

BANKACILIK SİSTEMİNDE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ

İlhan ŞAHİN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Uluslararası İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Erol KUTLU

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Temmuz 2002

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

BANKACILIK SİSTEMİNDE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ

İlhan ŞAHİN

Uluslararası İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Temmuz 2002

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Erol KUTLU

Bankacılık sektörü Türk finansal sisteminin çok önemli parçasını oluşturmakta ve Para ve döviz piyasalarında işlemlerin büyük bir kısmı bankalar tarafından gerçekleştirilmektedir.

Türkiye’de 1980 sonrası dönemde, rekabete açık ekonominin ilke ve esaslarının yerleştirilmesi, dış ticaretin serbestleştirilmesi, makro ve mikro fiyatların belirlenmesinde idari kararlar yerine büyük ölçüde piyasa güçlerinin ikame edilmesi ve yurtiçi mali piyasaların yeniden yapılandırılması ve geliştirilmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır. Bu sürecin en önemli tamamlayıcısı olarak uluslararası sermaye hareketleri, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar ile tamamen serbest bırakılmıştır. Bu politikaların etkisi, 1980’li yıllarda bankacılık sektörüne yasal, kurumsal ve yapısal değişiklikler olarak yansımıştır. Yapılan düzenlemeler ile finansal enstrümanların çeşitliliği ve bankaların işlemleri artmıştır.

Kambiyo politikalarının liberalleşmesi ile döviz kuru riski ve döviz pozisyonu yönetimi Türk bankacılık sisteminde yerini almıştır. Kasım-2000 ve Şubat-2001 dönemlerinde yaşanan finansal krizler de “Döviz Pozisyonu Yönetimi”ne gerekli önemin verilmesi zorunluluğunu göstermiştir.

Döviz pozisyonu bir bankanın bilançosunda dövizli aktifleri ile pasifleri arasındaki fark olarak tanımlanır.

1980’den sonra kur ve faiz riskinin yönetimi için futures, forward, options ve swap’a benzer birçok finansal teknik ve enstrüman geliştirilmiştir. Bu çerçevede Türkiye’de döviz piyasasının gelişmesini desteklemek amacıyla IMKB Vadeli İşlemler Piyasası 15 Ağustos 2001 tarihinde faaliyetine başlamıştır.

Bu çalışmanın amacı bankacılık sisteminde döviz pozisyonu yönetimini analiz etmek ve tüm yönleriyle tanıtmaktır.

Türkiye’de döviz pozisyonu yönetimi ve vadeli işlemler piyasalarının normal işlerliğinde faaliyet gösterebilmeleri için ekonomik istikrarın sağlanması ve kronik olan yüksek enflasyonun düşürölmesi gerekmektedir .

ABSTRACT

The banking sector constitutes the greater part of the Turkish financial system. A great portion of the activities taking place in both money and foreign exchange markets are carried out by banks.

After the 1980s, a significant progress was made in Turkey towards establishing the principles and fundamentals of an economy open to competition, liberalising the foreign trade, substituting market forces to a great extent for administrative decisions in determination of prices, and restructuring and developing the domestic financial markets. In order to complement this process, international capital movements were liberalised in 1989 with Decree No. 32 on the Protection of the Value of Turkish Currency. As a reflection of this policy, the 1980's witnessed continuous legal, structural and institutional changes and developments in Turkish banking sector. As an outcome of these arrangements, the variety of financial instruments and foreign exchange transactions of banks available increased.

In line with liberalising foreign exchange policies, foreign exchange rate risk and management of foreign exchange position take their places in Turkish banking sector. The experiences of the November-2000 and February-2001 financial crisis in Turkey has shown to have to given due importance to the subject of "Management of Foreign Exchange Position"

Foreign exchange position is defined as the difference between foreign exchange accounts in assets and liabilities of balance-sheet of a bank.

Since 1980, a lot of financial techniques and instruments (futures, options, swap, forward etc.) have been developed for managing exchange and interest rate risk. In this framework, in Turkey to encourage development of the foreign currency market IMKB Futures Exchange became operational on 15 August 2001.

The purpose of this study is to analyze "management of foreign exchange position in banking system" and to be introduced together with all of its contents.

In Turkey, economic stability should be ensured and chronic high inflation should be brought down, otherwise management of foreign exchange position departments and future exchange markets cann't work with on their normal functions.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

İlhan ŞAHİN'in "Bankacılık Sisteminde Döviz Pozisyonu Yönetimi" başlıklı tezi 21 Ağustos 2002 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İktisat Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Yrd.Doç.Dr.Erol KUTLU

Üye : Prof.Dr.İlyas ŞIKLAR

Üye : Prof.Dr.Güven SEVİL

Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Apaçolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



ÖNSÖZ

Finansal piyasaların ileri düzeylerde serbestleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması, ülke ekonomilerinin finans piyasaları arasındaki bağımlılığı güçlendirmiştir. Gerek yurtiçi gerekse yurtdışı piyasalar arasındaki fon transferini sağlayan bankaların önemi günümüzde gittikçe artmış ve Ülkemizde bankacılık sektörünün, uluslararası rekabet gücüne ulaştırılması hedeflenmiştir.

Türkiye’de bankacılık sisteminde döviz pozisyonu yönetiminin analizini ve tanıtımını içeren bu çalışma ile Türk bankacılık sistemine katkıda bulunacağımızı ümit ediyoruz.

Bu vesile ile halen görev yaptığım bankacılık sektörü ve yüksek lisans anabilim dalım olan uluslararası iktisat ile ortak bir alan teşkil eden, ayrıca uluslararası bankacılık konularını da ihtiva eden “Bankacılık Sisteminde Döviz Pozisyonu Yönetimi” konusunda tez çalışması yapmamı teşvik eden ve çalışmalarımda bana destek olan Tez Danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Erol KUTLU’ya ve Öğretim Üyesi Sayın Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR ile burada isimlerini sayamadığım T.C. Anadolu Üniversitesi’ndeki tüm hocalarım ve desteğini esirgemeyen T. Vakıflar Bankası T.A.O.’daki mesai arkadaşlarıma teşekkürü bir borç bilirim.

Mayıs 2002

İlhan ŞAHİN

İÇİNDEKİLER

ÖZ	ii
ABSTRACT	iv
JURİ VE ENSTİTÜ ONAYI	v
ÖNSÖZ	vi
ÖZGEÇMİŞ	vii
TABLolar LİSTESİ	xv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xvi
KISALTMALAR	xvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ PİYASALARI VE DÖVİZ KURLARININ OLUŞUMU

1. DÖVİZ VE EFEKTİF	3
2. DÖVİZ KURU VE DÖVİZ KURLARINDA DİREKT VE ENDİREKT KOTASYON	3
3. DÖVİZ KURLARI ÇEŞİTLERİ	4
3.1. Cari ve Esas (Resmi) Kur	4
3.2. Alış ve Satış Kurları	5
3.3. Evalüasyon Kuru	6
3.4. Bankalararası Kur	7
3.5. Düz Kur ve Çapraz Kur	7
4. DÖVİZ PİYASASINDA YER ALAN KİŞİ VE KURULUŞLAR	9
4.1. Bireyler, Kuruluşlar ve Çok Uluslu Şirketler	9
4.2. Bankalar	10
4.3. Merkez Bankaları	11
4.4. Aracılar	11
5. PARA VE DÖVİZ PİYASALARI	12
5.1. Para ve Döviz Piyasalarının Tarihsel Gelişimi	12
5.2. Para, Yabancı Para ve Döviz Piyasası	15
5.3. Döviz Piyasalarının Kapsamı ve Genel Özellikleri	17
5.3.1. Nakit Şeklindeki Yabancı Paralar ve Döviz	17
5.3.2. Örgütlenmemiş Piyasa	18
5.3.3. Evrensel Nitelikteki Piyasalar	18
5.3.4. Örgütlü Döviz Borsası	19
5.3.5. Anında Teslim ve Geleceğe Yönelik İşlemler Piyasaları	19

6. DÖVİZ PİYASASININ İŞLEVLERİ	20
6.1. Satın Alma Gücü Transferi	21
6.2. Kredi Sağlama	21
6.3. Döviz Riskini Önleme İşlevi	22
6.4. Dış Ticaret Dengesinin Zaman İçinde Kurulmasına Yardım	22
7. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ	22
7.1. Altın Standardı Sistemi	23
7.1.1. Altın Standardı Sisteminin Avantajları	24
7.1.2. Altın Standardı Sisteminin Dezavantajları	25
7.2. İstikrarlı (Stabil) Döviz Kurları Sistemi	26
7.2.1. İstikrarlı Döviz Kurları Sisteminin Avantajları	28
7.2.3. İstikrarlı Döviz Kurları Sisteminin Dezavantajları	28
7.3. Esnek (Dalgalı) Döviz Kurları Sistemi	29
7.3.1. Esnek Döviz Kuru Sisteminin Avantajları	31
7.3.2. Esnek Döviz Kuru Sisteminin Dezavantajları	32
7.4. Alternatif Döviz Kuru Sistemleri	32
7.4.1. Serbest Dalgalanma	32
7.4.2. Gözetimli Dalgalanma	33
7.4.3. Aralık İçinde Dalgalanma	33
7.4.4. Kaygan Aralık	33
7.4.5. Yönlendirilmiş Sabit Aralık	34
7.4.6. Yönlendirilmiş Sabit Parite	34
7.4.7. Döviz Kontrolü	34
7.4.8. Para Kurulu	35
7.4.9. Dolarizasyon	36

İKİNCİ BÖLÜM

BANKACILIK SİSTEMİNDE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ

1. AKTİF PASİF DENGESİ VE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ KAVRAMLARI	37
1.1. Aktif-Pasif Dengesi Yönetimi	37
1.2. Döviz Pozisyonu Yönetimi	40
1.2.1. Döviz Mevcutları ve Alacakları	41
1.2.1. Döviz Taahhütleri	41
1.2.3. Döviz Borçları	42
1.3. Tekil ve Toplam Döviz Pozisyonu ile Günlük Tekil ve Günlük Toplam Döviz Pozisyonu	43

1.4. Döviz Pozisyonu Oluşturulması Sırasında Bankalarda Tutulması Gerekli Hesaplar	44
1.4.1. Cari Hesap	44
1.4.2. Depo Hesabı	44
1.4.3. Yatırım Hesabı	44
1.4.4. Kuvertür Hesaplar	45
2. DÖVİZ POZİSYONU DENGESİNİN ALABİLECEĞİ DURUMLAR	45
2.1. Başabaş Pozisyon	46
2.2. Uzun Pozisyon	46
2.3. Kısa Pozisyon	47
2.4. Döviz Cinsine Göre Pozisyon	47
3. RİSK KAVRAMI VE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİNDE RİSK YÖNETİMİ	48
3.1. Likidite Riski	51
3.2. Kredi Riski	53
3.3. Faiz Oranı Riski	55
3.3.1 Faiz Oranı Riskinin Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler	56
3.3.1.1. Faiz Oranı Farkı Analizi	56
3.3.1.2. Efektif Vade Analizi	58
3.3.1.3. Simülasyon Analizi	58
3.4. Kur Riski	59
3.4.1. Kur Riski Çeşitleri	62
3.4.1.1. İşlem Riski	62
3.4.1.2. Çevirme Riski	62
3.4.1.3. Ekonomik Risk	63
3.4.2. Kur Riskine Karşı Korunma Stratejileri	63
3.4.2.1. Tam Korunma Stratejisi	63
3.4.2.2. Korunmada Vazgeçme Stratejisi	64
3.4.2.3. Esnek Korunma Stratejisi	64
3.5. Ülke Riski	65
3.6. Kar Merkezi Risk Yönetimi	66
4. BANKALARDA DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ BÖLÜMÜNÜN ORGANİZASYON YAPISI VE GÖREVLERİ	66
4.1. Döviz Pozisyonu Yönetimi Bölümünün Tarihsel Gelişimi ve Önemi	66
4.2. Döviz Pozisyonu Yönetimi Bölümünün Bağlı Birimler İtibariyle Organizasyon Yapısı ve Görevleri	69

4.2.1. Fon Yönetimi Müdürü	69
4.2.2. Döviz Yönetimi Müdürü	69
4.2.3. Dealing Room	70
4.2.4. Back Office	73
4.2.5. Raporlama Servisi	74
5. DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ BÖLÜMÜNDE DÖVİZ KURLARININ TAHMİNİ VE YÖNETİM STRATEJİLERİ	74
5.1. Döviz Kurlarını Etkileyen Faktörler	76
5.1.1. Ödemeler Dengesi	76
5.1.2. Faiz Oranları	76
5.1.3. Enflasyon	77
5.1.4. Para ve Maliye Politikaları	77
5.1.5. Merkez Bankası ve Ulusal Para Otoritelerinin Döviz Piyasasına Müdahale ve Düzenlemeleri	77
5.1.6. Ülkede Yaşanan Politik ve Sosyal Olaylar	78
5.1.7. Vadeli Döviz İşlemleri	78
5.2. Döviz Kurlarını Belirleyen Yöntemler	78
5.2.1. Satın Alma Gücü Paritesi	79
5.2.2. Göreli Para Arzı	80
5.2.3. Porföy Kuramı	81
5.2.4. Faiz Oranı Paritesi	82
5.2.5. Fisher Etkisi	83
5.3. Döviz Yönetim Stratejileri	84
5.3.1. Pozisyon Tutmaksızın Borçlanma	84
5.3.2. Veri Parada Geçici Yatırım	85
5.3.3. Farklı Paralarda Ters Yöndeki Nakit Akışları	85
5.3.4. Porföyde Para Çeşitlendirmesi ve Likidite	85

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİNİN PARA VE DÖVİZ PİYASALARINDA KARŞILAŞTIĞI RİSKLERE KARŞI KORUNMA YOLLARI VE YÖNETİM TEKNİKLERİ

1. DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANI RİSKİNDEN KORUNMA (HEDGİNG)	86
2. VADESİZ PEŞİN İŞLEMLER	88

2.1. Gecelik İşlemler	91
2.2. Günlük İşlemler	91
2.3. Peşin İşlemler	91
3. FORWARD İŞLEMLER	92
3.1. Forward İşlemlerin Yapısı ve İşleyişi	92
3.2. Forward İşlemlerin Çeşitleri	97
3.2.1. Düz Forward	97
3.2.2. Swaplı Forward İşlemler	97
3.2.3. Diğer Forward İşlemler	98
3.3. Forward İşlemlerin Avantajları	100
3.4. Forward İşlemleri Dezavantajları	101
4. FUTURES PİYASALAR VE İŞLEYİŞİ	101
4.1. Futures İşlemleri	101
4.2. Futures Piyasalarında Katılımcılar	102
4.2.1. Hedging Yapanlar	102
4.2.2. Spekülatörler	103
4.2.3. Arbitrajcılar	103
4.3. Futures Sözleşmelerin Yapısı ve İşleyişi	103
4.3.1. Futures İşlemlerinde Borsaların Rolü	103
4.3.2. Standardizasyon	105
4.3.3. Takas Odaları	106
4.3.4. Marjin Sistemi	107
4.3.5. Pozisyon Açma ve Kapatma İşlemleri	108
4.4. Futures İşlem Türleri	108
4.4.1. Döviz Futures Sözleşmeleri	109
4.4.2. Faiz Futures Sözleşmeleri	109
4.4.3. Endeks Futures Sözleşmeleri	110
4.5. Forward ve Futures İşlemlerinin Karşılaştırılması	111
5. OPSİYONLAR	114
5.1. Opsiyon Sözleşmelerin Yapısı ve İşleyişi	114
5.2. Opsiyonlar ile İlgili Temel Kavramlar	115
5.2.1. Opsiyon Satan-Opsiyon Alan	115
5.2.2. Alma Opsiyonu	115
5.2.3. Satma Opsiyonu	115
5.2.4. Opsiyon Primi	116
5.2.5. Kullanım Fiyatı	116
5.2.6. Vade Tarihi	116

5.2.7. Karda, Zararda ve Başabaş Opsiyonlar	117
5.2.8. Opsiyon Sözleşmelerinin Değerlemesi	117
5.3. Finansal Piyasalarda Opsiyon Çeşitlerinden Döviz ve Faiz	
Opsiyon Sözleşmeleri	118
5.3.1. Döviz Opsiyonları	118
5.3.2. Faiz Opsiyonları	123
6. SWAP İŞLEMLERİ VE İŞLEYİŞİ	124
6.1. Swap İşlemleri	124
6.2. Swap İşlemlerinde Taraflar	126
6.2.1. Son Kullanıcılar	126
6.2.2. Aracılar	126
6.3. Swap Türleri	127
6.3.1. Faiz Swapı	127
6.3.1.1. Sabit Faiz/Değişken Faiz Swapları	127
6.3.1.2. Kupon Swapı	132
6.3.1.3. Baz Swapı	132
6.3.1.4. Sıfır Kupon Swapı	132
6.3.2. Döviz Swapları	133
6.3.2.1. Sabit Faizli Para Swapı	135
6.3.2.2. Sabit Faizden Değişken Faize Para Swapı	137
6.3.2.3. Değişken Faizden Değişken Faize Para Swapı	138
6.3.3. Diğer Swap İşlemleri	138
6.4. Döviz Yönetiminde Swap İşlemleri ve Swap İşlemlerinin Avantaj ve Dezavantajları	139
7. ARBİTRAJ	140
7.1. Döviz Kur Farkından Doğan Arbitraj İşlemi	141
7.2. Faiz Oranı Farkından Doğan Arbitraj İşlemi	142
7.2.1. Karşılanmamış Faiz Arbitrajı	142
7.2.2. Karşılanmış Faiz Arbitrajı	143
8. SPEKÜLASYON	143

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SİSTEMİNDE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ

1. TÜRK BANKACILIK SİSTEMİNDE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİNİN GELİŞİMİ	146
--	-----

1.1. 1980 Öncesi Durum	146
1.2. 29 Aralık 1983 Kararları	148
1.3. 14 Mart 1986 Krizi	150
1.4. 30 Ekim 1986 Kararları ve Döviz Yönetimi	151
1.5. 29 Temmuz 1988 Kararları ve Döviz Yönetimi	153
1.6. 1 Nisan 1989 Tarihli Kararlar	154
1.7. 32 Sayılı Karar	155
1.8. 5 Nisan 1994 Kararları	155
1.9. 2000-2002 Döneminde Uygulanması Kararlaştırılan Enflasyonu Düşürme Programı Çerçevesinde İmzalanan Stand-By Anlaşması Genel Hedefleri ve Para ve Kur Politikaları	157
1.10. 5 Ağustos 2000 Tarihli Değişiklikler	160
1.11. 2000-2002 Ekonomik Programının Günümüzde Kadar Olan Uygulamasının Değerlendirmesi: Kasım, Şubat Krizleri ve Döviz Yönetimi	163
2. TÜRKİYE'DE DÖVİZ PİYASALARI	169
2.1. T.C.M.B. Döviz ve Efektif Piyasaları	170
2.1.1. TL/Döviz-TL/Efektif Piyasası	171
2.1.2. Döviz/Efektif Piyasası	173
2.2. Bankalararası Döviz Piyasası (Döviz İnterbankı)	174
2.3. Vadeli Döviz Alım-Satım Piyasası (Forward Piyasalar)	174
2.4. Serbest Piyasa	175
3. YÜRÜRLÜKTEKİ MEVZUATA GÖRE TÜRKİYE'DE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ	176
3.1. Likidite Oranı	176
3.2. Kur Riski Oranı	176
3.3. Yabancı Para Net Genel Pozisyon/Özkaynak Standart Rasyosu	178
3.4. Zorunlu Döviz ve Efektif Devirleri ve Satışları	180
3.5. Döviz Tevdiat Munzam Karşılıkları	181
3.6. Umumi Disponibilite ve Zorunlu Karşılıklar	181
4. DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİNDE DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI KORUNMA YÖNTEMLERİNİN TÜRKİYE'DEKİ UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ	183
SONUÇ	191
KAYNAKÇA	195

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Basitleştirilmiş Banka Bilançosu	38
Tablo 2. Dövizli Aktif ve Pasif Kalemler	42
Tablo 3. Ticari Banka Bilançosuna Göre Risklerin Ayrımı	50
Tablo 4. Döviz Kuru Değişimlerinin Döviz Pozisyon Durumuna Etkileri	61
Tablo 5. Mal, Döviz, Faiz, Endeks Üzerine Yazılmış Futures Anlaşmaların İşlem Gördüğü Borsalar	104
Tablo 6. Londra'da LIFFE Borsasında İşlem Gören Alman Markı Futures Anlaşmasının Standart Özellikleri	104
Tablo 7. Opsiyon İşlemlerinin Karlılık Durumu	117
Tablo 8. Alım-Satım Opsiyon Durumu	121
Tablo 9. Farklı Yapıdaki Firmaların Piyasalardan Borçlanmasıyla Yapılan Maliyet Analizi	129

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.	Fon Yönetimi Organizasyon Şeması	69
Şekil 2.	Futures Borsalarında Takas Merkezi	106
Şekil 3.	Faiz Swapının Genel Olarak İşleyişi	128
Şekil 4.	Faiz Ödemelerinin Swap Edilmesi	129
Şekil 5.	Faiz Ödemeleri	130
Şekil 6.	Paralel ve Back to Back Kredilerin İşleyişi	134
Şekil 7.	Sabit Faizli Para Swapında Anaparanın Değiş-Tokuşu	136
Şekil 8.	Sabit Faizli Para Swapında Faizlerin Değiş-Tokuşu	136
Şekil 9.	Sabit Faizli Para Swapında Anaparanın İadesi	136
Şekil 10.	Sabit Faizden-Değişken Faize Para Swapında Anaparanın Değiştirilmesi	137
Şekil 11.	Sabit Faizden-Değişken Faize Para Swapında Faiz Ödemelerinin Değiştirilmesi	137
Şekil 12.	Sabit Faizden-Değişken Faize Para Swapında Anaparaların Geri Ödenmesi	138

KISALTMALAR LİSTESİ

a.g.e., a.g.m.	:	Adı geçen eser, makale
AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AET	:	Avrupa Ekonomik Topluluğu
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CAD	:	Kanada Doları
CHF	:	İsviçre Frangı
DİBS	:	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DKK	:	Danimarka Kronu
DTH	:	Döviz Tevdiat Hesabı
EFT	:	Elektronik Fon Transferi
FRA	:	Forward Faiz Anlaşması
FRF	:	Fransız Frangı
FX	:	Foreign Exchange, Döviz
GBP, STG	:	İngiliz Sterlini
GSMH	:	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IMM	:	Chicago Ticaret Borsası Bünyesinde, Futures İşlemlerle İlgili Uluslararası Para Piyasası
JPY	:	Japon Yeni
KİT	:	Kamu İktisadi Teşebbüsü
LIBOR	:	London Interbank Offered Rate, Londra Bankalararası Döviz Piyasası Faiz Oranı
LIFFE	:	Londra Futures Borsası
LTFX	:	Uzun Vadeli Döviz Kontratları
NLG	:	Hollanda Florini
OTC (market)	:	Tezgahüstü (piyasa)
PTT	:	T.C. Posta İşletmesi Genel Müdürlüğü
SFR	:	Ek Rezerv Olanğı
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SWIFT	:	Uluslararası Fon Transferi
TBB	:	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	:	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TL	:	Türk Lirası
TPKK	:	Türk Parası Kıymetini Koruma
TÜFE	:	Tüketici Fiyatları Endeksi
USD	:	Amerikan Doları
YP	:	Yabancı Para

GİRİŞ

Bretton Woods sisteminin 1973 yılında sona ermesiyle birlikte döviz kurlarının sürekli değişiklik göstermesi döviz pozisyonu tutan, gerek finansal kuruluşları gerekse dış ticaret firmalarını kur riski ile karşı karşıya bırakmıştır. Ayrıca 1970’li yılların sonlarından itibaren uluslararası para piyasalarında gözlenen faiz oranlarındaki dalgalanmalar faiz riskini de ortaya çıkarmıştır.

Bretton woods sisteminin çöküşü ve dalgalı kur sistemine geçilmesiyle beraber, gelecekteki kurun kestirilmesi ve kur riskine karşı korunma yöntemleri (hedging) ile yabancı para cinsinden varlık ve borçların en kârlı ve etkin bir biçimde yönetilmesi olarak tanımlanan döviz yönetiminin önemi bankacılık sisteminde hat safhada artmıştır.

Bir bankanın dövizli aktif ve pasif kalemleri bankanın döviz pozisyonunu belirlemektedir. Ekonomide yaşanabilecek ani dalgalanmalar ve kâr marjındaki dalalmalar bankaların döviz yönetimine gerekli önemi vermelerini zorunlu kılmıştır. Döviz pozisyonu yönetiminde amaç, müşteriye hizmet vermek, her döviz cinsinden uygun ve yeterli miktarda döviz pozisyonuna sahip olmak, ayrıca da bankaya kâr sağlamaktır. Bu amaçlara ulaşabilmek için bankalar bünyelerinde döviz pozisyonu yönetimi ile ilgili birimler oluşturmuşlardır. Bunlar, dealing room (döviz yönetimi odası), back office (kontrol grubu) ve raporlama servsidir. Bankalar bu bölümleri aracılığıyla, dövizli mevcut ve alacakları ile borçlarını en iyi şekilde yönetmeyi amaçlamışlardır.

Ülkemizde bankacılık sistemine döviz pozisyonu tutma yetkisi ilk olarak sınırlı da olsa 1974 yılında verilmiştir. 1980 yılında başlayan dışa açılma süreci içinde yapılan yasal düzenlemeler ile kambiyo mevzuatı liberal bir eksene oturtulmuştur. Böylece bankalarımız dövizli işlemlerini, uluslararası ve yurtiçi para ve döviz piyasalarında yasal mevzuatlar ile belirlenen sınırlar dahilinde kalmak koşuluyla yapma imkânına kavuşmuşlardır.

Bankalarımızın bilançoları incelendiğinde kaynakların neredeyse yarısına yakın kısmının yabancı paradan oluştuğu görülmektedir. Dövizli işlemlerin hacmi arttıkça, bundan kaynaklanabilecek risklerde büyümektedir. Oysa bankalar özerklik kazandırılmış yetkili kurullar ve yetkili kamu otoriteleri tarafından en yoğun şekilde

izlenen, mali durumlarının kötüye gitmesi ve toplam risklerinin belirli bir büyüklüğe ulaşmasına izin verilmeyen finansal kurumlardır. Bu nedenle Merkez Bankası, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu ve Hazine Müsteşarlığı birlikte bir gözetim sistemi uygulamaktadırlar. Bu kurumların gözetimleri son dönemde yaşadığımız ekonomik krizlerle birlikte daha sıkı bir hale gelmekte, yeni oranlar ve denetleme yöntemleri tayin edilmekte ve bankaların buna uyumu dikkatle izlenmektedir. Ülkemizde Kasım-2000 ve Şubat-2001 dönemlerinde yaşanan son ekonomik krizlerde bankacılık sisteminde döviz pozisyonu yönetiminin, en hassas alanlardan biri olduğu ve bununla ilgili resmi mevzuata gereken uyumun gösterilmesinin son derece büyük bir ehemmiyet taşıdığı görülmüştür.

Bu çalışmanın amacı, bankalarımız için çok büyük bir önem arzeden döviz pozisyonu yönetimini, tüm yönleriyle inceleyerek tanıtımını yapmaktır. Çalışmamızda özellikle döviz pozisyonu yönetiminde kullanılan teknikler ve ayrıca hem bu tekniklerin hem de bankacılık sisteminde pozisyon yönetimine dair oransal sınırlamaları içeren son yasal mevzuat açıklanmıştır.

Dört ana bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde döviz piyasaları ile ilgili temel kavramlar, döviz piyasalarının tanıtımı, özellikleri, işlevleri, tarihsel gelişimi ve kur sistemleri anlatılmıştır.

İkinci bölümde döviz pozisyonu dengesinin alabileceği durumlar, döviz piyasasında karşılaşılabilecek riskler (döviz kuru riski, likidite riski, faiz oranı riski, kredi riski vb.) döviz pozisyonu yönetimi bölümünün organizasyon yapısı ve alt bölümlerinin görev ve sorumlulukları ile döviz kuru tahmin yöntemleri ve stratejileri açıklanmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde döviz pozisyonu yönetiminin para ve döviz piyasalarında yaptıkları işlemler ile ilgili olarak karşılaşılabileceği risklere karşı geliştirilen yeni finansal tekniklerin (forward, swap, futures, option, arbitraj vb.) tanıtımı yapılmış ve örnek ve şekiller aracılığı ile açıklanmaya çalışılmıştır.

