının ikinci çeyreğinden bu yana izlenen zayıf görünüm 2019 yılının ikinci çeyreğinde daha da belirginleşerek sürmüştür; imalat sanayiinde önemli ölçüde ivme kaybı gözlenmiştir. Yılın ilk yarısında, ABD başta olmak üzere birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para politikasında gevşeme sürecinin netleşmesi, finansal piyasalar üzerinde olumlu etki yaratmıştır. Bununla birlikte, ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin yeniden tırmanması ve gümrük tarifelerinin karşılıklı artırılması piyasalardaki güveni küresel ölçekte bozmuş, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliği yükseltmiş, iş güveni ve yatırım kararlarını olumsuz etkilemiştir. Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin, jeopolitik risklerin ve gelişmekte olan ülkelere özgü kırılganlıkların önümüzdeki dönemde de küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk unsurları olmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu bağlamda, büyüme görünümünün hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından bir önceki Rapor dönemine göre zayıfladığı değerlendirilmektedir.

Manşet enflasyon oranları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, 2019 yılının üçüncü çeyreğinde gerilemiştir. Bu dönemde küresel ekonomik aktiviteye ilişkin görünümün zayıflamaya devam etmesi sonucunda talep yönlü unsurlar, ham petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareketini sınırlamıştır. Küresel ekonomik aktivitedeki zayıf görünüm ve yüksek belirsizlik, bir taraftan emtia piyasalarını baskılarken, diğer taraftan da işgücü piyasalarındaki sıkışmanın ücret artışlarına yansımaları kısıtlamaktadır. Nitekim işsizliğin düşük seyrettiği bir konjunktürde yaşanan ücret artışlarının çekirdek enflasyona yansımalarının, firma kâr marjı ayarlamaları yoluyla kısıtlı kaldığı değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, 2019 yılında küresel enflasyon oranlarının, ılımlı seyreden küresel büyüme ve emtia fiyatlarının yanı sıra ücretlerin de seyrine bağlı olarak yatay bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, ticarete korumacılık önlemleri, Brexit ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı belirsizliklerin artarak devam etmesi, bu kanallardan gelen olumlu ve olumsuz gelişmelere bağlı olarak küresel finansal piyasaların dalgalı bir seyir izlemesine yol açmıştır. Küresel para politikalarındaki gevşeme eğilimi bir önceki Rapor dönemine göre güçlenmiş; faiz indirimleri genele yayılarak devam ederken özellikle gelişmekte olan ülkelerde parasal duruş önemli oranda gevşemiştir. Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin kontrol altında olması para politikalarındaki gevşeme eğilimini desteklemiştir. Dolayısıyla, küresel finansal koşullar daha olumlu bir görünüm sergilerken, özellikle ABD'de uzun vadeli tahvil faizleri gerilemiştir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde merkez bankaları yüksek belirsizliğe vurgu yapmakta ve gelecek faiz indirimleri konusunda net bir sinyal vermekten kaçınmaktadır. Özetle, önümüzdeki dönemde küresel finansal koşullar açısından küresel belirsizliğin seyri kritik önem taşımaktadır.

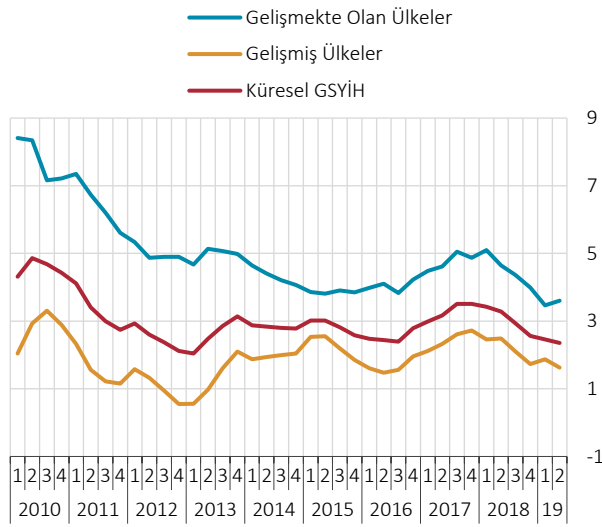
Küresel ticaret ve büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskler ve enflasyon görünümündeki ılımlı seyir çerçevesinde gelişmiş ülke para politikalarındaki görece gevşemenin önümüzdeki dönemde belirginleşerek süreceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, portföy akımlarının seyrinde söz konusu iten faktörlerden ziyade, GOÜ'lerde ülkeye özgü faktörlerin (çeken faktörler) daha belirleyici olacağı değerlendirilmektedir.¹ Buna göre, daha sağlıklı finansal koşullara ve uluslararası yatırımcılar için daha elverişli iş yapma ortamına sahip GOÜ'ler, küresel finansal koşullardaki iyileşmeden daha fazla istifade edebileceği gibi olumsuz şoklara karşı görece daha esnek ve dayanıklı kalabilecektir.

¹ Gelişmekte olan ülke borçlanma senedi piyasalarına ilişkin yabancı pozisyonun belirlenmesinde görece talebe ilave olarak görece arzı da dikkate alarak türetilen endeks Kutu 2.1 de sunulmaktadır.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğilimi yılın ikinci yarısında daha da belirgin hale gelmiş ve büyüme hızı bir önceki çeyreğin altında gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). Bu dönemde yıllık büyüme hızının, başta ABD, Euro Bölgesi ve Japonya olmak üzere, gelişmiş ülkelerde bir önceki çeyreğe kıyasla azaldığı görülmektedir. Buna karşın, Latin Amerika ve Doğu Avrupa kaynaklı olarak GOÜ anılan dönemde bir önceki döneme kıyasla daha olumlu bir büyüme performansı göstermiştir (Grafik 2.1.2). Bahsi geçen dönemde, GOÜ büyümesine önemli katkıda bulunan Brezilya'da iktisadi faaliyetin hızlandığı, Arjantin'in ise durgunluktan çıktığı gözlenmektedir. Buna karşın, Çin ekonomisindeki yavaşlamaya bağlı olarak büyüme performansı Asya bölgesinde zayıflamıştır.

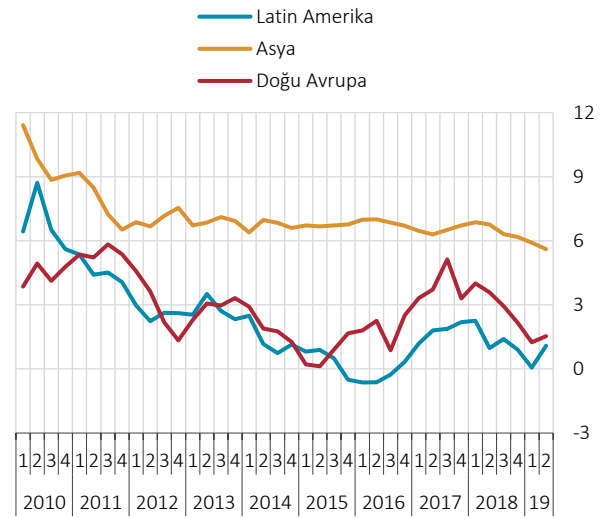
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.

