

ÖZET

Carry Trade : Gelişmeler ve Riskler

Son yıllarda, uluslararası finansal piyasalarda önemli dönüşüm süreci yaşanmaktadır. Yaşanmakta olan bu dönüşüm sürecinde, yatırım araçları yelpazesi, futures, opsiyon gibi çeşitli türev araçları içine alacak şekilde genişlemiştir. Bu genişleyen yelpazede yer alan yeni yatırım stratejilerinden ‘carry trade’ faiz farklarından doğan arbitraj imkanından yararlanılarak, düşük faizle ve görece zayıf para birimi cinsinden borçlanma ve görece kuvvetli para birimi cinsinden yüksek faiz getiren yatırım araçlarına yönelmeyi ifade eder. Karşılanmamış faiz paritesi teorisinin pratikte işlemeyişinin finansal piyasalara yansımaları olan carry trade stratejisi, artan küresel likidite, gelişmiş ülkeler arasında görülen faiz farkları ve azalan kur belirsizliği ile giderek yaygın hale gelmiştir. Ancak, gelişmekte olan ülkeler çerçevesinde incelendiğinde, carry trade stratejisinin büyük oranda içsel dinamiklerden etkilendiği ve Türkiye özelinde, 2007 yılındaki politik gelişmelerin ve enflasyon hedeflemesi rejiminin göstereceği performansın, carry trade işlemlerini belirlemede dış koşullara oranla daha baskın olacağı beklenmektedir. Bununla beraber, çalışma Türkiye’ye ilişkin söz konusu işlemlerde olumsuz bir gelişme, diğer bir deyişle yabancı fon akışını tersine çevirebilecek bir dış şok beklenmediğini göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Carry Trade, Karşılanmamış Faiz Paritesi Teorisi, Küresel Likidite

ABSTRACT

Carry Trade: Developments and Risks

International financial markets have lately been exposed to a process of transformation. During this transformation process, the range of investment instruments have expanded to include new financial derivatives like futures and options. Among these instruments, a new investment strategy called ‘carry trade’ represents an arbitrage opportunities that implies investing in a high-yielding strong currency denominated asset by borrowing at a low interest rate and in a relatively weaker currency denomination. Carry trade strategy, which is the financial outcome of the failure of the uncovered interest rate parity theory in practice, has been ever more popular due to increasing global liquidity, interest rate differentials between developed countries and lower exchange rate uncertainty. However, in a developing economy context, carry trade is mainly influenced by internal dynamics. More specifically, in the Turkish economy framework, the political developments ahead and the performance of the full-fledged inflation targeting program in the upcoming year other than the external environment are likely to be the main determinants of the direction of foreign funds regarding with the carry trade. Additionally, the study shows that an external shock that is likely to reverse the flow of capital is not expected.

Keywords: Carry Trade, Uncovered Interest Rate Parity, Global Liquidity

Carry Trade : Gelişmeler ve Riskler



M. Faruk AYDIN *

Vuslat US **



GİRİŞ

Günümüzde küreselleşmenin geldiği noktada yatırım stratejileri önemli dönüşüm geçirmektedir. Bir başka deyişle, geçmişte yatırımcıların yatırım alanları hisse senetleri, yatırım fonları ve sabit getirili varlıklar ile sınırlı iken, mevcut durumda yatırım yelpazesi her bir mal grubu için futures, opsiyon ve diğer türev piyasaları (hedge fon, emeklilik fonları gibi) içine alacak şekilde genişlemiştir. Dönüşüm süreci yatırım araçlarının çeşitlenmesi ile sınırlı kalmamış, söz konusu süreçte yatırım araçları değişik gelir gruplarına alternatifler sunacak şekilde

artmıştır.

Bu genişleyen yelpazede yer alan yeni yatırım stratejilerinden carry trade, faiz farklarından doğan arbitraj imkanından yararlanılması yoluyla ortaya çıkmış ve bireysel yatırımcıların dünya finansal piyasalarına girişinin görece kolaylaşması ile giderek artan öneme sahip olmuştur. Özellikle, Japonya'nın son beş yıldır deflasyonist etkilerden kurtulmak için sürdürmekte olduğu yüksek likidite politikası sonucu olarak ABD ile oluşan faiz farklılıkları yen-carry trade stratejisini son iki yıldır gündeme taşımıştır. Ayrıca, son yıllarda dünyada yaşanan global likidite bolluğu bu stratejiyi geliştirmekte olan piyasalara doğru yönlendirmiş ve yatırımcılar büyük kar elde etmiştir.

Bu çerçevede, bir sonraki bölümde, carry trade stratejisinin işleyişi ve belirleyicileri ele

* TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Uluslararası Ekonomik Analiz Müdürlüğü, Ekonomist Yardımcısı
faruk.aydin@tcmb.gov.tr

** TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Uluslararası Ekonomik Analiz Müdürlüğü, Ekonomist
vuslat.alioglu@tcmb.gov.tr

alınacaktır. Bunu takiben, carry trade gelişmelerine gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler çerçevesinde yer verilecektir. Dördüncü bölümde mevcut koşullar çerçevesinde carry trade işlemlerine ve etkilerine ilişkin öngörülerin yapılmasının ardından, çalışma genel değerlendirme ile son bulacaktır.

II. CARRY TRADE: İŞLEYİŞİ VE BELİRLEYİCİLERİ

Carry trade stratejisinin temelini yatırımcının düşük faiz oranlı para cinsinden (fon temin edilen para birimi) temin ettiği fonu, yüksek faiz oranlı para birimine (hedef para birimi) çevirip hedef para birimi cinsinden finansal varlıklara yatırması oluşturmaktadır.