Dördüncü ve son bölümde ise Türk bankacılık sisteminde döviz pozisyonu yönetiminin tarihsel gelişimi, Ülkemizdeki döviz piyasası türleri, yürürlükteki mevzuata göre döviz pozisyonu yönetimi ile döviz kuru riskine karşı korunma yöntemlerinin Türk finansal sistemi içerisindeki yeri ve uygulamaları anlatılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ PİYASALARI VE DÖVİZ KURLARININ OLUŞUMU

1. DÖVİZ VE EFEKTİF

Döviz (exchange) geniş anlamda bütün yabancı ödeme araçlarını, dar anlamda ise ancak yabancı paralar üzerine yazılı ticaret poliçelerini ifade eder. Diğer bir deyişle geniş anlamda döviz, bütün yabancı paralar ile yurt dışında geçerli her türlü ödeme aracı ve senettir. Konvertibl para rejimlerinde çek, poliçe, emre yazılı senet, hazine bonoları, hisse senedi ve tahvil de döviz olarak kabul edilir. Döviz, “efektif” ve “kaydi” nitelik taşıyabilir. Uluslararasıındaki ödemeler büyük ölçüde efektif dövizle değil, kaydi dövizle gerçekleştirilir. Çünkü, efektif dövizin nakli riskli ve masraflıdır¹.

Kambiyo sözcüğü, Latince “combiare”den gelir ve değiştirmek anlamında kullanılır. Nakit, döviz, altın, senet gibi menkul değerler üzerine yapılan işlemleri kapsar. Kambiyo sözcüğü Türkçe’de “efektif”in tersi olarak da kullanılmaktadır. Efektif, latince etkinlik anlamına gelen “effectus”tan türetilmiştir. Yabancı ülke kağıt parası veya banknotu ile altın ve gümüşe, kambiyo işlemlerinde efektif denir. Bu anlamda kambiyo yabancı ülke parasıyla yazılı ticari senet, havale ve çek şeklindeki dövizlerdir².

2. DÖVİZ KURU VE DÖVİZ KURLARINDA DİREKT VE ENDİREKT KOTASYON

Döviz Kuru, iki milli para birimi arasındaki değişim oranıdır. Diğer bir deyişle döviz kuru bir yabancı paranın milli para cinsinden fiyatıdır. Bu sebeple kur, ülkeler arasındaki fiyat seviyelerini birbirine bağlayarak fiyat ve maliyet karşılaştırmaları yapılmasına imkân sağlar. Döviz kuru olmasa, ülkeler birbirlerinde üretilen mal ve hizmetlerin fiyat ve maliyetleri konusunda tamamen bilgisiz ve yabancı kalırlar.

¹ Rıdvan Karluk, *Uluslararası Ekonomi* (Beta Basım Yayın, 4.Baskı, İstanbul, 1994), s.311

² Aynı, s.311

Döviz kuru, işte bu yabancılık ve bilgisizliği ortadan kaldırır³.

Kotasyon, işlem yapılmak istenen kurun belirtilmesidir. Kotasyonlar direkt ve endirekt olmak üzere iki biçimde belirlenebilir. “Kote edilen para” deyimi değişen para için, “baz para” ise sabit olan için kullanılır. Örneğin, 1 GBP=2.5550 USD şeklinde kotasyon verildiğinde Sterlin baz para, ABD doları kote edilen paradır⁴.

Direkt kotasyon, sabit tutardaki yabancı para karşısında değişen tutarda yerel paradır. Örneğin bir İsviçre bankası her 100 DEM için 85.5 CHF kote ederse, bu direkt kotasyondur. Direkt kotasyon için “normal kotasyon” terimi de kullanılır. Endirekt kotasyon, direkt kotasyonun tersine, değişen tutardaki yabancı para karşılığında, sabit tutardaki yerel paradır. Bir İngiliz bankasının 1 GBP=4.1325 DEM şeklindeki kotasyonu endirekt kotasyona örnektir. Bir başka deyişle, direkt kotasyon herhangi bir dövizin karşılığı ülke parası (1 USD=18.000 TL) ile ifade edilir. Endirekt kotasyon ise, ülke parasının bir birimi döviz (1 TL=0,00001 USD) ile ifade edilir⁵.

Endirekt kotasyon verme yolu genelde, ülke parasının kotasyon verilecek paradan daha değerli olması halinde uygulanır. İngiliz sterlini istisna olmak üzere bütün ülkeler direkt kotasyon kullanırlar. Yani paralarının değerini ABD doları cinsinden belirlerler. Günümüzde Euro ve Japon Yeni’nin karşısında da ülkeler kendi paralarının ya da yabancı paraların değerini belirlemektedirler.

3. DÖVİZ KURLARI ÇEŞİTLERİ

3.1. Cari ve Esas (Resmi) Kur

Döviz kuru, döviz piyasasında oluşur. Döviz piyasası ise farklı milli paraların birbirine çevrilmesini sağlayan bir organizasyondur. Döviz piyasalarında yapılan alış ve satışlarda belirlenen ve hergün kambiyo fiyat cetvelleri ile ilan edilen döviz fiyatlarına cari veya gerçek kur denir⁶.

³ Aynı, s.327

⁴ Saniye Gümüşeli, *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri* (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 1994), s.29

⁵ Aynı, s.29

⁶ Karluk, 1994, a.g.e, s.328

İlgili kamu otoriteleri tarafından belirlenen döviz kuruna ise resmi döviz kuru denir. Resmi döviz kuru idari kararlarla belirlenmektedir ve bu nedenle de döviz piyasasında döviz arz ve talebine bağlı olarak belirlenen piyasa döviz kurunun altında veya üstünde olabilir. Resmi döviz kurunun, piyasa döviz kurunun altında belirlenmiş olması ithalatı teşvik ederken, ihracatı engelleyici bir rol oynayabilecektir⁷.

Resmi döviz kuru kambiyo rejimi kontrol altında olan, yabancı para alım-satımları şarta bağlı olan ülkelerde ülke çıkarlarını korumak ve döviz rezervlerini kontrol altında tutmak amacıyla kullanılır. Bu kurları belirleyen resmi merci ise genelde merkez bankasıdır.

3.2. Alış ve Satış Kurları

Bankaların başka ülke paralarının (efektif/döviz) Türk Lirasına dönüştürülmesinde yani döviz alışının yapılmasında uyguladıkları kurlara alış kurları denir.

Satış kurları ise, Türk Lirasının yabancı ülke paralarına (efektif/döviz) çevrilmesinde yani döviz satışında uygulanan kurlardır. Örneğin 1 USD =1.470.000/1.480.000 TL ise banka piyasada 1 Amerikan dolarını 1.470.000 TL'den alıyor ve 1.480.000 TL'den satıyor demektir. Banka, düşük kurdan alıp yüksek kurdan satarak aradaki farkı kâr olarak kabul edecektir.

Bankalar ve döviz ticareti yapan ilgili kurumlar döviz kurlarını alış kuru (bid rate) ve satış kuru (ask rate) olarak ayrı ayrı kote ederler. Alış kurları, satış kurlarından daha düşüktür. Yani banka, döviz düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satmaktadır. Alış ve satış kurları arasındaki farka kur marjı (spread) denmektedir. Bu fark, işlem giderleri ile bankaların kârından oluşmaktadır⁸.

Alış ve satış kurları arasındaki fark yani marj fazla ise kâr yüksek, az ise kâr düşüktür. Alış ve satış kurları arasındaki bu farklılık bir takım faktörlere bağlıdır. Bunlardan birincisi yapılan döviz işleminin hacmiyle ilgilidir. Hatta buna piyasanın derinliği de denmektedir. Büyük hacimli işlemlerde alım satım marjı düşük, küçük

⁷ Müfit Akyüz, Nesrin Ertel, *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü* (Dünya Yayınları, 3.Baskı, İstanbul,1990), s.296

⁸ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat* (Güzem Yayınları, 10. Baskı, İstanbul, 1994), s.120

hacimli işlemlerde ise yüksektir. Çünkü her iki işlemde de gerekli yazışma ve haberleşme masrafları aynıdır. İkinci olarak ilgili yabancı paranın piyasadaki istikrarsızlıkları etki olur. Döviz fiyatındaki iniş ve çıkışlar arttıkça marjlar da büyür. Bu durumda bankanın kur değişmelerine karşı kendini güvenceye alması güçleşecektir. Üçüncüsü ise banka yöneticilerinin ilgili ülke parasının gelecekteki piyasa koşulları hakkındaki beklentileridir. Piyasada istikrarsızlık beklentileri varsa marjlar da büyüyecektir⁹.

Ayrıca efektiflerin kur marjları genellikle döviz işlemleri üzerindeki kur marjlarından daha yüksektir. Efektifler genellikle ufak miktarda alınıp satılmaktadır. Ancak bunlar da dövizler gibi aynı miktarda yazışma ve idari masraf gerektirmektedir. Ayrıca bankalar, müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılamak için değişik türlerden yabancı para bulundurdıkları halde bunları kasalarında tuttukları sürece bir faiz geliri elde etmezler. Dolayısıyla da bir fırsat maliyetinin doğması söz konusu olur. Nakit şeklindeki fonlar güvenlik sorunu da doğurur. Oysa banka hesabı şeklindeki dövizlerde böyle bir sorun yoktur. İhtiyaç duyulan efektiflerin ilgili ülkeden getirilmesi veya ihtiyaçtan fazla olanların o ülkeye geri gönderilmesi de bir maliyet teşkil edecektir. İşte bu gibi nedenlerden dolayı efektiflerin alım satım marjları daha yüksek olmaktadır¹⁰.

3.3. Evalüasyon Kuru

Muhasebe işlemlerinde Tek Düzen Hesap Planına göre bilançoların Türk lirası üzerinden düzenlenmesi gerektiğinden sabit kur üzerinden tutulan yabancı para hesaplarının bilançoya esas olacak bakiyelerini belirlemek üzere yabancı paraların cari kurlarla çarpılarak TL karşılığının belirlenmesine değerlendirme anlamına gelen “evalüasyon” denir. Bu işlemle bankalar döviz varlıklarını kendi alış kurları ile, borçlarını da satış kurlarıyla değerlendirmektedirler. Yapılan evalüasyon işleminde kullanılan kur evalüasyon kuru olarak adlandırılır.

Diğer bir deyişle, yabancı paraların 1 ile çarpılarak Türk lirasına çevrilmesi, aynı cinslerdeki yabancı paraların toplanıp çıkarılabilmesi için aynı para birimi

⁹ Aynı, s.120

¹⁰ Aynı, s.122

üzerinden ifade edilmesini sağlar ¹¹.

3.4. Bankalararası Kur

Bankaların müşterileri için ilan ettikleri kurlarla, kendi aralarındaki alışverişlerde uyguladıkları kurlar farklıdır. Bankaların kendi aralarındaki döviz alım-satım işlemlerinde uyguladıkları kura “bankalararası kur” denilmektedir. Bu kurlar müşteri için ilan edilen kurlardan farklı olabilmektedir. Fiyatı o andaki ihtiyaç belirlemekte ve pazarlığa tabidir. Türkiyede bu kurların tayini için uygulanacak herhangi bir sınırlama yoktur. Bankalar kendi aralarındaki döviz kurlarını serbestçe saptayabilmektedirler.

3.5. Düz Kur ve Çapraz Kur

İki ülke parası arasında doğrudan doğruya uygulanan döviz kuruna düz kur denilmektedir. Örneğin Türk lirasıyla doğrudan doğruya dolar satın alınmak istendiği zaman bir dolar için 90 lira vermek gerekiyorsa, doların döviz kuru 90 lira demektir. Oysa doları dolaylı bir biçimde satın almak olanağı vardır. Örneğin Türk lirasıyla önce sterlin, sonra bu sterlinle Fransız frangı ve en sonra da bu franklarla dolar satın alınabilir. Bu takdirde de Türk lirasıyla dolar arasında bir kur oluşmuş olur ki, buna da çapraz kur denir. Bunu bir örnekle açıklayalım. Eğer 210 lira bir sterlin, 1 sterlin 10 Fransız frangına, 10 frankta 3 dolara eşitse; 210 lira ile 3 dolar, yani 70 lira ile 1 dolar alma olanağı vardır. Bu halde doların çapraz kuru 70 lira olur¹².

Kısaca, çapraz kur iki para arasındaki kurun üçüncü bir para cinsinden ifadesidir.

Genelde borsalarda döviz kurları, Amerikan doları ile ulusal paralar arasındaki değişim oranı şeklinde ifade edildiği için Amerikan doları dışında iki para arasındaki değişim oranı bunların dolar fiyatlarından hesaplanır. Bu şekilde hesaplanan kura çapraz kur denir¹³.

¹¹ Şenay Eryürek, **Uluslararası Bankacılık İçin İlk Tanımlar ve INCOTERMS** (Anadolu Bankası Eğitim yayınları, No:1, Hilal Matbaacılık, Ankara, 1987) s.7

¹² Sadun Aren, **İstihdam Para ve İktisadi Politika** (Savaş Yayınları, 10. Baskı, Ankara, 1992) s.143

¹³ Hasan Selçuk, **Finansal Hizmetler Sektöründe Yeni Araç ve Teknikler** (İlk Birleşik Yayıncılık, İstanbul, 1993) s.105

Şimdi çapraz kur hesabını sayısal bir örnek aracılığı ile açıklayalım:

Bir müşteri 22.4.2002 tarihinde İsviçre frankı karşılığı 5 milyon Kanada doları satın almak istemektedir. Bankanın kuru nedir?

Tüm para birimleri dolar cinsinden kote edildikleri için işlem anındaki pazarda geçerli aşağıdaki kurlardan hareket etmek gerekecektir.

	<u>Alış Kuru</u>	<u>Satış Kuru</u>
USD/CAD	1.5738	1.5750
USD/CHF	1.6516	1.6520

Banka açısından durum şu şekildedir:

Burada ilk kolon Amerikan doları alış veya diğer dövizin satış kurudur. Yani alış kuru yazan kolonda USD/CAD için 1.5738 yazıyorsa, Amerikan doları Kanada dolarına karşı bu fiyattan alınıyor veya Kanada doları Amerikan dolarına bu fiyattan satılıyor demektir. Dolayısıyla, ilk fiyat kolonu Amerikan doları için alış, diğer dövizler için satış kurlarını göstermektedir. Sterlin bunun istisnasıdır. Sterlinde tam tersi bir durum söz konusudur. Satış kuru kolonunda ise, kurları kote eden bankanın Amerikan doları için başka döviz cinsleri üzerinden verdiği satış fiyatları veya diğer döviz cinslerinin ABD dolarına karşı alış fiyatları ilan edilmiş olmaktadır. Sterlin burada da istisna teşkil etmekte yani fiyatlar söz konusu dövizler için satış, ABD doları için alış fiyatı olmaktadır.

Diyelim ki müşteri A bankasından CAD satın almak istemektedir. A bankasının elinde CAD yoksa, USD karşılığında Kanada'daki bir B bankasından 1.5738 CAD'dan CAD satın alarak CAD talebini karşılayabilecektir.

A bankası Kanada'da ödeyeceği Amerikan dolarlarını sağlamak için, müşterisinden alacağı CHF'leri bir İsviçre bankasına yatırır. Bankanın bu tarihte satış kuru 1.6520 CHF'dir.

İsviçre frankı karşılığında CAD satış kuru aşağıdaki eşitlik yardımı ile bulunur.

$$1 \text{ USD} = 1.5738 \text{ CAD}$$

$$1 \text{ USD} = 1.6520 \text{ CHF}$$

$$\begin{array}{rclcl} 1.5738 \text{ CAD} & = & 1.6520 \text{ CHF} \\ 100 \text{ CAD} & = & X \text{ CHF} \end{array}$$

$$X = \frac{100 \times 1.6520}{1.5738} = 104.96 \text{ CHF}$$

A bankası CAD'nı 104.96 CHF'na sattığı takdirde kazancı olmayacaktır. Zira piyasada CAD satın aldığı ve CHF sattığında ona bu 104.96'ya mal olacaktır. Bu durumda A bankasının ufak bir marj eklemesi doğaldır.

Eğer müşteri tam tersine CHF karşılığında CAD satın almak değil de satmak isterse, bu durumda bankanın alış kuru:

$$X = \frac{100 \times 1.6516}{1.5750} = 104.86 \text{ CHF} \quad \text{olacaktır.}$$

4. DÖVİZ PİYASASINDA YER ALAN KİŞİ VE KURULUŞLAR

4.1. Bireyler, Kuruluşlar ve Çok Uluslu Şirketler

Firmalar ve bireyler, banka ve simsarlara döviz alımı ve satımı için emirler iletirler (müşteri emirleri). Para otoriteleri de piyasaya, dalgalanmaları düzene sokmak ve doğal olarak döviz işlemlerini düzenlemek için müdahalede bulunurlar. Bu olay kambiyo denetimi diye adlandırılır. Simsarlar ise sadece bir aracı rolü oynarlar¹⁴.

Uluslararası ticari şirketler de, çok uluslu şirketler de bu piyasada önemli bir yere sahiptir. Bunlar, piyasada zaman zaman büyük ölçekli döviz işlemlerinde bulunurlar. Bunların siparişlerinin büyüklüğü yürürlükteki döviz kurunu etkileyebilir; ancak piyasaya yaptıkları katkıların hacmi bu şirketleri market- maker

¹⁴ Dominique Philon, **Döviz Kurları**. Çeviren: Mehmet Bolak, Haluk Levent, Ertuğrul Tokdemir (Yeni Yüzyıl Gazetesi Yayınları-İletişim Yayıncılık, İstanbul, 1995), s.11

(piyasa yapıcı) konumuna getirmez. Ancak, bunlar piyasaya belirli varlıkları veya karşılayacakları yükümlülükleri olmaksızın da girerler ki, bu da onları, özellikle spekülasyon işlemleri arttırabildikleri ve/veya kredi sözleşmelerini vadelerini aşacak şekilde yenileyebildikleri sürece, piyasada oldukça önemli katılımcılar durumuna getirir. Çok uluslu şirketlerin market-maker olmalarını önleyen şey, alış ve satış kurlarını belirlememeleridir. Bu şirketlerin bazıları piyasada istikrar sağlayıcı (market stabilizör) olabilirler¹⁵.

4.2. Bankalar

Ticari bankalar, döviz yerli paraya, yerli parayı döviz çevirme işinin doğal kanalıdır. Bankalar üç ögeli bir sistemde çalışırlar. Bu ögelerden ilki büyük miktarda paralardır. Bu paralar piyasanın özünü oluşturan bankalarda toplanır. Bu bankalar market maker'dırlar (piyasayı oluşturan banka) ve karşılıklı bir baz üzerinden karşı tarafa büyük miktarlarda alım-satım yapmaya hazırdırlar. Çok fazla sayıda müşteriye sahiptirler ve piyasadaki hareketleri önceden görme veya sezinleme eğilimindedirler. Çünkü piyasa güçleriyle daha çok iç içedirler. İkincisi, limitleri çok fazla büyük olmayan ve daha küçük pozisyonlar alan daha küçük market maker'lar vardır. Bunlar piyasadaki büyük bankalar gibi davranmadıklarından, kar marjları da daha düşüktür. Üçüncüsü, pozisyon alabilen ve müşteriye sahip olabilen, fakat piyasaya aktif bir şekilde katılmayan bankalardan oluşur¹⁶.

Uluslararası ödeme işlemleri döviz piyasasında faaliyet gösteren bankalar kanalıyla yürütülür. Bazı büyük bankalar özellikle dış ticaretin finansmanı ve uluslararası mali işlemler konularında uzmanlaşmışlardır¹⁷.

Bankaların müşterileriyle olan ilişkileri perakende döviz piyasasını (retail market) oluşturur. Döviz piyasasının diğer yönü ise döviz pozisyonlarını denkleştirmek için bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemlerden oluşur. Buna da bankalararası döviz piyasası veya toptan döviz piyasası adı verilir¹⁸.

¹⁵ Emel Yurt, **Bankalarda Döviz Yönetimi ve Merkez Bankasının Yönlendirmesi** (İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 1992), s.71

¹⁶ Aynı, s.66

¹⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s.109

¹⁸ Aynı, s.110

Bankalar, döviz piyasasında hem müşterilerin emirlerini yerine getirmek için hem de kendi hesaplarına işlemler yaparlar. Gelişmiş ülkelerin çoğunda, bankacı olmayan birimler, firmalar ve bireyler döviz piyasasına doğrudan doğruya giremezler. Böylece, döviz işlemlerinde aracılık etmek zorunlu olarak bankalara düşer. Bankalar arasında da sadece bazıları piyasaya aktif olarak katılır. Böylece onların piyasayı belirlediği ya da piyasa belirleyici (market-maker) oldukları söylenir. Görüldüğü üzere kambiyo piyasası her şeyden önce bir bankalararası piyasadır. Zaten döviz işlemlerinin büyük bir bölümü de aracılar arasında (bankalar, komisyoncular vb.) gerçekleşir ve bu işlemler büyük ölçüde finansal niteliktedirler. Yani döviz piyasası, işlemlerin ortalama değerinin çok yüksek olduğu bir toptancı piyasasıdır¹⁹.

4.3. Merkez Bankaları

Merkez bankaları döviz piyasalarında para otoritesini temsil eder ve gerektiğinde piyasaya müdahalede bulunur. Piyasanın talep fazlasını kendi rezervlerinden karşılar, arz fazlasını ise piyasadan emer. Açık piyasa işlemlerine başvurarak kurlarda istikrar sağlamaya çalışır. Ticaret bankalarının ve kambiyo komisyoncularının faaliyetlerini kontrol eder²⁰.

4.4. Aracılar

Aracılar, döviz piyasasında alıcılarla satıcıları biraraya getiren veya karşılaştıran döviz komisyoncusudurlar. Aracılar, müşterileri olan bankalara iki türlü hizmet sağlar; bunlardan birincisi herhangi bir para biriminin kurları hakkında anında bilgi vermek, ikincisi ise müşterileri için iştirakçiler bulmak ve alıcı ile satıcıyı biraraya getirmektir. Bankada döviz alım-satımı görevini yapan dealer, aracılık yapan firmalardaki alım-satımcıları veya herhangi bir parada uzmanlaşan firmaları tanıyacak ve banka eğer bu para biriminde çok fazla işlem yapıyor ise ilgili alım-satımcılarla bağlantı kuracaktır.

Gerek işlem çeşitleri ve gerekse işlem hacmi bakımından Dünyanın bir

¹⁹ Philon, a.g.e., s.12

²⁰ Karluk, 1994, a.g.e., s.317

numaralı döviz piyasası, deyim yerindeyse “bir döviz hipermarketi” Londra piyasasıdır. Daha önceleri Londra’da interbank işlemleri aracılar (broker) sayesinde yapılmaktaydı.

Şimdilerde ise Londra bankaları birbirleriyle doğrudan işlem yapabilmektedir. 1995 yılı itibariyle Londra Döviz Piyasasında brokerlar aracılığıyla piyasada gerçekleştirilen işlemlerin oranı % 35 civarında iken, bankaların yoğunluk teşkil ettiği büyük kuruluşlar arasındaki interbank faaliyetlerinin işlem oranı % 65 civarındadır. Bu sebeple aracılardan piyasadaki işlevleri azalmıştır²¹.

5. PARA VE DÖVİZ PİYASALARI

5.1. Para ve Döviz Piyasalarının Tarihsel Gelişimi

Günümüzde ülkelerin uyguladıkları döviz kuru sistemlerinde ne tam olarak sabit kur sistemi ne de esnek kur sistemi geçerlidir. Kullanılan sistemler bu ikisi arasındaki melez uygulamalardır. Sistemlerin tarihsel gelişimi içinde yaşadığımız sürece kadar incelenirse, genel olarak üç ana döneme ayrılabilir. Bu dönemlerden birincisi 1870-1930 yılları arasında altın standardı sisteminin uygulandığı dönem, ikincisi 1930-1944 yılları arasında esnek kur sisteminin uygulandığı buhran dönemi, üçüncüsü 1944-1973 yılları arasında Bretton Woods sisteminin uygulandığı dönem ve dördüncüsü ise günümüze kadar uygulanagelen karma uygulamalar dönemidir.

Altın esasına dayalı para sistemleri 1930’lara kadar çeşitli ülkelerde, hayli yaygın biçimde uygulanmıştır. Sistemin özelliği ülkelerin kendi paralarının değerini tespit ederken ortak olarak altını referans almalarıdır.

Birinci Dünya Savaşı sırasında ittifak ülkelerinin çoğunun altın standardından uzaklaşarak, paralarının konvertibilitelerini askıya aldıkları görülmektedir. Savaş yıllarında bu ülkelerde büyük oranlarda enflasyon yaşanmasına karşın; birçok ülke savaş sonrasında, savaş öncesi değişim oranlarına dönmekte ısrar etmiştir. Oysa geçmişin koşullarını geri getirmek mümkün olmadığından ve mal fiyatlarının gerekenin altında veya üstünde olmasından dolayı doğal olarak ödemeler

²¹Mehmet Uysal, “Londra Döviz Piyasası”, *Hazine Dergisi*, Sayı.9 (<http://www.treasury.gov.tr>, Ocak 1998), s.14

bilançosunda fazlalar ve açıklar ortaya çıkmıştır. Bu durum karşısında dengenin sağlanması için gerekli olan fiyat düzeylerini değiştirici bir mekanizma ise 1929 büyük ekonomik bunalımına kadar kurulamamış ve denge fiyat düzeylerine ulaşamamıştır. 1920'lerin sonlarına doğru, altın standardının çökmesinde özellikle enflasyoncu politikalar ve savaş öncesi döviz kurlarında direnme çabaları rol oynamıştır. Bu dönemde uluslararası para arzının temeli olan altınla ilgili sorunlar arasında Dünya altın arzının, Dünya ticaret hacmindeki artışa paralel artırılmaması, Dünya ulusları arasında mevcut ve potansiyel arzın dağılımındaki dengesizlik ve bunalım dönemlerinde spekülâtif altın talebinin dalgalanması verilebilir²².

1929 büyük ekonomik krizi bilindiği gibi sermaye piyasasındaki panikle başlamış, toplam talebin gerilemesine paralel olarak üretim düşmüş ve işsizlik yaygınlaşmıştır. Krizle birlikte altın talebinin artmasına paralel olarak altın fiyatları yükselirken altın standardı çökmüştür. Altın standardının terkedilmesiyle esnek kur deneyimleri başlatılmıştır. Ancak her ülke kendine göre bir yöntem uygularken, bu döneme damgasını vuran ülkelerin ihracatı arttırıp ithalatı azaltabilmek amacıyla devalüasyon yapmalarıdır. Ne var ki bir ülkenin devalüasyon yapması karşısında, o ülke ile ticari ilişki içinde olan ülkeler de devalüasyon yapmak zorunda kalmışlardır. Devalüasyonun devalüasyonları uyardığı bu dönemde, dünya ticareti gerilemiştir. Altın standardının yıkılmasını takiben ABD, İngiltere, Almanya ve Fransa farklı uygulamalara gitmişlerdir. Bu ülkelerin uygulamalarının bunlarla sıkı ilişki içinde olan ülkelere benimsenmesi sonucunda, birbirinden farklı para blokları oluşmuştur²³.

İki savaş arası alınan derslerden yola çıkarak ülkeler, milletlerarası ilişkileri geliştirerek üretimi ve istihdamı arttırmak amacıyla istikrar arayışına yönelmişlerdir.

1944'te Bretton Woods'da (New Hampshire, ABD) imzalanan ve IMF ile Dünya Bankasını da kuran, milletlerarası antlaşmanın biçimlendirdiği bu yeni düzende paralar arasındaki değişim oranları sabit bir biçimde belirtilmekle birlikte

²² İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar** (Ezgi Kitabevi Yay., 5.Baskı, Bursa,1994), s.566

²³ Zeynel Dinler, **İktisada Giriş** (Ekin Kitabevi Yayınları, 2.Basım, Bursa,1996), s.502

herbir ülkenin parasının gerektiğinde ödenecek bir altın karşılığı bulunmamaktaydı. Ancak başlangıçta tüm paraların değeri Amerikan dolarına göre saptandığı, Amerikan dolarının değeri ise altına göre belirlendiği (1 ons altın = 35 dolardır) için diğer paralarla altın arasında dolaylı bir ilişki kurulmuştu. Dolar bu düzende hem bir temel ölçü birimi hem de milletlerarası ödemelerin gerçekleştirilmesinde tüm ülkelerce kabul edilen bir “araç para” durumuna gelmişti. Bu altınla kesilmiş sabit döviz kuru rejimleri 1970’li yılların başlarına kadar sürmüştür. Ancak bu tarihlerde başlayan milletlerarası ödeme sorunları, özellikle de petrol fiyatlarındaki büyük yükselmelerin yolaçtığı karışıklıklar sistemin çökmesine neden olmuştur²⁴.

