ResearchGate

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: https://www.researchgate.net/publication/272691631

FAİZ PARİTESİNE BİR UYGULAMA: TÜRKİYE İLE ABD EKONOMİLERİ ARASINDAKİ KUR ARBİTRAJI (1990-2004)

Article · January 2004

CITATION
1

READS
25

1 author:



Mehmet Şişman
Marmara University
40 PUBLICATIONS **12** CITATIONS

SEE PROFILE

Some of the authors of this publication are also working on these related projects:

PARA-BANKA VE FİNANS View project

finance View project

All content following this page was uploaded by Mehmet Şişman on 24 February 2015.

The user has requested enhancement of the downloaded file.

FAİZ PARİTESİNE BİR UYGULAMA: TÜRKİYE İLE ABD EKONOMİLERİ ARASINDAKİ KUR ARBİTRAJI (1990-2004)

Yrd.Doç.Dr.Mehmet ŞİŞMAN*

ÖZET

Dünya Ekonomisinde 1970'lerden sonra dalgalı kur uygulamalarıyla döviz kuru belirlenmektedir. Sermaye akımlarının önündeki engeller 1990'lı yıllarda önemli ölçüde kaldırılmıştır.Bu koşullarda ABD ekonomisi ile Türkiye Ekonomisi arasında mali kesim açısından fiyat farklılığını gösteren en önemli gösterge faiz paritesi olmaktadır. Bu paritenin forward (vadeli) döviz kuru ile spot döviz kurunu farklılaştırdığı oranda mali kesimdeki arbitraj gelirleri ve faaliyetleri artmaktadır. Her iki ülke arasındaki arbitrajın 1990'dan 2003'e kadar önemli farklılıklar gösterdiğini çalışma içinde hesaplanmış bulunmaktayız. Cari işlemler de bu olgudan olumsuz etkilenmektedir.

Anahtar kelimeler: uluslar arası faiz paritesi, forward döviz kuru, arbitraj.

---

* Mehmet ŞİŞMAN, Marmara Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, İktisadi gelişme ve uluslar arası iktisat anabilim dalı öğretim üyesi

An application of interest rate parity: Exchange rate arbitrage between Turkey and USA (1990-2004)

ABSTRACTt

In the World Economy, it is carried out floating Exchange rates since 1970's. On the other hand, Financial liberalization have been effected on capital movements in 1990's. At this circumstances, it is very important indicator that the interest rate parity between USA and Turkiye. We find that interest rate arbitrage is rising based on difference spot rate and forward rate for two countries (1990-2004).Current accounts effects badly at these differences.

Key Words: interest rate parity, forward Exchange rate in Turkey, arbitrage in Turkey

I.GİRİŞ

1970 sonrası Dünya Ekonomisi'nde gelişmiş ülkelerden başlayarak uygulamaya konan dalgalı döviz kuru politikaları çeşitli biçimleriyle gelişmekte olan ülkelerde uygulama olanağı bulmaktadır. Türkiye Ekonomisi'nde de süreç içinde ayarlanabilir sabit kur sisteminden önce yönetimli dalgalanma uygulamasına daha sonra da Şubat 2001'de dalgalı kur uygulamasına geçiş yapıldı. Para piyasalarındaki iç ve dış fiyatları piyasaların işleyiş mekanizmasına bırakan ilk uygulama 1989 'da 32 sayılı kararla yapılmıştı. Dünya Ekonomisi'nde genel adı mali serbestleşme (Financial deregulation) uygulamaları olarak bilinen 30 ve 32 sayılı kararlarla Türkiye mali kesimi fiyatları Dünya Ekonomisi içindeki rekabet sürecine konu olmuştu. Böylece 1990 yılından itibaren dünya fiyatlarıyla Türkiye fiyatlarını mali kesim açısından karşılaştırılabilir kılan faiz oranı ve döviz kuru farklılığına dayalı sermaye akımlarının karlılığı (arbitraj) hesaplanabilmektedir. Bu hesaplama, literatürde en uzun kısa vade olarak 1 yıllık ölçülebilmektedir (Hallwood ve MacDonald, 2000: 32). Türkiye'de de forward kur hesabı kabaca yapılabilmektedir. Kabaca diyoruz, çünkü Türkiye 'de henüz Forward (vadeli) döviz kurunun oluşacağı bir piyasa mekanizması çok sık kullanılmadığından, tam anlamıyla verimli değildir. Bu piyasa İMKB içinde geleceğe dönük döviz işlemleri olarak, çok yeni ve sınırlı sayıda işlem yapılmaktadır. Ancak tek tek bankaların forward kur (vadeli kur) uygulamaları sözkonusu olabilmektedir. Böyle bakıldığında zaten tek fiyat

uygulamasının keskin yapı farklılıkları ve krizler nedeniyle dünya çapındaki uygulaması açısından mali kesim arbitraj farkını koruyacak gibi gözükmektedir.