Bilindiği üzere, uluslararası finans piyasalarının önemli olgularından olan karşılanmamış faiz paritesi teorisine göre ülkeler arası faiz farkına dayalı yatırım stratejisinde beklenen getiri sıfır olmalıdır. Diğer bir deyişle, iki ülke arasındaki faiz farkları, hedef para biriminin fon temin edilen para birimine karşı beklenen değer kaybının sınırını göstermektedir. Sermaye hareketliliğinin tam olduğu risk-nötr bir ekonomide karşılanmamış faiz paritesi koşulu aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$(E_t e_{t+1} - e_t) / e_t = i_t - i_t^*$$

Yukarıdaki eşitlikte, e_t yerel paranın yabancı para cinsinden değerini (spot kuru), $E_t e_{t+1}$, kurun $t+1$ döneminde alacağı değere ilişkin t döneminde oluşturulan beklentiyi, i_t yerel faizleri ve i_t^* yabancı faizleri göstermektedir. Söz konusu eşitliğe göre, iki ülke tahvilleri

arasındaki ex-ante faiz farklarının, kurda beklenen değişime eşit olması gerekmektedir. Aksi takdirde oluşan arbitraj imkanı ülkeler arası sermaye hareketlerini tetikleyerek getirileri eşitleyecek şekilde kur değişikliğine neden olacaktır. Bu çerçevede, söz konusu teoriye göre hedef para biriminin fon temin edilen para birimine karşı beklenen değer kaybının faiz farkını yansıtmaması beklenen getiriyi sıfırlayacaktır.

Yerel faizlerin yabancı faizlerden fazla olması durumunda, yerel para biriminin yabancı para birimine göre değer kaybetmesi gerektiğini belirten karşılanmamış faiz paritesi teorisinin pratikte işlememesi, bir diğer deyişle hedef para birimi ve fon temin edilen para birimi arasında faiz farkından doğan karı ortadan kaldıracak bir kur hareketi gerçekleşmemesi durumunda, carry trade stratejisi faiz farklarına duyarlı hale gelecektir.¹ Ancak, bu noktada, carry trade stratejisinin başlaması için faiz farkına ek olarak kur riskinin düşük olarak algılanmasına da ihtiyaç duyulduğu belirtilmelidir. Bir diğer deyişle, carry trade işlemi gerçekleştiren birimlerde, kur hareketi gerçekleşmeyeceğine dair beklenti oluşması durumunda, hedef para biriminin fon temin edilen para birimine karşı değer kaybetme riski düşük (forward bias) olarak algılanmakta ve carry trade stratejisi daha cazip hale gelmektedir.

Son yıllarda carry trade işlemlerinin giderek artmasında faiz farkı ve kur riskinin düşük olması yanında küresel likiditenin yüksek oluşu da önemli rol oynamıştır. Özellikle son iki yılda

¹ Yerel faizlerin yabancı faizlerden fazla olması durumunda, yerel para biriminin yabancı para birimine göre değer kaybetmesi gerektiğini belirten karşılanmamış faiz paritesi teorisinin pratikte işlemeyişi Forward Premium Puzzle olarak adlandırılmış ve ilk olarak Fama (1984) tarafından dile getirilmiştir.

yaşanan küresel enflasyon oranlarındaki azalış, ham petrol fiyatlarındaki artış eğilimi ile beraber petrol ihraç eden ülkelerin büyük miktarda cari fazla vermesi ve Çin'in rezervlerindeki artış, küresel likiditede önemli oranda artışa sebep olmuştur.

Bu tartışma ışığında uluslararası finans piyasalarında carry trade işlemlerini belirleyen üç temel unsur bulunduğunu söylemek mümkündür:

- 1) Gelişmiş ülkeler arasındaki faiz farkları
- 2) Kur belirsizliği
- 3) Küresel likidite seviyesi

Bu belirleyiciler çerçevesinde, sonraki bölümde carry trade gelişmeleri incelenecektir.

III. CARRY TRADE GELİŞMELERİ

Uluslararası finans piyasalarında giderek artan öneme sahip carry trade işlemlerinin günümüzde çoğunlukla Japon yeni-ABD doları arasında gerçekleştiği tahmin edilmekte, bu sebeple, carry trade işlemleri yen-carry trade olarak da adlandırılmaktadır (Pesek, 2006). Öte yandan, geçmişte carry trade işlemlerinin Amerikan Merkez Bankası (Fed) faizlerinin düşük seyrettiği 2004 yılı öncesi dönemde, ABD doları cinsinden borçlanmak ve yüksek getiri veren görece kuvvetli gelişmiş ülke para birimleri cinsinden yatırım yapmak yolu ile gerçekleştiği görülmektedir. Dolar-carry trade olarak adlandırılacak bu işlemlerin çoğunlukla Yeni Zelanda, Avustralya, İngiltere ve İsviçre gibi kur riskinin oldukça az olduğu ülkeler ile gerçekleştirilmiş olduğu dikkati çekmektedir (Stuart, 2006).

Carry trade işlemlerine ilişkin analizlerde karşılaşılan en büyük güçlük, söz konusu

işlemlerin genel olarak bilanço-dışı kalemlerde gözükmemesi ve bu kalemlerin resmi istatistiklere yansımaması nedeniyle carry trade işlemlerinin büyüklüğünün tam olarak hesaplanamamasıdır. Bu sebeple, carry trade işlemlerinin büyüklüğünü temsil etmek amacıyla literatürde çeşitli göstergeler bulunmaktadır. Galati ve Melvin (2004) carry trade işlemlerinin büyüklüğünü, hedef kur ve fon temin edilen kur arasında gerçekleşen tüm döviz işlemlerinin hacmi ile ölçmüşlerdir. McGuire ve Tarashev (2006), yatırımcıların Japon yeni cinsinden borçlanma talebindeki artışın banka bilançolarında yen cinsinden açılan kredilere yansıtılacağına işaret ederek, bankaların sınır ötesi Japon yeni cinsinden alacaklarındaki genişlemeyi yen-carry trade işlemlerindeki artış göstergesi olarak kabul etmişlerdir.