15 Ağustos 1973’de ABD’nin doları altına konvertibl olmaktan çıkarmasıyla resmen çöken Bretton Woods sisteminde çöküş sebepleri, ABD’de Vietnam Savaşının finansmanı nedeniyle artan enflasyon oranı, Japonya ve AET ‘nin ABD ile rekabet edebilecek seviyeye erişmesi, dış ödemeler bilançosu açık veren ABD’nin açığı karşılamak için dolar basması ve karşılıksız dolarların basılması suretiyle altın stoklarının erimesidir.

Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra her ne kadar anlaşmalara dayalı yeni bir uluslararası para sistemi kurulamamış ise de bu dönemdeki farklı uygulamaları bir düzene sokmak için IMF tarafından alınan bazı kararlar ve benimsenen ilkeler vardır. 1976 yılında Fon yasasında yapılan değişiklikle IMF’ye, uluslararası para sisteminin etkin işleyişini sağlamak için üye ülkelerin kur politikalarını “gözetleme” (sürveillance) görevi verilmiştir. Fonun yasasında yapılan bu değişiklikle üye ülkelerin sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine kadar, herhangi bir sistem benimsemelerine izin verilmiş, yani mevcut uygulamalar yasallaşmıştır. Ancak bununla ilgili bir koşul, üye ülkelerin hangi kur sistemini benimsediklerini ve bunda daha sonra yapacakları herhangi bir değişikliği fona bildirmek zorunda bulunmalarıdır²⁵.

Günümüzde döviz kurları sabit kurlardan serbest dalgalanmaya kadar geniş bir yelpaze içinde belirlenmektedir. Sabit kurlar genelde, döviz piyasalarındaki işlemleri sınırlayan resmi düzenlemeler ile yabancı döviz piyasalarına müdahaleler yapılarak

²⁴ Özhan Uluatam, **Makro İktisat** (Savaş Yayınları, 7.Baskı, Ankara, 1993), s.434

²⁵ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.671-672

günlük olarak belirlenmektedir. Döviz kurları yabancı bir paraya veya belli bir para sepetine göre hesap edilmekte ve bu kurlar etrafındaki dalgalanmalar resmi müdahalelerle sınırlanmaktadır. Dalgalı kurlar ise uzaktan gözetilmektedir²⁶.

5.2. Para, Yabancı Para ve Döviz Piyasası

Para piyasaları vadesine bir yıl veya daha az süre kalmış olan menkul kıymetlerin (hazine bonosu, devlet tahvili vb.) ve kredilerin işlem gördüğü piyasalardır. Bu piyasalarda alım-satıma konu olan finansal varlıklar kısa vadeli olmaları yanında daha likit ve finansal risk açısından daha az risklidirler.

Finans piyasalarında vade unsuru dikkate alınarak değerlendirme yapılırsa; sermaye piyasaları, bir yıldan uzun vadeli yatırım araçlarının ihraç edildiği ve işlem gördüğü piyasalar olarak tanımlanır²⁷. Para piyasalarıyla benzer finansal araçların da işlem gördüğü bu piyasalarda pay senetleri uzun vadeli tahviller vb. menkul kıymetler işlem görürler.

Hem para hem de sermaye piyasaları, oldukça karmaşık ve dinamiklerdir. Her iki piyasada faaliyet gösteren kurumlar belirli konularda uzmanlaşmışlardır. Ayrıca para piyasasında faaliyet gösteren bazı kurumlar, sermaye piyasasında da faaliyet göstermektedirler.

Para piyasası "Organize Olmuş Para Piyasası" ve "Organize Olmamış Para Piyasası" olarak ikiye ayrılır. Organize olmuş para piyasası, işlemlerin belli kurallara göre yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalara en iyi örnek ticari bankalardır. Organize olmamış para piyasası aracıları ise kişiler (tefeciler) veya bankerlik kuruluşlarıdır. Organize olmamış para piyasası, kredi arz ve talep edenin bulunduğu her yerde oluşabilir. Piyasanın belli kuralları yoktur. Genel olarak, bu piyasadan sağlanacak fonun maliyeti, organize para piyasasına göre daha pahalıdır. Verilecek olan kredinin tutarı, maliyeti ve rehin vb. gibi konular, kredi veren ile alan arasında kararlaştırılır. Bu piyasada faaliyet gösteren kişi veya bankerler, fon talep edenlerden, bankaların istedikleri belge ve bilgileri aynen talep etmezler. Organize olmamış para piyasasından fon talep edenler genellikle, organize olmuş para piyasasından fon

²⁶ Karluk, 1994, a.g.e., s.457

²⁷ T.C. M.B., Terimler Sözlüğü ([http://: www.tcmb.gov.tr/yeni/gercek/sozluk.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gercek/sozluk.htm)), s.21

sağlayamayan küçük veya orta ölçekli işletmelerdir²⁸.

Bir ülkeye ait gerek uzun vadeli gerekse kısa vadeli bir fonun ya da kredinin kendi sınırları dışında kendi yasa ve düzenlemelerine tabi olmadan alınıp satıldığı, işlem gördüğü piyasalar yabancı para piyasalarıdır. Bu piyasalara Euro-Dolar, Euro-Yen piyasaları örnek olarak verilebilir. Euro piyasa (Euro market) ilgili ülke paralarının milli sınırlar dışında oluşturdukları uluslararası piyasalardır. Bu piyasanın aktörleri genelde ticari bankalar ve büyük kuruluşlardır. Merkez bankalarının bu piyasalarda kural koyma ve kontrol yetkileri bulunmamakta ve piyasalara normal iştirakçi olarak katılmaktadırlar.

Döviz piyasaları fiziksel bir mekân olmayıp, elektronik iletişim ağı ile birbirine bağlanmış, kendi işyerlerinden faaliyet gösteren katılımcıların oluşturduğu bir piyasadır. Döviz piyasası, yabancı paraların alınıp satıldığı kurumsal yapıdır. Bu piyasada döviz arz ve talebi karşılanır, bir ulusal para başka bir ulusal paraya dönüştürülebilir. Piyasanın üyeleri, bankalar, mali kuruluşlar, spekülâtörler, ihracatçı ve ithalatçılar, şirketler, kamu kuruluşları ve merkez bankalarıdır. Döviz piyasasında işlemler genellikle peşin (spot) işlemlerden oluşur. Bir kısım işlemlerde vadeli (forward) olarak yapılmaktadır²⁹.

Belirli bir coğrafi alanla sınırlı olan borsaların aksine döviz piyasası için böyle bir sınırlama düşünülemez. Zira dünyada tek bir döviz piyasası vardır. Herhangi bir dövizle örneğin Fransız frangı ile ilgili işlemler Paris'te yapıldığı gibi aynı anda Londra veya Newyork'ta da yapılabilir. Zira döviz arz ve taleplerinin karşılanması, döviz arzedenler ile döviz talebinde bulunanların bizzat karşı karşıya gelmelerini gerektirmemektedir. Taraflar telefon, teleks, internet ve benzeri modern iletişim araçları ile haberleştikleri gibi, bu araçlar ayrıca Reuter, Telerate vb. özel bilgi iletme ağları ve işlemlerin hızlı bir şekilde yapılmasını ve kaydedilmesini sağlayan bilgisayar sistemleriyle desteklenmektedir. Böylece döviz piyasası, ulusal ekonomilerin sınırlarını aşan ve dünyada iktisadi birliğe katkıda bulunan bir piyasa ağı şeklinde karşımıza çıkmaktadır³⁰.

²⁸ Ali Ceylan, *İşletmelerde Finansal Yönetim* (Ekin Kitabevi Yay., Bursa, 1993), s.260-261

²⁹ T.C.M.B. Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü, *Türkiye'de Uygulanan Kur Politikaları ve Döviz Piyasası* (Ankara, Mayıs-1998), s.5

³⁰ Philon , a.g.e., s.10

Döviz piyasası, dünya ölçeğinde bir piyasa olduğu için belirli kurallara göre düzenlenmiş bir iktisadi oluşum değildir. Daha çok kendi işleyişini kendisi düzenlemektedir. Başka bir deyişle, kurallar, özel kişi veya kurumların kararlarına göre oluşmakta ancak, işlemler organize borsalarda gerçekleştirilmektedir³¹.

Mevcut tüm bilgilerin eksiksiz ve en hızlı biçimde döviz kurlarına yansması, döviz piyasasını, işleyiş açısından en mükemmel piyasa haline getirmektedir. Bunu sağlayan neden, bu piyasanın kesintisiz çalışma özelliğidir. Gerçekten de Uzak Doğu'dan Avrupa'ya ve Kuzey Amerika'ya kadar başlıca finansal merkezler, zincirleme bir faaliyet içindedirler. Böylece döviz kurları, günün 24 saatinde kote edilmektedir. Bir kambiyo, aynı anda kendisiyle aynı ya da yakın saat dilimi içinde bulunan meslektaşları ile işlemler yapabilir. Örneğin Avrupa'daki bir kambiyo, sabahın erken saatlerinde Uzak-Doğu ile (Paris'te saat 9.00 iken, Hong-Kong'da 16.00'dır) ve öğleden sonra da Birleşik Amerika ile çalışabilmektedir³².

5.3. Döviz Piyasalarının Kapsamı ve Genel Özellikleri

Döviz piyasası "Dünya ölçeğinde" bir piyasa olduğu için belirli kurallara göre düzenlenmiş bir iktisadi oluşum değildir. Daha çok kendi işleyişini kendi düzenlemekte, kurallar özel kişi veya kurumların kararlarına göre oluşmakta ancak işlemler organize piyasalarda gerçekleştirilmektedir. Buna göre döviz piyasalarını aşağıda belirtilen şekilde detaylı bir şekilde sınıflandırabiliriz.

5.3.1. Nakit Şeklindeki Yabancı Paralar ve Döviz

Doğrudan nakit para alım-satımını gerektiren döviz işlemleri özellikle dış turizm amacıyla yapılır. Yabancı bir ülkeye gezi düzenleyen kişiler oradaki harcamalarını karşılamak üzere o ülke parasını veya o paraya dönüştürülmek üzere dolar gibi geniş kullanım alanı bulunan nakit paraları satın alırlar. Diğer yandan, yabancı turistler de gezdikleri ülkelerde nakit döviz satarak ilgili ülkenin ulusal parasını elde ederler. Ayrıca kişi veya kurumlar, değerindeki artışlardan yararlanmak için de (spekülasyon amacıyla) nakit yabancı paralar tutabilir ve uygun buldukları bir

³¹ Aynı, s.10

³² Aynı, s.11

zamanda bunları ulusal paraya dönüştürebilirler. Fakat döviz işlemleri içinde asıl ağırlığı oluşturan mal ve hizmet ithal ve ihracı, yabancı sermaye giriş ve çıkışları gibi işlemler, nakit döviz gönderilmesi yoluyla değil, yabancı bankalarda tutulan hesapların bir taraftan diğer tarafa devriyle yapılır. Böylece ödemeler, müşterileri adına hareket eden bankalar arasında ve bu bankaların hesapları üzerine düşürülen alacak ve borç kayıtlarıyla gerçekleştirilir³³.

5.3.2. Örgütlenmemiş Piyasa

Piyasaları, alıcı ve satıcılarının direkt karşılaştıkları mekanlar ya da aralarında ilişki olmayan mekanlar olarak ikiye ayırıp inceleyebiliriz. Menkul kıymetler borsalarını örnek olarak verebileceğimiz birinci tip piyasalarda alım ve satım işlemleri belirli yerlerde gerçekleştirilir.

Ulusal menkul kıymetler borsaları vb. piyasalardan farklı olarak döviz piyasaları için herhangi bir alan sözkonusu olmadığı gibi alıcı ve satıcılar arasında direkt bir ilişki de yoktur. Döviz piyasasının en büyük aracıları ticari bankalardır. Bunlar, döviz piyasasında hem müşterilerin emirlerini yapar hem de kendi hesaplarına işlemler yaparlar. Döviz alım satımında kendi adlarına işlem yapan diğer aracılar ticari firmalar veya simsarlardır (broker). Brokerlar, döviz fazlası olan bankalar, kişi veya kuruluşlar ile ihtiyacı olanların birbirlerinden haberdar olmalarını sağlayıp alım-satım emirlerini eşleştirirler. Bu aracılar komisyon usulü ile çalıştıklarından döviz pozisyonu bulundurmazlar ve bu yüzden kurlardaki dalgalanmalardan dolayı herhangi bir risk üstlenmezler. Dealerların brokerlardan farkı, alım-satım emirlerini gerektiğinde kendileri alıcı ya da satıcı rolünü riskleriyle birlikte üstlenerek anında yerine getirebilmeleridir. Türkiye’de buna en iyi örneği benzer bir aracılık fonksiyonunu yerine getiren özel finans kuruluşları ve yetkili müesseseler (döviz büfeleri) oluşturur.

5.3.3. Evrensel Nitelikteki Piyasalar

Döviz piyasaları, yurtiçi finansal piyasalarla bağlantılı ulusal finansal merkezlerde yerleştirilmiştir. Önemli döviz piyasaları Londra, New York, San

³³ Seyidoğlu, a.g.e., s.104

Francisco, Paris, Frankfurt, Amsterdam, Milano, Z r h, Toronto, Brüksel, Bahrein ve Tokyo'dur.

Evrensel bir nitelik taşıyan döviz piyasaları 24 saat kesintisiz çalışmaktadır. şöyle ki Uzak-Doğu'dan Avrupa'ya ve Kuzey Amerika'ya kadar başlıca finansal merkezler birbirleriyle zincirleme faaliyet içerisinde çalışmakta, biri kapanırken diğeri faaliyete geçerek devamlılığı sürdürmektedir.

5.3.4.  rg tl  Döviz Borsası

Döviz piyasası, menkul kıymet piyasaları gibi belirli bir yerde faaliyet gösteren biçimsel piyasalar değildir. Bu  zelllik çoğu ülkeler için geçerlidir. Örneğin, ABD, Kanada, İngiltere ve diğer birçok sanayileşmiş ülkede döviz piyasaları örgütsel bir yapıya sahip değildir, ya da biçimsel bir nitelik taşımamaktadır. Fakat Fransa, Almanya ve İskandinav  lkeleriyle Türkiye dahil diğer bazı ülkelerde örgütsüz piyasaların yanında birde biçimsel ya da örgütlü piyasalar bulunmaktadır. Bu ülkelerde ticari bankaların temsilcileri her gün merkez bankasında ve bu banka temsilcisinin başkanlığında toplanarak döviz kurlarını belirler ve bu kurlardan kendi aralarındaki döviz alacak ve borçlarını takas ederler. Kuşkusuz bu şekilde belirlenen döviz kurları o gün döviz piyasasındaki arz ve talep gelişmelerinin bir sonucu olacaktır. Belirtmek gerekir ki döviz kurlarının bu şekilde merkez bankası ile diğer ticari bankalar arasında belirlenmesi bir tür örgütlü döviz piyasası yaratmaktadır.  rg tl  veya biçimsel piyasaları ifade etmek için kullanılan "döviz borsası" terimi daha çok bu piyasaları tanımlamaktadır³⁴.

5.3.5. Anında Teslim ve Geleceğe Yönelik İşlemler Piyasaları

Döviz piyasasında yapılan işlemleri vadeleri açısından temel olarak ikiye ayırabiliriz. Bunlar, anında teslim (Spot) ve geleceğe yönelik işlemler (Forward, Future, Swap, Option) piyasalarıdır.

Spot piyasada işlemin sonuçlandırılması, takip eden iki işgünü sonra teslim

³⁴ Aynı, s.106

edilmek üzere döviz işlemi yapılır³⁵. Spot işlemi iki taraf arasında yapılan ve bir dövizin satın alış anlaşmasının telefon veya teleks gibi iletişim araçları aracılığıyla ayrıntıları belirlenerek hemen sonuçlandırılmasını öngören ve işleme konu olan dövizlerin iki tarafın hesaplarına giriş valör tarihlerinin bu anlaşma tarihinden iki işgünü sonrası valörüyle gerçekleştirildiği bir işlem türü olarak tanımlanabilir³⁶.

Spot piyasalarda işlem hacmi daha yoğundur. Spot piyasada yapılan alım-satımlar forward alım-satımlardan çok daha fazladır. Ayrıca spot piyasalar daha değişkendir ve bu piyasada birçok türde alım-satım yapılmaktadır. Bir başka deyişle, fiyatlar daha oynaktır, böylece daha çok risklidir³⁷.

Vadeli döviz işlemleri ise tarafların sözleşme ile tespit ettikleri gelecekteki bir gün ve döviz kuru üzerinde (vadeli döviz kuru) döviz alım ve satımının taahhüt edilmesi şeklinde yapılmaktadır.

Esas itibariyle vadeli işlem piyasaları üç ana amaç çerçevesinde kullanılmaktadır. Bunlar riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj işlemleri olarak sıralanabilir³⁸.

Vadeli sözleşmelerde vade, uygulanacak döviz kuru, döviz miktarı, ödeme ve teslimle ilgili yer, banka, hesap numarası, isim vs. gibi bilgiler yer alır. Sözleşme süreleri standartlaşmış olup, bunlar 1, 3, 6 ve 12 ay şeklinde yapılmaktadır. 12 ve 24 ay vadeli döviz işlemleri çok nadir bir şekilde yapılabilmektedir³⁹.

Vadeli ve spot piyasalarda gerçekleştirilen işlemler detaylı olarak sonraki bölümlerde anlatılmıştır.

6. DÖVİZ PİYASASININ İŞLEVLERİ

Döviz piyasasının dört adet önemli işlevi vardır. Bunlar; satın alma gücü transferi, kredi sağlama, döviz risklerini önleme ve dış ticaret dengesinin zaman

³⁵ Niyazi Erdoğan, *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi & Çağdaş Finansman Teknikleri* (Kent Matbaacılık, 2.Basım, İstanbul), s.36

³⁶ Aynı, s.39

³⁷ Yurt, a.g.e., s.50

³⁸ Mustafa K. Yılmaz, "Vadeli Piyasa-Spot Piyasa Etkileşimi", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Sayı:16, (Alkım Yayıncılık, İstanbul Ocak-Şubat 2001), s.78

³⁹ Rıfat Yıldız, *Bankacılıkta ve Dış ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Konulması*, (Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Genel Yayın No:293, Teoman Matbaacılık, Ankara, 1988), s.11

içinde kurulmasına yardımcıdır.

6.1. Satın Alma Gücü Transferi

Döviz piyasasının en önemli işlevi, satın alma gücü transferidir. Döviz piyasası bir ulusal paranın başka bir ulusal paraya dönüştürülmesini sağlamakla bu işlevini yerine getirir⁴⁰.

Eğer döviz piyasası olmasaydı, bir ülkede o ülkenin ulusal parasıyla, ne ölçüde satın alma gücüne sahip olunursa olunsun, yabancı mal satın almak mümkün olmazdı. Oysa döviz piyasası ulusal paranın dışalım yapılmak istenen ülkenin parasına ve uluslararası ödemelerde kullanılan bir paraya çevrilmesine olanak vermekte, böylece dışalımın yapılması sağlanmaktadır⁴¹.

Dövizin satınalma gücü işlevi, döviz piyasasındaki değişim araçlarının, değer itibariyle, alacak ve borçları tasfiye etmesini gerektirir. Örneğin yalnızca iki ülke arasındaki ekonomik ilişkiler düşünülecek olursa, bir A ülkesinin bir B ülkesine borçlarının, B ülkesinden olan alacakları ile tasfiye edilmesi gerekir. Fakat gerçekte bu tasfiye işlemi iki taraflı değil de çok taraflı işler. Şöyle ki Türkiye ABD'ye sattığı tütünden sağladığı doları, İngiltere'den aldığı ilaç için ödemede kullanır. Böylece, her ülke için için ödeme aracı olarak kullanılabilecek döviz sayesinde, çok taraflı tasfiye işlemi gerçekleşir. Eğer bir ülkenin dışsatımı dışalımdan küçükse, diğer ülkelerden alacakları borçlarından az ve döviz arzı, döviz talebinden az demektir. Döviz piyasanın temel işlevi döviz arz ve talebini eşitlemektir. Bu eşitliği gerçekleştirirken ülkeye veya ülkeden dışarıya ödemelerin yapılmasını sağlamaktır⁴².

6.2. Kredi Sağlama

Döviz piyasasının ikinci işlevi dış ticaret işlemlerini finanse etmektir. Normalde, dışsatımcı malın üretimi sırasında, dışalımcı da malın satın alınması ile satılması arasındaki sürede krediye gerek duyabilir. Ancak dışsatımcının üretim, dışalımcının da pazarlamanın finansmanını yüklendikleri varsayılırsa, sorun malların

⁴⁰ Yurt, a.g.e., s.63

⁴¹ Aynı., s.63

⁴² Gülten Kazgan Uluslararası Ekonomi, Charles P.KINDLEBERGER'den Uyarlama (İstanbul, 1972), s.32

dışsatımcıdan dışalımçıya taşınması sırasında bu işlerin finansmanını kimin karşılayacağıdır. Bu finansman bir kredi biçiminde genellikle banka sistemi aracılığıyla döviz piyasası tarafından karşılanır. İşte döviz piyasasının kredi sağlama işlevi bu noktada ortaya çıkmaktadır⁴³.

6.3. Döviz Riskini Önleme İşlevi

Hangi döviz kuru sistemi uygulanırsa uygulansın döviz kurlarında daima bir değişim söz konusudur. Kurlarda olası bir değişikliğe karşı, dış ticaretle uğraşanlar döviz piyasasında tedbir alma gereği duyarlar. Bu amaçla vadeli döviz piyasasında (forward) kur değişmesi riskine karşı işlemler yaparlar.

6.4. Dış Ticaret Dengesinin Zaman İçinde Kurulmasına Yardım

Döviz piyasası, tam rekabet piyasası özelliklerini taşır ve bu tip piyasaya en yakın piyasa çeşididir. Döviz piyasasına müdahale edilmediği durumlarda piyasada atomize şartı gerçekleşir. Piyasada birbirlerine üstünlük sağlamayacak kadar çok sayıda homojen döviz arz ve talebi söz konusudur. Ayrıca, döviz piyasasında seyyaliyet vardır. Döviz arz ve talep edenler piyasada oluşan kur dışında başka faktörlerin etkisi altında kalmamaktadırlar⁴⁴.

7. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

Döviz kuru sistemlerini genelde üç gruba ayırabiliriz. Bunlar; sabit döviz kuru sistemi, esnek döviz kuru sistemi ve karma sistemlerdir. Sabit ve esnek döviz kuru sistemleri uç sistem olarak değerlendirilmektedir. Bu iki uç sistemin katılıklarını azaltarak, bir bakıma her iki sistemin avantajlarından birlikte yararlanma düşüncesiyle karma sistemler geliştirilmiştir⁴⁵.

Karma sistemlerin en önemlisi Bretton Woods sistemi olarak da adlandırılan ayarlanabilir sabit kur sistemi, istikrarlı (Stabil) döviz kurları sistemi başlığı altında; zaman zaman müdahale edilen esnek kur sisteminin değişik uygulamalarını da içeren

⁴³ Yurt, a.g.e., s.64

⁴⁴ Karluk, 1994, a.g.e., s.314

⁴⁵ Nevzat Güran, *Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge* (D.E.Ü. Yayınları, Kavram Matbaası, İzmir, 1987), s.7

karma ve değişik sistemleri ise alternatif döviz kur sistemleri başlığı altında incelenecektir.

7.1. Altın Standardı Sistemi

Uluslararası para sistemi içerisinde düzenli olarak uygulanan ilk sistem “altın standardı” sistemidir. Altın standardı 1816’da İngiltere’de kabul edilmiş ve 19. yüzyıl boyunca, gümüş standardı ve çift metal sisteminin yerini almış ve daha sonra uluslararası standart olmuştur. 1870’lerden 1914 yılı Birinci Dünya Savaşı’na kadar olan dönemde bu sistem yaygın olarak kullanılmıştır⁴⁶.

Etkin bir şekilde işleyen altın standardı, açıkça tanımlanan dar sınırlar içinde dalgalanan sabit döviz kurlarıyla ve fiyat değişmeleriyle ödemeler bilançosunu otomatik dengeleme mekanizması olarak karakterize edilir.

Altın standardı rejiminde döviz piyasası serbest olmalıdır. Ayrıca ülkelerin paraları doğrudan veya dolaylı olarak altınla tanımlanmalı, istenildiği kadar altın serbestçe alınabilmeli, ülkeye altın giriş çıkışına müdahalede bulunulmamalıdır. Bu durumda ülkelerin paraları altına bağlı olduğundan milli paraların birbirleriyle ifadesi olan döviz kurları da sabit olacak veya altın noktaları diye adlandırılan kur sınırları içinde sabit kalacaktır. Altının ulaşım masrafları, komisyon, sigorta, faiz gibi sebeplerle altın alış ve satış fiyatları farklı olabilir⁴⁷.

Bu rejimde, altın arz ve talebine göre en alt sınırdaki altın ithal noktası ve en üst sınırdaki altın ihraç noktası oluşmaktadır. Altın ithal noktasında ülkeye altın girişı olur ve bu noktada döviz talebi sonsuz esnektir. Çünkü bu fiyattan altın istenildiği kadar ülkeye ithal edilmektedir. Altın ihraç noktasında ise döviz arzı sonsuz esnektir. Bu yüksek fiyattan altın ihraç edilerek istenildiği kadar döviz elde edilmektedir.

Bu sistem Birinci Dünya Savaşına kadar devam etmiştir. Birinci Dünya Savaşında ülkeler büyük mali yükler altına girmiş olduğundan finansman açıkları artmıştır. Artan bu finansman açıklarını para arzını arttırarak giderme yoluna gittiklerinde ise her ülkede değişik enflasyon oranları oluşmuştur. Bunun sonucunda, ülkeler daha önce sabit olan döviz kurlarını değiştirmek zorunda kalmışlardır.

⁴⁶ T.C.M.B. Para Piyasaları ve Fon Yön. Gen. Müdürlüğü, Mayıs 1998, a.g.e., s.10

⁴⁷ Karluk, 1994, a.g.e., s.332

Savaş fiilen bittikten sonra Almanya, Fransa, İngiltere gibi birçok ülke sürekli olarak altın standardına daha önce belirlenen paritelerden geri dönmeyi talep ettiğinde bazı ülkelerin malları normalin üstünde fiyatlandırılmış; bazı ülkelerin ise malları normalin altında fiyatlandırılınca, ödemeler bilançosunda açık veya fazla şeklinde sapmalar oluşmuştur. Ülkeler ödemeler bilançolarını tekrar dengeye getirmek amacıyla fiyat düzeylerini değiştirmeleri gerekirken, bu sistem içinde fiyat düzeylerini oldukça yavaş değiştirmişlerdir. İngiltere’de halk sterlinin uzun süre bu pariteye dayanamayacağını düşünerek altına hücum etmiş ve bu yüzden İngiltere sistemden çıkmak zorunda kalmıştır. ABD’nde de buna benzer şekilde olaylar olmuş ve altın stoğunun % 15’ini kaybeden Amerika da sistemden çıkma kararı almıştır.

Altın esasına dayalı para sistemleri 1930’lara kadar çeşitli ülkelerde, hayli yaygın biçimde uygulanmıştır. Zaman zaman milletlerarası ödeme düzeninde ortaya çıkan bazı bunalımlara, özellikle de Birinci Dünya Savaşındaki sarsıntılara rağmen altına dayalı ödeme düzeninin yerine yaygın bir başka düzen konulamamıştır. Ancak 1930 Büyük Dünya Bunalımı, ülkeleri sabit kur sistemini terketmeye ve yerine piyasa koşullarınca belirlenecek değişken (esnek) kur uygulamasına geçmeye yöneltmiştir. Bununla birlikte milletlerarası değişimlerde istikrar arzusu, İkinci Dünya Savaşından sonra yeniden, ancak değişik bir biçim altında sabit kur uygulamasının yaygınlaşmasına yol açmıştır⁴⁸.

7.1.1. Altın Standardı Sisteminin Avantajları

Altın standardı sisteminin avantajları kısaca şunlardır⁴⁹:

- 1- Altın standardı sistemi ticarete yardımcı olan istikrarlı döviz kurları sağlar ve ekonomik istikrarı besler;
- 2- Altın standardı, fiyat değişimleri aracılığıyla, otomatik ödemeler bilançosu dengesini sağlar;
- 3- Devletler değişik koşullarda dış dengelerin aleyhine, belirli politika hedeflerine ulaşmak için genişletici politikalar izleyebilecek olan hükümetleri katı mali önlemler almaya zorlar.