Döviz kuru sistemleri açısından bakıldığında yine dünya çapında sabit, yönetimli dalgalanan (para kurulu vd.) ve serbestçe dalgalanan döviz kuru uygulamalarının bir karışımının birlikte uygulandığını biliyoruz (Eiteman vd., 1995; 109), (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000; 10). Bu nedenle faiz arbitrajından kaynaklanan forward döviz kurlarını hesaplamak ve yorumlamak sermaye akımlarının hem yönünü tayin etmek, hem de yapı farklılığının değerini (fiyatlar) tespit etmek açısından önemli olmaktadır.

II. TEK FİYAT YASASI, AÇIK FAİZ PARİTESİ ve BİR UYGULAMA

Bu çalışmanın amacı; 1990-2004 arası, Dünya Ekonomisi'nin geri kalanını temsil ettiği bilinen ABD ekonomisiyle Türkiye Ekonomisi mali kesiminin faiz paritesine dayalı kur arbitrajlarını ortaya koymaktır.

Döviz kurlarının değişim koşullarını açıklayan teoriler tek fiyat yasası argümanına dayanmaktadır. Dünya çapında işlem giderleri dikkate alınmadığında uluslararası ticarete konu olan bir malın her yerde aynı olacağı fikri tek fiyat yasasını özünü oluşturmaktadır. Tek fiyat yasasının mal piyasalarına uygulamak için satın alma gücü

[illegible] kullanılmaktadır. Satın alma gücü paritesine göre, döviz kurları ülkeler arasındaki enflasyon farklarını yansıtmalıdır. Tek fiyat yasasını para piyasalarında ve dolaylı olarak sermaye piyasalarındaki fiyat farklılıklarıyla açıklamak için de faiz arbitrajı kullanılmaktadır. Ayrıca uluslararası Fisher Etkisi ile de beklenen enflasyon oranları faiz oranlarına ek olarak döviz kurlarını belirlemede kullanılmaktadır (Doğukanlı ve Kılıç, 2004; 3). Genelleştirilmiş Fisher Etkisi'nde ülkeler arasında reel faiz oranları eşit varsayılarak nominal faiz farklılığı enflasyon farklarıyla açıklanmaktadır.

Faiz paritesine dönük ilk metin 1930'da Keynes tarafından yazılmıştır. Bu nedenle sadece finans mühendislerinin değil tüm iktisatçıların ilgilenmesi gereken bir alandır kanısındayız. Genel olarak faiz paritesi teorisi; para piyasalarındaki arbitraj olanaklarını ya da başka bir [illegible]şle fiyat farklılıklarını yansıtan bir uygulama sunmaktadır. Faiz oranı yüksek olan ülkenin parası iki ülkenin faiz farklılığı kadar değersizleşmeli (iskonto) ve bu değersizleşme de gelecekteki (beklenti) kurlar yani forward kurlar tarafından yansıtılmalıdır. Böylece gelecekteki kurlar gelecekte oluşacak spot kurlara eşitleneceğinden kur riski ortadan kalkacaktır. Forward piyasaların oluştuğu ve tam olarak işlediği koşullar gerçekleştiği ve risk olmadığı için buna, 'garantili' ya da 'güvenceli' (hedged) faiz arbitrajı denmektedir. Bu tür arbitraj daha çok mal ve hizmet [illegible] uluslar arası ticaretinde gelecekte oluşabilecek bir döviz kuru [illegible]sini önlemek amacıyla kullanılmaktadır.