Carry trade işlemlerinin dolar-carry trade olarak başlayıp yen-carry trade olarak devam etmesine ilişkin yukarıda bahsedilen saptamalar ve carry trade işlemlerini yansıtmada kullanılan genel kabul görmüş gösterge bulunamamış olması göz önüne alınarak, çalışmamızda yen-carry trade ve dolar-carry trade işlemlerini yansıttığı düşünülen iki farklı seri kullanılmıştır. Buna göre, yen-carry trade işlemlerinin yoğun olduğu dönemde Japon yeni cinsinden borçlanırlar, ABD doları cinsinden yatırım araçlarına yönelindiği ve bu yönelimin yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen ABD Hazine bonusu alış-satış işlemlerine yansıdığı düşünülmüştür. Dolar-carry trade işlemleri için benzer yöntem uygulanmış, söz konusu işlemlerin yoğun olduğu dönemde ABD doları cinsinden borçlanılarak, Avustralya doları cinsinden yatırım araçlarına yönelindiği ve bu yönelimin yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen

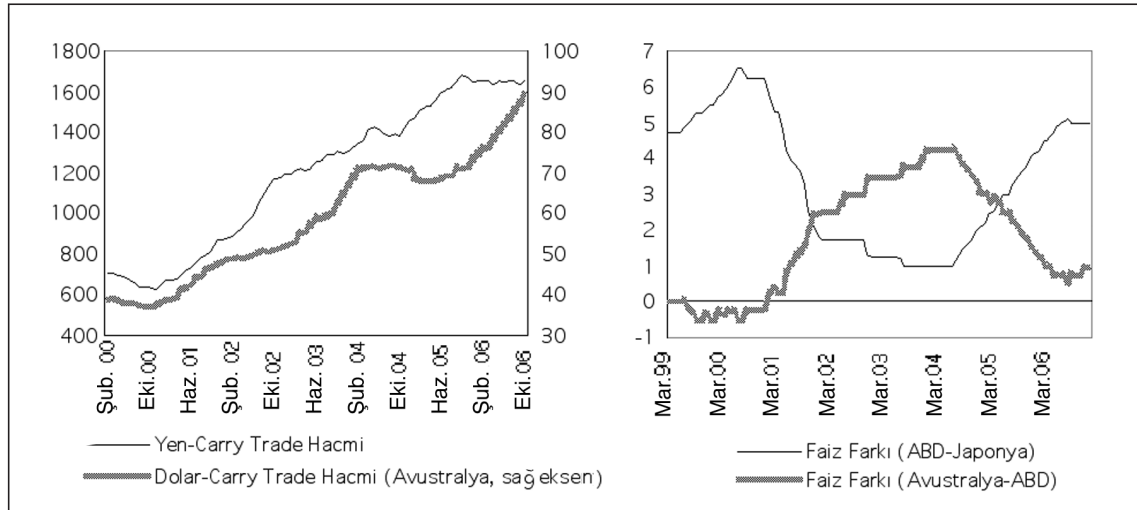
Avustralya Hazine bonosu alış-satış işlemlerine yansıdığı düşünülmüştür (Grafik 1).²

Bu çerçevede, analiz dönemi olan 1999-2006 yılları arasında gerek dolar-carry trade işlemlerinde, gerekse yen-carry trade işlemlerinde artış eğilimi olduğu, Fed faizlerinin oldukça düşük seyrettiği 2003-2004 dönemi boyunca dolar-carry trade işlemlerinde belirgin sıçrama kaydedildiği gözlenmektedir. Söz konusu dönemin ardından Fed faizlerinin sürekli artırılması ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) faizlerinin sıfır seviyesine düşmesi ile dolar-carry trade işlemlerinin eğliminde bir duraksama dikkati çekerken, yen-carry trade

işlemlerinin eğilimi yukarı yönlü olmuştur. Son dönemde ise yen-carry trade işlemlerinin devam ettiği gözlenmektedir.

Dolar-carry trade işlemleri önceki bölümde bahsedilen belirleyiciler çerçevesinde incelendiğinde, söz konusu işlemlerin özellikle faiz farklarına, kur belirsizliğine ve küresel likidite seviyesine duyarlı olduğu tespit edilmiştir (Grafik 2). Buna göre, Avustralya Merkez Bankası faizleri ile Fed faizleri arasındaki farkın giderek açıldığı 2001 yılının son ayları ve 2004 yılının ilk yarısını kapsayan dönemde, dolar-carry trade işlemlerinin de artış eğilimine girdiği gözlenmektedir. Diğer

Grafik 1: Carry Trade İşlemlerine İlişkin Eğilimler (milyar ABD doları, 12-aylık hareketli ortalama) ve Faiz Farkları



Kaynak: Bloomberg, Federal Reserve Bank of Australia.