⁴⁸ Uluatam, a.g.e., s.434

⁴⁹ Yurt, a.g.e., s.26

7.1.2. Altın Standardı Sisteminin Dezavantajları

Bu sistemin dezavantajlarını şöyle sıralayabiliriz⁵⁰:

1- Ödemeler bilançosunu ayarlamasının yükü, döviz kurlarından yurtiçi ekonomik değişkenlere kaydırılır. Yurtiçi ekonominin dış ekonomik faktörlere göre ikinci planda tutulması, altın standardına yapılan en ciddi eleştirilerden biridir. Ödemeler bilançosu ayarlama yükünün yurtiçi değişkenlere kaydırılması, ciddi bir deflasyonist etki, aşırı değerlenmiş döviz kurları ve oldukça yüksek oranda işsizlik gibi sonuçlar doğuracaktır;

2- Uygun bir parite değeri seçme problemi; ticaret hacmi, sermaye akışları ve hem alınıp hem satılan hem de satılmayan malların varlığıyla birleştirilir. Örneğin, aşırı değerlendirilmiş bir parite değerinin kabulü, sürekli ödemeler bilançosu açıkları ve kronik işsizliği oluşturma eğiliminde olacaktır;

3- Yanlış değerlendirilmiş bir parite değerinin ortaya çıkışı, döviz kurunu yeniden belirlemede spekülasyonu teşvik edebilir. Böyle bir spekülasyon asimetrik olma eğiliminde olur; fazla veren ülkeler en azından kısa dönemde altın rezervlerini biriktirebilirken, açık veren ülkeler yalnızca aşırı değerlenmiş parite değerleri ve altın çıkışları ile karşı karşıya kalabilirler. Ancak bu çıkışlar mevcut rezervlerini azaltarak veya borçlanılan rezervlerle finanse edilebilir. Ancak böyle bir durum, altın çıkışlarının başlangıçta kontrol altına alınabilir olmasına karşın, zamanla piyasaya olan güvenin zayıflaması ve döviz kurları düzenlemesinin kendi kendine gerçekleşmemesiyle sonunda fon çıkışlarının hızlanmasına katkıda bulunabilir. Spekülatif hareketlerin sonucu olarak gerçekleşen böyle hızlı bir altın çıkışı 1930'ların başında sterlinde görülmüştür;

4- Altın standardı sistemi elde yeterli miktarda altının bulunmasına dayanır. Bu dünya ekonomisinin büyümesini temel olarak böyle popüler bir metalin sürekli sunumuna bağlamaya eşittir. Altın stokunun para gereksinimine koşut olarak değişmemesi önemli bir sakınca oluşturur;

⁵⁰ Aynı, s.26-27

5- Altın çıkarma ve işleme maliyetinin marjinal madenlerden altın çıkartma istemindeki artışlara da bağlı olarak giderek artması, bir reel kaynak maliyetini de içerir. Para biriminin daha pahalıya mal olması gibi bir sonuç doğurur;

6- Altının eşit olmayan coğrafik dağılımı tek tek ülkeler için önemli egemenlik kazançları doğurabilir.

7.2. İstikrarlı (Stabil) Döviz Kurları Sistemi

Yazında çoğu kez sabit kur olarak adlandırılan bu sisteme gerçekte kurlar sabit tutulmadığı için istikrarlı döviz kurları sistemi denmesi daha doğrudur. Aşağıda sabit kur sistemi şeklinde yeralan ifadelerle kastedilen istikrarlı (stabil) döviz kurları sistemidir.

Sabit döviz kuru sisteminde ülke parası ile yabancı paralar arasındaki değişim oranı hükümetçe belirlenmekte ve bu oran zaman içinde sabit tutulmaktadır. Ancak, ülkede ve yabancı ülkelerde kullanılan paranın niteliğine göre bu temel ilkenin uygulanması değişiklik gösterebilmektedir⁵¹.

Bretton Woods Sistemi, tüm para birimlerinin konvertibilitesini ve ayarlanabilir sabit kur sistemini getirmiştir⁵². 1944’de Bretton Woods’ta imzalanan ve IMF ile Dünya Bankasını da kuran bu milletlerarası andlaşmanın biçimlendirdiği yeni düzende paralar arasındaki değişim oranları, döviz kurları sabit bir biçimde belirtilmekle birlikte her bir ülkenin parasının gerektiğinde ödenecek bir altın karşılığı yoktu. Ancak tüm paraların değeri altına göre belirlendiği için diğer paralarla altın arasında dolaylı bir ilişki kurulmuştu. Dolar, bu düzende hem bir temel ölçü birimi hem de milletlerarası ödemelerin gerçekleştirilmesinde tüm ülkelere kabul edilen bir araç para (vehicle currency) durumuna gelmişti. Bu altınla ilişkisi kesilmiş sabit döviz kuru rejimleri, 1970’lerin başlarına kadar sürmüştür. Ancak, bu tarihlerde başlayan milletlerarası ödeme sorunları, özellikle petrol fiyatlarındaki büyük yükselmelerin yol açtığı karışıklıklar, bu sistemin önce “de facto” (fiilen), sonra da hukuken yerini değişken döviz kuru rejimlerine bırakmasına yolaçmıştır⁵³.

⁵¹ Uluatam, a.g.e., s.428

⁵² Swiss Bank Corporation, *Foreign Exchange and Money Market Operations* (SBC Publications, Switzerland, 1987), s.14

⁵³ Uluatam, a.g.e., s.434

İstikrarlı döviz kurları sistemi, ABD'nin Bretton Woods kentinde 44 ülkenin katılmasıyla 1944 yılında oluşturulduğu için "Bretton Woods Sistemi" olarak da adlandırılmaktadır. Bretton Woods sisteminin amacı; istikrarlı döviz kurları olan, kambiyo kontrolleri olmayan, tüm dövizlerin konvertibl olduğu çok taraflı bir para sistemi kurmaktır.

Bu sistemde ABD doları altına göre (35 ABD doları = 1 ons altın) endekslenmiş, IMF'ye bağlı ülkelerin paraları ise ABD dolarına sabit kur üzerinden bağlanmıştır. Ülkeler IMF'ye kaydedilen değerin ancak % 1 oranını aşmayacak sınırlar dahilinde döviz kurlarını değiştirebilmekteydiler. 1971'de bu oran + 2.5,-2.5 % aralığına yükseltilmiştir⁵⁴.

Sabit döviz kuru sistemi, isminin çağrıştırdığının aksine sürekli veya değişmez olan döviz kurlarını ifade etmez. Bu sistem, döviz kurlarının parite değerleri etrafında, dar aralıklar içerisinde dalgalanmasına izin verir. Ödemeler bilançosunda sürekli açıklar veya farklar sonucunda oluşan yapısal değişmelere göre parite değerleri ayarlanabilir. Bu tür dengesizlikler temel dengesizliği gösterir. Ödemeler bilançosunda temel dengesizlik, geçerli olan döviz kurunda döviz kontrollerine, gelir ve fiyat ayarlamalarına başvurmaksızın düzeltilemez olan dengesizlik olarak tanımlanabilir. Bretton woods sistemi, ödemeler bilançosunda geçici dengesizlikler sözkonusu olduğunda, bu dengesizlikleri gidermede bir araç olarak döviz kurlarının kullanımını önler; ancak temel dengesizlik durumunda bunların düzenlenmesine izin verir⁵⁵.

Sabit kur sistemlerinin en büyük tehlikesi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde sermayenin belli bir yönde ani ve toplu hareket ettiği durumda merkez bankasını sabit kuru müdafaa etmek zorunda bırakmasıdır. Merkez bankası sabit kuru devam ettirebilmek için sermayenin dışarı gittiği durumda döviz satmak, sermayenin geldiği durumda ise döviz almak zorunda kalır. Döviz almak çok sorun olmayabilir; döviz karşılığında para basılarak ödeme yapılır ve sonra başka yollardan örneğin açık piyasa işlemleriyle bu basılan para geri çekilir. Ama döviz satmak o kadar kolay değildir; merkez bankasının talebi karşılayacak kadar döviz olması

⁵⁴ Dinler Z., a.g.e., s.495

⁵⁵ Yurt, a.g.e.,s.27

gerektirir ki doğal olarak merkez bankaları döviz basamaz. Yeterli döviz olmadığı durumda sabit kur sisteminden vazgeçmek ve devalüasyon yapmak zorunda kalınabilir⁵⁶.

7.2.1. istikrarlı Döviz Kurları Sisteminin Avantajları

Altın standardı ile benzer avantaj ve dezavantajlara sahip olan istikrarlı kur sisteminin avantajlarını şu şekilde sıralayabiliriz⁵⁷:

- 1- Kur Riskinde Azalma: Beklenen kura ilişkin bir bilgi sağladığı için kur riskini azaltır. Bunun sonucu olarak yabancı yatırımlar ve uluslararası işlemler artar.
- 2- Uluslararası Piyasalara Giriş: Azalan belirsizlik dolayısıyla sadece yabancı yatırımların gelişini değil, yerel ekonomik birimlerin uluslararası piyasalara girişini de kolaylaştırır.
- 3- Faiz Oranlarında Düşüş: Azalan belirsizlik hem içeride faizleri, hem de dış borçlanmada risk primini düşürür.
- 4- Parasal Şoklara Direnç: Para arzındaki beklenmedik değişimlerin kur üzerindeki etkilerini nötralize eder.

7.2.2. istikrarlı Döviz Kurları Sisteminin Dezavantajları

Sistemin dezavantajları kısaca şunlardır⁵⁸:

- 1- Güvenilirlik: Sabit kurun taşınabileceğine ilişkin güven önemlidir. Bu güven zedelendiğinde ekonomi krizlere açık bir hal alır ve krizler de gerçekleştiğinde çok maliyetli olur.
- 2- Bağımlı Para Politikası: Yerel paranın sabitlendiği yabancı ülkenin parasal politikalarından doğrudan etkilenme şeklinde ortaya çıkar. Bağlı olunan para cinsinin değerindeki ani değişimler ekonomiyi bir bütün olarak etkiler. Ayrıca, kur istikrarı hedefi olduğu için bağımsız bir para politikası uygulamak son derece güçleşir.
- 3- Şoklar: Dış şoklara ve reel kesimden kaynaklanan iç şoklara karşı sabit kur rejimleri son derece kırılgandır.
- 4- Cari İşlemler: Yerel paranın değeri reel bazda artacağı için ihracatta azalma,

⁵⁶ Saruhan Özel, *Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz* (Alkım Yay., İstanbul, 2000), s.90
⁵⁷ Emre Alpan İnan, "Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye," *Bankacılar Dergisi*, Sayı:40, Mart 2002,s.38
⁵⁸ Aynı, s.39

ithalatı artışı beklenir. Bu durum, cari işlemlerin açık vermesine neden olur.

7.3. Esnek (Dalgalı) Döviz Kurları Sistemi

1973’de ortaya çıkan esnek döviz kurları sistemi başlangıçta geçici olarak düşünülmüştür. Sık sık ve sürekli olarak politikacıların ve ekonomistlerin istikrarlı döviz kurlarına geri dönülmesi isteklerine karşın, sistem hala uluslararası alanda işlemekte ve hem teoride hem de uygulamada bir anlamda yasallaşmış bulunmaktadır⁵⁹.

Sabit kur sisteminin tam aksi “serbest döviz kuru” (freely fluctuating exchange rates) sistemidir. Serbest kur sistemine “esnek” (flexible), dalgalanan (fluctuating), yüzen (floating) kur sistemi de denmektedir. Serbest kur sisteminde ülke parasının değeri, tamamen serbest bir şekilde işleyen arz ve talep mekanizmasına terk edilmiştir. Döviz kuru, döviz piyasalarından arz ve talep şartlarına göre günlük olarak belirlenir ve döviz kurlarının belirlenmesine kamunun müdahalesi yoktur. Döviz piyasasında denge ve ödemeler bilançosunu düzeltme işlemleri doğrudan doğruya döviz kurundaki değişimle sağlanır. Bu sistemde ekonominin dış dengesi ancak döviz kurlarındaki değişimle mümkün olur. Halbuki altın standardında döviz kurlarının belli bir alt ve üst sınırlı değişimle yeterli olmaz ise, denge altın hareketleri ile sağlanır. Fakat bu sistemde dış denge ancak kur değişimleri ile mümkün olabildiğinden, döviz arz ve talebindeki küçük değişimler bile döviz kurlarına çok büyük oranlarda yansır⁶⁰.

Genel olarak esnek döviz kurunun üstünlüğünü savunanlar bu sistemin ödemeler bilançosunun dengesinin sağlanmasında sabit kur sisteminden daha etkin olduğunu ileri sürerler. Ayrıca bu iktisatçılar esnek kur sisteminin ülkenin ödemeler bilançosunun kolayca ve otomatikman dengeye gelmesini sağladığından ülkenin iç dengelerinin ve diğer amaçlarının da kolayca sağlanabileceğini vurgulamaktadır⁶¹.

Gerçekten de esnek döviz kuru sisteminde ülkenin ödemeler bilançosunun açık ya da fazlaları ülke parasının değer kaybı ya da değer kazancıyla otomatik olarak düzeltilmektedir. Bu sırada hükümetin müdahalesi ve ülkenin rezervlerinde bir artış

⁵⁹ Yurt , a.g.e., s.37

⁶⁰ Karluk , 1994, a.g.e., s.336

⁶¹ Parasız, a.g.e., s.548

ya da azalışın olması söz konusu değildir. Öte yandan döviz kurunun bir düzeyde sabitleştirilmesi genel olarak yabancı para için bir arz ya da talep fazlası yaratacaktır. Yani ödemeler bilançosunda bir açık ya da fazla oluşacaktır. Bu durum döviz kurundan çok, ekonomik değişkenlerdeki değişmelerle düzeltilecektir. Bu etkin bir durum değildir ve politika hatalarına neden olabilir⁶².

Teorik zeminde, esnek döviz kuru sistemi sabit döviz kurundan daha enflasyonist görünmektedir. Bir ülkenin parasının değer kaybı yurtiçi fiyatları arttırır. Buna karşılık bir ülke parasının değer kazanması, günümüz dünyasında fiyatların aşağıya doğru yapışkan olması nedeniyle fiyatlarda bir düşüşle sonuçlanmaz. Bununla birlikte döviz kuru dalgalanmaları denge döviz kurunda her iki yönde aşırı sıçrama (overshooting) etkisine neden olur. Döviz kuru değer kaybettiğinde fiyat yükselmelerine neden olurken değer kazandığında fiyat düşüşlerine neden olmaz. Esnek kur sisteminde fiyatlar sabit kur sistemine göre daha yüksek olacaktır⁶³.

Bu arada, alternatif döviz kuru sistemleri içerisine dahil edilen müdahaleci esnek kur sisteminde, döviz kurunun belirlenmesi piyasaya, yani döviz arz ve talebine bırakılır. Ancak, para otoritelerince çeşitli amaçlarla kurlara müdahale edilir. Döviz kuruna para otoritelerince yapılan müdahalenin amacı, istikrarı bozucu hareketlerin önüne geçerek döviz kurunun büyük ölçüde döviz piyasasında dalgalanmasını sağlamaksa, bu şekildeki dalgalanmaya temiz dalgalanma (clean float) ; müdahalenin amacı, piyasa güçlerinin etkinliğini azaltmak, bir başka deyişle, döviz kurlarının oluşmasında para otoritelerinin rolünü ön plana çıkarmaksa, bu şekildeki dalgalanmaya kirli dalgalanma (dirty float) adı verilmektedir⁶⁴.

İster sabit, ister ayarlanabilir sabit, isterse tamamen esnek olsun hiçbir döviz kuru sistemi, sağlıklı makroekonomik politikalarla desteklenmedikçe istikrarlı olamaz. Esnek döviz kurları genellikle, para politikasının daha bağımsız olarak yürütülmesini ve şoklara tepkide daha esnek olmasını sağlar⁶⁵.

⁶² Aynı, s.548

⁶³ Aynı, a.g.e, s.551

⁶⁴ Dinler, a.g.e., s.505-506

⁶⁵ Mustafa Özer, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar** (T.C. Anadolu Üniversitesi. Yayınları, No:1096, Eskişehir, 1999), s.178

7.3.1. Esnek Döviz Kuru Sisteminin Avantajları

Esnek döviz kuru sisteminin avantajları şu şekilde belirtilebilir⁶⁶:

- 1- Dalgalı döviz kurlarının etkin bir şekilde çalışmasına olanak verilmesi koşuluyla, ödemeler bilançosu dengesini otomatik olarak gerçekleştireceği beklentisi vardır;
- 2- Dalgalı döviz kurları paraların piyasada belirlenen fiyatlarını yansıttığı ve kuramda da piyasanın belirlediği fiyatların etkin kaynak tahsisine (dağılımına) katkıda bulunacağı öngörüldüğü için, dalgalı döviz kurlarının uluslararası kaynak kullanımında etkinliği artırması beklenmektedir;
- 3- Dalgalı döviz kurları, döviz kuru dalgalanmalarının şiddetini sınırlayan istikrar sağlayıcı spekülasyonu teşvik edebilir;
- 4- Dalgalı döviz kurları, izlenecek yurtiçi ekonomik politikalarda özerkliği, ödemeler bilançosu dengesinin getirdiği sınırlamaları kaldırarak kolaylaştırır. Dış dengeyi sürdürmek için döviz kurunun dalgalanmasına izin verilirken, yurtiçi istihdam politikaları rahatlıkla izlenebilir;
- 5- Bu sistemde, resmi rezerv tutma gereğinin olmaması, döviz piyasalarında elde rezerv tutmanın ve resmi müdahalenin maliyetini ortadan kaldırır;
- 6- Sürekli döviz kuru ayarlamaları, farklı parite ayarlamalarının getirdiği sorunları, açıkçası para otoritelerinin döviz kurlarını piyasa operatörlerinden daha doğru olarak öngörmedeki başarısızlıklarının doğurduğu istikrarsızlıkları önler;
- 7- Tek tek paraların değerinin düşmesi ve yükselmesi için de fırsat yaratan dalgalı döviz kurlarının simetrisi, büyük ölçekli sermaye akışlarına ve sabit döviz kurlarının asimetric ayarlamasıyla gerçekleşen spekülative karlara daha az neden olur;
- 8- Bu sistemde resmi müdahalelerin ve döviz kuru kontrollerinin olmayışı nedeniyle sosyal, politik ve ekonomik refahı arttıracak da ileri sürülmektedir.

⁶⁶ Yurt , a.g.e.,s.40-41

7.3.2. Esnek Döviz Kuru Sisteminin Dezavantajları

Sistemin dezavantajları ise kısaca şunlardır⁶⁷:

1- İthal Enflasyon: Serbest kur politikasında dış ülkelerdeki enflasyon kur yoluyla ithal edilir.

2- Ticari ve Finansal İşlemlerin Azalabilmesi: Serbest kura bağlı olarak hem risk, hem de ekonomideki birimlerin risk algısı artacaktır. Bu nedenle risk primleri yükselir ve hem ticari hem de finansal işlemlerde azalış olabilir.

3- Kur Riskine Bağlı Tahribat: Serbest kura geçildiğinde açık pozisyonda bulunan firma ve bankalar kurun olası bir yükselmesinde büyük ölçüde zarar görürler

7.4. Alternatif Döviz Kuru Sistemleri

Tam esnek ve sabit kur sistemi, iki uç döviz kuru sistemi uygulamasını meydana getirmektedir. Ancak bu iki uygulama arasında özellikle sabit ve esnek kur sisteminin karmasından oluşan alternatif kur sistemleri mevcuttur.

7.4.1. Serbest Dalgalanma (Free Float)

Tam esnek döviz kuru sisteminin bir türevi niteliği taşıyan, kamunun piyasadaki aşırı ve gereksiz dalgalanmaları önlemek amacıyla müdahale etmesi ile oluşan alternatif döviz kuru sistemidir. Bu sisteme daha ziyade müdahaleci esnek döviz kuru sistemlerinin çeşitlerinden biridir denilebilir.

Serbest dalgalanan kur sisteminde ülke parasının değeri piyasa tarafından belirlenmektedir. Döviz piyasasına yapılan müdahaleler kurların istenilen düzeyde oluşmasını sağlamak yerine yukarıda da ifade edildiği gibi bu piyasadaki gereksiz dalgalanmaları önlemek ve değişimleri daha ılımlı hale getirmek için yapılmaktadır. Bu sistemde para politikası daha etkin hale gelmekte ve ülkenin tutması gereken uluslararası rezerv miktarı azalmaktadır. Diğer bir avantaj ise dışsal şokların ilk etapta nominal kurlar tarafından emilmesi sonucu ülke içindeki istikrara olumlu katkıda bulunmasıdır. Olumsuzluk ise dış ekonomik ilişkilerdeki belirsizlikleri ve riskleri arttırması nedeniyle kaynak dağılımını olumsuz etkilemesidir. Ayrıca para politikası için nominal çıpa özelliğini taşıyabilen döviz kuru bu özelliğini

⁶⁷ İnan, a.g.e., s.38

kaybettiğinden, serbest dalgalanan kur sistemi enflasyona elverişli bir sistem haline gelebilmektedir⁶⁸.

7.4.2. Gözetimli Dalgalanma (Managed Float)

Bu sistemde parasal otorite, müdahaleleri kendi karar alma mekanizmasını bir takım ekonomik göstergeler doğrultusunda o an için iyi olduğunu düşündüğü bir şekilde çalıştırarak gerçekleştirmektedir⁶⁹. Bu haliyle hileli (dirty) bir değişken kur uygulaması bahis konusudur ve bu uygulama, esas olarak sabit döviz kuru uygulamalarının yarar ve sakıncalarını taşır. Hileli değişken kur uygulaması bazı durumlarda ihracatın teşviki amacıyla yeni sanayileşen ülkeler tarafından milli paranın değerini uluslararası piyasalarda normal denge kuru altında tutmak için kullanılmaktadır⁷⁰.

7.4.3. Aralık İçinde Dalgalanma (Floating within A Band)

Bu sistemde cari döviz kuru bant içinde talep ve arz tarafından belirlenmekte, döviz kurunun bant dışına çıkması resmi müdahalelerle engellenmektedir⁷¹. Bant içerisinde merkez parite olarak belirlenen aralığın ortalama değeri kurlara istikrar kazandırırken, kurların bant içerisinde dalgalanması dışsal şokların etkisini azaltmaktadır⁷².

7.4.4. Kaygan Aralık (Sliding Band)

Bir önceki sistemden farklı olarak, aralığın ortalama değeri (merkez kur) sabitlenmiştir. Bu ortalama değer belli olmayan sürelerle ayarlanmaktadır. Genelde yüksek enflasyon gözlenen ekonomilerde uygulama alanı bulan bir sistemdir. Ayarlanabilir merkez kur sayesinde kurun olası aşırı değerlenmesi engellenmektedir. Fakat kaygan kur sisteminde ayarlama süresinin ve sıklığının bilinmemesi piyasalarda belirsizlik yaratabilmektedir⁷³.

⁶⁸ K. Azim Özdemir, Gülbin Şahinbeyoğlu, *Alternatif Döviz Kuru Sistemleri* (TCMB Araştırma Genel Müd., Tartışma Tebliği, Ankara, 2000), s.2

⁶⁹ Aynı, s.2

⁷⁰ Uluatam, a.g.e., s.442

⁷¹ Parasız, a.g.e., s.552

⁷² Özdemir, Şahinbeyoğlu, a.g.e., s.3

⁷³ Aynı, s.3

7.4.5. Yönlendirilmiş Sabit Aralık (Crawling Peg)

Yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde, ülke parasının değeri önceden açıklanmış sabit bir değer etrafında belirli limitler içinde dalgalanmaktadır. Fakat esas alınan sabit değer seçilmiş ekonomik göstergeler ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Uygulamada aralık sistemi yönlendirilmiş sabit parite sistemi ile karşılaştırıldığında daha esnek bir yapıya sahiptir. Yönlendirilmiş sabit aralık sistemin alışılmış sabit kur sistemlerinden farkı, sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda, gerekli ayarlamaların bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılıyor olmasıdır. Ayrıca bu ayarlamalar arasında belirlenen limitler içinde dalgalanmasına da izin verilmektedir. Yapılan bu ayarlamalar sayesinde, diğer sabit kur sistemlerinde gözlenen ve beklentiden kaynaklı spekülâtif hareketler engellenebilmektedir. En büyük olumsuzluk ise faiz politikasının kurları destekleme zorunluluğudur. Bu nedenle faizler ekonominin gerekleri doğrultusunda istenildiği gibi kullanılamamaktadır⁷⁴.

7.4.6. Yönlendirilmiş Sabit Parite (Crawling Band)

Kayan parite sistemiyle döviz kurundaki büyük değişmelerin ve muhtemelen istikrar bozucu yani dengeden uzaklaştıran spekülasyonun dezavantajlarından kaçınılabılır. Bu sistemde döviz kurları önceden ilan edilen miktarda ya da yüzdede sık sık ve açıkça belirlenen aralıklarla (örneğin her ay) denge döviz kuruna ulaşıncaya kadar değiştirilmektedir. Bu sisteme karar veren ülke döviz kurunda yapacağı değişikliklerin miktarını ve sıklığını ve dalgalanma bandının genişliğine karar vermek zorundadır. Kayan parite sistemi reel şoklarla ve farklı enflasyon oranlarıyla karşılaşan gelişmekte olan ülkelere uygun düşen bir sistemdir⁷⁵.

7.4.7. Döviz Kontrolü

Döviz kontrolü, sabit döviz kuru sisteminin farklı bir uygulaması niteliğini taşımaktadır. Her türlü döviz alım ve satımının resmi kurumların denetimi

⁷⁴ Aynı, s.4

⁷⁵ Parasız, a.g.e., s.554

altına alındığı döviz kontrolü sisteminde döviz kuru hükümet tarafından belirlenir. Merkez bankası ve yetkili kılınan bazı bankalar, yurt dışından sağlanan döviz satın alma yetkisine sahiptirler. Öte yandan ithalat turizm vb. nedenlerle döviz satın almak isteyenler, bu döviz merkez bankasından, kambiyo yetkililerinden gerekli izin belgesini aldıktan sonra satın alabileceklerdir⁷⁶.

Genellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanan döviz kontrolü sisteminde bazan tek döviz kuru değil farklı mal ve hizmetlerin ithal ve ihracatlarında, farklı kurlar uygulanır. Katlı kur sistemi denilen bu sistemde, özellikle ihracatı teşvik amacıyla ihraç edilen mal ve hizmetlere yüksek kur uygulanırken lüks malların ithalatını sınırlandırmak için bu tür malların ithalatında düşük kur uygulanır⁷⁷.

7.4.8. Para Kurulu (Currency Board)

Para kurulu, sabit kurdan ve belirli bir yabancı para cinsinden sahip olunan döviz ve dövizli varlıklar karşılığında para arz etmeyi kurala bağlayan parasal kurum olarak tanımlanabilir. Parasal sistem içindeki işlevi itibariyle merkez bankasına alternatif bir kurum olma özelliğine sahiptir. Para kurulu, bankalara borç verme imkanına sahip değildir. Dolayısıyla para kurulunun son borç verme mercii olma fonksiyonu bulunmamaktadır⁷⁸.

Para kurulunu, ABD doları ya da sterlin gibi, belli bir yabancı para cinsinden sahip olduğu varlıklarla orantılı miktarda dolaşıma para çıkarabilen, bu paraları her istediğinde ve sabit bir kur üzerinden sözkonusu yabancı paraya, yabancı parayı ise ulusal paraya çevirme yükümlülüğünü üstlenmiş bulunan bir kuruluş şeklinde de tanımlamak mümkündür⁷⁹.

Bu sistemde bankalar daha duyarlı hale gelmekte, merkez bankası fonksiyonlarına sınırlama getirilmekte, nominal kurlar esnekliğini kaybetmektedir. Sistemin uygulanabilirliği için yeterli miktarda döviz kaynakları gerekmektedir.

⁷⁶ Dinler Z., a.g.e., s.496

⁷⁷ Aynı, s.496

⁷⁸ Hayrettin Kaplan, "Para Kurulu ya da 1 TL=1\$", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl.1, Sayı.1, (Alkım Yayıncılık Haziran-Temmuz 1998), s.32-33

⁷⁹ Haydar Akyazı, *Para Kurulu ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma* (TBB, İstanbul, 1999), s.54

7.4.9. Dolarizasyon (Full Dolarization)

Dolarizasyon, bir ülkenin kendi para birimini tedavülden kaldırarak güçlü bir para birimini benimsemesi ve ülke parası olarak kullanmasıdır. Diğer bir deyişle, dolarizasyon en uç derecede bir sabit kur sistemi olarak görülebilir. Bu sistemde “nasıl bir sistem kullanılarak döviz kurunun yönetileceği” sorusu rafa kaldırılmaktadır. Dolayısıyla, dolarizasyon bir döviz kuru sistemi olmamakla birlikte ülke parasının bir yönetim biçimi olarak düşünülebilir⁸⁰.