Öte yandan, forward kurların tam olarak oluşmadığı ya da oluşturulamadığı piyasa koşullarında faiz gelirleri arasındaki farklılıklar spot kurla forward kur (teorik olarak) arasındaki farkı gi mek durumundadır. Bu mekanizma liberalleşen ve işlem maliyetlerinin oldukça düştüğü günümüz küreselleşme koşullarında sermaye hareketlerinin faiz oranlarının düşük olduğu yerlerden faiz oranlarının yüksek olduğu yerlere doğru hareketiyle sağlanmaktadır. Ayrıca forward kurların sınırlı kaldığı ülkelerde spekülatörler bir biçimde denge oluşuncaya kadar işlemlerini hızlandırırlar. Bu durumda, teorik olarak belirlenen forward kur (vadeli kur) da düşük faizli ülkenin parası yüksek faizli ülkenin parasına göre değerlenmesi (prim yapması) beklenir. Yüksek faizli ülkenin parası ise tam tersi değersizleşmelidir (iskonto, forward dicount). Para ve sermaye piyasalarındaki uluslar arası oyuncuların (portföy yöneticileri) bazıları forward kurları risk alınmaksızın (covered) kullanarak faiz arbitrajına ulaşırken, diğer bazılarıysa döviz piyasalarında açık pozisyon alarak (kısa vadeli düşünerek) riski speküle etme (uncovered) yolunu, yani oluşabilecek riskden kazanç sağlama beklentilerine göre hareket etme yolunu tercih ederler. Bu ikinci tür davranan oyuncular forward kurlar ile spot kurlar arasındaki farklardan (forward primi) yararlanarak (beklenen enflasyon düzeylerinin ele alınan ülkelerde farklılaşması bu olguda etkilidir) açık faiz arbitrajından yararlanmaya çalışırlar. Dünya Ekonomisi'nde 1990'lı yıllarda giderek artan oranda kısa vadeli sermaye akımlarındaki hızlı artışın önemli bir kısmı spot döviz

piyasalarıyla forward döviz piyasaları arasındaki farkdan kaynaklanmıştır (Arestis ve Sawyer, 1999: 158). 2000'li yıllarda da bu eğilim farklı biçimleriyle sürmektedir.

Belirttiğimiz gerekçelerle enflasyon farklılıklarının döviz kuru ve faiz farklılıkları aracılığıyla, tam olarak olmasa da, önemli ölçüde yansıdığını düşündüğümüzden enflasyon verilerine girme gereksinimi duyulmamıştır. Bir başka deyişle, Uluslararası Fisher Etkisi ve Satın alma Gücü paritesi; Açık (garantisiz, güvencesiz) faiz paritesi tarafından yansıtılır çıkarsamasıyla hareket ediyoruz (Dunn Jr. ve Ingram, 1996: 304).

$$\text{İTR} - \text{iABD} = F - S / S \qquad (1)$$

Denklemiyle özetlenebilecek Faiz Paritesinde iTR Türkiye nominal faizlerini iABD Amerika Birleşik Devletleri nominal faizini gösterir. Denklemin öteki yanında F Forward (vadeli) döviz kurunu, S Spot döviz kurunu göstermektedir. Bu oranın birbirine eşit olması arbitraj olanağı doğurmayacaktır (Walther, 1997;72). Bu olgu aynı zamanda faiz farklılığının beklenen (forward) döviz kuru, spot döviz kuru farklılığıyla giderildiği anlamına gelir. Bununla beraber, dünya yüzünde daha önce belirttiğimiz farklı döviz kuru uygulamaları ve farklı iktisadi yapıların mevcudiyeti, arbitraj faaliyetine yönelik sermaye akımlarını sürekli gündemde tutmaktadır. Bu nedenle de gerek faiz oranlarında beklenen enflasyon düzeylerine ve yapı farklılıklarına bağlı farklılıklar, gerekse bu olgunun forward

piyasalardaki yansıması olarak spot kurlar ile forward kurlar arasındaki dengesizlikler devam etmektedir.

iTR-İABD F-S/S'den daha büyük olduğunda arbitraj faaliyeti ABD'den Türkiye'ye kayacak, sermaye akımlarının yönü Türkiye olacaktır.

iTR-iABD F-S/ S'den daha küçük gerçekleştiğinde, yani ABD 'yle faiz farkı forward kurdaki değersizleşme (iskonto) oranından düşükse, fonlar ABD'ye yönelecektir (Seyidoğlu, 1997; 142), (Hallwood ve MacDonald, 2000: 33). Bizim çalışmamızda an uzun kısa vade olarak 1 yıl alınmıştır. Böylece 13 yıllık bir süreçte birer yıllık dilimlerle Türkiye Ekonomisi'nin ABD ekonomisiyle para ve sermaye piyasaları açısından fiyat farkını, faiz paritesi aracılığıyla anlamak mümkün olmaktadır.