² Bahsi geçen seriye ilişkin veri yetersizliği sebebiyle, dolar-carry trade işlemlerinin büyüklüğünü göstermede Galati ve Melvin (2004) metodolojisi kullanılarak, diğer para birimleri ve Avustralya doları arasında gerçekleşen spot, forward, swap ve opsiyon işlem hacimleri baz alınmıştır. Buna ek olarak, dolar-carry trade işlemlerinin ABD doları, Kanada doları, İngiliz sterlini, İsviçre frangı, Yeni Zelanda doları gibi para birimleri arasında gerçekleşmiş olabileceğine dair

metinde bahsedilen saptamalardan yola çıkılarak aynı veri Kanada, İngiltere, İsviçre ve Yeni Zelanda için de incelenmiş, eğilimlerin benzer olduğu tespit edilmiştir. Ancak, dolar-carry trade işlemlerinin hacmini yansıtmada en kayda değer rakama Avustralya örneğinde rastlanması sebebiyle çalışmada sadece söz konusu ülke verilerine yer verilmiştir.

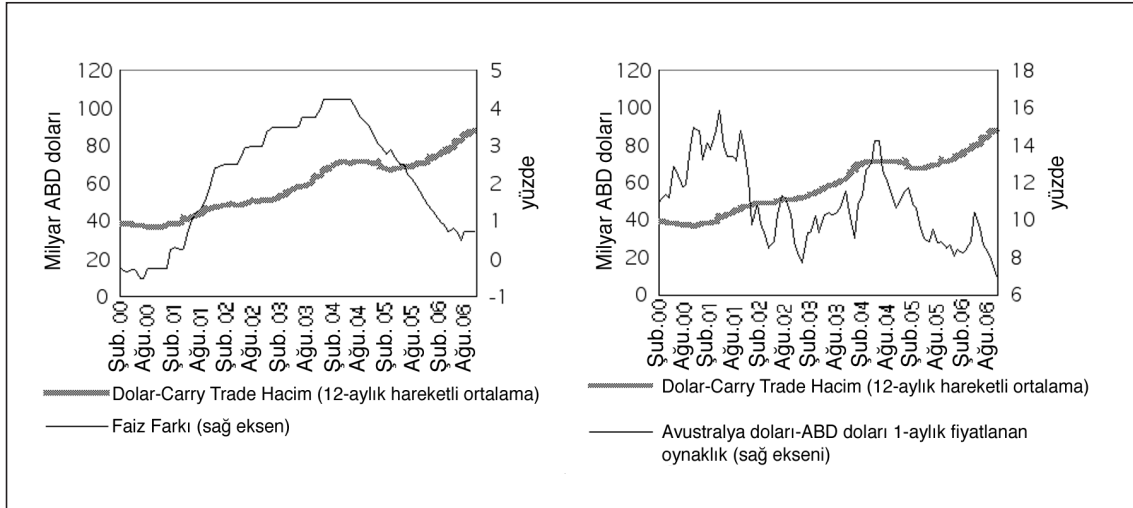
tarafından kur belirsizliği için gösterge olduğu düşünülen fiyatlanan oynaklık (implied volatility)³ verileri söz konusu tarihler arasında görece düşük seviyede gerçekleşmiştir.

Bu aşamada dikkat edilmesi gereken husus, yabancı para birimleri ve Avustralya doları arasında gerçekleşen spot, forward, swap ve opsiyon işlem hacimlerine ilişkin serinin 2003-2004 yılları arasında gerçekleşen dolar-carry trade işlemlerinin büyüklüğünü yansıtmada temel alınması gerektiğidir. Son dönemde, Avustralya Merkez Bankası faizleri ile Fed faizleri arasındaki farkın giderek azalmış olması nedeniyle, bahsi geçen seride görülen artış eğiliminin dolar-carry trade işlemlerini yansıtmaktan çok ABD doları dışındaki para birimleri ile Avustralya doları arasında gerçekleşen işlemlerdeki artışı yansıtıyor

olabileceği düşünülmektedir. Dolayısıyla, grafikler analiz edilirken dolar-carry trade işlemlerinin yoğun olduğu 2003 ve 2004 yılları daha detaylı ele alınmıştır.

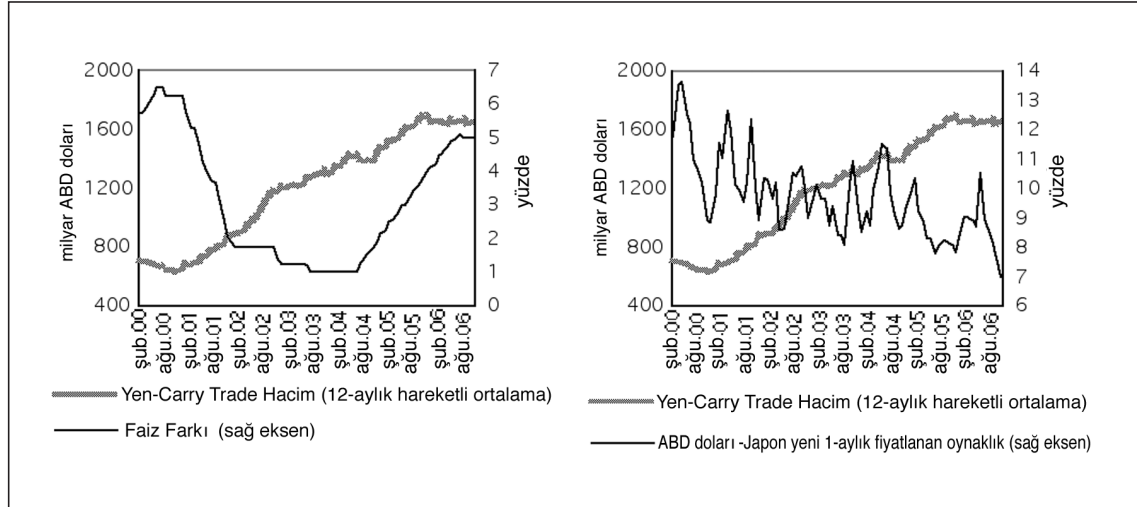
Yen-carry trade işlemlerindeki gelişmeler incelendiğinde, söz konusu işlemlerin dolar-carry trade işlemleri büyüklüğü ile benzer şekilde faiz farklarına duyarlı olduğu görülmektedir (Grafik 3). Ancak, faiz farkı ile yen-carry trade arasındaki pozitif ilişkinin özellikle Fed faizlerinin sürekli artırılmaya başlandığı 2004 yılının ikinci yarısından itibaren belirgin hale geldiği dikkat çekmektedir. Buna göre, Fed faizleri ile BoJ faizleri arasındaki farkın giderek açıldığı 2004 yılının ikinci yarısından itibaren yen-carry trade işlemlerinin de kayda değer artış eğilimine girdiği gözlenmektedir.