Tam dolarizasyon döviz ve ödemeler bilançosu krizlerinden kaçınmayı mümkün hale getirebilmektedir. Ulusal para olmadığında, hızlı bir denge kaybı olasılığı olmadığı gibi, devalüasyon korkusunun motive ettiği ani sermaye kaçışları da bertaraf edilmektedir. Dolarizasyon ayrıca, düşük işlem maliyetleri ile desteklenen ABD ve global ekonomi ile daha yakın entegrasyon ve Dolar cinsinden fiyat istikrarının sağlanması gibi faydalar da sağlamaktadır. Üstelik enflasyonist finansman olasılığını kesinlikle gözardı edersek dolarizasyon kurumları güçlendirebilir ve yatırımları arttırabilir⁸¹.

Para kurulu ile dolarizasyon, büyük ölçüde birbirine benzer düzenlemeler olmasına karşın, aralarında bir karşılaştırma yapılması halinde yine de, farklılıkları konusunda bazı ipuçlarına ulaşılmaktadır. Buna göre dolarizasyon, hükümet için senyoraj* gelirinin kaybedilmesini ifade etmektedir. Ancak dolarizasyonun en önemli ayırt edici özelliği, süreklilik arz etmesi ya da hemen hemen buna yakın olmasıdır. Muhtemelen dolarizasyonu terk etmek, para kurulu uygulamasını değiştirmek veya terketmekten çok daha zor olacaktır⁸².

⁸⁰ Özel, a.g.e., s.99

⁸¹ A. Berg, E. Borensztein, "Dolarizasyon Tartışması." Çeviren: Hüseyin ŞEN (TBB Bankacılar Dergisi, Sayı.35, Aralık 2000, İstanbul), s.83

* **Senyoraj:** Para basma yetkisini elinde tutan kurumun bu yetkisi dolayısıyla para basarak elde ettiği reel gelirdir.

⁸² Aynı, s.83

İKİNCİ BÖLÜM

BANKACILIK SİSTEMİNDE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ

1. AKTİF-PASİF DENGESİ VE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ KAVRAMLARI

1.1. Aktif-Pasif Dengesi Yönetimi

Gerek ülkemizde, gerekse Dünya çapında bankalar 1970'lerden ve özellikle de 1980'lerden itibaren risk seviyesinin ve sayısının yüksek olduğu bir ortamda faaliyet göstermektedir. Bütün bu gelişmeler banka bilançolarının taşıdığı risklerin ölçüm ve yönetimini ve banka bilançolarının global bir yaklaşımla yorumlanmasını zorunlu kılmıştır. Aktif-pasif yönetimi terimden de anlaşılabilceği üzere bir bankanın optimal bir kâr sağlama ve büyüme gibi hedeflerinin yerine getirilebilmesi için bilançonun her iki tarafında da gözönüne alınarak yönetilmesini ifade etmektedir.

1950'li yıllarda bankalar aktif kompozisyonlarına önem verilerek yönetilmekteyken, bu durum 1960'lı yıllarda Dünya genelinde tam tersi bir duruma dönmüş ve bu seferde bankaların pasif yapısına önem vermek ağırlık kazanmıştır⁸³. Bu dönemde bankalar elektronik bankacılığa geçiş yönünde adımlar atmış ve yavaş yavaş uluslararası bankacılık gibi kavramlar tartışılmaya başlanmıştır. 1973 petrol krizi sadece reel sektörü değil finansal sektörü de ciddi bir şekilde etkilemiştir. Batılı bankalar pasiflerinde şişme yaratan petrol üreticisi ülkelerden kendilerine akan petrodolar'ları ne şekilde aktive atarak indirebilecekleri konusunda arayışa girmişlerdir. Bu gelişim bankaları uluslararası bankacılığa itmiş ve gelişmekte olan ülkelere fon aktarmışlardır. Pasifi aktive aktarma telaşı birçok bankanın karşılaşılabilecekleri riskleri görmezden gelmesine sebep olmuştur⁸⁴. Ancak 1980'li yıllardan sonra her iki tarafa birden aynı önemi vererek ve birbirleriyle ilişkilerini inceleyerek banka yönetiminin önemi anlaşılmıştır. Dolayısıyla, artık “kredi riskini iyi değerlendirmek”

⁸³ Yeşim Zeynep Günay, *Türk Bankacılık Sektöründe Likidite ve Aktif-Pasif Yönetimi* (Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bil. Enst., Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1997), s.3

⁸⁴ Ömer Faruk Çolak, *Bankalarda Fon Kaynağı Yönetimi* (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 1999), s.3

başarılı olmak için yeterli bir kriter olmamakta “aktif-pasif yönetimi”ni etkin bir şekilde uygulamak önemli bir kriter olmaktadır.

Ticari bankalar konumları gereği piyasaya karşı güven telkin ederek kâr elde etme amaçlarını, bu amaçlara ihdas edilen yasal sınırlamalara uyarak gerçekleştirmek zorundadırlar. Banka aktif-pasif yönetim komitesi bu amaçlara birlikte ulaşmak için her yıl faaliyet dönemi başında ekonomik gelişmeleri de dikkate alarak hangi aktiflere yatırım yapacağı, gerekli fonları hangi kaynaklardan ve hangi enstrümanlar vasıtasıyla sağlayabileceği vb. konularda planlamalar yapmaktadırlar.

Bir banka bilançosunda ana hatları ile aktif ve pasif kalemler, Tablo 1.’deki şekilde gruplandırılabilir.

Tablo1. Basitleştirilmiş Banka Bilançosu

Aktifler	Pasifler
Likit Aktifler	Mevduat
Menkul Kıymet Yatırımları	Alınan Krediler
Krediler	Merkez Bankası Hesapları
Sabit Varlıklar	Öz Kaynaklar

Aktif yönetimi, fonların yatırım alternatifleri arasındaki dağıtımını anlatmak için kullanılan bir terimdir. Ticari bankacılığa uygulandığında ise terim, fonların nakit, menkul değerler, krediler ve diğer aktifler arasındaki dağıtımını ifade etmektedir. Aktif yönetiminin uzmanlaşmış alanları, menkul kıymetler portföy yönetimi ve kredi yönetimidir⁸⁵.

Uzun dönemde aktif kalemlerde yer alan kredilerin yönetimi farklı bir gelişim göstermektedir. Çünkü koşulların büyük hızla değiştiği dönemlerde kredilerin türü ve vadelerinde müşterinin ihtiyaçlarında büyük sapmalar olabilmekte, ancak bankaların bu değişen koşullara kısa sürede adapte olmaları, gerek banka gerekse Türkiye genelinde yararlı bulunmayan hesapların tasfiyesinde güçlük doğurmaktadır. Örneğin 1970 başında bankalar yönünden en önemli ve verimli bir kredi türü olan ithalat akreditifi kredileri, özellikle 1975’den sonra döviz kaynaklarının yetersizliği ve transferlerin durması nedeniyle, tamamen donuk bir kredi hüviyetine dönmüş, eskiden tasfiyeleri 2-3 ay olan bu kredilerin kapatılabilmesi için geçer süre 2 yıla

⁸⁵ Günay, a.g.e., s.21

yaklaşmıştır. Bu nedenle bu tür kredilerin tasfiyesinde güçlük çekilmiştir⁸⁶.

Geniş açıdan bakıldığında pasif yönetimi mevduat sahiplerinden ve kreditorlerden fon sağlamaya ve banka için uygun fon bileşimini belirlemeye yönelik faaliyetleri içermektedir. Dar anlamda ise pasif yönetimi, gerektiği zaman likidite ihtiyaçlarını borçlanarak sağlanan fonlarla karşılama faaliyetlerini içermektedir. Borçlanılan fonların başlıca kaynağını, ticari banka kaynaklarının % 75'ini bulan mevduatlar oluşturmaktadır. Diğer fon kaynakları arasında ise, diğer bankalardan borçlanılan interbank fonlar, repo sözleşmesi altında geri satın alınmak üzere satılan menkul kıymetler, banka kabülleri, Euro-dolar borçlanmaları ve sermaye olarak konulan fonlar yer almaktadır⁸⁷.

Bankacılıkta pasiflerin yönetimi ve kârlılığı, ekonominin gelişme durumuna, ülkedeki ticari bankaların kuruluş ve çalışma şartları ve hukuki durumuna bağlı olarak değişir. Ayrıca bankaların büyüklük ve küçüklüğüne göre de pasif yönetiminin şekli ve ağırlığı değişir. Pasif yönetimi her banka için değişebileceği gibi kanunlarla da sınırlandırılır. İyi bir pasif yönetimi sonunda küçük banka, büyük banka durumuna geçebilir⁸⁸.

Aktif-pasif yönetiminin en önemli konusu ise, aktif ve pasiflerin vade uyumunu oluşturmaktır. Bankacılık sektörü kısa vadeli fonları uzun vadeli fonlara dönüştürürken büyük bir riski üstlenirler ve hesaplar doğru yapılmaz ise taahhütlerini yerine getirememesi durumuyla karşılaşılır. Bu nedenle amaç aktif ve pasif kalemlerinde vade uyumunu sağlamaktır⁸⁹.

Belirtilen kalemlerde vade açısından uyum sağlandığında, meydana gelebilecek değişiklikler bankanın pozisyonunu etkilemez. Bankalar piyasa otoritelerince ve çeşitli yürütme organlarınca, yükümlülükleri ve üstlenecekleri maksimum risk yönünden çeşitli kısıtlamalara ve denetime tabidir. Böylece taahhütlerini yerine getirememesi riskleri en az seviyeye indirgenmeye çalışılmaktadır.

⁸⁶ Özcan Güven, **Bankalarda Fon Kullanımı ve Yönetimi** (İzmir, 1981), s.132

⁸⁷ Günay, a.g.e., s.50

⁸⁸ Güven., a.g.e., s.28

⁸⁹ Adnan Anaçali, **Bankalarda Döviz Pozisyonu Yönetimi**, (İstanbul Üniversitesi., Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1989), s.10

1.2. Döviz Pozisyonu Yönetimi

Bretton Woods sisteminin 1970’li yılların başlarında çöküşü ile birlikte döviz ve para piyasaları çok hızlı dalgalanmalar göstermeye başlamıştır. Finansal piyasalar özellikle bu dönemden sonra döviz kuru riski, döviz pozisyonu yönetimi ve bunlarla ilgili kavram ve düzenlemelerle yoğun bir şekilde karşılaşmıştır.

Dövizin ticaretinde amaç, döviz bazında borç ve taahhütleri için elde döviz bulundurmak ve kur değişikliklerinden faydalanarak eldeki mevcut dövizlerden getiri sağlayarak maksimum kâr elde etmektir.

Bankalarda dövizli işlemlere yönelik fon yönetimi: nakit akışlarını en etkin ve kârlı bir biçimde dengeleme olarak tanımlanabilir. Bu bankanın çeşitli para birimleri cinsinden ödemelerini gereken zamanda yapabilmesi ve fazla fonlarını en yüksek getiriye sağlayacak alanlara yatırması demektir⁹⁰.

Bankalar, uluslararası kuruluşlar olarak gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında finansal aracılık yaparak ödeme aracı olarak dövizleri kullanırlar. Bu nedenle de bilançolarında dövizli aktif ve pasif kalemleri mevcuttur. Bir döviz pozisyonu yöneticisinin dövizli aktif ve pasif yönetimindeki amacı farklı yabancı para birimlerini en verimli ve kârlı biçimde yönetmektir.

Döviz pozisyonu tabiri Türkiye’deki kambiyo terminolojisine 1974 yılında girmiştir. Çok geniş tanımıyla “döviz pozisyonu yetkisi” döviz bulundurma ve bu dövizleri kullanma iznidir⁹¹.

Bir bankanın aktifindeki döviz kalemleri ile pasifindeki döviz kalemleri bir bütün olarak, o bankanın döviz pozisyonunu verir⁹².

Aktif Toplamı – Pasif Toplamı = Döviz Pozisyonu

Son yıllarda bankaların kâr marjlarının daralması özellikle son dönemde yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde de görüldüğü üzere kur riskinin artması bankaların fon yönetimi ile ilgili bölümlere ve döviz pozisyonu yönetimine artan bir şekilde önem verilmesine yolaçmıştır.

⁹⁰ İhsan Ersan, “Bankalarda Fon Yönetimi”, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi. Sayı:98, (Genborsa Yayınları, İstanbul, Nisan 1987), s.24

⁹¹ Şenay Eryürek, Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti (Anadolu Bankası Eğitim Yayınları No:3, Hilal Matbaacılık, Ankara, 1987), s.3

⁹² Aynı, s.4

1.2.1. Döviz Mevcutları ve Alacaklar

Dövizli aktif kalemleri ana b şlıklar halinde Şu Şekilde sıralayabiliriz⁹³:

- 1- Bankaların yurtdışı muhabirleri nezdindeki cari hesap ve depo hesaplarında bulunan döviz mevcutları ile döviz üzerinden düzenlenmiş kıymetli evrak portföyleri,
 - 2- Bankaların yurt içi muhabir bankaları nezdinde hesaplarında bulunan döviz mevcutları,
 - 3- Bankaların Merkez Bankası nezdindeki hesaplarında bulunan döviz mevcutları (döviz olarak tutulan toplam tevdiat munzam karşılıkları dahil),
 - 4- Bankaların kasalarında bulunan efektif mevcutları,
 - 5- Bankaların yurt içi veya yurt dışına açılan döviz kredileri toplamı,
 - 6- Bankaların, Merkez Bankası bünyesinde kurulan döviz ve efektif piyasalarında, bankalararası para piyasalarında işlem yapabilmek için Merkez Bankasına teminat olarak tevdi ettikleri döviz depoları, efektif depoları, uluslararası standartlardaki altın, yabancı devlet veya hazine kuruluŐlarının a çıkarılan bono ve tahviller;
 - 7- Bankalararası döviz ve efektif piyasalarında yaptıkları işlemlerden dolayı adlarına diŐer bankalarda tesis ettikleri döviz depoları ve verdikleri döviz kredileri,
 - 8- Merkez Bankası genelgesi ile belirtilen vadeli döviz alımları;
- olarak belirlenmiştir.

1.2.2. Döviz Taahh tleri⁹⁴

- 1- Akreditif taahhütleri,
- 2- Vadesine 6 ay kalan ve vadesi geldiğinde ödenmesi bankalarca taahhüt edilen kabul poliçeleri,
- 3- Vadesine 6 ay kalan ve ihracatın gerçekleşmemesi halinde geri ödenmesine bankalarca garanti verilen prefinansman kredi taahhütleri,

⁹³ Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı Karar ile Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret M ŐteŐarlıĐının 91-32/5 Sayılı Tebliğine İlişkin I-M Sayılı T.C.M.B. Genelgesi, **Resmi Gazete**. 20918, 3 Temmuz 1991, (<http://www.treasury.gov.tr/mevzuat/tpk32kg.htm>), s.2-3

⁹⁴ Aynı, s.4

- 4- Bankaların yurt içi veya yurt dışından doğrudan sağladıkları ve ödenmesini garanti ettikleri vadesine 6 ay kalan diğer krediler ile aldıkları döviz depoları,
- 5- Vadesiz döviz tevdiat hesapları,
- 6- Bankaların Merkez Bankası bünyesinde kurulan döviz ve efektif piyasalarında yaptıkları işlemlerden dolayı alacakları vadelerine 6 ay kalan döviz depoları, döviz kredileri ve ödeme yükümlülüğünü üstlendikleri vadesine 6 ay kalan diğer döviz taahhütleridir.

1.2.3. Döviz Borçları⁹⁵

- 1- Bankalar nezdinde açılmış bulunan döviz tevdiat hesapları toplamı . (Bankalararası döviz tevdiat hesapları dahil),
- 2- Bankalarca yurt içi ve yurt dışından ödemesi döviz olarak yapılmak üzere borçlu sıfatıyla sağlanan döviz kredileri toplamı,
- 3- Bankalarca yurt dışından depo hesabı olarak sağlanmış fonlar,
- 4- Bankaların Merkez Bankası bünyesinde kurulan döviz ve efektif piyasalarında yaptıkları işlemlerden dolayı ödeme yükümlülüğü altına girdikleri döviz depoları, döviz kredileri ve diğer döviz taahhütleri,
- 5- Nitelikleri Merkez Bankası genalgeleri ile belirlenen vadeli döviz satımları, olarak belirlenmiştir.

Dövizli aktif ve pasif kalemleri aşağıdaki tablo aracılığı ile gruplandırabiliriz.

Tablo 2. Dövizli aktif ve pasif kalemler

AKTİFLER (Mevcut ve Alacaklar)	PASİFLER (Taahhüt ve Borçlar)
Efektif mevcudu	BORÇLAR
Yurt içi bankalar	Döviz tevdiat hesapları
Kıymetli evrak portföyü	Vadeli-vadesiz döviz hesapları
Altın stoku	Ödenecek döviz çekleri ve poliçeleri
T.C.M.B döviz hesabı	Ödenecek havaleler
T.C.M.B depo hesabı	Yurt içi ve dışı bankalardan alınan dövizli krediler
T.C.M.B swap hesabı	TAAHHÜTLER
Verilen döviz kredileri	İthalat akreditifleri
Yurt içi-dışı iştirakler	6 ay vadeli kabul kredili poliçeler
Y.P. münzam karşılığı	6 ay vadeli prefinansman
Satın alınan poliçe ve çekler	6 ay vadeli emtia kredileri ve vadeli ithalat

⁹⁵ Aynı, s.4

1.3. Tekil ve Toplam Döviz Pozisyonu ile Günlük Tekil ve Günlük Toplam Döviz Pozisyonu

Döviz alacak ve borçlarının ayrı ayrı toplamı brüt döviz pozisyonlarını ve bunların her ikisinin toplanması ise net döviz pozisyonlarını meydana getirmektedir. Net döviz pozisyonunun aktif ve pasif hesapları bazında alabileceği durumlar bir sonraki konuda detaylı olarak belirtilmiş olmakla beraber, şimdilik kısaca dövizli aktif kalemlerin dövizli pasif kalemlerden fazla olması durumunu "uzun (artı-kapalı) pozisyonu", karşılamadığı durumu "kısa (açık) pozisyonu" ve bu kalemlerin birbirine eşit olması durumunu ise "başabaş döviz pozisyonu" olarak tanımlayabiliriz.

Bankanın döviz pozisyonu, pozisyona dahil edilen herbir dövizin ulusal paraya veya dolara karşı vadeleri dikkate alınarak oluşturulmaktadır. Tekil döviz pozisyonu, bunlardan herbir dövizin milli para karşılığında brüt pozisyonlarının belirlenmesi olarak tanımlanır⁹⁶.

Bankalar döviz cinsleri itibariyle bazılarında kapalı bazılarında da açık pozisyon içinde olabilirler. Bankaların bazı döviz cinslerinde kapalı ve bazılarında ise açık pozisyonlarının bulunması ve bu pozisyonlarını ulusal para birimi veya dolar bazında ortak bir değer ölçüsü alınarak toplam olarak bakiyelerinin kapalı, açık veya başabaş döviz pozisyonlarının ortaya konulması toplam döviz pozisyonunu meydana getirir. Yani bir bankanın sahip olduğu tüm tekil döviz pozisyonlarının ulusal para veya dolar karşılıklarının toplamı "toplam döviz pozisyonunu" oluşturmaktadır.

Bankanın aktifinde ve pasifinde bulunan eşit vadeli alacak ve borçların ele alınarak değerlendirilmesi "günlük döviz pozisyonu" olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle farklı dövizlerin alınabileceği ve satılabileceği maksimum miktarlar günlük döviz pozisyonunu belirlemektedir⁹⁷.

Günlük döviz pozisyonları, tek bir döviz cinsi için vadesi de dikkate alınarak hazırlanırsa "tekil günlük döviz pozisyonu" olarak adlandırılmaktadır. Ayrı dövizler tekil pozisyonlarının toplanmasıyla da ilgili vade için "günlük toplam döviz pozisyonu" elde edilmektedir⁹⁸.

⁹⁶ Yıldız, a.g.e., s.36

⁹⁷ Nazım Ekren, *Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği* (Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, No:282, Tisa Matbaacılık, Ankara, 1986), s.144

⁹⁸ Yıldız, a.g.e., s.45

1.4. Döviz Pozisyonunun Oluşturulması Sırasında Bankalarda Tutulması Gerekli Hesaplar

Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren bankalar, döviz ödemelerini gerçekleştirmek için belli başlı döviz cinslerinden yeterli derecede hesap bakiyeleri tutmak zorundadırlar. Söz konusu döviz cinsleri bazındaki bakiyeler bankaların kendi ve muhabir bankaları nezdinde açmış oldukları çeşitli hesaplarda tutulmaktadır. Kullanım amaçlarına göre açılan bu hesaplar şu şekilde sıralanabilir.

1.4.1. Cari Hesap (Current Account)

Günlük işlemler sonucunda ortaya çıkan döviz ödemelerini yapmak veya dövizde tahsilat sağlamak için açılan ve önceden ihbar etmeye gerek olmadan hareket gören hesaplardır. Bu hesaplara faiz yürütülmez. Kâr etmek amacı ile değil, bankacılık hizmetlerini aksatmadan ve süratle yürütebilmek için iş hacminin yoğun olduğu muhabirler nezdinde açılır. Tercih edilen döviz cinsleri ise uluslararası piyasalarda talep gören ve en çok işlem yapılan yabancı paralardır⁹⁹.

1.4.2. Depo Hesabı (Deposit Account)

Depo hesabı, belirli bir faiz oranı ve belirli bir vade üzerinden açılan hesaplardır. Diğer hesaplar için de örnek olarak kabul edeceğimiz bu hesapların bakiyeleri “kısa” veya “uzun” pozisyon ile sonuçlanabilir. Diyelim ki, bir bankanın Paris muhabirindeki Fransız frangı cari hesabı, 1.000.000 FRF “uzun” pozisyonunda olsun. Bu durumda bir müşteriden 3 ay vadeli 10.000.000 FRF mevduat alındığında, banka o andaki kur dalgalanmalarından faydalanmak için bu tutarı dolara çevirip 3 aylık mevduat yaparsa, döviz pozisyonu 9.000.000 FRF “kısa” olur (Aktifte 1.000.000 FRF, pasifte ise 10.000.000 FRF bulunmaktadır). Alacak bakiyesi ise değişmeyip 1.000.000 FRF olarak kalır.

1.4.3. Yatırım Hesabı (Investment Account)

Depo hesabından daha iyi faiz geliri temin etmek amacıyla cari hesabın bulunduğu bankanın verdiği bir hesap hizmeti olup, bu bankanın merkezi

⁹⁹ Eryürek, No:3, a.g.e, s.79

dışında kaydı tutulan ve genellikle cari hesap bakiyesinin belirli bir kısmının üzerindeki dilimler halinde otomatik virman hesabına göre çalışan bir hesaptır¹⁰⁰.

1.4.4. Kuvertür Hesaplar (Cover Accounts)

Bankaların dış işlemler ile ilgili faaliyetlerini gerçekleştirebilmek amacıyla yabancı ülkelerde bulunan muhabirleri nezdinde açmış oldukları hesaplardır. Örneğin; “şartlı bir banka garantisi olan ve lehdara akreditif şartlarına uyduğu takdirde, mal veya hizmet bedelinin ödeneceğini taahhüt eden sözleşme olarak tarif edilen akreditife¹⁰¹” dair hesaplar aracılığıyla mal bedelleri karşılanır.

2. DÖVİZ POZİSYONU DENGESİNİN ALABİLECEĞİ DURUMLAR

Bankalar gerçekleştirdikleri işlemler ve üstlendikleri taahhütler nedeniyle bilançolarının aktif ve pasiflerinde çeşitli tür, miktar ve vadede dövizli değerlere sahiptir. Bu doğrultuda, bir bankanın dövizli varlıkları ile dövizli borçları arasındaki farkın döviz pozisyonu dengesini verdiğini önceki konularda açıklamıştık.

Her ne kadar aktifteki döviz mevcutları ve döviz alacaklarının, pasifte yer alan döviz taahhütleri ve döviz borçları toplamını karşılaması gerekirse de denge bazan içinde bulunulan ekonomik durumdan maksimum kârı yakalamak güdüsüyle hareket edilmesi sonucunda, bazan da elde olmadan aktif ve pasif lehine bozulabilmektedir.

Döviz pozisyonlarının tespiti bankalar açısından üç yönüyle önem taşımaktadır. Bunlar, riske açık dövizin miktarının (pozisyonun) gösterilmesi, aktif ve pasifte yer alan dövizli değerlerin vade farklılıklarının gösterilmesi ve döviz aktif ve pasif büyüklüğünün tespitidir¹⁰².

Bankaların her döviz cinsinden aynı oranda döviz varlığı olmayabilir. Bu bankaların tercihine ve vaziyet durumuna bağlıdır. Bunları dört ana grupta incelemek mümkündür.

¹⁰⁰ Haluk Erdemol, **Bankalarda Dış Ticaret İşlemleri ve Uygulama** (Akbank ekonomi Yayınları, İstanbul, 1989), s.107

¹⁰¹ Erol Kutlu, **İthalat ve İhracat Uygulamaları**, (Anadolu Üniversitesi Yayınları No:1213, Eskişehir, Temmuz 2000), s.158

¹⁰² Uğur Belovacıklı, **Bankalarda Aktif-Pasif Yönetimi ve Konjonktüre Uyum** (Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1997), s.75

2.1. Başabaş (Square) Pozisyon

Mevcutlar + Alacaklar = Borçlar + Taahhütler

Yabancı Para Aktifler (Assets) Yabancı Para Pasifler (Liabilities)

Dövizli aktif kalemlerinin dövizli pasif kalemlerini tam olarak karşıladığı pozisyonudur. Bu durumda dövizli aktif toplamı , dövizli pasif toplamına eşittir ve pozisyon dengededir.

Bu hal, fiiliyatta ortaya çıkması olağan bir durum değilse bile bir an için böyle bir eşitliğin olduğunu farzederek, bunun anlamı döviz pozisyonunun tam dengede olması yani mevcutların taahhütleri başabaş karşılaması demektir¹⁰³.

2.2. Uzun / Long Pozisyon (Overbought)

Mevcutlar + Alacaklar > Borçlar + Taahhütler

Yabancı Para Aktifler (Assets) Yabancı Para Pasifler (Liabilities)

Döviz mevcutları ve döviz alacakları toplamından oluşan aktifin, döviz taahhütleri ve borçları toplamından oluşan pasiften büyük olması durumudur. Uzun pozisyon artı veya kapalı pozisyon olarak da adlandırılmaktadır. Eğer bir banka uzun pozisyonda ise elinde ihtiyacından fazla döviz tutuyor anlamına gelmektedir.

Döviz Faiz Getirisi + Devalüasyon Kârı - TL Maliyeti > 0 ise ;
uzun pozisyon banka için kârlıdır¹⁰⁴.

Devalüasyon kârını, kısaca milli paranın değer kaybından dolayı ortaya çıkan lehte fiyat farkı şeklinde açıklayabiliriz. Örneğin doları, 1 USD = 750 TL iken alıp bekletirsek ve günün birinde 1 USD = 800 TL olursa hiçbir işlem yapmadan, dolar başına 50 TL kazanmış oluruz. Döviz satıncaya kadar beklettiğimiz süre içinde, döviz hesaplarımıza işleyecek faizi de bu kâra eklemek gerekir¹⁰⁵.

Milli paranın maliyetini hesaplamada ilk kıstas faizdir. Mevduata ödediğimiz faiz yüksek ise, paranın maliyeti de yüksektir. Hatta kredi faizlerini de göz önünde bulundurup, bu para ile döviz almak yerine TL kredi verilsin bu takdirde edinilecek kazancın da kârdan mahrumiyet olarak maliyet hesaplamasında dikkate alınması

¹⁰³ Eryürek, No:3, a.g.e., s.7

¹⁰⁴ Anaçali, a.g.e., s.6

¹⁰⁵ Eryürek, No:3, a.g.e s.8

gerekmektedir¹⁰⁶. Sonuç olarak milli paranın maliyeti dövizin kârından daha küçük ise uzun pozisyon kârlıdır.

2.3. Kısa / Short Pozisyon (Oversold)

Mevcutlar + Alacaklar < Borçlar + Taahhütler

Yabancı Para Aktifler (Assets) Yabancı Para Pasifler (Liabilities)

Bankanın döviz mevcutları ve döviz alacakları toplamının, döviz taahhütleri ve döviz borçlarını karşılamadığı durumdur. Aktif pasiften daha küçük olup açık pozisyon olarak da adlandırılır.

Bu pozisyonda bankanın döviz alacakları, döviz yükümlülüklerinden daha az olduğundan, olası bir döviz kuru artışında bankanın bu pozisyonundan dolayı yüklü miktarda zararla karşı karşıya kalması olasıdır.

Milli Paranın Getirisi – Döviz Faiz Getirisi – Kur Artış Oranı > 0 ise ;
kısa pozisyon banka için kârlıdır.