Grafik 2.1.2: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

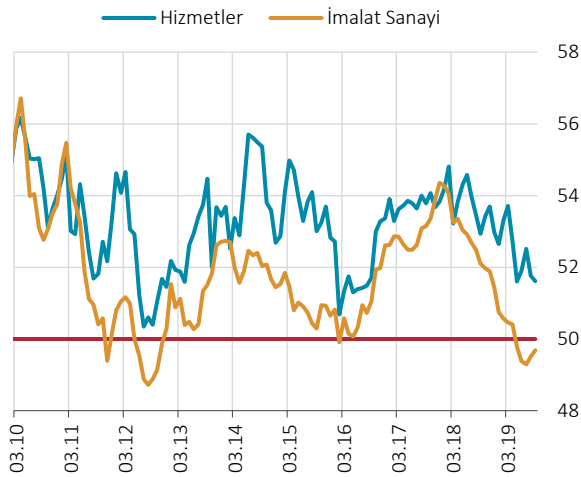
* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, küresel ekonomideki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmiştir. Bu dönemde imalat sanayi küresel PMI göstergesindeki gerileme çok daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 2.1.3). Bu gelişmenin, başta Euro Bölgesi olmak üzere gelişmiş ülkelerin imalat sanayi PMI göstergelerindeki bozulmadan kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 2.1.4). Gelişmekte olan ülkelerin imalat sanayi PMI verileri ise anılan dönemde daha olumlu bir görünüm sergilemiştir (Grafik 2.1.5). Bu veriler, sanayi sektörü büyümesinin, özellikle gelişmiş ülkelerde olmak üzere, küresel ölçekte yavaşlamaya devam ettiğini göstermektedir. Nitekim sanayi üretimi yıllık büyüme oranı Temmuz ve Ağustos aylarında ABD'de belirgin bir şekilde azalmış; Euro Bölgesi ve Japonya'da ise eksi olarak gerçekleşmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, hizmetler sektörü PMI verileri gelişmiş ülkelerde gerilerken, gelişmekte olan ülkelerde ise belirgin bir farklılaşma yaşanmamıştır (Grafik 2.1.5). Bu doğrultuda, hizmetler sektörü küresel PMI göstergesi bahsi geçen dönemde sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 2.1.3).

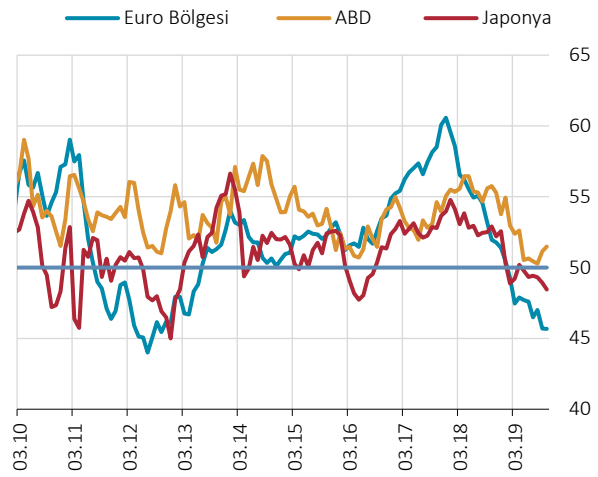
Küresel ticarete ilişkin olarak süregelen belirsizlikler söz konusu dönemde oldukça yükselmiş ve iktisadi faaliyeti olumsuz etkileyen en önemli faktör olmuştur. Nitekim Dünya Ticaret Örgütü, 2019 ve 2020 yıllarına ait küresel ticaret hacmi büyüme tahminlerini Ekim ayı başında belirgin şekilde aşağı yönlü güncellemiştir. Ayrıca İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış sürecine ilişkin belirsizlikler, başta Euro Bölgesi ile İngiltere'de olmak üzere, ekonomik büyümeye olumsuz etki eden bir diğer faktör olmuştur. Yılın üçüncü çeyreğinde, para politikalarındaki gevşeme eğilimine rağmen gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin yavaşlaması da bu ülkelerin büyümesini sınırlayan bir diğer etken olarak değerlendirilmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

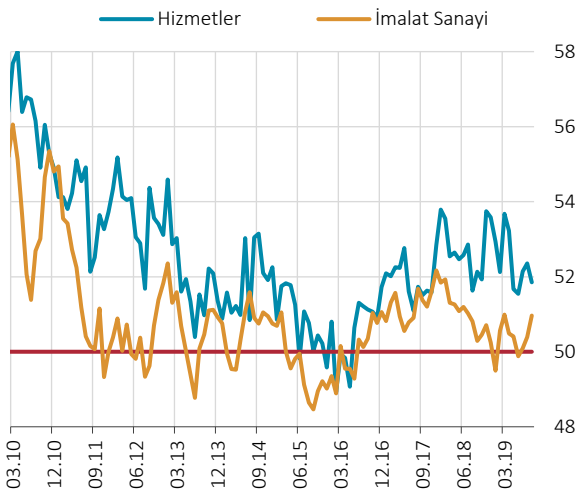
Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



Kaynak: IHS Markit.

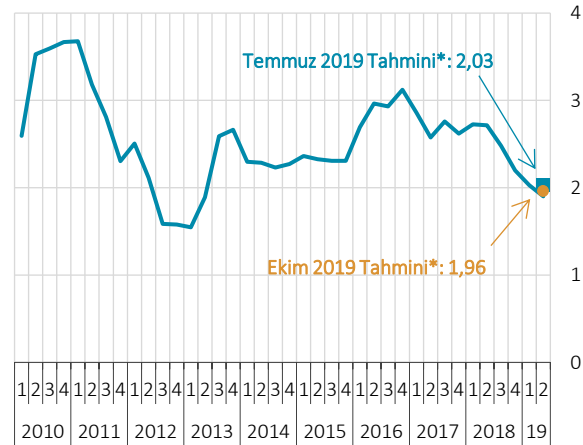
Özetle, küresel ekonomideki yavaşlama eğiliminin, 2019 yılının üçüncü çeyreğinde de devam ettiği görülmekte ve özellikle GOÜ'ler kaynaklı olarak küresel büyüme hızının bir önceki döneme kıyasla daha düşük bir düzeyde gerçekleşmesi beklenmektedir. Consensus Forecasts bültenlerinden elde edilen 2019 yılı büyüme tahmininin, Ekim ayında bir önceki Rapor dönemine göre 0,2 puan aşağı yönlü güncellenmesi, söz konusu beklentiyi desteklemektedir. Yıl sonu büyüme tahmini, gelişmiş ülkelerin çoğunluğunda aşağı yönlü olarak güncellenmiştir (Tablo 2.1.1).

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.6: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* 2019 yılı büyüme tahminini göstermektedir.

Küresel ticaret ile İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış sürecine ilişkin belirsizliklerin ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik risklerin yılın son çeyreğinde de küresel iktisadi faaliyeti baskılamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Söz konusu risk faktörleri ile GOÜ'lerin kendilerine özgü kırılganlıklarının bu ülkelere sermaye girişlerini yavaşlatmaya devam etmesi beklenmektedir.

2019 yılına ilişkin Consensus Forecasts büyüme tahminleri Ekim ayında, bir önceki Rapor dönemine göre Japonya hariç gelişmiş ülkelerin tamamında, gelişmekte olan ülkelere ise Latin Amerika ve Asya bölgeleri için aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). IMF tarafından Ekim ayında yayımlanan Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'na ait 2019 yılı büyüme tahminlerinde de, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke grupları için aşağı yönlü benzer bir güncelleme söz konusudur. Bu çerçevede, Ekim ayı Consensus Forecasts büyüme

tahminleriyle oluşturulan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi, küresel büyüme hızının Temmuz dönemine göre gerilediğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.6). Bu gelişmeler ışığında, önümüzdeki döneme ilişkin büyüme görünümünün hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre zayıfladığını söylemek mümkündür. Bu durum, önümüzdeki dönemde Türkiye'nin mevcut pazarlardaki dış talebinin bir miktar zayıflayacağını ima etmektedir.