Grafik 2: Dolar-Carry Trade İşlemleri Belirleyicileri



Kaynak:Bloomberg, Federal Reserve Bank of Australia.

³ ABD doları-Avustralya doları arasında gerçekleşen 1-ay vadeli opsiyon, futures ve vadeli kontratlarda belirlenen fiyatlar üzerinden hesaplanan oynaklık.

Grafik 3: Yen-Carry Trade İşlemleri Belirleyicileri

Kaynak: Bloomberg.

Yen-carry trade işlemleri büyüklüğünün kur belirsizliği ile olan ilişkisi incelendiğinde, analiz dönemi boyunca iki serinin beklenildiği gibi ters yönde hareket ettiği görülmektedir. Bu çerçevede, Japon yeni-ABD doları arasında gerçekleşen fiyatlanan oynaklık⁴ verileri 1999-2006 dönemi boyunca sürekli azalış eğilimi göstermiş, bir başka deyişle, Japon yeni-ABD doları kurunun giderek durağan hale gelmesi, kur belirsizliği algılamasında düşüşe yol açmış ve yen-carry trade işlemlerindeki artışı destekleyen bir unsur olmuştur.

Carry trade işlemlerinin geldiği noktada, bu işlemlere konu olan hedef ülkelerin gelişmiş ülkelerle sınırlı kalmadığı, gelişmiş ülkelerden düşük faizle borçlanılan fonların gelişmekte olan ekonomilere kaydığı görülmektedir. Ancak, söz konusu işlemlerin gelişmiş ülkelerde olduğunun aksine, faiz farkları ve döviz kuru belirsizliğinden çok, gelişmekte olan ülkelerin kendi iç dinamiklerine ve küresel likidite sevi-

yesine bağlı olduğu düşünülmektedir.⁵

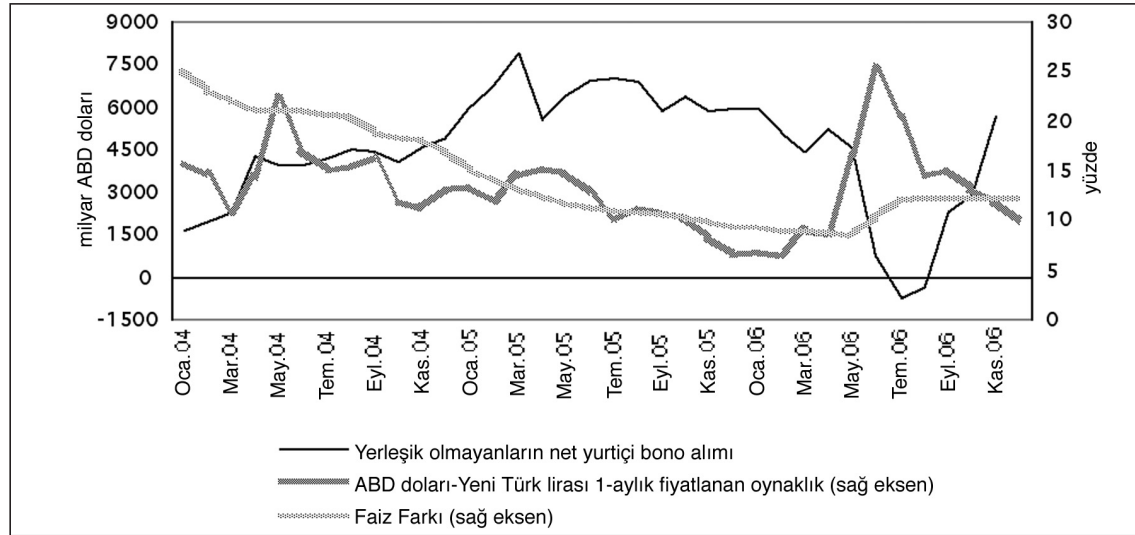
Bu çerçevede, Brezilya, Macaristan, Güney Afrika, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejimi gereği fiyat istikrarını sağlamaya yönelik sıkı para politikalarının carry trade işlemleri için motivasyon oluşturduğu düşünülmektedir. Buna ek olarak, carry trade işlemleri sonucu artan sermaye girişlerinin, söz konusu ülkelerde yerel paranın görece kuvvetli olmasını sağlayarak carry trade işlemlerinden elde edilen getiriyi artıracakları belirtilmelidir.

Bu çerçevede, yerleşik olmayanların net yurtiçi bono alımı rakamları baz alınarak Bre-

⁴ Japon yeni-ABD doları arasında gerçekleşen 1-ay vadeli opsiyon, futures ve vadeli kontratlarda belirlenen fiyatlar üzerinden hesaplanan oynaklık.

