

Son dönemde finansal piyasalarda en çok konuşulan konuların başında carry trade geliyor. Türkiye’de artan faizler ile birlikte gündeme gelen carry trade, Ağustos ayında Japonya merkezli yaşanan global çalkantının sebeplerinden biri oldu. Yazıda ilk olarak ‘carry trade’in ne olduğuna örnekler üzerinden değineceğiz. Devamında ise Japonya ve dünya borsalarını neden etkilediğine odaklanacağız.

Carry trade, yatırımcıların düşük faiz oranına sahip bir para birimini ödünç alıp, yüksek faiz oranına sahip bir para birimine yatırım yaparak aradaki farktan kazanç elde etmeye çalıştıkları bir finansal stratejidir. Carry trade’in temel mantığında, düşük faizli borçlanma maliyeti ile yüksek faizli yatırım getirisinden yararlanmak vardır. Bu strateji, genellikle döviz kurları ve faiz oranları arasındaki farklardan faydalanmayı hedefler. Düşük faizli para biriminden yapılan borç, yüksek faiz veren para biriminin tahvillerine yatırılır. Carry, İngilizce’de taşımak anlamına gelen bir fiil olarak karşımıza çıkmaktadır. Finans piyasalarında bir varlığın taşınması, ondan sağlanan getiri anlamına da geldiği için bu işleme carry trade adı verilmiştir. Bir yatırımcının para birimi veya menkul kıymet gibi bir varlığı belirli bir süre elinde tutması ve taşınması karşılığında elde ettiği getiriye bu tanım verilmiştir. Carry trade her ne kadar faiz farklarına odaklansa da sadece bono ve tahvil gibi faiz enstrümanları üzerinden değil, riskli ürünler üzerinden de yapılabilir.

Carry trade için son yıllarda en çok yapılan işlemlerden olan Japon Yeni/Meksika Pesosu üstünden infografik örneğimize bakalım.

Riskler

Yüksek faiz oranları, bir ülkenin artan risklerine işaret etse de yatırımcılar yüksek getiri beklentileriyle riskli ekonomilerde carry trade işlemlerine sıcak bakabilirler. Carry trade işlemlerinin en büyük riski, döviz kurlarındaki belirsizliktir. Yukarıdaki örnek bağlamında, Meksika Pesosu Japon Yenine karşı değer kaybederse, yatırımcı para kaybetme riskiyle karşı karşıya kalır. Ayrıca, bu işlemler genellikle yüksek kaldıraçla yapılır. Bu nedenle döviz kurlarındaki küçük bir hareket, pozisyon uygun şekilde korunmadığı takdirde büyük kayıplara yol açabilir. Mevcut faiz oranının seviyesi önemli olmakla birlikte, daha da önemlisi gelecekteki faiz oranlarının yönüdür. Örneğin, Japonya Merkez Bankası faiz oranlarını artırdığında veya Meksika Merkez Bankası sıkılaştırmadan uzaklaştığında Japon Yeni Meksika Pesosuna karşı değer kazanabilir. Bu da carry trade işlemlerinin zararlı sonuçlanmasına sebep olabilir. Carry trade işlemleri piyasa koşulları sakin veya iyimser olduğunda daha etkili olur. Piyasalarda panik ve korkunun yayılması carry trade işlemlerinin çözülmesini tetikleyebilir. Bu pozisyonlar kaldıraçlı pozisyonlar olduğu için gerçek kayıplar iki kur arasındaki değer kaybından kat ve kat fazla olabilir. Carry trade için bir diğer risk olarak likidite problemi sayılabilir. Panik arttığında carry trade pozisyonlarını aniden kapatmak isteyen yatırımcılar likidite problemiyle karşı karşıya kalabilir.

Carry Trade İşlemlerinde Japon Yeni

Japon Yeni, uzun yıllardır düşük fonlama maliyeti nedeniyle carry trade işlemlerinin borçlanma bacağına oluşturan para birimi oldu. Japonya, ekonomi tarihinin en uzun parasal gevşeme süreçlerinden birini yaşayarak neredeyse 25 senedir faizi çok düşük tuttu. Yen borçlanmanın tarihi Japonya’da varlık balonu sonrası BoJ’un politika faizini sıfıra indirdiği 1999 yılına kadar uzanıyor. Bu tarihten itibaren Japonya’da faizler çok düşük seyretti. Gevşek para politikası serüveninde Japon kurumsal ve bireysel yatırımcılar da uluslararası piyasalara ilgi göstererek, bu paradigmanın büyümesine sebep oldu. Bugün bildiğimiz ölçekte carry trade işlemler, ABD’de parasal genişleme sonrasında 2013’te FED’in bilanço küçültmeye başlaması ve faizleri yükseltmesinin ardından Japonya Başbakanı Shinzo Abe’nin öncülüğünde başlayan parasal gevşeme süreciyle yükselişe geçti. Bu işlemler, pandemi sonrası

ABD enflasyonunun %9 ile zirve yapması ile başlayan ve ülke tarihinin en yüksek politika faizlerini gördüğümüz 2022-2024 arasında ise zirveye ulaştı. FX piyasasında net veriye ulaşmak mümkün olmasa da kurumların muhtelif tahminleri var. UBS, 2011'den bu yana gerçekleşen toplam Dolar-Yen carry trade büyüklüğünün yaklaşık 500 milyar dolar olduğunu ve bunun yaklaşık yarısının son iki ila üç yıl içinde büyüdüğünü tahmin ediyor. Hedge fonların kullandığı kaldıraç, gerçek pozisyonların daha da büyümüş olabileceğini düşündürüyor. Japon Yeni ile borçlanma sonucunda oluşan kaynak sadece ABD tahvili gibi güvenli limanlara gitmiyor. Özellikle 2024 başından itibaren yaşanan yapay zeka ve teknoloji rallisinde de buradan yaratılan kaynağın etkili olduğu düşünülüyor.