Tablo 2.1.1: 2019 ve 2020 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2019	2020	2019	2020
Dünya	2,7	2,7	2,5	2,5
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,5	1,9	2,3	1,8
Euro Bölgesi	1,1	1,2	1,1	0,9
Almanya	0,7	1,4	0,5	0,8
Fransa	1,3	1,3	1,3	1,2
İtalya	0,0	0,4	0,1	0,4
İspanya	2,3	1,8	2,1	1,7
Japonya	0,7	0,3	1,0	0,2
İngiltere	1,3	1,3	1,2	1,0
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	5,4	5,3	5,2	5,1
Çin	6,2	6,0	6,2	5,9
Hindistan	6,9	7,1	6,0	6,8
Latin Amerika	0,9	2,2	0,5	1,6
Brezilya	0,9	2,2	0,9	1,9
Doğu Avrupa	1,9	2,6	2,0	2,6
Rusya	1,1	1,9	1,0	1,8

Kaynak: Consensus Forecasts.

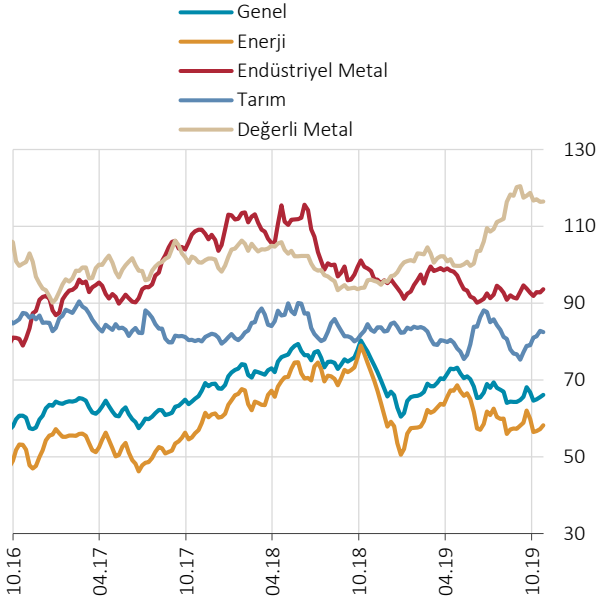
2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Küresel ekonomideki yüksek belirsizlik ve para politikalarındaki gevşeme süreci nedeniyle değerli metal fiyatlarında gözlenen artışa karşın, diğer emtia fiyatlarında gözlenen aşağı yönlü seyir dolayısıyla, emtia fiyatları bir önceki çeyreğe göre ortalama yüzde 5,1 oranında gerilemiştir. Söz konusu dönemde, değerli metal fiyatları bir önceki çeyreğe göre ortalama yüzde 13,2 oranında yükselirken, enerji, endüstriyel metal ve tarım fiyatları ise sırasıyla, ortalama yüzde 7,2, yüzde 1,5 ve yüzde 1,4 oranlarında gerilemiştir (Grafik 2.2.1).

ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin tırmanmasıyla, küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizliğin yükselmesi ve bir önceki Rapor dönemine kıyasla daha olumsuz küresel büyüme görünümü, yılın üçüncü çeyreğinde endüstriyel metal fiyatlarını baskılayan en önemli etkenler olmuştur. Söz konusu etkenlerin önümüzdeki dönemde de endüstriyel metal fiyatları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutacağı değerlendirilmektedir. Buna karşılık, jeopolitik riskler, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler ve para politikalarındaki gevşeme süreci, söz konusu dönemde değerli metal fiyatlarını belirgin biçimde yukarı çekerken, önümüzdeki dönemde de bahsi geçen risk unsurlarının mevcudiyetini koruyacağı ve değerli metal fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketin süreceği değerlendirilmektedir.

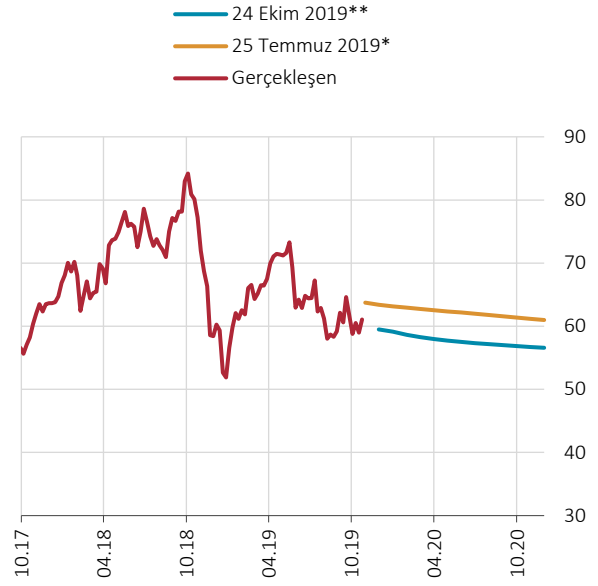
Öte yandan, tarım fiyatları, bazı ülkelerdeki salgın hastalıklara bağlı olarak et fiyatlarında gözlenen artışın, diğer gıda fiyatlarındaki düşüşlerin gerisinde kalması neticesinde, yılın üçüncü çeyreğinde gerilemiştir. Bununla birlikte, gerek olağan dışı hava koşulları gerekse Çin kaynaklı talep artışı olasılığı, tarım ürünleri üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olmayı sürdürmektedir.

Grafik 2.2.1: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri
(Ocak 2014=100)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.2.2: Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD
Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg.

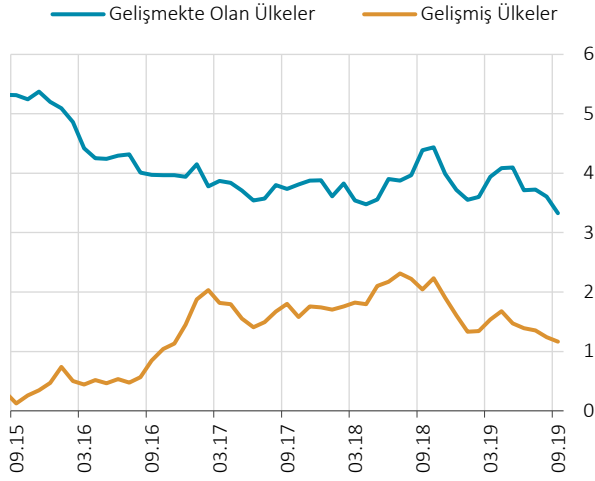
*25 Temmuz 2019 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

**24 Ekim 2019 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

Ham petrol fiyatları 2019 yılının üçüncü çeyreğinde jeopolitik belirsizliğin oldukça yüksek olmasına karşın 60-65 ABD doları bandında dalgalanmıştır. Eylül ayında Suudi Arabistan'da petrol üretim tesislerine yapılan saldırılar gibi jeopolitik sorunlar dolayısıyla ham petrol üretimindeki arz kesintilerinin ve OPEC'in üretim kısıtlaması kararını 2020 ilk çeyreği sonuna kadar uzatmasının fiyatlar üzerindeki yukarı yönlü etkisi geçici olmuştur. Nitekim küresel ekonomik aktiviteye ilişkin görünümün bozulmaya devam etmesi sonucunda talebin yavaşlama eğilimini sürdüreceğine dair güçlü beklentiler, fiyatların yukarı yönlü hareketini sınırlamıştır.

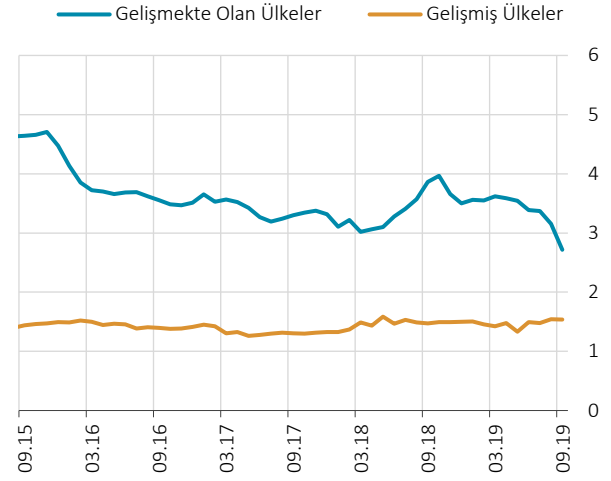
Önümüzdeki dönemde küresel ölçekte jeopolitik risklerin sürmesi, petrol arzını ve taşımacılık maliyetlerini olumsuz etkilemesi bakımından ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk teşkil etmektedir. Buna karşın, küresel ticaretteki yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünümün devam edeceği ve dolayısıyla, ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risklerin bir miktar öne çıktığı değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, Brent tipi ham petrol vadeli sözleşmeleri, fiyatları 2019 yılında ortalama 63 ABD doları ve 2020 yılında da ortalama 58 ABD doları civarında gerçekleşeceğini ima etmektedir (Grafik 2.2.2).

Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Küresel büyüme görünümündeki zayıflama ve üretim girdisi niteliğindeki emtia fiyatlarındaki düşüşle birlikte, 2019 yılının üçüncü çeyreğinde, manşet enflasyon oranları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde gerilemiştir (Grafik 2.2.3). Çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ülkeler için artarken, gelişmekte olan ülkelerde düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2019 yılına ilişkin enflasyon beklentileri, birçok gelişmiş ülke için bir önceki Rapor dönemine göre bir miktar gerilemiştir (Tablo 2.2.1).

Tablo 2.2.1: 2019 ve 2020 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2019	2020	2019	2020
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	1,9	2,1	1,8	2,1
Euro Bölgesi	1,3	1,4	1,2	1,2
Almanya	1,5	1,6	1,4	1,5
Fransa	1,2	1,4	1,2	1,3
İtalya	0,9	1,2	0,7	1,0
İspanya	1,0	1,3	0,8	1,1
Yunanistan*	0,8	1,1	0,6	0,9
İngiltere	1,9	2,0	1,9	2,1
Japonya	0,6	0,8	0,6	0,7
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	2,3	2,4	2,3	2,5
Çin	2,3	2,3	2,5	2,5
Hindistan**	3,8	4,3	3,5	4,0
Latin Amerika (Venezuela hariç)	8,3	6,7	9,9	8,2
Brezilya*	3,9	4,0	3,4	3,7
Doğu Avrupa	6,4	5,6	5,9	5,1
Rusya*	4,4	4,0	3,9	3,9

Kaynak: Consensus Forecasts.

* Yıllık yüzde değişim.

** Hesaplamalar mali yıl içindir.

ABD'de işsizlik oranlarının tarihsel düşük düzeylerdeki seyrine devam etmesiyle artan ücretlere karşın üçüncü çeyrekteki ham petrol fiyat azalışının da verdiği katkıyla, manşet tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe göre bir miktar gerilemiştir. Euro Bölgesinde ise sıkı işgücü piyasası ile artmaya devam eden ücretlere karşın, orta vadede manşet enflasyonun yüzde 2'nin altında kalmayı sürdüreceği tahmin edilmektedir. Japonya'da manşet enflasyonun yüzde 1'in altında seyretmeye devam etmesine rağmen,

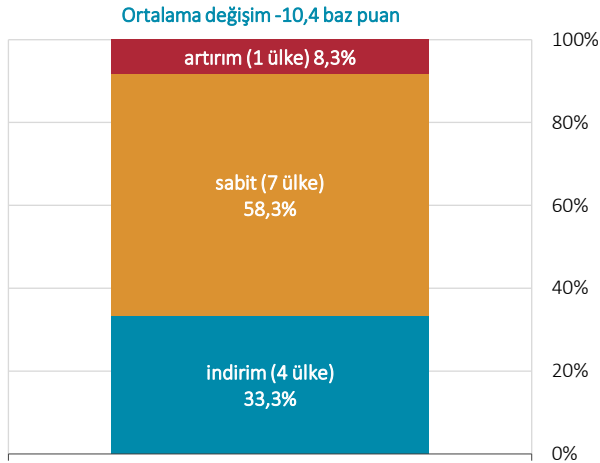
süregelen pozitif çıktı açığının yanı sıra orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin artmasıyla, manşet enflasyonun ılımlı bir şekilde yüzde 2 düzeyine çıkacağı öngörüsü sürmektedir. Öte yandan İngiltere’de sıkı olan işgücü piyasasıyla artmaya devam eden birim ücret maliyetlerine rağmen manşet enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla ılımlı bir şekilde azalmış ve yüzde 2’nin bir miktar altında gerçekleşmiştir.

Önümüzdeki dönemde, ham petrol fiyatlarına ilişkin yukarıda sıralanan riskler, küresel manşet enflasyon üzerinde de aynı yönde risk teşkil etmektedir. Gelişmiş ülkelerde sıkı işgücü piyasaları ve yüksek seyreden ücret artışları, çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Ancak son dönemde istihdam büyüme oranlarının bazı gelişmiş ülkelerde bir miktar yavaşlaması gelecek dönemlerde işgücü piyasasındaki sıklığı azaltabilecek bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Genel olarak, küresel ekonomik politika belirsizliğinin büyüme görünümü üzerindeki olası olumsuz etkileri, çekirdek enflasyon üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmeye devam etmektedir.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Küresel ticarete ilişkin gelişmelerin olumsuz yönde ilerlemesi küresel büyüme görünümünün daha da zayıflamasına yol açarken, para politikasındaki gevşeme eğilimi de geçtiğimiz rapor dönemine göre güçlenmiştir. Faiz indirimleri küresel ölçekte devam ederken özellikle gelişmekte olan ülkelerde parasal duruşun önemli oranda gevşediği dikkat çekmektedir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Politika faizlerine ilişkin bekleyişlerin de aşağı yönlü güncellendiği ve küresel politika faiz patikasının hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için bir önceki Rapor dönemine göre aşağı kaydığı görülmektedir (Grafik 2.3.3).

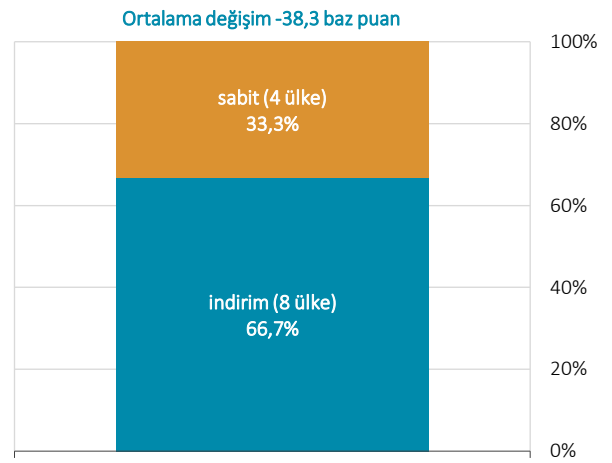
Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin* Temmuz-Ekim Döneminde Gerçekleşen Politika Faiz Kararları



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmiş ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, Kore, Avustralya, İsveç, Norveç, İsrail, Çekya, Yeni Zelanda.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin* Temmuz-Ekim Döneminde Gerçekleşen Politika Faiz Kararları



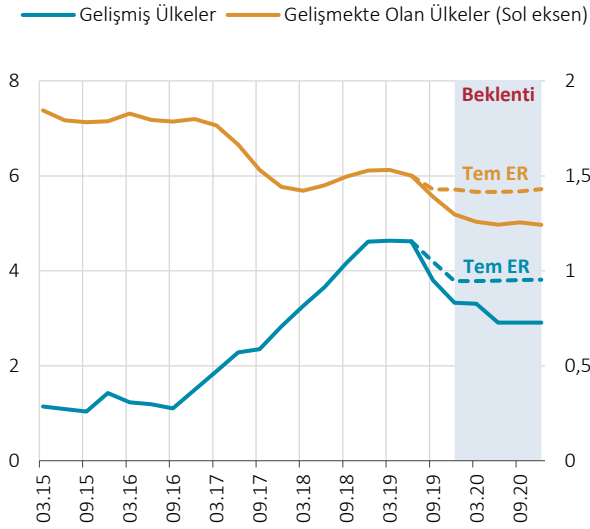
Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Meksika, Polonya, Endonezya, G. Afrika, Tayland, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Filipinler, Hindistan, Rusya.