Döviz kurları artış oranı düşük olduğunda ve bunun yanında milli para cinsinden fon tutmanın getirisi arttığı zaman kısa pozisyon bankanın yararına işler.

2.4. Döviz Cinsine Göre Pozisyon

Bir banka döviz cinsleri itibariyle bazılarında kısa bazılarında uzun pozisyon içinde olabilir. Önemli olan, uzun pozisyonun kısa pozisyonu karşılayacak durumda olmasıdır. Çünkü bazan bankalar bir takım dövizler için bilerek, isteyerek kısa pozisyona düşerler. Pozisyonlarında nadiren karşılarına talep olarak çıkacak bir döviz türüne yer vermezler. İhtiyaç halinde swap yaparak gerekli döviz temin etmeyi tercih ederler. Ancak genel değerlendirmede bankanın kısa pozisyona düşmemesi gerekir ki bunu kontrol için de bütün döviz cinslerinin kısa ve uzun pozisyonlarının karşılaştıracak müşterek bir değer ölçüsü kullanılır. Bu ölçü milli para veya Amerikan dolarıdır¹⁰⁷.

Pozisyonda hangi dövizin daha çok bulundurulacağına karar verirken önce ihtiyaçlar sonra kârlılık gözönünde bulundurulmaktadır.

¹⁰⁶ Aynı, s.8

¹⁰⁷ Aynı, s.9

Önceki dönemlerde pozisyonda ağırlık olarak tutulan iki döviz, Amerikan doları ve Alman markı iken yeni dönemde 1 Ocak 2002 tarihinden sonra tedavüle çıkan Euro, Dolar ile birlikte ağırlık teşkil etmektedir. Dolar ve Euro arasındaki denge birinin aleyhine bozulacak olursa, arbitraj yapılarak denge yeniden sağlanır.

3. RİSK KAVRAMI VE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİNDE RİSK YÖNETİMİ

Risk, bir işleme ilişkin parasal kaybın ortaya çıkması veya bir giderin ya da zararın vuku bulması nedeniyle ekonomik faydanın azalması ihtimalini ifade eder¹⁰⁸.

Bankacılık, çok kısa ve özlü bir tanımlamayla, risk yönetimi faaliyeti olarak nitelendirilebilir. Buradaki risk kavramından kasıt ise yukarıda ifade edilen tanıma benzer bir şekilde üzerinde anlaşılan, bağitlanan, beklenen ya da istenilen edimlerin yerine getirilmemesi, gelişmelerin gerçekleşmemesi veya beklenmeyen gelişmelerin ortaya çıkması dolayısıyla zarara maruz kalınmasıdır¹⁰⁹.

Bankaların maruz kaldığı bütün riskleri genel olarak dört kategoride toplamak mümkündür. Bunları en dar kapsamlısından en genişine doğru sıralayacak olursak, birinci olarak operasyon risklerini, ikinci olarak kredi risklerini, üçüncü olarak piyasa risklerini ve dördüncü olarak da sistemik riski saymak gerekir. Operasyon riskleri bankanın kendi faaliyetlerinden kaynaklanan ve bankayla sınırlı olan risklerdir. Kredi riski, bankanın kredi alacaklarını zamanında ve tam olarak tahsil edememesi riskidir. Piyasa riski kategorisi altında bankaların finansal varlık portföyünün değerini etkileyen makro değişkenlerden kaynaklanan riskler yer alır. Buna faiz riski, kur riski, hisse senedi piyasası riski örnek verilebilir. Sistemik risk ise finans sisteminin bütününe etkileyecek ölçekteki gelişmelerin yol açtığı ve sektördeki birçok kuruluşu ödeme gücüne düşüren risklerdir¹¹⁰.

¹⁰⁸ Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetim Sistemleri Hakkında B.D.D.K.'nce Yayımlanan Yönetmelik, **Resmi Gazete**. 24312, 8 Şubat 2001, (<http://www.bddk.org.tr>), s.2

¹⁰⁹ Engin Aras, "Bankalarda Risk Yoğunlaşması ve Dolaylı Krediler", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Sayı:9 (Ekim-Kasım 1999), s.6

¹¹⁰ Active Bankacılık ve Finans Dergisi Araştırma Grubu, "Finansal Riskin Ölçülmesi" , **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Sayı:9 (Ekim-Kasım 1999), s.19

Bankalar ekonomi içinde bulundukları konum nedeniyle, yetkili kamu otoriteleri tarafından diğer işletmelere oranla daha sıkı bir kontrol altındadırlar. Kamu otoriteleri bankaların hem likiditelerini, hem de önemli ölçülerde zararlarını engellemek amacıyla bazı sınırlamalar getirirler. Ancak banka yönetimi bu sınırlamalar veya düzenlemelerle yetinmeyip ek önlemler almak ve kârlılığı ve likiditeyi garanti etmek zorundadır. İşte bu nedenle her banka üst yönetimi kendi durumuna uygun bir risk yönetim politikası izler¹¹¹.

Bankalarda ana sorumluluğu risk yönetimi olan bir yönetici belirlenmelidir. Bu risk yöneticisi, riskleri gözlemek için üst yönetim ile birlikte çalışmalı ve süreçleri etkin bir şekilde yönlendirmeli, skor, ölçüm ve raporlama teknikleri konusunda koordinasyon yapmalı ve yasalara uyumu güçlendirmelidir¹¹².

Tablo 3., bankaların finansal risk haritalarının gözönünde tutularak hazırlanan basit bilançolarını göstermektedir. Bu bilançodan da görüldüğü üzere, nakit ve benzeri varlıkların likidite ihtiyacını karşılamaması durumunda bankalar likidite riski ile yüzyüzedirler. Krediler için geri ödenmeme riski sözkonusudur. Bunun yanısıra kısa vadeli krediler ayrıca faiz oranı riskine, uzun vadelilerde erken ödeme riskine maruzdurlar. Faiz oranı riskine hassas olan menkul kıymetler de genel olarak tahvil ve bonolardan oluşmaktadır. Döviz grubu aktifler, ayrıca döviz kuru riskiyle karşı karşıyadırlar. Sabit kıymetler ise bir finansal risk olmayan aşınma ve yıpranma riskine maruzdurlar. Pasif tarafta bulunan mevduat hesaplarının tümü için likidite riski sözkonusudur. Vadesiz ve vadesi 1 yıldan az olan mevduatlar ayrıca faiz oranı riskiyle karşı karşıyadırlar. Satın alınan fonlar da yine faiz oranı riskine maruzdur. Döviz bazındaki pasifler için ayrıca döviz kuru riski sözkonusudur. Son değer olan sermaye ise sermaye yeterliliği riskine maruzdur. Forward, futures, opsiyon, swap gibi türev ürünlerinden oluşan bilanço dışı varlıklar için bilanço dışı varlıklardan kaynaklanan riskler sözkonusudur¹¹³.

¹¹¹ Hasan Kaval, "Genel Olarak Risk Kavramı ve Yönetimi", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. Yıl:3 Sayı:11, (Eylül 1995), s.46

¹¹² Active Bankacılık ve Finans Dergisi Araştırma Grubu, "Bankalarda Performans ve Risk Yönetimi: Analitik Bir Çerçeve" , **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Sayı:15 (Ekim-Kasım 2000), s.15

¹¹³ Mehmet Hasan Eken, **Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Kârlılık açısından Değerlendirilmesi** (Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara, 1994), s.29

Tablo 3. Ticari Banka Bilançosuna Göre Risklerin Ayrımı

1- AKTİFLER**TL**

Hazır Değerler-Likidite İhtiyacı-Likidite Riski

Krediler

1 Yıl ve daha kısa vadeli - Faiz riski

1 Yıllan uzun vadeli - Erken ödeme riski

Menkul Kıymetler - Faiz Riski

Kredi
Riski**Döviz**

Krediler

1 Yıl ve daha kısa vadeli - Faiz riski

1 Yıllan uzun vadeli - Erken ödeme riski

Menkul Kıymetler - Faiz Riski

Sabit Kıymetler - Aşınma ve yıpranma riski

Kredi
RiskiDöviz
Riski**2- PASİFLER****TL**

Vadesiz Mevduat - Faiz riski

Vadeli Mevduat

1 Yıl ve daha kısa vadeli - Faiz riski

1 Yıllan uzun vadeli

Satın alınan fonlar - Faiz riski

Likidite
Riski**Döviz**

Vadesiz Mevduat - Faiz riski

Vadeli Mevduat

1 Yıl ve daha kısa vadeli - Faiz riski

1 Yıllan uzun vadeli

Satın alınan fonlar - Faiz riski

Likidite
RiskiDöviz
Riski**Sermaye**

Özsermaye

Borçlar

Sermaye
Yeterliliği
Riski**3- BİLANÇO DIŞI DEĞERLER - BİLANÇO DIŞI RİSKLER**

Kaynak: Eken M.H., 1994, s.30

3.1. Likidite Riski

Likidite, fon taleplerinin karşılanabilme kabiliyeti olup, finansal kurumların yaşaması için zorunludur¹¹⁴. Fonlama riski olarak adlandırılan likidite riski ise, başta bankalar olmak üzere işletmelerin finansal gereksinmelerini yerine getirip getirmeyeceği hususuna ilişkin risktir¹¹⁵.

B.D.D.K. tarafından yayınlanmış olan “Bankaların iç Denetim ve Risk Yönetimi Sistemleri” hakkında yönetmelikte likidite riski, bankanın nakit akışındaki dengesizlik sonucunda nakit çıkışlarını tam olarak ve zamanında karşılayacak düzeyde ve nitelikte nakit mevcuduna veya nakit girişine sahip bulunmaması olarak tanımlanmış ve iki kategoriye ayrılmıştır¹¹⁶.

Bunlardan piyasaya ilişkin likidite riski: Bankanın piyasaya gerektiği gibi girememesi, bazı ürünlerdeki sıkı piyasa yapısı ve piyasalarda oluşan engeller ve bölünmeler nedeniyle pozisyonlarını uygun bir fiyatta, yeterli tutarlarda ve hızlı olarak kapatamaması veya pozisyonlardan çıkamaması durumunda ortaya çıkan zarar ihtimalidir¹¹⁷.

Fonlamaya ilişkin likidite riski ise : Nakit giriş ve çıkışlarındaki düzensizlikler ve vadeye bağlı nakit akımı uyumsuzlukları nedeniyle fonlama yükümlülüğünü makul bir maliyet ile potansiyel olarak yerine getirememeye ihtimali olarak tanımlanır¹¹⁸.

Mevduat müşterileri yatırmış oldukları paraları çekmek istedikleri zaman, nakit taleplerinin; kredi müşterilerinin ise kredi taleplerinin anında karşılanması bankalara olan güveni artırır.

Bankaların likidite bulundurmaları için asıl olarak dört ana neden sözkonusudur. Bunlar:

¹¹⁴ Gürman Tevfik, “Bankalarda Likidite Riski”, *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi*. Yıl:3, Sayı:10 (Haziran 1995), s.16

¹¹⁵ E. Abdüllgaffar Ağaoğlu, “Türk Bankacılık Sisteminde Değer Mühendisliği Açısından Risk Erken Uyarı ve Kalite Yönetiminin Değerlendirilmesi”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*. Yıl:2, Sayı: 12 (Nisan-Mayıs 2000), s.76

¹¹⁶ Resmi Gazete.24312, a.g.e., s.11

¹¹⁷ Aynı, s.11

¹¹⁸ Aynı, s.11

1- Mudilerin bankalarda bulunan mevduatlarını ani bir şekilde çekmesi ile oluşacak fon çıkışlarının tekrar yerine koyma gereği;

2-Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde sık karşılaşılan bir durum olan, muhtemel yükümlülüklerin sözkonusu olması halinde ihtiyaç duyulacak fon bulma gereği;

3-Fon çıkışı olduğu halde beklenen fon girişlerinin gerçekleşmemesini karşılama gereği

4-Bankanın yapmak istediği yeni yatırımlara girebilmesi için fon bulundurma gereğidir.

Likidite ihtiyacını dengelemek için, birincil ve ikincil aktifler arasında farklılık yaratmak gerekir. Birincil rezervler, kasadaki nakit mevcudu ile merkez bankasında bulunan mevduatı içerir. Birincil rezervler, bankacılık sistemi içinde likidite emniyeti vazifesini görür. Likidite ihtiyacı belli aktiflerin satışı ile karşılanabilir, bu aktifler ikincil rezervler olarak adlandırılır. İkincil rezerv aktifler, hazine bonosu, banka kabulleri gibi kıymetler olup nakde çevrilirken değerlerini hiç kaybetmezler veya değerlerinde çok az değişiklik olur. Ticari bankalar, birincil rezerv zorunluluğunu veya likidite ihtiyaçlarını giderebilmek için bu menkul kıymetleri alır ve satarlar¹¹⁹.

Likidite yönetimi entegre bir faaliyettir. Bu yeterli sermaye tutmakla başlar. Böylece, finansal kurum gerekli olan parayı borçla sağlayabilir. Bir sonraki adım, aktif ve kaynak kalemlerinin vade yapısıdır. Böylece beklenen nakit girişi beklenen nakit çıkışına eşitlenir. Kredi portföyünün yönetimi likidite yönetimine bağlıdır. İkincil rezerv aktifler günlük esasa göre alınır ve satılır. Bankalar bankalararası piyasadan birincil rezerv zorunluluğunu karşılamak için borç para alır ve satarlar. Böylece, kullanılmayan fonu elde tutmak zorunda kalmazlar¹²⁰.

Yukarıda da ifade ettiğimiz gibi likidite riski fonların vadelerinin uyuşmaması ile nakit giriş ve çıkışları arasındaki dengenin bozulmasından oluşmaktadır. Burada likidite riskinden korunmak için döviz pozisyonu yöneticisinin yapması gereken nakit akım tablosunu yakından takip etmek, her döviz cinsi için ayrı ayrı cetveller düzenleyerek bütün döviz cinslerinin likidite durumlarını, vade ve pozisyonlarını

¹¹⁹ Tefik, G., a.g.m., s.16

¹²⁰ Aynı, s.17

dikkate alarak yabancı para ve ulusal para cinsinden izlemektir.

3.2. Kredi Riski

Döviz işlemlerinde muhatabın yükümlülüklerini yerine getirmesinin taşıdığı belirsizliktir. Bir diğer ifade ile sözleşme tarihinde veya daha önce iflas v.b. nedenlerle ödeme güclüğü içine düşmesidir. Uluslararası bankacılık bu tür riskin bilinen örneklerinin başında 1973 petrol şoku sonrası ortaya çıkan “Herstatt krizi” gelmektedir¹²¹.

Bilindiği üzere, kredi kurumlarının karşılaşılabilecekleri potansiyel temel risklerden ikisi kredi riski ve piyasa riskidir. Kredi kurumları, mevduat kabul etme ve ödünç verme işlemleri nedeniyle çeşitli risklerin altına girerler ve bu kurumların vermiş oldukları kredilerin geri ödenmemesi olasılığı kredi riskini oluşturur. Kamu kurumları hariç olmak üzere, bir kredi kurumuyla ilişkiye giren hemen hemen tüm şirketlerin ihtiyari veya zorunlu olarak tasfiye edilmesi riski bulunmaktadır. Kaldı ki, çoğu şirket bu bakımdan diğerlerine kıyasla daha fazla risk unsuru taşımaktadır. Kamu kuruluşları tarafından sıkı denetim altında tutulan kredi kurumları daha az risk taşımakla birlikte; bazı deneyimler bu kredi kurumlarının dahi ciddi ödemezlik riskleri taşıyabildiklerini göstermektedir¹²².

Özetle, genel anlamıyla kullanıldığı şekilde, kredi riski karşı tarafın ödemezlik riskini ifade eder¹²³.

Kredi riskinin en önemli konusu banka kredi portföyünün çeşitlendirilmesidir. Tek bir sanayiye kredi veren banka çeşitlendirme yapmamış kabul edilir. Sanayi başarılı olamazsa bütün krediler ödememe riskiyle karşı karşıya kalır. Banka başarısızlıklarının yetersiz çeşitlendirme önemli bir olgu olmaktadır¹²⁴.

Bir banka tarafından yüklenilen kredi riskinin derecesi, herhangi bir risk alanına kredi vermede yoğunlaşması sonucu çok fazla artmış olabilir. Tüm sağgörüleri bankalar, herhangi bir borçlu için kabul ettikleri toplam riske bir üst sınır getirirler.

¹²¹ İhsan Ersan, **Bankalarda Döviz Yönetimi**, (Türkiye Bankalar Birliği Yay., Ankara, 1988), s.35

¹²² Avrupa Birliği Danışmanlık ve Yatırım Hizmetleri A.Ş., “Genel Kredi Sınırları Hakkında Avrupa Birliği Düzenlemeleri”, **Bankacılar Dergisi**. Sayı:35 (Aralık 2000), s.70

¹²³ Aynı, s.70

¹²⁴ Arman T. Tevfik, Gürman Tevfik, **Bankalarda Finansal Yönetime Giriş**, (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:203, İstanbul, 1997), s.302

Bunun için de iki etmen gözönüne alınır: Kredi veren bankanın özsermayesi ve bankanın yüklendiği kredi riski türü. Kredi vermede kredi tutarının borç veren bankanın özkaynaklarının belirli bir oranını aşmaması gerekliliği, örneğin ABD’de, Japonya’da, İtalya’da ve Hollanda’da olduğu gibi bazı ülkelerde kamu otoritesince saptanmaktadır¹²⁵.

Döviz piyasasında kredi riski, ödeme güçlüğüünün döviz anlaşmasındaki valör tarihi veya valör tarihinden önceki bir tarihe rastlamasına bağlı olarak farklı etkiler gösterir. Ödeyememe durumu anlaşmanın valör tarihinden önce farkedilirse ve fon yöneticisi valör tarihinde başka nakit girişleri olacağını beklemiyorsa piyasadan da fon sağlama yoluna gitmek zorunda kalabilir. Bu işlem sonucundaki kâr veya zarar da piyasadan sağlanacak fon için ödenecek faiz oranı ile, valör tarihinde tahsil edilemeyen alacağın faiz oranına bağlıdır. Anlaşmanın valör tarihinde borcun ödenmemesi durumu, kredi riski açısından daha ciddi bir durumdur. Bu durumda plasmanı yapan taraf açık pozisyona düşebilir ve borç faizi ödemek zorunda kalır¹²⁶.

Döviz kredi risklerini bankalar sınırlamak için genelde kredi müşterilerinin moralitesini, varlıklarını detaylı olarak incelerler. Ayrıca döviz işlemlerinde finansal kaynakların topluca belirli bir para birimi ya da müşteri üzerine yöneltilmesinden kaçınılması, riski dağıtmak açısından kanunlarla desteklenen genel bir uygulamadır¹²⁷.

Vadeli işlemler, spot işlemlere göre daha riskli olduklarından dolayı bankalar bazı müşterileri ile sadece spot döviz alım-satımı yaparlar. Döviz ticaretinde satılan paranın teslimi yapıldığı halde, alınan paranın teslim edilmemesi halinde kredi riski ortaya çıkar. Buna “hesap görme kredi riski”de denir. Bu durumda fonların tahsil edilmemesi sonucu alım-satım kredi riskine ek olarak hesap görme kredi riski de eklenmiş olur¹²⁸.

¹²⁵ Yurt, a.g.e., s.168

¹²⁶ Yasemin Kaşaracı, **Bankaların Döviz Pozisyonu Maliyetlerinin Analizi** (Kambiyo Yetkili Şubeler Açısından), (Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü., İzmir, 1995), s.75

¹²⁷ Anaçali, a.g.e., s.52

¹²⁸ Selçuk, a.g.e., s.39

3.3. Faiz Oranı Riski

Faiz riski, bir bankanın faiz oranlarında oluşan ters yönlü hareketlerin, o bankanın finansal durumunda yarattığı etkidir. Bankacılıkta bu riskin kabul edilmesi oldukça doğaldır ve bu durum kârlılığın ve hisse değerindeki artışın önemli bir nedeni olabilir. Ancak, aşırı faiz riski, banka gelirleri ve sermaye tabanı için büyük bir tehdit oluşturabilir. Faiz oranlarındaki değişmeler, banka gelirlerini, bankanın net faiz gelirlerindeki ve diğer faize duyarlı gelirlerinde ve faaliyet giderlerinde değişmelere yol açarak etkilemektedir. Faiz oranlarındaki değişmeler, banka varlıklarının, yükümlülüklerinin ve bilanço dışı araçlarının temel değerlerini de etkiler; çünkü gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri (ve bazı durumlarda nakit akımlarının kendisi) faiz oranları değiştikçe değişmektedir. Faiz oranını ihtiyatlı sınırlar dahilinde tutmaya çalışan etkili bir risk yönetimi bankaların güvenliği ve sağlamlığı açısından oldukça önemlidir¹²⁹.

Bankalar “maliyetli kaynakları”na (mevduat gibi) faiz öderler, “getirili aktifleri”nden (kredi gibi) faiz alırlar. Faizden para kazanabilmek için faiz gelirlerinin, faiz giderlerinden fazla olması gerekir. Bankaların faizden zarar etmemek için, faiz geliri ve faiz gideri oranlarını yakından takip etmek ve olumsuz gelişmelerin meydana gelmesini önlemek için tedbir almak gerekir¹³⁰.

1970’li yılların başlarına kadar faiz riski ılımlı iken özellikle petrol fiyatlarının artışından sonra faizde de şiddetli dalgalanmalar yaşanmıştır. Karşılaştırmalı faiz oranlarına ek olarak döviz kurlarındaki beklentileri de yansıtan forward piyasalar da finansal piyasalardaki bu gelişmelerden etkilenmişlerdir¹³¹.

Döviz piyasalarında faiz riskini arttıran faktör, forward piyasaların faiz oranı farklarını yansıtmaması gerçeğidir. Bir başka deyişle forward pozisyon alma bir parada borçlanmayı ve aynı anda bir başka para cinsinden ödünç vermeyi ifade eder. Borç alınan ve verilen paraların faizleri aynı yönde hareket etmeyebilir, birbirlerine yaklaşabilir veya uzaklaşabilir. Faizleri farklı iki ayrı para cinsinden alım-satım yapma belirsizlikleri ve bundan dolayı riski de arttırır¹³².

¹²⁹ Basle, **Faiz Riski Yönetim Prensipleri** (www.tbb.org.tr, 8.6.2000), s.5

¹³⁰ Bülent Şenver, **Banka Bilançolarının Tahlil Yöntemleri** (TBB Yay., No:143, Ank. 1988), s.10

¹³¹ Yurt, a.g.e., s.180

¹³² Aynı, s.180

Faiz riskinin ölçülmesinde yalnızca alınan pozisyonun büyüklüğü gözönüne alınmamalı, aynı zamanda vade yapısına da bakılmalıdır. Bir forward pozisyonun bir ayağı ile öteki ayağı arasındaki zaman farkı veya aralığı ek belirsizlikler yaratabilir; çünkü kısa, orta ve uzun dönemde faizler aynı biçimde gelişme göstermeyebilir¹³³. Faizler genelde kısa vadede düşük, uzun vadede yüksektir. Buna göre döviz mevduatını kısa vade için alıp uzun vadede plase edersek aradaki faiz farkı kadar kârlı çıkılır. Bunun aksi de zarar oluşturur. Dolayısıyla dealer hazırlayacağı cetvelde döviz cinsleri ve vadeler itibariyle kıyaslama yaparken faizlerin durumunu da karşılaştırabilmek için cetvele gösteren kolonlar eklemelidir. Böylece girdilerin yalnız meblağ ve vade itibariyle değil faiz açısından da çıktıları karşılayacak durumda olup olmadığı görülebilir¹³⁴.

Bankalar faiz oranlarındaki değişikliklerden dolayı ortaya çıkan riskler için net pozitif ve negatif nakit pozisyonlarına günlük, haftalık, aylık veya üç aylık limitler koyabilir. Bu limitler aynı zamanda likidite riskinin kontrol edilmesini de sağlar¹³⁵.

3.3.1. Faiz Oranı Riskinin Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler

Faiz oranı riskinin ölçümü için birtakım teknikler geliştirilmiştir. Genelde üç yöntem yaygın olarak kullanılmaktadır. Bunlar; faiz oranı farkı (GAP) analizi, efektif vade (duration) analizi ve simulasyon analizidir.

3.3.1.1. Faiz Oranı Farkı Analizi (GAP Analysis)

Faiz oranı riskini ölçmek amacıyla her vade döneminde aktif ile pasif arasındaki farkın incelenmesi esasına dayanan GAP analizi, vade gününe kadar faiz oranı değişebilecek aktif ile pasif arasındaki farkın hesaplanması işlemidir. Bu fark bankanın karşılaşılabileceği faiz oranı riskinin boyutu hakkında bir fikir vermektedir. Faiz oranı riskinin elemine edilmesi ise aradaki farkın sıfır olması ile mümkün olacaktır¹³⁶.

¹³³ Aynı, s.180

¹³⁴ Eryürek, No:3, a.g.e., s.20

¹³⁵ Gümüşeli, a.g.e., s.93

¹³⁶ Gonca Kılınç, "Planlama, Uygulama, Kontrol; Aktif-Pasif Yönetimi", *Bankacılar Dergisi* Sayı:6, (Ekim 1991), s.6

GAP analizinin sağlıklı yapılabilmesi için faize duyarlı aktif ve pasif kalemlerinin duyarlılık derecelerinin bilinmesi önem taşımaktadır. Burada kullanılacak rasyo faize duyarlı aktiflerin, faize duyarlı pasiflere oranlaması ile elde edilecek olan “Faize Duyarlılık Rasyosu”dur. İkisi arasındaki fark ise aralık yani GAP’dır. Pozitif GAP veya tam tersi bir durum var ise negatif GAP’ten sözedilebilir. Bu oranın “1” olması durumunda ise nötr değer oluşacak ve bankanın faiz oranlarındaki değişimlerden etkilenmeyeceği düşünülecektir¹³⁷.

GAP = Faize Duyarlı Aktifler – Faize Duyarlı Pasifler

FDA – FDP > 0 Faize Duyarlılık Rasyosu > 1

FDA – FDP < 0 Faize Duyarlılık Rasyosu < 1

FDA – FDP = 0 Faize Duyarlılık Rasyosu = 1

Banka faiz oranlarında bir yükselme bekliyor ise faize duyarlı aktiflerini artırmalı ve GAP büyütülmelidir. Faiz oranlarında bir düşme bekleniyor ise faize duyarlı pasiflerini yükseltmelidir. Bu uygulamanın amacı faiz oranının yükselmesi halinde GAP pozitif ise daha fazla duyarlı aktifin fiyatı yükselecek ve net faiz geliri artacaktır. Eğer banka negatif GAP pozisyonunda ise faiz oranlarının yükselmesi durumunda öncelikle borçların fiyatı yeniden belirlenecek, yatırımların fiyatları ise ikinci planda kalacağından banka bu yükselmeden olumsuz etkilenecektir¹³⁸.

Banka GAP’i negatif tutmak için aktiflerin vadesini kısaltarak faize duyarlı aktiflerini azaltır. Diğer tarafta ise uzun dönemli ve faize duyarlı pasif kalemlerini artırması gerekmektedir. Pozitif GAP’i ayarlamak için de banka uzun vadeli ve dönemsel krediler vermek suretiyle aktif vadesini uzatma yoluna gitmelidir. Bunların fonlanmasında ise kısa vadeli ve faiz yükü getirmeyen kaynak kullanılması gerekmektedir¹³⁹.

¹³⁷ Şenol Babuşcu, **Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması**, (Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:94, Ankara, Ekim 1997), s.71

¹³⁸ Koray Tulgar, **Ticari Bankalarda Aktif- Pasif Yönetimi** (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:177, Ankara, 1993), s.57

¹³⁹ Babuşcu, a.g.e., s.72

GAP analizinde kullanılan planlama süresi çok uzun ise bu analiz duyarlı sonuçlar vermemektedir. Planlama süresi ne kadar kısa tutulursa faiz oranı riskini ölçmek o derece kolay olur. Fakat bir günlük ya da bir haftalık gibi çok kısa süreleri seçmek de pratik değildir¹⁴⁰.

3.3.1.2. Efektif Vade Analizi (Duration Analysis)

Bu yöntemde bütün aktif ve pasiflerin efektif vadeleri eşleştirilmiş ve şimdiki değerlerine indirilmiştir. Efektif vade, aktif ve pasifin beklenen nakit akışlarının elde edildiği veya ödendiği zamanın ağırlıklı ortalamasıdır. Bu analiz, aktif ve pasifin gerçekten faiz oranı riskine maruz kaldığı dönemi göstermesi bakımından önemlidir. Efektif vade hesaplanırken her nakit akışı elde edildiği veya ödendiği zamana göre iskonto edilir. Dolayısıyla faiz oranlarında değişiklikler olduğu zaman aktif ve pasiflerin değeri ile birlikte efektif vadeleri de değişir¹⁴¹. Faiz oranları değiştiğinde eğer aktiflerde bir azalma olursa bu banka sermayesinin tehlikeye girmesine neden olmaktadır.