Dünyada Yen Borçlanma Verileri

Yen carry trade stratejisi sadece kısa vadeli işlemler yapan hedge fonlar tarafından değil, bireysel yatırımcılar tarafından da tercih ediliyor. Japonya'daki düşük faiz oranları, uluslararası yen borçlanmasında da bir patlamaya yol açtı. Verileri Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) tarafından takip edebiliyoruz. BIS verilerine göre, 2021 sonundan bu yana uluslararası yen borçlanması 742 milyar dolar arttı. Bu uluslararası borçlanmanın döviz riskinden ne kadar hedge edildiğini bilmek imkansız, ancak 2022'den bu yana doların yen karşısında hedge maliyetlerinin yüksek olması hedge oranlarının düşük olabileceğini düşündürüyor.

Hedge edilmemiş uluslararası yen kredilerinin, carry trade'in önemli bir katmanını oluşturduğu endişeleri var. Uluslararası yen borçlanması, 2010'dan bu yana artış gösteriyor ve son yıllarda hızlanmış durumda. BIS verilerine göre, Mart 2024 itibarıyla bankaların yen cinsinden uluslararası alacakları 328 trilyon JPY'ye, yani 2.2 trilyon ABD dolarına ulaştı. Bu, 2021 sonuna göre %52'lik (742 milyar ABD doları) bir artışa işaret ediyor. Japonya merkezli uluslararası krediler, Mart 2024 itibarıyla 157 trilyon JPY'ye (1 trilyon ABD doları) ulaşarak 2021'e göre %21 artış gösterdi.

5 Ağustos'ta neler oldu?

Ağustos'a gelmeden önce filmi 2024'ün Mart ayına geri saralım. Japonya'da Mart başında açıklanan %5,28'lik ücret artışları, son 33 yılın en yüksek ücret artışlarına işaret ediyordu. Gelen verinin ardından ülkede enflasyon endişeleri hız kazandı. Verinin ardından Japonya Merkez Bankası (BoJ), 17 sene sonra ilk kez faizleri artırdı. Politika faizi eksi 0,1'den %0 ile %0,1 aralığına yükseltildi. Bu karar, 2016'dan bu yana devam eden negatif politika faizi döneminin sonu anlamına geliyordu. BoJ aynı zamanda şirket tahvili alımlarının azaltılması gibi bir dizi de sıkılaştırıcı önlem aldı. İlk kararın carry işlemlere etkisi sınırlı oldu. O tarihte ABD'de veriler ekonomik aktivitenin canlı olduğuna ve işgücü piyasasının sıkı olduğuna işaret ediyordu. FED, faiz indirimlerine yönelik sinyallerine henüz başlamamıştı. Sonrasında ikinci çeyrek bilançoları ile birlikte ABD ekonomisinde soğuma sinyalleri başladı ve özellikle ABD endekslerinin sürükleyicisi durumundaki teknoloji şirketlerinin bilançolarında zayıflama görüldü. Fitili ateşleyen karar ise BoJ'un 2007'den sonra ikinci kez faiz artırması oldu. Japonya Merkez Bankası, 31 Temmuz'da aldığı kararla referans faiz oranını %0,25'e yükseltti. Tahvil tarafındaki sıkılaştırıcı önlemlerine de devam edeceğini açıkladı. Üstüne FED'in Eylül ayında faiz indirimini sinyellemesi ve ABD Tarım Dışı İstihdam verisinin de çok zayıf gelmesiyle global endekslerde çok sert satışlar görüldü. Sert satışların ana üssü Japon Nikkei ve Topix endeksleri oldu. Japonya'da daha fazla faiz artışı beklentileri ve Eylül ayında FED'in faiz indirimine gitme beklentisi, yende %13'lük değer artışına ve getiri farkının daralmasına yol açtı. Bu durum, yen-dolar carry trade işlemlerindeki sınırlı kazançları tamamen silip süpürdü. Büyük kaldıraçlı yatırımcılar, milyarlarca dolar zarar eden yen carry pozisyonlarını kapatırken, diğer hisse senedi ve tahvil varlıklarını da elden çıkarmak zorunda kaldılar. Bu, piyasada de-leveraging olarak bilinen süreci hızlandırarak yatırımcıların riskli varlıklardan uzaklaşmasına neden oldu.

Japonya Merkez Bankası'nın faiz artırımı sürecine yeni başladığı ve faiz oranının henüz %0,25 seviyesinde olduğu, buna karşın dolar faizlerinin hala %5'in üstünde olduğunu biliyoruz. Ancak carry trade işlemleri beklentilerden

gerçek faize göre daha fazla duyarlı. Önümüzdeki süreçte global piyasaların sakinleşmesi, buradaki spekülasyon işlemlerin boyutu ile doğru orantılı olacak.