Fed Temmuz ve Eylül toplantılarında faiz indirmiş; kararının ana gerekçesi olarak ticaret gerilimi ve küresel belirsizliğe dikkat çekmiştir. Enflasyonun hedefin altında seyretmesi ve işgücü piyasasındaki sıkışmanın ve ücret artışlarının enflasyona yansımaması, Fed kararlarında etkili olan bir diğer gelişmedir. Politika duruşundaki gevşemeye karşın toplantı tutanakları Fed üyelerinin faiz indirimleri konusunda farklı görüşlere sahip olduklarına işaret etmektedir. Bununla uyumlu olarak Fed, gelecek faiz indirimleri konusunda net bir sinyal vermekten kaçınmakta ve yüksek belirsizliğe vurgu yapmaktadır. Piyasada fiyatlanan faiz oranı da geçtiğimiz rapor dönemine göre düşmüştür. Eylül ayı başlarında piyasa fiyatlaması dip noktasına ulaşırken, 2020 sonuna kadar mevcut değerine göre dört ek faiz indirimi fiyatlanmıştır. Opsiyonların ima ettiği faiz oranı daha sonra gelişmelere ve açıklamalara bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemiştir. 14 Ekim itibarıyla piyasanın 2020 sonu için iki ilâ üç arası faiz indirimi fiyatladığı görülmektedir (Grafik 2.3.4).

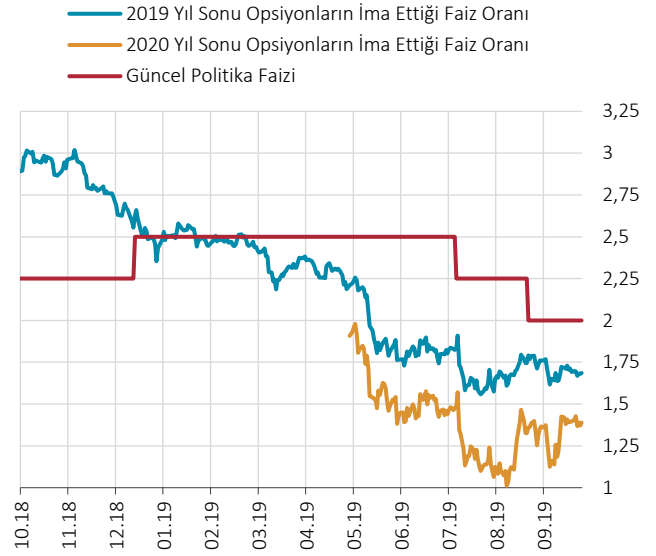
ECB Eylül toplantısında halihazırda negatif seviyede olan mevduat faizini 10 baz puan daha aşağı çekmiş; bunun yanında Kasım ayından itibaren ayda 20 milyar euro olmak üzere tekrar tahvil alımlarına başlanacağını açıklamıştır. Aylık alım miktarı önceki programlara göre düşük tutulmakla birlikte, programın açık uçlu olması ve sonlandırılmasının enflasyona koşullanmış olması oldukça “güvercin” bir adım olarak değerlendirilmiştir. Bununla birlikte, basın toplantısında ECB’nin bu adımları fiyat istikrarı amacına yönelik olarak attığına, ancak, genişletici politikaların finansal istikrara yönelik yan etkilerinin de takip edildiğine vurgu yapılmıştır. Ekim toplantısında ise ECB politika setinde herhangi bir değişime gitmemiştir. Gerek finansal istikrar vurgusu gerekse Ekim ayı kararı, ECB’nin gelecekte politikasını daha da gevşetmek konusunda ihtiyatlı davranabileceğine işaret etmektedir.

Grafik 2.3.3: Ortalama Politika Faizi ve Beklentiler (GSYİH Ağırlıklı, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 2.3.4: 2019 Yıl Sonu Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi (% , Üst Bant)



Kaynak: Bloomberg.

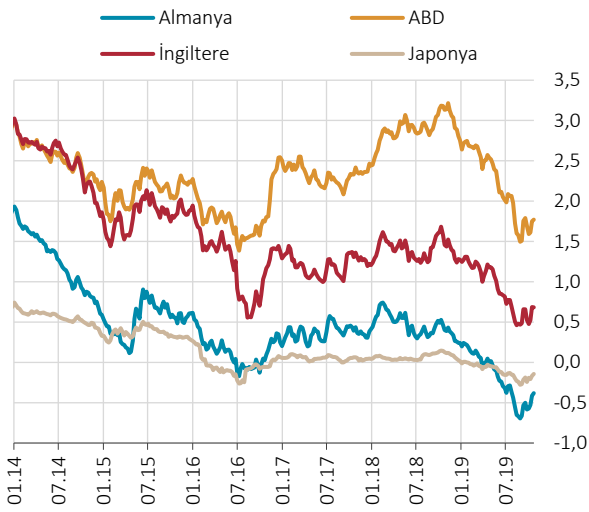
2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

Küresel büyümeye ilişkin yavaşlama beklentilerinin 2019 yılının üçüncü çeyreğinde belirginleşmesine ek olarak enflasyon görünümünün de ılımlı seyretmesi, gelişmiş ülke para politikalarında faiz indirimlerinin sürmesine, Fed ve ECB’nin varlık alımlarının tekrar artış göstermesine neden olmuştur. Bu durum parasal genişlemenin devam edeceğine dair beklentileri güçlendirirken, 10 yıllık tahvil getirileri ABD’de gerilemiş, diğer ülkelerde ise yatay seyretmiştir (Grafik 2.4.1).

Söz konusu dönemde ticarete korumacılık önlemleri, Brexit ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı belirsizlikler artarak devam ederken hisse senedi piyasaları, bu kanallardan gelen olumlu ve olumsuz gelişmelere bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.2). Benzer şekilde, değişken risk algısı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke kur oynaklıklarında da dalgalı bir seyre neden olmuştur (Grafik 2.4.3).

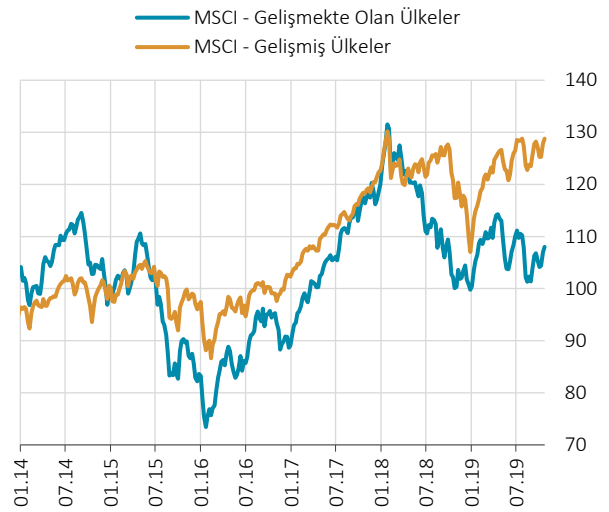
Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesine karşın uluslararası ticarete ilişkin gerilimin tırmanması ve küresel büyümenin giderek daha olumsuz bir görünüm sergilemesi dolayısıyla, 2019 yılının üçüncü çeyreğinde GOÜ borçlanma senedi piyasalarına oldukça sınırlı girişler gerçekleşirken, hisse senedi piyasalarından yoğun çıkışlar gözlenmiştir (Grafik 2.4.4).