Efektif vade analizi sadece faiz oranlarındaki küçük değişiklikler için geçerli olan bir yaklaşık hesaplama yöntemidir. Temel düşünce çok basittir. Bankaların varlık ve yükümlülüklerinin şimdiki değeri yeni bir faiz oranı için tekrar hesaplanmaktadır¹⁴².

3.3.1.3. Simülasyon Analizi (Simulation Analysis)

Faiz riskinin belirlenmesinde kullanılan en güncel yöntemdir. Bu yöntemde aktif ve pasif planlamasının ve yapısının faiz oranı değişikliği karşısında oluşan faiz riski ölçülür.

Simülasyon teknikleri, vade/fiyat tablolarına dayanan basit analizlerin bir uzantısıdır. Ancak, simülasyon yaklaşımlarında çeşitli kategorilerde yer alan bilanço ve bilanço dışı pozisyonların daha ayrıntılı bir analizi yapılmaktadır. Bunlara her

¹⁴⁰ Kılınç, a.g.m., s.58

¹⁴¹ Yılmaz Haluk Aytekin, **Bankacılıkta Döviz ve Faiz Yönetimi Teknikleri ve Türkiye Uygulaması** (Halk Bankası Eğitim Müd. Yayınları, Ankara, 1994/2), s.9

¹⁴² Caroline Van Rijkeghem, "Enflasyonun Düşmesinden Türk Bankaları Zarar Görür mü", Çeviren: Borağan Auraba, **İMKB Dergisi**. Cilt:3, Sayı:10, (Nisan, Mayıs, Haziran 1999), s.9

pozisyon tipinden kaynaklanan faizler, anapara ödemeleri ve faiz dışı gelir ve giderler dahil edilebilir¹⁴³.

Bu yöntemin çok iyi uygulanabilmesi için ekonometrik ve matematiksel formülasyonların doğru kurgulanması, bilgi işlem analizlerinin ve ileriye dönük projeksiyonların çok iyi yapılması gerekir. Bu da ancak modeli uygulayacak kişilerin konuya hakim ve piyasaların ihtiyaçlarını değerlendirebilecek yetenek ve kapasiteye sahip olmasıyla mümkün olabilecektir.

3.4. Kur Riski

Kambiyo riski ya da yabancı para riski daha önce de bir risk kaynağı olmasına rağmen bankacılık sistemlerinde, özellikle 1970'li yılların başında sabit kurlar sisteminin terkedilmesi ile önemli hale gelmiştir. Diğer yandan mali piyasalarda globalleşme ve yabancı paralı işlemlerin bankaların bilançosundaki görece payının artması kambiyo ya da diğer tabiriyle döviz kuru riskini önemli hale getirmiştir¹⁴⁴.

Döviz kuru riski, ulusal parayla veya kaynaklarla döviz alma ya da döviz satarak karşılığında ulusal para veya kaynağa sahip olma işlemleri nedeniyle zarar edilmesi ihtimali olarak tanımlanmaktadır. Döviz fiyatlarındaki değişimlerin, döviz cinsinden varlıklar ve yükümlülükler ile henüz gerçekleşmemiş döviz cinsinden gelir ve giderlerin değerini etkileme olasılığı ise döviz kuru riskine açık olunmasını ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile, döviz kuru riskine açık olunması, sahip olunan varlık ve yükümlülüklerin döviz kurlarındaki değişimlere karşı duyarlılığı şeklinde de açıklanmaktadır¹⁴⁵.

Hatırlanacağı üzere aktif ve pasif dengesi itibarıyla döviz pozisyonu konusu açıklanırken aktif-pasif farkının gösterdiği duruma göre bankanın net pozisyonunun uzun (overbought) veya kısa (oversold) pozisyona gireceğini belirtmiştik. Milli parası değer kaybetmekte olan, bir başka deyişle enflasyonun baş gösterdiği ülkelerde uzun pozisyon kâr eder. Yani döviz alan ileride dövizini sattığı zaman lehte

¹⁴³ Basle, a.g.e. , s.22

¹⁴⁴ Ali İhsan Karacan, **Bankacılık ve Kriz** (Tütünbank Yayınları, Creative Yayıncılık, İstanbul, 1996), s.24

¹⁴⁵ İhsan Uğur Delikanlı, "Döviz Kuru Riski ve Sermaye Yeterliliği", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Yıl:1, Sayı:6, (Nisan-Mayıs 1999), s.64

kur farkı oluşur. Kısa pozisyon ise zararlıdır. Çünkü ileride ihtiyacı olan döviz satın almak için dövize o günden daha çok para ödeyecektir¹⁴⁶.

Döviz kuru riskinden korunmak için, dövizli aktif ve pasiflerin herbir döviz cinsi açısından miktar ve vadelerinin eşitlenmesi (square olması), döviz pozisyonlarının bu şekilde ayarlanması gerekmektedir¹⁴⁷. Kur farkından zarar etmemek için kambiyo vaziyeti hesabının izlenmesi ve kısa pozisyona düşülmemesi, kâr etmek için de devalüasyonun yakın olduğu zamanlarda pozisyonun büyütülmesi ayrıca önceleri dolar ve mark dengesi yerine şimdilerde geçerli olan dolar ve euro dengesini gözönünde bulundurulması gerekmektedir.

Döviz piyasasında kur riski “net döviz” ve “swap” pozisyonlarında kendini gösterir. İlkinde uzun pozisyondaki paranın değer yitirmesi, ikincisinde beklenen prim veya iskontodaki değişim, riski gündeme getirir¹⁴⁸. Döviz piyasalarında vadeli kurun vadesiz kurdan büyük olması halinde aradaki fark prim, vadesiz kurun vadeli kurdan büyük olması halinde ise aradaki fark iskonto olarak adlandırılmaktadır. Faiz farkları nedeniyle, faiz oranı yüksek olan döviz cinsine prim ödenir. Bu yüzden swap işlemi yaparken gelecekteki faiz oranlarını dikkate almak gerekir.

Kurlarda anlık dalgalanmalar olabileceği gibi devalüasyon ve revalüasyon durumları ile de karşılaşılabilir. Bankaların döviz pozisyon yönetimi birimleri bunları iyi tahmin edebilirse kâr sağlanır. Bunun en yakın örneği Nisan 1994 ve Şubat 2001 yılında Ülkemizde yaşanmıştır. Yapılan devalüasyonu tahmin eden bankalar kâr elde etmişlerdir.

Döviz kurlarının herhangi bir şekilde yükselmesi veya düşmesi döviz pozisyonu durumunu etkilemektedir. Söz konusu kur değişimi ister yabancı paranın ister ulusal paranın değişmesi şeklinde olsun, esas olan ilgili paraların kurlarının değişmesidir. Tablo 4.’de döviz kuru değişikliklerinin net pozisyon durumuna etkileri gösterilmiştir.

¹⁴⁶ Eryürek, No:3, a.g.e., s.20

¹⁴⁷ Yıldız, a.g.e., s45

¹⁴⁸ Ersan, 1988, a.g.e., s.35

Tablo 4. Döviz Kuru Değişimlerinin Döviz Pozisyon Durumuna Etkilileri

Kur Değişikliği Pozisyon Durumu	Revalüasyon (Yükseliş)	Devalüasyon (Azalış)
Aktif>Pasif (Uzun Pozisyon)	Zarar	kâr
Aktif<Pasif (Kısa Pozisyon)	kâr	zarar
Aktif=Pasif (Başabaş Pozisyon)	Değişiklik yok	Değişiklik yok

Bankanın ne düzeyde kur riskine maruz kalacağını tespiti açısından döviz pozisyonlarının belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Çeşitli kriterlere göre belirlenen döviz pozisyonları, pozisyon yönetiminin de temel verisini oluşturmaktadır. Kur riskinin giderilmesine yönelik genelde iki farklı yaklaşım sözkonusudur. Bunlar tekil ve toplu korunma olarak adlandırılmaktadır. Tekil korunma her döviz cinsi için oluşan kısa veya uzun pozisyonların vade boyutu da gözönüne alınarak, aynı miktartlı ve vadeli ters yönlü bir işleme girilmek suretiyle sıfırlanması mantığına dayanmaktadır. Döviz pozisyonunu değiştiren aktif veya pasif artışı, aynı zamanda işlemin yapıldığı döviz bazında ve aynı vadede karşıt yönlü bir işlem ile telafi edilmektedir. Yani döviz pozisyonu her döviz cinsi için işlem bazında dengelenmektedir. Toplu korunma ise işlem bazında ve vade unsurunu dikkate alarak korunmayı amaçlayan tekil korunmanın bu ilkelerini gözardı etmekte ve brüt pozisyonların karşılaştırılması sonucu uzun veya kısa olarak ortaya çıkan net döviz pozisyonlarının aynı döviz bazında dengelenmesini amaçlamaktadır. Açıklamalardan anlaşılabilceği gibi eşit vade ve hemen denkleştirme yolunun benimsendiği tekil koruma yaklaşımı bankanın kur riskinden kesin olarak korunabilmesini sağlarken, özellikle vade unsurunu gözardı eden toplu korunma yaklaşımında kur riskinden mutlak korunma sağlanamayacaktır. Ancak pratikte birebir ve eşzamanlı işlemlerin gerçekleştirilmesi her zaman mümkün olmayacağı için tekil korunmanın her zaman tam olarak sağlanması mümkün görülmemektedir¹⁴⁹.

¹⁴⁹ Yıldız , a.g.e., s.45-46

3.4.1. Kur Riski Çeşitleri

Bankalar ve finansal kuruluşlar başta olmak üzere uluslararası alanda faaliyet gösteren kuruluşların etkilenebileceği üç tür kur riski bulunmaktadır. Bu riskler aşağıda sırası ile incelenecektir.

3.4.1.1. İşlem Riski

İşlem riski, dahili para ve işlemin yapıldığı yabancı ülke parası arasındaki kur farklılıklarının cari nakit akışı üzerinde yarattığı potansiyel etki olarak tanımlanabilir. Yani, eğer bir firma kendi ülke parasıyla değil de, diğer ülkelerin paralarıyla ödeme ya da tahsilat yaparsa, yabancı paraların dahili para karşısındaki değer değişimlerinden kaynaklanan bir riskle karşı karşıya kalmaktadır¹⁵⁰.

Bankaların bu riskle karşı karşıya kalmalarına yolaçan işlemler; yabancı para cinsinden ödemeler, yabancı para cinsinden alacaklar, yabancı para cinsinden ödenecek kayıtlı olmayan taahhütler, yabancı para cinsinden borç ödemeleri, borç geri ödemeleri, yabancı para cinsinden kabul edilen taahhütler, ana şirkete bağlı yabancı ülkelerdeki şirketlerden yapılan ödemeler, forward döviz kontratları şeklinde belirtilebilir¹⁵¹.

3.4.1.2. Çevirme Riski

Çevirme riski, finansal kuruluşun ya da firmanın mali tabloları üzerinde döviz kuru hareketlerinin yansımasıdır.

Hemen hemen bütün memleketlerde yasalar, ana şirketlere bilançolarını ulusal para ile konsolide etme zorunluluğu getirmektedir. Bu konsolidasyon yapılırken, çok uluslu şirketler yabancı paralar cinsinden ifade edilen hesapları, ulusal paraya çevirmekten kaynaklanan birtakım yanlışlıklara ya da şüpheli sonuçlara ulaşma riskiyle karşı karşıya kalabilir. Çok uluslu firmalar, bankalar ve finansal kuruluşlar; aynı zamanda dış ülkelerdeki kuruluşlarının faaliyetlerine bağlı olarak yaptıkları çevirme işlemleri nedeniyle de kur riskiyle karşılaşır. Bu kuruluşlar aslında grubu,

¹⁵⁰ Aytekin, e.g.e., s.5

¹⁵¹ Keith Redhead, Steward Hughes, **Financial Risk Management** (Gower Publishing Company Limited, Aldershot, England, 1988), s.3

bir çevirme pozisyonuna sokarlar. Yabancı ülkelerdeki şube bilançolarının ifade edildiği para, ana kuruluşun kullandığı referans paradan çoğunlukla görüldüğü gibi farklı ölçüde bu çevirme pozisyonun da önem kazanır. Sonuç olarak, referans para ile yerel para arasındaki kurda ortaya çıkacak her değişiklik grubun konsolide bilançosu üzerinde etkilere yol açar¹⁵².

3.4.1.3. Ekonomik Risk

Ekonomik risk, döviz kurlarındaki beklenmeyen bir gelişmenin işletmenin değeri üzerinde yaptığı değişimdir. İşlem ve çevirme riskleri döviz kuru hareketlerinin sadece cari etkisini tanımlamaktadır. Ekonomik risk ise işletmenin hem cari hem de gelecekte nakit akış değeri üzerindeki döviz kuru dalgalanmalarının etkisini yansıtır¹⁵³.

Ekonomik riskin ölçülmesi iki sebepten dolayı zordur. Birincisi, döviz kuru hareketleri çok sayıda potansiyel fiyat ve miktarın belirleyici etkisi altındadır. Birçok değer tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu da ekonomik önlemlerin büyük ölçüde kişisel değer yargılarına ve belirsizliğe dayanmasına yol açar. İkincisi, firmanın genel performans değerlendirmesinin normal koşullarda ekonomik açıdan değil de muhasebe bazında yapılmasıdır. Neticede ekonomik etkilerin ölçümü çok zor ve kişisel değer yargılarına bağlı olduğundan, firma yöneticileri genelde muhasebe yöntemlerini tercih etmektedir¹⁵⁴.

3.4.2. Kur Riskine Karşı Korunma Stratejileri

Kur riskine karşı korunma stratejileri genel olarak üç başlık altında incelenmektedir.

3.4.2.1. Tam Korunma Stratejisi

Bu strateji, kur değişimlerinden doğacak zararın korunma araçlarının maliyetinden yüksek olması varsayımına dayanır. Diğer bir açıdan bakıldığında bu stratejinin sık tercih edilmesi ciddi işletmelerin spekülatif kazançları

¹⁵² Philon, a.g.e., s.21

¹⁵³ James C. Van Horne, *Financial Management and Policy* (Prentice Hall Publishing, New Jersey, 1992), s.694

¹⁵⁴ Aytekin, e.g.e., s.7

önemsememeleri şeklinde de ifade edilmektedir. Bazı işletmeler ise, döviz tahminleri ile ilgili araştırmaları dikkate almayarak tam korunma stratejisi uygulamaktadır. Dolayısıyla bu stratejinin tercih edilmesiyle kur riskinin maliyeti korunma araçlarının masraflarından oluşacak ve böylece ilgili firma maliyet hesaplarının da, kur riskine karşı korunma için yapılan masraflarda kesin olarak gösterilecektir.

Bu stratejinin uygulanmasında döviz pozisyonlarının denkleştirilmesi farklı şekillerde olabilmektedir. Bunlardan tekil pozisyon ve günlük tekil pozisyon yaklaşımlarında, tekil pozisyon tamamen denkleştirilmekte, çeşitli dövizler bazında ayrı ayrı pozisyon bakiyeleri sıfırlanmaktadır.

3.4.2.2. Korunmadan Vazgeçme Stratejisi

Bu stratejinin dayandığı temel varsayım, kur riskinin doğacak zararlarının korunma araçlarının maliyetinden düşük olması beklentisidir. Dolayısıyla bu stratejiyi tercih eden bir işletme kur riskini olduğu gibi kabullenmektedir. Özellikle sabit kur sisteminde ve ayarlanabilir sabit kur sisteminde kur değişimlerinin olmayacağı veya sınırlı kalabileceği düşüncesiyle bu sistemlerde korunmadan vazgeçme stratejisi daha çok kabul görmektedir.

Ancak bu stratejinin esnek kur sisteminde uygulanması büyük riskler doğurabilmektedir. Çünkü esnek kur sisteminde, kur dalgalanmaları her an beklenirken, sabit ve ayarlanabilir sabit kur sistemlerinde kurların değiştirilmesi kısa vadede sınırlı kalabilmektedir.

3.4.2.3. Esnek Korunma Stratejisi

Esnek korunma stratejisi yukarıda bahsedilen iki stratejinin birleşimine yönelik daha pragmatik bir yaklaşım sergilemektedir. Kur riskine açık döviz pozisyonlarının tam ya da hiç korunup korunmayacağına baştan karar vermek yerine, uygulamaya yönelik bazı kriterler geliştirerek, anılan kriterler doğrultusunda korunma kararlarının verilmesi öngörülmektedir. Yaklaşımına göre uygulamada yararlanılabilecek en genel üç temel kriter şöyle sıralanmaktadır: Açık pozisyon tutarının büyüklüğü, kur dalgalanmalarının büyüklüğü yönündeki tahminler ve korunma araçlarının maliyeti. İlk iki kriter her bankaya göre farklılık arzedecektir. Açık pozisyon tutarının büyük ve kur dalgalanmalarının yüksek olacağının tahmin

edildiği dönemlerde banka korunma maliyetlerini gözönünde tutarak kısmen korunma ya da korunmadan vazgeçmeye karar verecektir. Kur riskine tabi pozisyonlarını belirleyen ve bu konudaki stratejisini tespit eden banka için son aşama korunma araçlarının seçimi olacaktır¹⁵⁵.

3.5. Ülke Riski

Bankalar işlevleri itibariyle faaliyetlerini ulusal düzeyde olduğu gibi uluslararası düzeyde de sürdürdüklerinden, bir diğer risk türü olan ülke riski ile de karşı karşıyadırlar.

Ülke riski, herhangi bir ülkenin dış borcunu ödemede sıkıntıya düşmesi ya da ödemek istememesi sonucunda ortaya çıkan risktir. Savaş, politik kutuplaşma, ekonomik çıkarların çatışması gibi politik riskler; gelir dağılımının dengesizliği, sosyal sınıflar arasındaki anlaşmazlıklar gibi sosyal riskler; uzun vadede GSMH büyümesinin yavaşlaması, grevler, maliyetlerdeki hızlı artış gibi ekonomik riskler, ülke riskinin doğmasına yol açmaktadır¹⁵⁶.

1970’li ve 80’li yılların başlarında uluslararası piyasalardaki bankaların verdikleri kredi türlerinden riski en hızlı büyüyenlerden birtanesi “ülke riski” olmuştur. Bu risk, özetle devlet garantisi altında borç verilmesi; fakat devlet güvencesiyle verilen borcun vadesi geldiğinde devletin geriye ödeyememesidir. Genellikle burada krediyi bir tek banka değil, çok sayıda banka biraraya gelerek vermektedir. Ayrıca, zaman içinde herhangi bir anda herhangi bir ülke kendi döviz penceresini kapatma yetkisine sahiptir. Özellikle piyasada paraları çok az alınıp satılan ülkelerin merkez bankası, tek başına döviz kaynağı olabilir. Bu nedenle, ülke riski yüksek bir ülkede faaliyet gösteren bir kuruluşta kredi riski çok yüksek olabilir. Örneğin yabancı para cinsinden bir borcu geri ödemek için bir kuruluşun gerekli parayı sağlaması istenebilir. Bununla birlikte eğer merkez bankası ulusal parayı dövizle çevirmezse borç vermiş olan yabancı bankanın borcun geri ödenmesiyle sağlayacağı kazançlar istenen döviz cinsinden olmayacaktır¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Yıldız, a.g.e., s.47

¹⁵⁶ Fatoş Tugay, “Ülke Riski”, *Bankacılar Dergisi*. Sayı:15 (TBB Yay., Temmuz 1991), s.30

¹⁵⁷ Yurt, a.g.e., s.167

Yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı oluşan ülke riski, neticesinde o ülke ile ilişkisi olan bankaların döviz pozisyonları negatif yönde etkilenmektedir.

3.6. Kâr Merkezi Risk Yönetimi

Dealer'ın görevi, pozisyonu hem yukarıda sayılan risklerden korumak hem de aynı zamanda kâr etmektir.

Bunun için de dealer, vadesiz ve vadeli kambiyo alım-satımları yapar, mevcutlarını en uygun faizi alacak şekilde değerlendirir. Ayrıca döviz pozisyonunun kârda olup olmadığını ve ne kadar kârda olduğunu günü gününe izlemek için belli periyodları beklemeksizin her gün evalüasyon yapmak suretiyle dövizlerin cari değerlerini maliyetleriyle kıyaslar¹⁵⁸.

4. BANKALARDA DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ BÖLÜMÜNÜN ORGANİZASYON YAPISI VE GÖREVLERİ

4.1. Döviz Pozisyonu Yönetimi Bölümünün Tarihsel Gelişimi ve Önemi

Fon yönetimi birimlerinin bütün dünyada önem kazanmaya başlaması 1970'lerden sonraki finansal, ekonomik ve teknolojik gelişmelerle yakından ilişkilidir. 1970'den önceki dönemlere kısaca bir göz atarsak; 1944'te Bretton Woods anlaşmasıyla yürürlüğe giren ayarlanabilir kur sistemi altında döviz kurlarının çok az değişme gösterdiği, hatta 1970'lere kadar yatay bir çizgi şeklinde hareket ettiğini görürüz. Bu sistemde bütün ülkeler paralarını ABD dolarına endekslerken, ABD doları da 1 ons altın=35 USD sabit paritesinden altına endekslenmişti. Bu sistemin en büyük handikapı ABD ekonomisinin performansına fazlasıyla bağlı olmasıydı.

Bu dönemde döviz işlemleri ile ilgili birimler, bankaların gözden uzak köşelerinde faaliyette bulunuyorlar ve yapılan işlemlerde her ülkenin farklı bir şekilde uyguladığı karmaşık kambiyo mevzuatlarını bilmek önem kazanıyordu. Döviz piyasalarında arbitraj işlemleri, iletişim azlığı ve bilgi ağının yetersizliği yüzünden ülkelerdeki aynı döviz cinsinden kurların farklı olmasından yararlanılarak

¹⁵⁸ Eryürek, No:3, a.g.e., s.21

yapılan “yer arbitrajı” tarzında gerçekleşmekteydi. Yani bir döviz kurun düşük olduğu mali merkezde alıp, kurun yüksek olduğu mali merkezde satıp aradaki farktan kâr sağlama şeklinde arbitraj işlemi yapılmaktaydı¹⁵⁹.

1958’de belli başlı paraların konvertibiliteye geçmesi, iletişimdeki gelişmeler, özellikle de teleksle haberleşmenin yaygınlaşması, euro-dolar piyasasının ortaya çıkışı döviz işlemlerine canlılık getirmiştir.

1960’ların sonuna doğru teknoloji alanında ortaya çıkan yenilikler uluslararası döviz ve para piyasalarında hızlı gelişmelere yolaçmıştır. Uzun teknolojisindeki gelişmeler (uyduların haberleşmede kullanılması), bilgisayar ve elektronik hesap makinaları döviz alım-satım işlemlerini kolaylaştırmıştır.

Bütün bunların sonunda bankalarda döviz ve para piyasasına yönelik faaliyetler giderek önem kazanmaya başlamıştır. Bu dönemde bankalar ve firmalar o zamana kadar görmedikleri türde yeni bir risk olan kur riskiyle karşılaştılar. Kur riski bankaların, firmaların maliyetleri üzerinde oldukça olumsuz etkiler yapmış, diğer taraftan da döviz kurlarındaki oynamalar bankalar açısından yeni kâr olanaklarını da ortaya çıkarmıştır. Bankalar döviz kurları düşüken alıp, yükseken satış yapma (ya da tam tersi) şeklinde arbitraj işlemleri ile büyük kârlar sağlamaya başlamışlardır¹⁶⁰.

Kurların sürekli dalgalanması finansal enformasyonun önemini arttırmıştır. Bu dönemde bu ihtiyacı karşılamaya yönelik finansal enformasyon firmaları piyasada görülmeye başlanmıştır. ABD’de Dow Jones, İsviçre’de Telekurs gibi finansal bilgi firmaları bu alanda çalışmaya başlamıştır. Ayrıca aynı dönemde uluslararası haber ajansı Reuters firması da bu alana yönelmiştir.

İletişimdeki gelişmeler, Batı’dan başlayıp bütün dünyayı etkisi altına alan mali serbestleşme akımları ve bunun sonucunda artan dünya ticareti gibi nedenler döviz ve para piyasalarının etkinliğinin ve işlem hacminin görülmemiş bir şekilde artmasına yol açmıştır. Bu arada geleneksel bankacılıktan giderek uzaklaşan ve yeni

¹⁵⁹ T. Vakıflar Bankası T.A.O. Genel Müd. Fon Yönetimi Başkanlığı, **Fon Yönetimi Personel Eğitim Seminer Ders Notları**, (İstanbul, Ocak 1998), s.3

¹⁶⁰ Aynı, s.3

arayışlara giren bankacılık sektöründe, banka kaynaklarının en etkin ve verimli bir şekilde kullanılmasını sağlayan hazine (treasury) ya da fon yönetimi birimleri içinde en son teknoloji ile donatılmış dealing room'lar kurulmaya başlanmıştır¹⁶¹.

Dünya üzerindeki global entegrasyonun hızla artması fiziksel piyasalar yerine elektronik piyasaların oluşmasına sebep olmuştur. Artık kurum ve kişiler binlerce kilometre öteden bir para birimi üzerinde veya diğer bir ülke piyasasıyla diledikleri gibi alım-satım yapabilmektedir¹⁶².

Günümüzde döviz piyasaları yoğun spekülasyon hareketlere sahne olmaktadır. Hedge fonlar gibi türev araçları kullanan yatırım fonları ani giriş, çıkışlar yaparak döviz ve para piyasalarının hareket yönünü değiştirebilmektedirler. Bu nedenle kur tahminleri çok büyük bir önem kazanmıştır. Bunun sonucunda bankalar ve diğer finans kurumları yapılanmalarında “döviz pozisyonu yönetimi” adı verilen ve tüm piyasalardaki gelişmeleri sürekli takip eden bölümler kurmuşlardır.

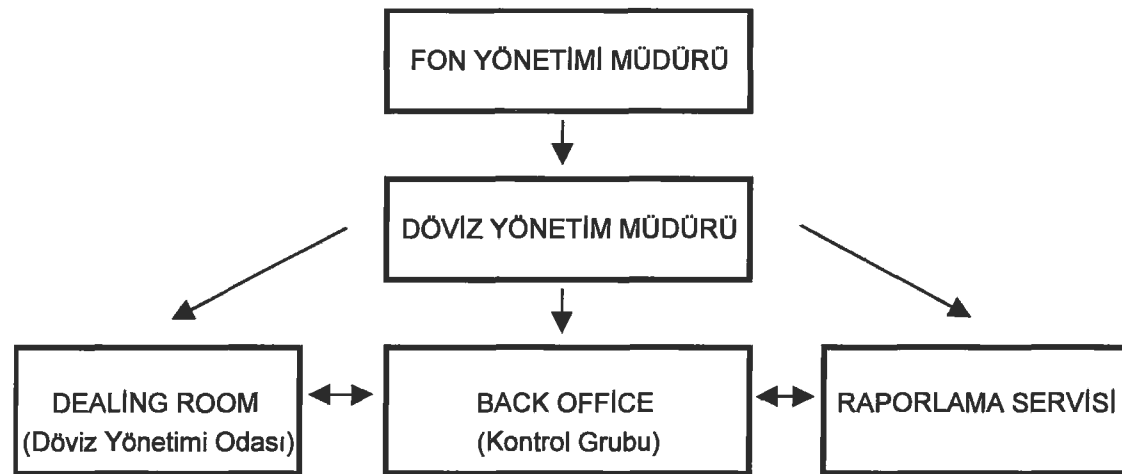
Bu bölümler, uluslararası piyasalarda yaşanan değişiklikleri anında takip ederek bu değişikliklerden en az şekilde etkilenme çabasıdadırlar. Özellikle ulusal para politikalarına göre hassas tepkiler gösteren uluslararası sermaye akımları, uluslararası ticaret hacminin çok üzerine çıkmıştır. Çok büyük fonların hareketine yol açan bu sıcak sermaye hareketleri döviz kurlarını, faizleri, menkul kıymetler borsalarını ve hatta bir ülkenin ekonomisinin krize dönüşmesine dahi neden olabilmektedir. Bundan dolayı dövizli işlemler büyük risk içermektedir. Bu riski bertaraf etmek için döviz pozisyonu yönetimi başarılı bir çalışmayla döviz kurunun hangi yönde, ne kadar ve ne zamanda hareket edeceğini kestirerek net döviz pozisyonuna yön vermektedir.