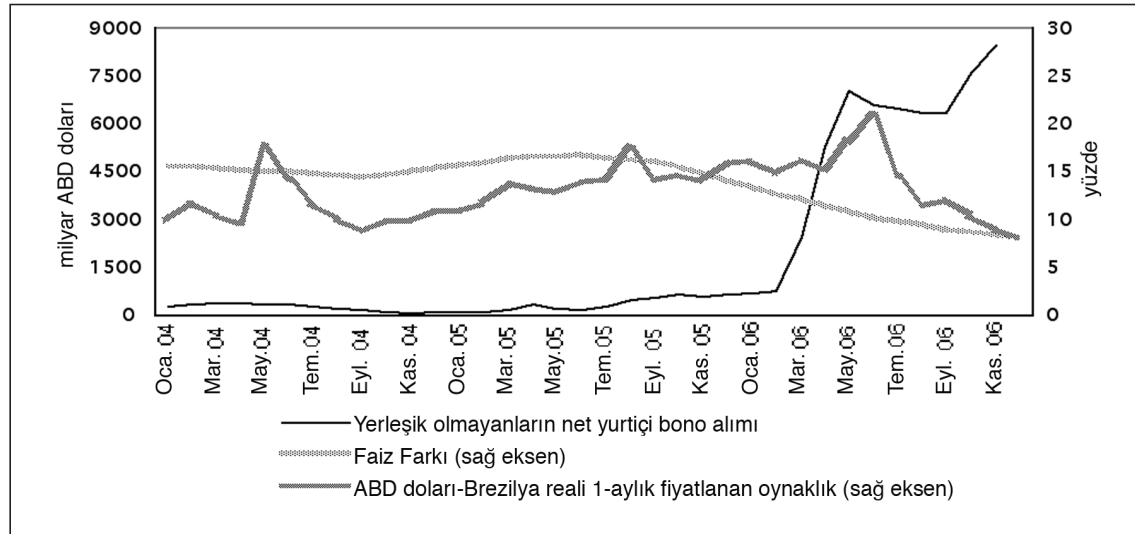
⁵ Çulha (2006), Türkiye için uluslararası sermaye akımlarının belirleyicileri üzerine 'iten-çeken' faktörler yaklaşımı çerçevesinde yapmış olduğu çalışmada, Türkiye'ye olan sermaye akımlarını belirlemede çeken faktörlerin (makro ekonomik istikrar, enflasyon, faiz oranı...vs) iten faktörlere (gelişmiş ülke faiz oranları, ekonomik aktivite) göre daha belirleyici olduğunu göstermiştir.

Grafik 4: Türkiye Ekonomisinde Yerleşik Olmayanların Net Yurtiçi Bono Alımı, Fiyatlanan Oynaklık ve Faiz Farkı



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5: Brezilya Ekonomisinde Yerleşik Olmayanların Net Yurtiçi Bono Alımı, Fiyatlanan Oynaklık ve Faiz Farkı



Kaynak: TCMB, Brezilya Merkez Bankası.

zilya ve Türkiye ekonomileri analiz edilmiştir.⁶ 2004-2006 dönemine ilişkin yapılan söz konusu analizde, Türkiye ekonomisinde, yerleşik olmayanların net yurtiçi bono alımlarının Merkez Bankası faizi ve Fed faizleri arasındaki farka ve döviz kuru belirsizliğine duyarlı olmadığı görülmektedir. (Grafik 4 ve Tablo 1).

Brezilya ekonomisine ilişkin olarak yapılan analizde benzer şekilde yerleşik olmayanların net yurtiçi bono alımlarının Brezilya Merkez Bankası faizi ve Fed faizleri arasındaki fark ve kur belirsizliği ile ilişkili olduğuna dair bir bulguya rastlanmamıştır. (Grafik 5 ve Tablo 2).

IV. CARRY TRADE GELİŞMELERİNE İLİŞKİN ÖNGÖRÜLER

Bu bölümde mevcut durum baz alınarak carry trade işlemlerinin izleyeceği yön ve Türkiye ekonomisine olası etkilerine ilişkin değerlendirmelerde bulunulacaktır. Bu çerçevede, öngörülerimiz aşağıdaki hususlar temel alınarak oluşturulmuştur:

Tablo 1: Korelasyon Katsayıları (Türkiye)

	Bono alımı	Faiz farkı	Kur belirsizliği
Bono alımı	1.00	-0.28	-0.44
Faiz Farkı	-0.28	1.00	0.36
Kur belirsizliği	-0.44	0.36	1.00

Tablo 2: Korelasyon Katsayıları (Brezilya)

	Bono alımı	Faiz farkı	Kur belirsizliği
Bono alımı	1.00	-0.83	0.19
Faiz farkı	-0.83	1.00	0.02
Kur belirsizliği	0.19	0.02	1.00

a) ABD ile Japonya arasındaki faiz farkında kayda değer değişiklik gerçekleşmemesi: BoJ'un 18 Ocak 2007 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizleri sabit tutulmuş, geleceğe ilişkin olarak ise ekonomik faaliyet ve fiyat gelişmelerine bağlı olarak kademe-li faiz artırımlarına gidilebileceğine dair açıklamalarda bulunulmuştur. Japonya ekonomisinin büyüme eğiliminde olmasına rağmen, tüketim harcamalarındaki artışın talep yönlü baskı yaratacak düzeyde olmadığı ve geleceğe yönelik olarak enflasyondaki eğilimden ziyade büyümenin önemli olduğu vurgulanmıştır. Bu çerçevede, 2007 yılında Japonya'nın aşırı sıkı bir para politikası uygulayacağı beklenmemektedir.