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

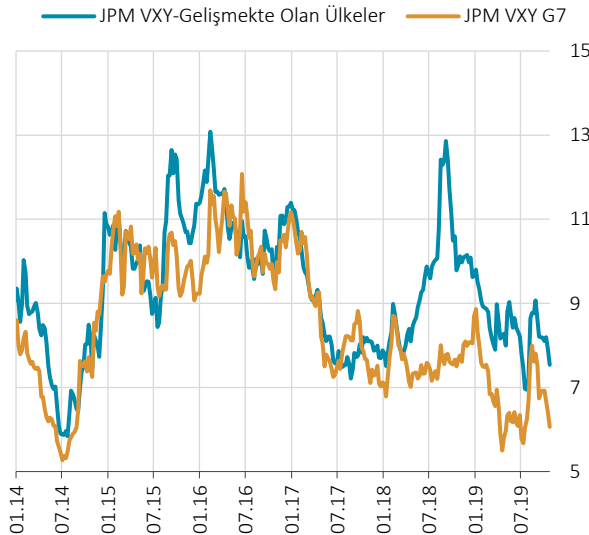
Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



Kaynak: Bloomberg.

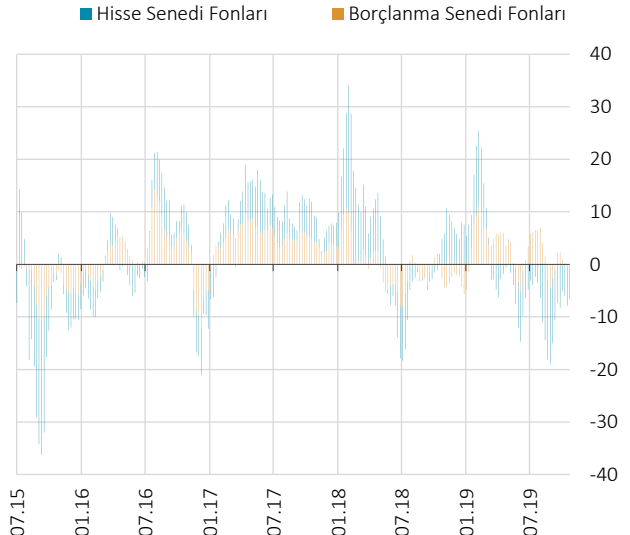
Yılın üçüncü çeyreğinde, borçlanma senedi piyasalarına girişler tüm bölgelerde büyük ölçüde yavaşlamakla birlikte sürmüştür. Küresel risk iştahında yeterli toparlanma gözlenmemesine karşın, gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşeme süreçlerinin daha belirgin bir hale gelmiş olmasının, uluslararası yatırımcıları daha yüksek riskli GOÜ tahvillerine yönelttiği değerlendirilmektedir. Hisse senedi piyasalarından çıkışların da aynı dönemde, tüm bölgelerde devam ettiği izlenmiştir. Asya bölgesi hisse senedi piyasalarından çıkışlar ise, büyük ölçüde, Ağustos ayında ABD tarafından Çin mallarına yönelik açıklanan gümrük vergilerindeki artışa Çin'in karşılık vermesi sonucunda yeniden tırmanan ticaret gerilimi neticesinde hızlanmıştır (Tablo 2.4.1).

Grafik 2.4.3: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşeme eğiliminin belirginleşmesi, GOÜ'lere yönelik portföy akımları üzerinde artırıcı etki yapabilecek önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Buna karşın, yüksek küresel belirsizlik, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve GOÜ'lerde ülkeye özgü kırılganlıklar, bu ülkelere yönelik portföy akımlarını zayıflatabilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Bu doğrultuda önümüzdeki dönemde GOÜ'lere yönelik portföy akımlarındaki dalgalı seyrin sürmesi muhtemel görünmektedir.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu (Üç Aylık, Milyar ABD Doları)

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8,6	1,9	-10,5	-8,1	2,2	-2,4	-0,2
	Ç2	-8,0	1,4	-9,4	-6,9	0,4	-2,0	0,4
	Ç3	-45,3	-16,5	-28,8	-23,8	-6,5	-10,8	-4,1
	Ç4	-22,3	-12,7	-9,6	-11,1	-3,0	-6,4	-1,9
2016	Ç1	-4,5	-1,2	-1,6	-2,5	-1,4	-0,3	-0,3
	Ç2	-1,4	7,3	-8,7	-4,5	0,7	1,9	0,6
	Ç3	42,4	26,1	16,3	17,9	7,5	12,4	4,7
	Ç4	-17,4	-9,3	-8,1	-12,6	-0,8	-2,7	-1,3
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1
	Ç3	-9,9	-3,6	-6,3	-4,6	-1,4	-3,2	-0,7
	Ç4	4,5	-14,0	18,5	14,1	-4,5	-3,1	-2,0
2019	Ç1	29,8	20,2	9,6	9,7	4,2	10,3	5,5
	Ç2	-6,7	7,9	-14,6	-8,1	-1,2	-0,9	3,5
	Ç3	-19,4	9,2	-28,6	-19,2	-0,7	0,8	-0,2

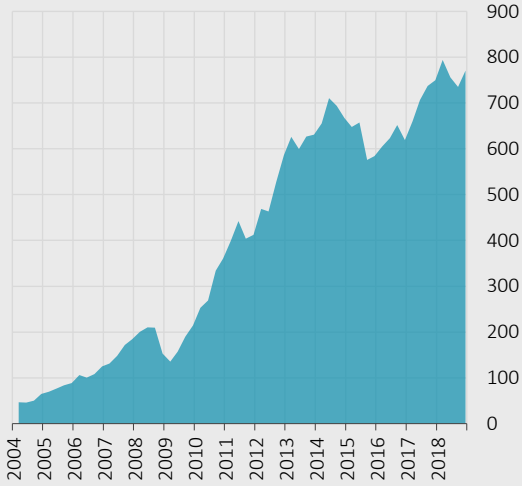
Kaynak: EPFR.

Kutu 2.1

Gelişmekte Olan Ülkelerde Tahvil Piyasasına Yönelik Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksi

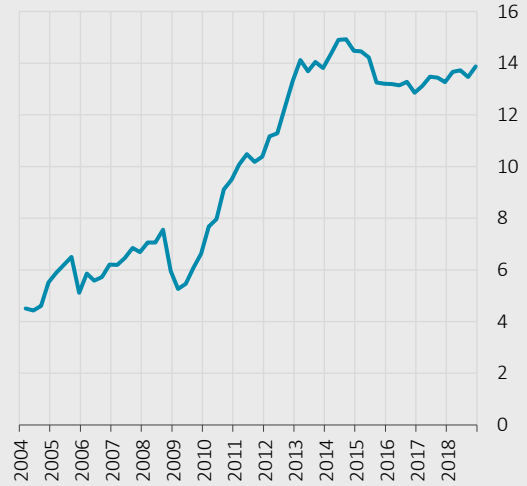
2008 küresel finans krizinden sonra, başta Fed olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankaları piyasalardan uzun dönemli devlet tahvili alımı karşılığı parasal genişlemeye gitmiştir. Bu durum, gelişmiş ülkelerde uzun dönemli devlet tahvili açığına yol açmıştır. Buna ek olarak, gelişmiş ülkelerdeki tahvil faiz oranlarının çok düşük seviyelere inmesi ve yaşanan küresel likidite bolluğu, getiri arayışındaki uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yerel para birimi cinsinden tahvillere olan ilgilerini artırmıştır (Grafik 1 ve Grafik 2). 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 dönemli borçlanma araçlarının payını ise artırmıştır (Arslanalp ve Tsuda, 2014; Yılmaz, 2016). Bu gelişmenin sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin iç borç stokunun arz ve talep tarafında önemli değişimler meydana gelmiştir.

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.