Tablo' 1 den de izlenebileceği gibi bizim için faiz paritesine göre oluşmuş forward kurlarının gerçekleşen kurlardan farkı yine arbitraj gelirini göstermektedir. Yani faiz arbitrajını 1990-2003 arası Forward kurları hesaplamakta kullanabileceğimizi biliyoruz.

Forward döviz kuru(F) = spot döviz kuru * 1+iTr / 1+ABD (2)

Tablo' 1 de spot kurlar bir önceki senenin son günü TCMB döviz satış kurlarıdır. Sene sonu döviz kurları en uzun kısa vade olan bir yılı yansıtması açısından anlamlı görülmüştür. Bu spot kurlar her

iki ülkenin kamu kağıtlarındaki –yine- bir yıllık bileşik faizlerle ilişkilendirilerek forward kurlara ulaşılmıştır (http://www.tskb.com.tr/FinansSozlugu.aspx). Bulunan forward kurlar yine Merkez Bankasının yıl sonu gerçekleşen döviz kurundan çıkartılarak arbitraj geliri yüzde olarak hesaplanmıştır.

Tablo1: Faiz arbitrajına göre TL Dolar arbitrajı (1990-2004)

Yıl	spot kur*(1+itr)/(1+iabd)=forward kur	Forward kur	Gerçekleşen kur	Arbitraj
1990	2.316* 1,54 / 1,078 =	3.308	2.927,10	%13
1991	2.927* 1,80/ 1,057 =	4.984	5.074	%-1,70
1992	5.074,8*1,87/1,038 =	9.142,40	8.555,90	%6,80
1993	8.555,90*1,87/1,034 =	15.474	14.450	%7
1994	14.450*2,64/1,053 =	36.227	38.687	%-6,30
1995	38.687*2,12/1,059 =	77.447	56.614	%36
1996	56.614*2,13/1,055=	114.301	104.391,70	%9
1997	104.391,7*2,17/1,056 =	214.517	199.079	%7
1998	199.079*2,12/1,050 =	401.949	306.122	%31
1999	306.122*2,10/1,058 =	607.614	525.491,30	%15
2000	525.491,3*1,38/1,061 =	683.485	676.325	%1
2001	676.325*1,96/1,034 =	1.282.008	1.448.212	%-11
2002	1.448.212*1,70/1,020 =	2.413.686	1.647.657	%46
2003	1.647.657*1,48/1,012 =	2.409.616	1.399.998	%72
2004	1.399.998*1,25/ 1,015	1.724.135	1.342.700	%28

Kaynaklar:ABD Faizleri ustreas.org'dan (http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield-hist.htm) hesaplanmış, Türkiye faizleri dpt.gov.tr ve treasury.gov.tr'den, dövizler tcmb.gov.tr'den alınmıştır.

Tablo1 'e göre 1990'da %13 olan arbitraj olanağı 1991 körfez krizin de etkisiyle ve tersine dönmüş ve ABD yönüne 1.7 gerçekleşmiştir. 1992 ve 1993'de tekrar %7 civarında Türkiye tarafında bir arbitraj yaratılmıştır. 1994 krizi dengeleri değiştirmiş, ABD'deki arbitraj %6.3 olarak gerçekleşmiştir.1995'de 1990'ların en yüksek arbitraj geliri Türkiye'de gerçekleşmiş(%36), çünkü o yılın faiz oranları 1994 yılı enflasyonunu yansıtacak ölçüde Türkiye açısından yüksek olduğu gözlenmiştir. 1996'dan sonra arbitrajda düşüş görülürken, 1998'de Rusya krizinin de etkisiyle Türkiye'ye döviz girişi azalınca arbitraj geliri Türkiye'de yeniden artmıştır (%31). 2000 yılı 2001 Şubat krizinden bir önceki sene arbitraj olanağının kur açısından düşük (%1) geçtiğini göstermesi açısından ilginçtir. Ancak 2000 Kasımındaki bankacılık krizi ve 2001'deki finans krizinin Türkiye'den ABD'ye doğru sermaye çıkışını özendirecek ölçüde arbitraj getirisi yarattığını söylemek mümkündür (%11). Bunda her iki tarafta da düşen faizlere rağmen TL'deki aşırı değerlenmenin getirdiği arbitraj farkı yol açmıştır. Bu aşamada Türkiye'de faizlerin düşmesi kısa vadeyi uzun vadeye çekme açısından etkilidir. Zira, 1990'larda görüldüğü gibi faiz oranları çok yükseldiğinde kısa vadeli sermaye akımları arbitraj faaliyetlerini hızlandırmaktadır (Eichengreen ve