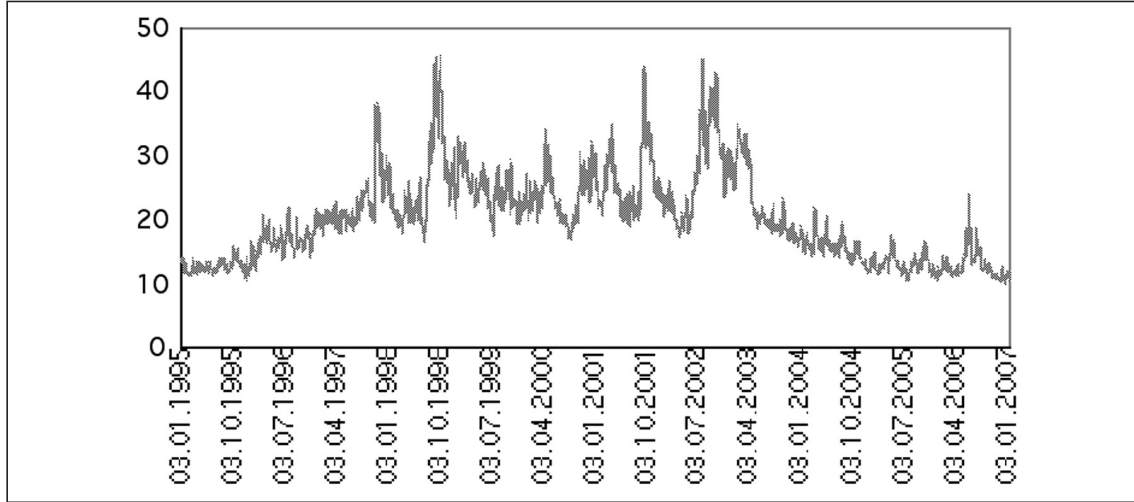
Amerikan ekonomisinin keskin bir şekilde durgunluğa girme ihtimali son veriler (istihdam verilerinin beklenilenin üzerinde artış göstermesi, konut piyasasındaki yavaşlamanın keskin olmaması ve ham petrol fiyatlarındaki önemli oranda gerçekleşen düşüş) ışığında oldukça azalmıştır. Bu çerçevede, Fed faizlerinin düşmeyeceği beklentisinin güçlenmesi, faiz farklarının önümüzdeki yılda azalmakla beraber devam edeceğini göstermektedir.

b) Küresel risk algılamalarında olumsuz bir görünüm olmaması: Yatırımcıların korku ölçüsü (investor's fear gauge) olarak nitelendirilen ve küresel risk iştahını yansıtmada genel kabul görmüş bir gösterge olan VIX endeksi⁷

⁶ Yerleşik olmayanların net yurtiçi bono alımları serisi ödemeler dengesi istatistiklerinde portföy yatırımları altında yer alan yükümlülükler içerisindeki borç senetleri-yurtiçi kaleminin aylık frekansta yıllıklandırılması yoluyla türetilmiştir.

⁷ Chicago Board of Options Exchange (CBOE) Volatility Index ya da kısaca VIX, Standard and Poor's 500 sıralamasında yer alan hisse senetlerine ilişkin 1-aylık opsiyonların fiyat oynaklığını gösteren endekstir. Endeksin aşağı yönlü hareketi, olumlu risk algılamasına işaret eder.

Grafik 6: VIX Gelişmeleri



Kaynak: Bloomberg.

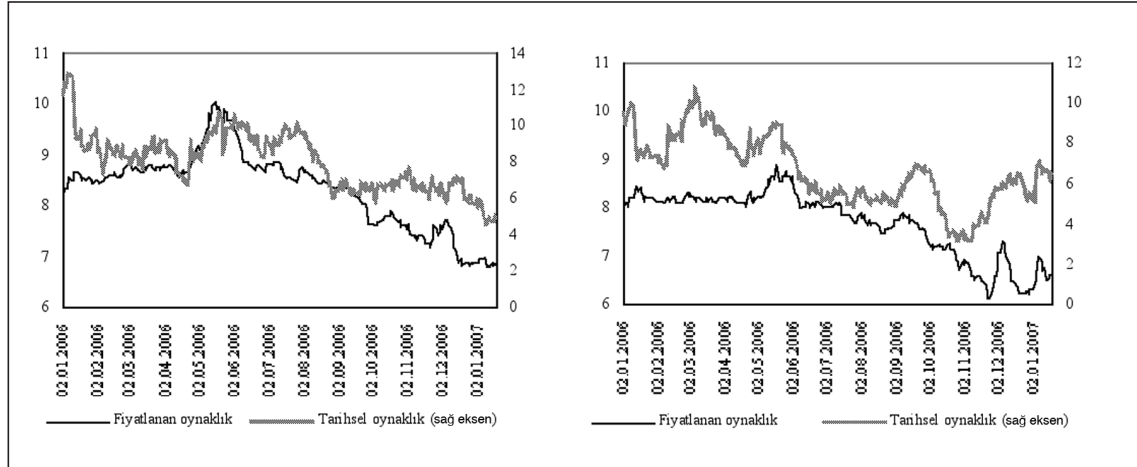
son yıllarda sürekli azalış eğilimi göstermiş, buna ek olarak 2006 yılı Mayıs ayındaki türbülans sonrasındaki artış, gerek süresi gerekse büyüklüğü bakımından kayda değer düzeyde gerçekleşmemiştir (Grafik 6).