Yabancı yatırımcıların yerel para birimi cinsinden tahvillere yönelik olarak gelişmekte olan ülkelere ilgisinin belirleyicileri üzerine oldukça geniş bir yazın¹ bulunmaktadır. 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.² Diğer taraftan, Cerutti vd. (2015) başta bono ve hisse senedi piyasaları olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin birlikte hareket ettiklerini ve bu ortak hareketin dinamiğinin, gelişmiş

¹ Ülkeye özgü koşullar ve kurumlar uluslararası sermaye akımlarını çekici faktörler arasında yer almaktadır. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesi, esnek döviz kuru rejimi, sürdürülebilir maliye politikası, makro ihtiyati tedbirler gibi uygulamalar öne çıkmaktadır. Öte yandan, küresel risk iştahı, küresel finansal koşullar ve özellikle ABD para politikası sermaye akımlarını iten unsurlar olarak değerlendirilmektedir (Koepeke, 2019; Forbes ve Warnock, 2012; Fratzscher, 2012).

² Amstad vd. (2017).

ülkelerdeki iten faktörlerce açıklandığını, ancak görece öneminin sermaye hareketinin türüne göre değiştiğini dile getirmişlerdir. Ortak dinamiğe duyarlılığın, ülkeler arası farklılık gösterdiği ve bu farklılığın ilgili ülkenin kurumsal temellerinden ziyade daha çok piyasa yapısının belirleyici özelliklerinden (yabancı yatırımcı tabanı, piyasanın likidite seviyesi, vs.) etkilendiğini ortaya koymuşlardır.

Öte yandan yazında, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerdeki görece pozisyonunu ölçmeye yönelik sınırlı sayıda araştırma olduğu görülmektedir. Bu kutuda, tahvil piyasasında yabancı yatırımcıların pozisyonunun incelenmesi yoluyla, ilgili ülkenin gelişmekte olan ülkeler içindeki görece durumu saptanmakta ve görece yabancı pozisyonunun iyileştirilmesi için bir alan olup olmadığına dair değerlendirmeler sunulmaktadır. Buna ek olarak, görece yabancı yatırımcı pozisyonunun saptanması, politika yapımına yol göstermesi açısından da önemli olmaktadır. Arslanalp ve Tsuda (2014) yabancı yatırımcıların pozisyonunu ölçmek üzere, ilgili ülkenin tahvil piyasasına yabancı yatırımcı görece talebi ve o ülkenin görece portföy ağırlığını dikkate alan bir yabancı yatırımcı pozisyon endeksi türetmiştir. Endeks yorumlanırken, endekste yer alan ülkelerin birbirlerine karşı görece yabancı yatırımcı pozisyonu değerlendirilmektedir. Arslanalp ve Tsuda endeksi görece talebi dikkate alırken ilgili ülkenin görece iç borç stokunu dikkate almamaktadır. Bu kutuda, ülkelerin yabancı pozisyonunun belirlenmesinde görece talebe ilave olarak görece arzı da dikkate alan benzer bir endeks türetilmektedir.³

Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksleri

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. Yabancı yatırımcıların portföyünde ilgili ülkenin payı, yabancı yatırımcıların o ülkede sahip olduğu yerel para birimi cinsinden tahvillerin (F_i), kapsam dâhilindeki ülkelerde yatırımcıların sahip olduğu toplam tahvil tutarına ($\sum_{i=1}^n F_i$) bölünmesiyle bulunmaktadır.

Endeks, görece talep olarak da nitelendirilebilecek olan, ilgili ülkenin yabancı yatırımcıların portföyündeki payından, o ülkenin gösterge endekste ağırlığının (JPM_i)⁴ 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 kadar yüksek bir talep çektiği ve dolayısıyla o ülke için yatırımcı pozisyonunun gösterge-üstü (overweight) olduğu anlamına gelmektedir. Söz konusu ülke grubunda bir ülkenin gösterge-üstü yatırım pozisyonuna sahip olması, endeksin oluşturulma şeklinden ötürü, en azından bir başka ülkenin gösterge-altı (underweight) pozisyona sahip olmasını gerektirmektedir.

Gösterge endeks ağırlıklarını dikkate alan yabancı yatırımcı pozisyon endeksi ($YYPE. G_i$), söz konusu tahvillere dair yalnızca talep tarafını dikkate almakta, arz tarafını (iç borç stokunun büyüklüğünü) ise dikkate almamaktadır. Ancak, bilindiği üzere, uluslararası yatırımcılar her ne

³ Tiryaki ve Yılmaz (2019) oluşturdukları endeks için Arslanalp ve Tsuda (2014) çalışmasında derlenen ve sonrasında düzenli olarak güncellenen veri tabanını kullanmıştır. Söz konusu veri tabanı, 24 yükselen piyasa ekonomisine 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.

⁴ Yatırım bankası JP Morgan tarafından oluşturulan Gelişmekte Olan Ülkeler için Kamu Tahvil Endeksi (Government Bond Index, GBI-EM) seçili gelişmekte olan ülkelerde yerel para birimi cinsinden sadece sabit faizli devlet borçlanma senetlerini kapsamaktadır. Bu kutuda, GBI-EM Global ülke ağırlıkları (JPM_i) dikkate alınan 12 ülkeye göre yeniden ağırlıklandırılarak gösterge olarak kullanılmıştır.

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 araçlara yönelik yatırımların da azımsanmayacak paya sahip olduğu durumlarda, uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerin tahvillerine olan göreceli talebini ölçmekte eksik kalabilmektedir.

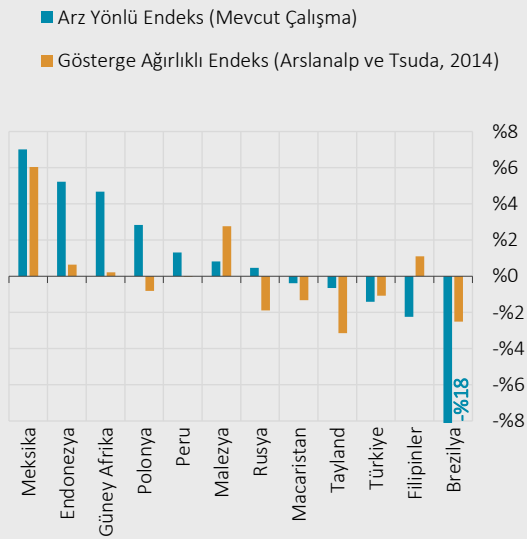
Gösterge endeks ağırlıklarının dikkate alan yabancı yatırımcı pozisyon endeksinde eksiklikleri telafi etmek amacıyla söz konusu endeksin uyarlanması önerilmektedir (Tiryaki ve Yılmaz, 2019). Arz etkilerini de dikkate alan yabancı yatırımcı pozisyon endeksi ($YYPE.A_i$), ülkelerin yerel para birimi cinsinden ihraç ettiği tüm tahvilleri hesaplamaya dâhil ederek, bir ülkenin yatırımcı talebinden aldığı payı ülkeler arasındaki göreceli 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 yerel para birimi cinsinden yatırım yapabileceği tüm borçlanma araçlarına bir ülkenin ne kadar arz sağladığı ve buna karşılık ne kadar yabancı yatırım çekebildiği karşılaştırılabilmektedir.⁵

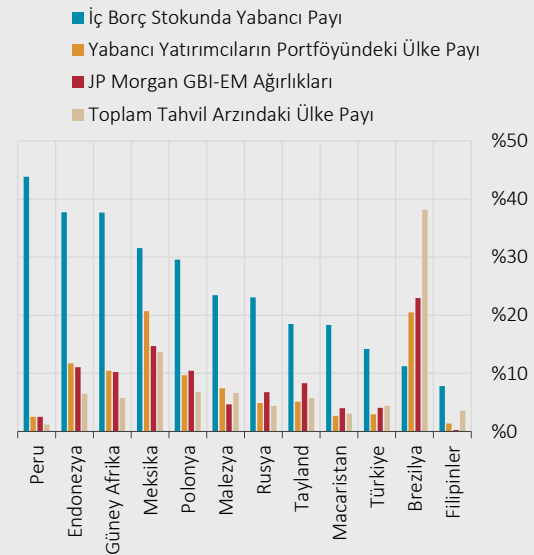
Grafik 3'te öne çıkan bulgu, bazı ülkelerde arz etkilerini dikkate alan yatırım pozisyonu ile gösterge ağırlıkları dikkate alan yatırım pozisyonu arasında farklılık bulunmasıdır. Bu ülkelerde endeks kapsamına dâhil edilen sabit faizli tahviller dışında değişken faizli ya da enflasyona endekli tahvillerin de yüksek tutarlarda mevcut olması söz konusu farkı açıklamaktadır.