Musa, 1998; 4). kısa vade Bununla beraber 2002'de %46, 2003'de %72 olarak gerçekleşen faiz paritesine göre hesaplanmış kur arbitrajı şimdiye kadar gerçekleşmediği ölçüde bir TL yatırım karlılığı getirmiştir. 2004 yılında ABD dolarının dünya çapındaki değer kaybedişi Türkiye'deki arbitraj gelirlerine taban oluşturan forward kurları da düşürerek Türkiye'ye sermaye akımı yoluyla elde edilen arbitraj gelirlerini düşürücü etki yapmıştır. Bununla beraber sermaye akımlarının gelir yaratıcı etkileri ve cari işlemler açığını artırıcı etkileri devam etmektedir.

III.SONUÇ

Burada ABD'nin Türkiye açısından Dünyanın geri kalanını temsil eden en güçlü ülke olduğu düşünülürse, bu arbitrajların ABD'deki faiz artırımlarıyla her an değişebilecek esneklikte olduğunu söyleyebiliriz. Ancak bu değişikliklerin maliyeti yüksek olmaması için an azından belli bir zamana yayılmış olarak kur yükseltilmesi (değersizleşmesi) için gerekli çabaların gösterilmesi gerekir. Aksi halde Türkiye'de ve ABD'de cari işlemler açığının seyri konusunda oldukça kötümser beklentiler mevcuttur. Zira, Türkiye'ye doğru akan ve zaman zaman çıkan kısa vadeli sermaye akımları yoluyla, bir yandan faiz paritesinin forward kur arbitrajına getirdiği primler artarken, diğer yandan döviz kurunu reel değerlerden farklılaştırarak (aşırı değerlenme) ithalatı kolaylaştırıcı bir unsur olmaktadır. Bu olgu

aynı zamanda cari işlemler açığını beslediği için döviz kuru dalgalanmalarına yol açarak spot ve forward kurlardaki belirsizliği artırmaktadır.

KAYNAKLAR

ARESTIS Philip and Sawyer Malcolm (1999), "What Role for the Tobin Tax in World economic Governance", Global Instability içinde, Edited by J. Michie and J. G. Smith, Routledge.

DOĞUKANLI ve Kılıç, Garantisiz faiz oranı paritesi: Türkiye uygulaması (1988-1998), http://idari.cu.edu.tr/suleyman/parite.pdf, 15 Eylül 2004.

DUNN Jr. ve Ingram (1996), International Economics, 4th edition, John Wiley & Sons.

EICHHENGREEN ve Musa, Capital Account Liberalization and the IMF, Finance and Development, December 1998, Volume 35, Number Number4.http://www.nber.org/books/global/kenen11-27-01.pdf, erişim tarihi15 Eylül 2004.

EITEMAN D., Stonehill A.I., Moffet M.H. (1995), Multinational Business Finance, 7th edition, Addsion-Wesley Publishing.

HALLWOOD C.Paul and MacDonald Ronald (2000), International Money and Finance, Third Edition, Blackwell.

ÖZDEMİR K. Azim, Şahinbeyoğlu Gülbin (2000), Alternatif Döviz Kuru Sistemleri, TCMB tartışma tebliğleri, Eylül.

SEYİDOĞLU H. (1997), Uluslar arası Finans, Güzem yayınları No:12.

WALTHER Ted (1997), The World Economy, John Wiley& Sons Inc., USA.

http://www .dpt.gov.tr/temel göstergeler, erişim tarihi 15 Eylül 2004.

http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield-hist.html, erişim tarihi 2 Şubat 2005.

http://www.tcmb.gov.tr / veriler/ döviz kurları, Erişim tarihi 2 Şubat 2005.

http://www.tskb.com.tr/FinansSozlugu.aspx, , Erişim tarihi 2 Şubat 2005.

View publication stats