c) Euro bölgesi ve Japonya arasındaki faiz farkının daralmaması: Avrupa Merkez Bankası (ECB), süregelen para ve kredi genişlemesinin sonucu olarak ortaya çıkan fazla likiditeyi fiyat istikrarı açısından orta ve uzun dönemde risk unsuru olarak algılamakta ve bu sebeple kademeli sıkı para politikasına devam etmektedir. Bu çerçevede, ECB Yönetim Konseyi, 2005 yılı Aralık ayından itibaren, sonuncusu 7 Aralık 2006 tarihli toplantıda olmak üzere, faiz oranlarını altı kez 25 baz puan artırarak yüzde 3,5 düzeyine çıkarmıştır. Ayrıca, ECB Başkanı Jean-Claude Trichet, 20 Aralık 2006 tarihinde Avrupa Parlamentosu'nda yapmış olduğu konuşmasında ECB'nin para politikasını daha da sıkılaştırabileceği sinyallerini vermektedir.

d) Kur belirsizliğindeki azalma eğiliminin sürmesi: ABD doları-Japon yeni arasında gerçekleşen 1-yıl vadeli opsiyon, futures ve vadeli kontratlarda belirlenen fiyatlar üzerinden hesaplanan oynaklık verilerine göre, söz konusu seri, 2006 yılı Mayıs ayında meydana gelen türbülans hariç tutulduğunda, yıl boyunca azalan bir eğilim sergilemiştir. Benzer eğilim spot piyasalar için hesaplanan tarihsel oynaklık verilerinde de gözlenmektedir (Grafik 7).

e) Hedef para biriminin Euro'ya kayması: ECB'nin, artan para arzı ve kredi genişlemesi nedeniyle para politikasını sıkılaştırabileceğine dair sinyaller vermesi, önümüzdeki dönemde hedef para biriminin Euro olacağı, bu sebeple carry trade işlemlerinde artış kaydedilebileceği düşünülmektedir.

f) Küresel dengesizliklerin sürdürülebilir boyutta devam etmesi: ABD'nin son on yıllık dönemde yüksek miktarda cari açık ve bütçe açığı vermesi ve söz konusu açıkların Asya ül-

Grafik 7: Kur Belirsizliği: Tarihsel ve Fiyatlan Oynaklık (yüzde) ABD Doları / Japon Yeni

Kaynak: Bloomberg.

kelerinin önemli oranda cari fazla vermesi yoluyla finanse edilmesi durumu bilindiği üzere “küresel dengesizlikler” ifadesi ile anlatılmaktadır. Artan cari açık karşısında ABD’nin sert bir şekilde yavaşlaması (hard landing) ve buna ek olarak Asya ülkelerinde rezerv ve kur politikasında meydana gelebilecek ani değişikliklerin gelişmiş ülke faiz oranlarında yükseliş ve uluslararası göreceli fiyat değişikliklerine neden olacağı, dolayısıyla, küresel büyümenin kesintiye uğrayacağına ilişkin tahminler çeşitli çalışmalarda ortaya konulmuştur (Goldstein, 2005; Obstfeld ve Rogoff, 2004). Bu durumda uluslararası piyasalarda yaşanabilecek tedirginliğin küresel likiditeyi daraltması ve carry trade işlemlerini azaltması muhtemeldir. Ancak, a maddesi’nde tartışıldığı üzere, ABD ekonomisinin durgunluğa girme ihtimali son veriler ışığında oldukça düşük düzeye ulaşmıştır.

V. SONUÇ

Karşılanmamış faiz paritesi teorisinin pratikte işlemeyişinin finansal piyasalara yansımaları olan carry trade stratejisi, artan küresel likidite, gelişmiş ülkeler arasında görülen faiz farkları ve azalan kur belirsizliği ile giderek yaygın hale gelmiştir. Ancak, gelişmekte olan ülkeler çerçevesinde incelendiğinde, gelişmiş ülkelerdeki aksine carry trade stratejisinin büyük oranda içsel dinamiklere ve küresel likidite seviyesine bağlı olduğu düşünülmektedir. Yukarıda değinilen küresel koşullar çerçevesinde, gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşen carry trade işlemlerinin kesintiye uğramayacağı tahmin edilmektedir. Öte yandan, global açıdan “olumlu” olarak ifade edilebilecek mevcut koşullar, Türkiye’ye gerçekleşmesi beklenen yabancı fon akışı için gerekli ancak yeterli görülmemektedir. Bununla beraber, bu aşamada öngörülerimiz çerçevesinde Türkiye’ye olan yabancı fon akışını tersine çevirebilecek bir dış gelişme beklenmemektedir.



KAYNAKÇA

Bank of Japan, 18 Ocak 2007 tarihli Para Politikası Kurulu toplantı notları.

Çulha, A. (2006), A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows Into Turkey, TCMB, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliği, No. 06/05.

ECB (2006), Jean-Claude Trichet'nin 20 Aralık 2006 tarihinde Avrupa Parlamentosu'nda yapmış olduğu konuşma.

Fama, E.F. (2004), “*Forward and Spot Exchange Rates*, *Journal of Monetary Economics*”, cilt. 14, sayı.3, sf. 319-38.

Galati, G., M. Melvin (2004), Why Has FX Trading Surged? Explaining the 2004 Triennial Survey, BIS Quarterly Review, (December), sf. 67-98.

Goldstein, M. (2005), What Might the Next

Emerging-Market Financial Crisis Look Like, Institute of International Economics Working Paper No. 05-7.

McGuire, P., N. Tarashev (2006), The International Banking Markets, BIS Quarterly Review, (June), sf. 11-25.

Obstfeld, M., K. Rogoff (2004), The Unsustainable US Current Account Position Revisited, NBER Working Paper No. 10869.

Pesek, W. (2006), Japan's Boom May Explode Yen-Carry Trade, www.bloomberg.com, 21.02.2006

Stuart, E. (2006), “What is the carry trade?”, www.moneyweek.com, 03.03.2006.

www.bcb.gov.br

www.rba.gov.au