Grafik 3: 2018 Yıl Sonu İtibarıyla Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksleri (%)



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

Grafik 4: 2018 Yıl Sonu İtibarıyla Yurt Dışı Yerleşiklerin Sahipliğindeki Yerel Para Birimi Cinsinden Tahvillere Dair Göstergeler (%)



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

⁵ Benzer bir yaklaşım, uluslararası portföy akımlarının bileşenlerine ayrılmasına yönelik olarak Ahmed, Curcuru, Warnock ve Zlate (2016) tarafından normalize edilmiş göreceli 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 göreceli portföy yatırımlarının (talebin) yanı sıra portföy yatırımları yapılan ülkenin ilgili piyasasının piyasa büyüklüğü de dikkate alınarak göreceli portföy ağırlıkları oluşturulmuştur.

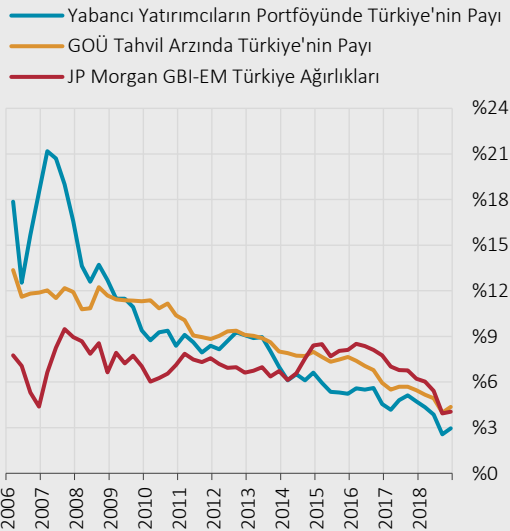
Pek çok analizde sıklıkla kullanılan, “iç borç stoku içindeki yabancı payının” özellikle ülkeler arası karşılaştırmalarda yanıltıcı çıkarımlara yol açabildiği Grafik 4’te açık bir şekilde görülmektedir. Örneğin, seçili ülkeler içinde yabancı payı yüzde 44 ile en yüksek olan Peru’nun söz konusu 12 ülkenin 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 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.

Yabancı Yatırımcıların Türk Lirası Cinsinden Tahvillere Dair Pozisyonu

Türk lirası cinsinden tahvillerdeki yabancı payının belirgin şekilde artmış olmasına karşın 2009 ile 2013 yılları arasında yabancı yatırımcıların Türk lirası tahvillere olan görel talebi seçili ülkelerle karşılaştırıldığında genel olarak gerilemiş, yabancı yatırımcıların portföyündeki Türk lirası tahvillerin payı yüzde 13’ten yüzde 9’a düşmüştür (Grafik 5). Gösterge endekste Türkiye’nin payı ise aynı dönemde büyük ölçüde yatay seyretmiştir.

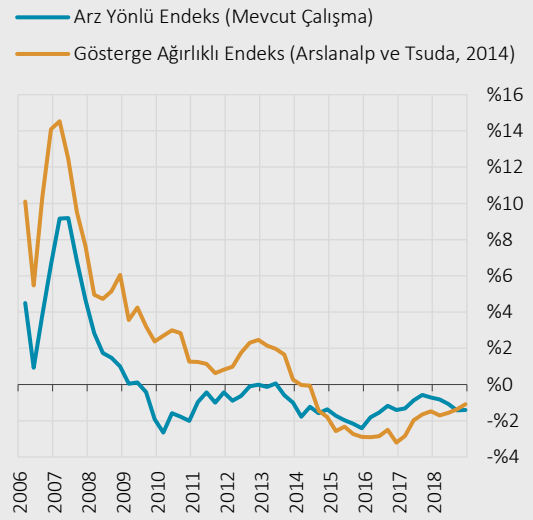
Bu gelişmeler doğrultusunda 2007 yılında en yüksek değerleri alan Türk lirası cinsinden tahvillere dair yabancı yatırım pozisyonu, temel olarak görel talepteki gerilemeye bağlı olarak, 2013 yılına kadar gerilemiştir (Grafik 6). 2013 yılının Mayıs ayında Fed’in bilanço genişleme politikalarını geri almaya başlayacağına dair verdiği sinyal sonrasında küresel likidite koşullarının sıklaştığı dönemde yabancı yatırımcı pozisyonunda bir miktar daha düşüş kaydedilmiştir.

Grafik 5: Yerel Para Birimi Cinsinden Merkezi Hükümet Tahvillerinde Türkiye’nin Seçili Ülkeler Arasındaki Görel Talep ve Görel Arz Durumu (%)



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

Grafik 6: Yabancı Yatırımcıların Türk Lirası Cinsinden Tahvillere Dair Yatırım Pozisyonları (%)



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

Arslanalp ve Tsuda (2014) çalışmasındaki gösterge ağırlıkları dikkate alan yabancı yatırımcı pozisyon endeksi ile mevcut kutuda önerilen arz etkilerini dikkate alan endeks arasında, ülkelerin görel tahvil arzındaki farklılaşmalardan ötürü dönem dönem ayrışma gözlenebilmektedir. Türkiye örneğinde, küresel krizden 2015 yılına kadar olan dönemde ciddi

bir ayrışma söz konusu olmuştur. Bu gelişmede, Türkiye'nin görece iç borç stokunun (yerel para birimi cinsinden tahvil arzının) 2010-2015 yılları arasında istikrarlı şekilde diğer ülkelere kıyasla düşük seyretmesi etkili olmuştur. Bu çerçevede, Türkiye örneğinin de gösterdiği üzere arz tarafının dikkate alınması, görece yabancı yatırımcı pozisyonunun analiz edilmesine katkı sunmaktadır. 2015 yılından itibaren her iki endekste de Türkiye'nin yabancı yatırımcı pozisyonunun gösterge-altı (underweight) olması, yabancı yatırımcıların yerel para birimi cinsinden tahvillere yönelik talebin güçlenme potansiyeli bulunduğunu ima etmektedir.

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.
- Arslanalp, S., ve 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.
- Fratzscher, M. (2012). "Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis." *Journal of International Economics*, 88(2), 341-356.
- Koepke, R. (2019). "What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature." *Journal of Economic Surveys*, 33(2), 516-540.
- Özyer, S.İ., M.K. Tırpan ve E. Yılmaz. (2018). İç Borç Stoku: Hangi Yatırımcı Hangi Araçları Tercih Ediyor? TCMB Blog (Merkezin Güncesi), 14 Kasım 2018.
- Tiryaki, S.T. ve E. Yılmaz. (2019). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Tahvil Piyasasına Yönelik Yabancı Yatırımcı Pozisyon Endeksi: Arz-Talep Ayrıştırması," TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, yayın sürecinde.
- 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.
- Yılmaz, E. (2016). "Türkiye'de İç Borç Stokunun Arz ve Talep Kompozisyonunun dönüşümüne bir bakış," TCMB Ekonomi Notları, No. 16/16.