¹⁶¹ Aynı, s.4

¹⁶² Ertan Mertoğlu, **Hazine-Treasury Yönetimi**, (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul, 1997), s.2

4.2. Döviz Pozisyonu Yönetimi Bölümünün Bağlı Birimler İtibariyle Organizasyon Yapısı ve Görevleri

Bankalardaki döviz pozisyon yönetimi bölümünü aşağıdaki organizasyon şemasında görüldüğü üzere beş bölüme ayırarak inceleyebiliriz.



Şekil 1. Fon Yönetimi Organizasyon Şeması

4.2.1. Fon Yönetimi Müdürü

Bir bankada fon yönetimi müdürü, öncelikle bu bölümden sorumlu genel müdür yardımcısına oradan da genel müdüre bağlı olarak çalışan üst düzey yöneticidir. Bankanın üst yönetim kuruluna karşı direkt sorumluluğu olan birinci başkandır. Müdürlüğün idari yapısındaki milli para ve döviz yönetimi servislerinin tüm stratejilerinin belirlenmesine katkıda bulunup yapılan işlemlerin banka politikasına, yürürlükteki mevzuata uygunluğunu ve işlemlerin akışını kontrol eder.

4.2.2. Döviz Yönetimi Müdürü

Döviz pozisyonu tutan her bankada bu konuya bakan bir müdürlük veya şube vardır. Pozisyonu yönetme konusundaki görev ve yetki de bu birime aittir. Yönetimin politikası birim başı tarafından tayin edilir¹⁶³.

¹⁶³ Eryürek, No:3, a.ge., s.11

Döviz yönetimi müdürünün tüm piyasaların işleyişi hakkında oldukça bilgili olması ve gereklidir. Böylelikle gün içindeki her türlü gelişme değerlendirilerek alternatif alanlardan en uygun olanına yönelinilecektir¹⁶⁴.

Bankanın karlılık, risk, bütçeleme ve diğer konularında yönetim ile birlikte işbirliği yaparak alınan kararların uygulanmasını ve bölüm içinde yapılan işlemlerin banka yönetimince belirlenen hedefler ve politikaya uygunluğunu sağlar. İşlemleri yürürlükteki mevzuata uygun olarak yapılmasını sağlayarak akışını kontrol altında tutar. Dövizle ilgili işlemlerde meydana gelen aksaklıkları öğrenen ilk kişidir ve yapılan yanlışların anında, en az zararla giderilmesini sağlamak zorundadır.

4.2.3. Dealing Room

Bankacılık sisteminde dealing room'larda döviz, para ve diğer finansal enstrümanların alım-satımını yapan elemanlara dealer denilmektedir¹⁶⁵. Bu kapsamda dealerlar yaptıkları işlemler aracılığıyla döviz (FX dealer) ve yerli para ile işlem yapan dealerlar olmak üzere iki gruba ayrılır.

Dealing room'lar ise bankalarda ve diğer finansal kuruluşlarda para, döviz, menkul kıymet ve diğer mali ürünlerin alım-satım işlemlerinin telefon, teleks ve bilgisayar sistemleri aracılığıyla gerçekleştirildiği birimlerdir¹⁶⁶. Konumuz itibariyle, dealing room'ların döviz işlemleri ile ilgili bölüm fonksiyonlarının ele alınması uygun olacaktır.

Dealing room'un görevi ulusal paranın yabancı bir ülke parasına karşı alım ya da satımı, yabancı ülke paralarının birbirlerine karşı alım-satımı, yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda tahvil ve bono alım-satımı, çeşitli döviz, döviz grubu veya diğer grup pozisyonlarının yönetilmesidir¹⁶⁷.

Döviz pazarlarına girişi sağlayan, banka açısından dövize ilişkin işlemlerin gerçekleştirildiği bu bölüm aynı zamanda önemli bir kâr merkezidir¹⁶⁸.

¹⁶⁴ Ulvi Çelikoğlu, "Bankalarda Fon Yönetimi ve Dealing Room Organizasyonu", **T. Vakıflar Bankası T.A.O. Genel Müd., Personel Eğitim Seminer Ders Notları**, (Ankara, Aralık 1996), s.3

¹⁶⁵ Haluk Aytekin, "Dealing Roomlar", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. Yıl:4, Sayı:13 (Mart-Nisan, 1996), s.44

¹⁶⁶ Aytekin , **a.g.e.**, s.29

¹⁶⁷ T. Vakıflar Bankası T.A.O. Fon Yön. Bşk., Ocak 1998, **a.g.e.**, s.2

¹⁶⁸ Ersan, 1988, **a.g.e.**, s.12

Bankalar açısından sözkonusu bölümün organizasyonunda uyulan bir model yoktur. Her bankanın, genelde kendi döviz uzmanlarının verimliliklerini arttırıcı yerleşimi gerçekleştirmeye çalıştığı gözlenmektedir. Son zamanlarda elektronik bankacılıktaki gelişmelere koşut olarak bu bölümlerin hız ve etkinliği için büyük harcamalar yapılmaktadır¹⁶⁹. İletişim ve bilgisayar alanında en son teknolojilerin uygulandığı dealing room'lar, yapılan yatırımın maliyetini yüksek kârlar sağlayarak fazlasıyla amorte etmişler ve önemleri finansal piyasalarda yeni ürünlerin yaygınlaşmasıyla gittikçe artmıştır.

Döviz bölümünün organizasyonunda belirleyici ölçüt döviz işlemlerinin niteliğidir¹⁷⁰. Swap, futures ve opsiyon gibi yaygınlaşan risk yönetimi ürünleri ile ilgili müşteri bacaklı ya da finansal kuruluşun kendi portföyü için işlem yapan servisler dealing room içerisinde bankanın büyüklüğüne ve işlem hacmine göre aynı ya da yakın servisler içerisinde yer alır. Genelde her servisin bir sorumlu (chief dealer)'ı bulunur.

Dealing room'larda finansal piyasalardaki gelişmeleri ve fiyat hareketlerini anlık olarak ekrana yansıtan Reuters, Dow Jones-Telerate gibi on-line finansal enformasyon firmalarının monitörleri bulunur. İşlemler telefon ya da dealing sistemi denilen bir çeşit teleksin komputere olmuş şekliyle yapılır. Dealing sisteminde her bankanın dört harfli bir kodu vardır. Tek bir düğmeye basmakla ister Japonya'da ister ABD'de olsun dünyanın her yerindeki bankalarla anında bağlantı kurulabilir. Özellikle döviz piyasaları çok hızlı değişme gösterdiğinden işlemler çok kısa cümlelerle çok hızlı bir şekilde yapılmak zorundadır. Dealing room'larda yapılan bütün işlemler kaydi olarak, yani hesapların karşılıklı olarak borçlandırılması ve alacaklandırılması şeklinde elektronik bir piyasada gerçekleştirilir¹⁷¹.

Dünyada dealing room teknolojisinde önde gelen belli başlı firmalar şunlardır: Reuters, Telerate, Quotron, ADP Contrend, Knight Ridder, Bridge Data, Commodity Communications ve Fiamass. Bu firmalar arasında Reuters ve Telerate firmaları dealing room organizasyonlarında en geniş paya sahip olanlardır¹⁷².

¹⁶⁹ Aynı, s.12

¹⁷⁰ Aynı, s.12

¹⁷¹ Çelikoğlu, a.g.e., s.5

¹⁷² Aytekin, a.g.e., s.30

Döviz ve faiz risk yönetimi açısından dealing room'ların önemi büyüktür. Risk yönetiminde kullanılan future, opsiyon ve swap gibi enstrümanların işlem gördüğü piyasalarla ilgili bilgiler Reuters ve Telerate ekranlarından anında görülebilmekte, hazır yazılım programları vasıtasıyla hesaplamalar kolaylıkla yapılabilmekte, risk yöneticisinin karar alma durumu böylece kolaylaşmaktadır¹⁷³.

Dealing room personel açısından bankanın çok küçük bir bölümünü oluştursa da gerek eğitim gerekse yaptıkları işler ile bankaya sağladıkları kârlar yönünden çok önemli yere sahip kişilerden oluşur¹⁷⁴. Bütün dünyada büyük miktarlarda paralara yön veren dealer'larda herşeyden önce strese dayanıklılık, inisiyatif alma, çabuk karar verme gibi yetenekler aranır. Bu nedenle dealer'lık genç insanların mesleği olarak tanınmaktadır. Yıpranma payı yüksek olduğundan belli bir süre çalışan dealer'lar ya geri hizmetlerde çalıştırılmakta ya da başka görevlere atanmaktadırlar¹⁷⁵.

Dealer'ların kullanımına verilen pozisyona "dealer pozisyonu" denir. Bu pozisyon genellikle bankanın net döviz varlığıdır. Gün boyunca yapılan işlemler sonucu bazı dövizlerde "uzun" yani elde edilen net döviz varlığı, bazılarında ise "kısa" yani yeterli dövizin bulunmaması sonucu yerine getirilemeyen net döviz yükümlülüğü oluşacaktır¹⁷⁶.

Şimdi ise yukarıda özelliklerinden bahsettiğimiz dealer'ın bir günlük çalışma programını genel olarak inceleyelim.

Avrupa'da döviz alışverişleri sabah saat 09:00'da başlar. Ancak, dealer'lar en az bir saat önce hazırlığa girmiş olurlar. Her sabah birimin sorumlusu (chief dealer), maiyetindeki personele o günkü dealing faaliyeti için talimatlar ve stratejiler verir. Güdülecek politikayı, izlenecek yolu ve gün boyunca yapacakları işlemlere dayanacakları esasları gösterir.

¹⁷³ Aynı., s.30

¹⁷⁴ Necla İter, *Bankacılık Sisteminde Döviz Pozisyon Yönetimi*, (İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1992), s.18

¹⁷⁵ Aytekin, a.g.m., s.44

¹⁷⁶ Erdemol, a.g.e., s.102

Bütün bunlar aşağıdaki faktörlere bağlıdır ¹⁷⁷:

-New York ve Uzak Doğu'nun kapanış kurları: Bu kurlar önem taşır çünkü, zaman farkı nedeniyle New York Avrupa bankalarından sonra birkaç saat daha alışverişe devam etmektedir. Uzak Doğu ise yeni günü çoktan bitirmiştir. Her iki uçtaki piyasaların kapanış kurları, döviz kurlarının trendinde bir gösterge olarak dikkate alınır.

-Yeni ekonomik ve politik gelişmeler: Bir ülkenin faiz oranlarındaki değişme önemli bir ekonomik göstergedir. Faiz nispetindeki artış enflasyon hızının artması, para değerinin düşmesi demektir. Politik olaylar da döviz kurlarının saptanmasında çok büyük etkidir. İki büyük ülke liderinin yapacağı zirve toplantısı veya bir ülkedeki seçim sonuçları bile döviz kurlarını, olayı beklerken başka türlü, olay sonucuna göre farklı etkilemektedir.

-Bankanın kendi pozisyonu: Bir banka normal olarak tek başına (istisnai büyüklükte ve etkinlikte değilse) döviz piyasasının seyrini değiştiremez. Ama döviz mevcutlarına ve ihtiyaçlarına göre fazla dövizlerini satmak için kuru düşürebilir ya da ihtiyacı olan döviz bulmak için arttırabilir.

Bütün bunlar bir sepette değerlemeye alınır ve hangi yönde pozisyon alınacağına karar verilir. Sorumlu yani şef dealer ile yapılan bu görüşmeden sonra, dealer güne alım ya da satım ile başlar.

4.2.4. Back Office (Kontrol Grubu)

Back office (kontrol grubu) dealing room'a (işlem grupları) destek veren yardımcı bir bölümdür. İşlemlerin muhasebe kaydı, transferi ve dosyalaması burada gerçekleştirilir. Dealing room işlemle ilgili bilgileri içeren bir formu (deal slip) hazırlar ve bu formu back office'e gönderir. Back office dealing room'dan gelen formdaki bilgilerin doğruluğunu kontrol ettikten sonra işleme alır¹⁷⁸.

Deal slipte bulunması gereken bilgiler işlem şekline göre değişiktir. Bu nedenle işlem çeşitliliğine göre matbu deal slipler oluşturulmalı ve bu sliplerde alınan ya da satılan finansal enstrümanın cinsi, miktarı, işlemin yapıldığı tarih, işlem valörü ve

¹⁷⁷ Eryürek, No:3, a.g.e., s.12

¹⁷⁸ Çelikoğlu, a.g.e., s.4

vadesi, işlemin kiminle yapıldığı, işlemi yapan tarafların muhabir bankalarının isimleri ve hesap ya da depo numaraları, işlemin yapıldığı kur birim fiyatı veya faiz oranı ve işlemi yapan dealer'ın ismi ile işlemin yapıldığı saat mutlaka belirtilmelidir.

Back office dealing room'dan gelen deal slipin kontrolünü yaptıktan sonra, satılan enstrümanın karşı tarafa ulaşması için gerekli olan transfer işleminin telex, EFT (Elektronik Fon Transferi) ya da SWIFT (Uluslararası Fon Transferi – The Society of Worldwide interbank Telecommunication) gibi iletişim araçlarıyla gerçekleştirilmesini sağlar.

Görüldüğü gibi back office dealing room'un en önemli tamamlayıcısıdır. Dealing room tarafından yapılan tüm işlemlerden sonra yeni döviz vaziyetini belirler ve dealing room'a bildirir. Bankanın yapması gereken ödemeleri ve bankaya yapılacak ödemeleri takip eder.

4.2.5. Raporlama Servisi

Tüm şubelerde ve bankanın ilgili genel müdürlük birimlerinde gerçekleşen dövizli işlemlerin kayıtlarının toplandığı üst yönetime ve bu işlemlerle ilgili resmi mercilere ve kamuoyuna sunulacak olan raporların hazırlandığı servistir. Aynı zamanda, ülkemizde 32 Sayılı Karar gereğince dövizli işlemlerle ilgili T.C. Merkez Bankası ve ilgili resmi kuruluşlara karşı sorumluluk ve yükümlülüğün yerine getirildiği, döviz tevdiat hesapları için ayrılması ve yatırılması gereken munzam karşılıkların tespit edildiği, likidite oranı, kur ve faiz oranı riskinin takip edildiği servistir.

5. DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ BÖLÜMÜNDE DÖVİZ KURLARININ TAHMİNİ VE YÖNETİM STRATEJİLERİ

Kur riskinin yönetimi ve korunma için bankaların kurları doğru tahmin etmeleri gereklidir. Kurları tam olarak tahmin etmek imkânsızdır. Ama bankanın kısa ve uzun pozisyonunu doğru yöneterek kâr elde etmesini sağlamak için de genel gidişatı doğru tahmin etmek yeterlidir¹⁷⁹.

¹⁷⁹ Tulgar, a.g.e., s.108

Döviz kuru tahmini, ulusal paranın gelecekte yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesidir. Günlük iş hacmi milyarlarca doları aşan döviz pazarlarında kur tahmini oldukça beceri ve uzmanlık gerektiren bir iştir. Tahminlerdeki hata payı, ilgili kuruluşun prestij kaybetmesine neden olabilmektedir.

Döviz kurları günümüzde birbirlerine karşı sürekli değişim göstermektedir. Kurlar kısa sürede değişim göstererek tekrar eski paritelerine de (durumlarına) geri dönebilirler. Bu ikinci durumu kestirmek birincisinden belki çok daha güçtür. Burada döviz alırken veya satarken “zamanlama”, kar edip etmeme veya karlılık oranı açısından büyük bir öneme sahiptir. Bu nedenle bir risk sözkonusudur¹⁸⁰.

Döviz kurlarında değişmelerin tahmini, uluslararası para sistemine bağlı olarak yapılabilir. Dalgalı döviz kuru sisteminde kur değişmelerini açıklayan ekonomik kuramlar tahmin olanağı sağlar. Sabit döviz kuru sisteminde ise, diğer bazı ekonomik değişkenler de analize katılır. Ancak, yine de devalüasyonu tahmin etmeye olanak verecek sağlıklı değişkenlerin belirlenmesi güçtür. Özellikle, hükümetlerin döviz kurlarına müdahalesinin hangi sosyo ekonomik değişkenlerle açıklanabileceği sorunu da belirsizliklerle doludur¹⁸¹.

Dalgalı döviz kur sisteminde spot döviz kurlarının kuramsal olarak, ülkelerarası enflasyon oranları farkı, faiz hadleri farkı ve vadeli kurlarda iskonto ya da prime bağlı olarak belirlendiğini söylemek gerekir. Burada yer alan değişkenlerden birinde ortaya çıkan değişme, hemen diğerinde de değişmeye yol açacaktır. Kambiyo ve para piyasalarının etkin olması, bilginin anında iletilerek değişkenlerin yeni duruma uyum sağlamasını olanaklı kılar. Bu nedenle tahmin yapanlar değişkenleri etkileyen etmenlerin analizine önem verirler. Örneğin, enflasyon oranını etkileyen döviz rezervleri, para arzı, verimlilik oranı ve kapasite kullanımı oranı gibi etmenleri sürekli olarak izlerler¹⁸².

Şimdi döviz kurlarını etkileyen belli başlı faktörler ile tahmin yöntemleri ve yönetim stratejilerini inceleyelim.

¹⁸⁰ Yurt, a.g.e., s.158

¹⁸¹ Tevfik A., Tevfik G., a.g.e., s.85

¹⁸² Aynı, s.85

5.1. Döviz Kurlarını Etkileyen Faktörler

Ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki fiyatı olarak tanımlanan döviz kurunu belirleyen faktörler ana hatlarıyla şu şekilde sıralanabilir.

5.1.1. Ödemeler Dengesi

Bir ülkenin ödemeler dengesi belirli bir zaman aralığında sözü geçen ülke ile diğer ülkeler arasında gerçekleşen her tür ekonomik işlemin kayıtlarını içerir. Sadece o ülke vatandaşlarını ilgilendiren ve ulusal para birimi üzerinden gerçekleştirilen işlemler ödemeler dengesi kapsamı dışındadır. Döviz kuru bir yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatıdır. Bu da sözkonusu yabancı paranın arz ve talebine bağlıdır. O halde döviz arz ve talebi tam olarak belirlenebilse, döviz kurlarını da belirleme olanağı elde edilir. Geleneksel yöntemle göre tüm döviz gelir ve gideri doğuran işlemler ödemeler bilançosuna kaydedilir. O halde genel ödemeler bilançosu ya da çeşitli ana bilançolara dayanılarak kur değişimleri yapılabilir. Örneğin dış ticaret bilançosu esas alınıyorsa; çoğu ülke için döviz giriş ve çıkışını doğuran temel işlemler, mal ihracatı ve ithalatıdır. Buna göre dış ticaret bilançosu açık veren ülkelerde ulusal paranın değer kaybedeceği, fazla veren ülkelerde değer kazanacağı beklenebilir. Genel ödemeler bilançosu dengesi eksi ise para otoritelerinin müdahale etmemesi durumunda ulusal paranın net arz fazlası, paranın değer kaybetmesine yolaçar. Para otoriteleri değer kaybını, ulusal paranın arz fazlasını satınalmak yoluyla engelleyebilir. Eğer bu durum uzun sürerse, döviz rezervleri müdahaleyi imkânsız hale getirecek oranda düşer. Uzun dönemde ödemeler dengesinin negatif olması piyasaya olumsuz sinyaller gönderebilir ve ulusal para zamanından önce gerçek değerinin altına düşer¹⁸³.

5.1.2. Faiz Oranları

Ulusal paranın değerini belirleyen bir diğer etkende faiz oranlarının düzeyidir. Yüksek enflasyon dönemlerinde ulusal para için verilen faiz oranı en azından yaşanan enflasyon oranına eşit olmalıdır. İki ülke arasındaki temel ekonomik göstergelerde büyük ölçüde bir denge var ise, yüksek faiz oranlarına sahip olan

¹⁸³ T.C.M.B. Para Piyasaları ve Fon Yön. Gen. Müdürlüğü, Mayıs 1998, a.g.e., s.15

ülkeye parasal sermaye hareketleri yönelecek, ülke parasının döviz piyasalarında değer kazanmasına yol açacaktır.

5.1.3. Enflasyon

Bir ülkede sürekli fiyatlar genel seviyesinde yaşanan artışların ülkenin ulusal parası üzerinde olumsuz etkileri vardır. Belirli bir dönemdeki döviz kuru, bu dönem itibariyle belirlenen enflasyon farkı kadar değişme göstermiyorsa, enflasyonun yüksek olduğu ülkenin parası diğer ülkenin parasına göre reel olarak değer kazanır. Bu durum dış ticareti etkiler. Parası değer kazanan ülkenin ithalatının artması sonucu dış ticaret ve cari işlemler dengesi açığı büyür.

5.1.4. Para ve Maliye Politikaları

Para ve maliye politikaları döviz kurlarının tespitinde son derece etkili rol oynarlar. Para arzındaki artış genelde döviz kurunu ters bir biçimde etkiler. Vergi oranlarını değiştirme, doğrudan ve dolaylı vergileme, dış alım vergileri, vergi iadesi gibi mali düzenlemeler satın alma gücünü artırır ya da azaltır. Örneğin deflasyonist ortamda düşürülen vergi oranları milli paranın değerini olumlu yönde etkiler. Enflasyonist ortamda ise zıt bir politika aynı sonucu doğurur¹⁸⁴.

5.1.5. Merkez Bankası ve Ulusal Para Otoritelerinin Döviz Piyasasına Müdahale ve Düzenlemeleri

Bazı ülkelerde merkez bankaları, günlük döviz kurlarının belirlenmesinde aktif rol oynarlar ve özellikle de döviz kurlarındaki dalgalanmaları gidermeye çalışırlar. Öyle ki bazen bir merkez bankası döviz kurunu sabitleştirebilir. Yani ulusal parayı alıp satacağı kuru ilan eder. Böylece gün içinde döviz alım satımları ilan edilen bant içinde yapılır¹⁸⁵.

Merkez bankaları, ekonomik politikaları gerçekleştirmek ve uluslararası anlaşmaların yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla piyasaya müdahalede bulunurlar.

¹⁸⁴ Ersan, 1988, a.g.e., s.17

¹⁸⁵ Parasız, a.g.e., s.345

Merkez bankaları ve Ülkemizde benzer bir kuruluş olan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu gibi ulusal para otoriteleri yaptıkları bazı düzenlemelerle bankaların etkinliklerini sınırlandırabilmekte, döviz kurlarında istikrar sağlamaya ve belirli ekonomik hedefleri gerçekleştirmeye çalışmaktadırlar.

5.1.6. Ülkede Yaşanan Politik ve Sosyal Olaylar

İç savaş, hükümet boşluğu, ayaklanmalar, petrol fiyatlarındaki gelişmeler vb. politik ve sosyal olaylar ülkenin ulusal parası üzerinde önemli etkilerde bulunur. Ayrıca bu ve buna benzer olayların tahmin edilmesinin güçlüğü, döviz kurlarının gelecekte ne olacağının değerlendirilmesini oldukça zorlaştırmaktadır.

5.1.7. Vadeli Döviz İşlemleri

Döviz pazarlarının temel iki bölümünden biri olan vadeli döviz pazarlarında paraların iskonto veya prim durumları, swap oranı, spekülasyon ve vadeli pazarda hedging vb. işlemler döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır¹⁸⁶. Bu konu sonraki bölümde geniş bir şekilde ele alınacaktır.

5.2. Döviz Kurlarını Belirleyen Yöntemler

Döviz kurunu kestirebilmek için genelde iki yaklaşım vardır. Bunlardan birincisi “temel” yaklaşım, ikincisi de “teknik” yaklaşımdır. Temel yaklaşım; uluslararası rezervler ve bunların büyüklükleri, dış borçlar, ülkenin yatırım düzeyi ve modernizasyon gereği veya endüstrideki değişim, döviz kontrolündeki olası değişimler ve dünyanın ekonomik durumu ve bunun yurtiçi üretim ve tüketimdeki olası etkisi üzerinde durur. Kısa vadeli sermaye akımları, hükümet politikası ve tutumu, seçim olasılığı, faiz oranları, toprak fiyatları, ücret düzeyi, sosyal ve ekonomik baskılar, endüstride ve bankacılıkta yönetim yeteneği ve deneyimi, sendikaların etkisi ve verimliliği gibi etmenler de “temel” yaklaşımda gözönüne alınır. Tüm bu etmenlere dikkatlice bakıldığında ulusal paranın değerindeki olası değişimler ve bu tür değişimlerin zamanlaması ve boyutu tahmin edilebilir¹⁸⁷.

¹⁸⁶ Ersan, 1988, a.g.e., s.17

¹⁸⁷ Yurt, a.g.e., s.199

Teknik yaklaşımı bilgisayar temelli yöntemler olarak da değerlendirebiliriz. Bu grup içinde en geçerli ve yeni yöntemlerden biri Momentum modelidir. Geçmişteki döviz kurlarının gelecekteki yönünü belirlemeye yarayan formüller dizisi olarak tanımlanan model, sahip olduğu esneklik, pazar trendinin yakından izlenmesi ve her zaman yön değiştirmesi nedeniyle riske duyarlı kurumlarca yeğlenmektedir. Momentum modeline benzer bir model Decharting'dir. Söz konusu modelde pazar dalgalanmalarını gösteren grafiklere dayalı bir trend analizi hazırlanmaktadır. Destek dayanma noktaları, kanallar ve direnç kırılma noktasını belirleyen olağandışı alanlar modelde ortaya konmaktadır¹⁸⁸.

Şimdi döviz kuru tahmininde teknik yaklaşıma göre daha fazla kullanılan temel yaklaşımı ana hatlarıyla inceleyelim.

5.2.1. Satın Alma Gücü Paritesi

Satın alma gücü paritesini, en genel biçimiyle, “iki ülkenin fiyatlar genel düzeyi oranı ile nominal döviz kuru arasında bir ilişkinin varlığı” biçiminde ifade ederiz. Satın alma gücü paritesi teorisinin altında yatan temel düşünce, iki ülke fiyatlar genel düzeyi oranının denge döviz kurunu temsil ettiğidir¹⁸⁹.

Satın alma gücü paritesi teorisi (purchasing power parity), özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde denge döviz kurunun ülkelerin iç fiyat seviyelerine diğer bir deyişle yurtiçi satın alma güçlerine bağlı olduğunu öne sürer. İsveçli iktisatçı Gustav Cassel'in fikirlerine dayanan teori, basit olarak belli bir miktardaki milli paranın her ülkede aynı sepete giren malları satın alabilmesine dayanır. Bu sebeple teoriye “satın alma gücü paritesi” adı verilmiştir¹⁹⁰.

1970'li yıllarda yaşanan dünya enflasyonu doğrultusunda güncellik kazanan satın alma gücü paritesi teoremi, iki ülkenin belirli tarihler arasındaki döviz kurları değişim oranı nisbi fiyat seviyesindeki değişim oranına eşittir şeklinde tanımlanır.

Bu kuramı şöyle bir örnekle açıklamak daha kolay olur. Aynı malın fiyatının New York'da 1 USD veya Almanya'da 2.50 DEM olduğunu varsayalım. USD ve

¹⁸⁸ Tefik A., Tefik G., a.g.e., s.88

¹⁸⁹ Mustafa Özer, *Türkiye'de Reel Döviz Kurunun Zaman Serisi Analizi* (1975-1991), (Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Eskişehir, 1992), s.33

¹⁹⁰ Karluk, 1994, a.g.e., s.348

DEM kurları 2.50 DEM/1 USD veya 0.40 USD/1 DEM'dir. Eğer bu malın fiyatı Almanya'da aynı kalırken New York'da iki katına çıkarsa, doların alım gücü % 50 düşmüş demektir. Sonuçta dış piyasalarda USD karşılığında ancak 1.25 DEM mübadele edilebilir. Böylece döviz kurları, ülkelerde aynı ya da benzer satın alım gücünü sağlamak için, alım güçleri ile ters yönde hareket ederler¹⁹¹.

Döviz kurlarını belirlemede satın alma gücü paritesi şu yönlerden eleştirilmektedir¹⁹².

1-Fiyatlar genel düzeyindeki yani paranın satın alma gücündeki değişiklikleri kesin olarak ölçebilecek bir araç bulunmamaktadır.

2-Döviz kurunun tayininde bütün malların değil uluslararası ticarete konu olan malların fiyatı sözkonusu olabilir. Yalnız ihraç edilmeleri kabil olan malların fiyatları bizi ilgilendirir. Halbuki hangi malların ihraç edileceği fiyatlara bağlıdır.

3-İki ülke arasında önceden kurulmuş bir parite yoksa bunlar için fiyat düzeylerini karşılaştırarak bir döviz kuru saptama olanağı yoktur.

4-Saptanacak döviz kurlarının ülkenin dış dengesini de sağlaması gerekmektedir. Oysa satın alma gücü paritesine göre belirlenecek döviz kurlarının, ülkenin dış dengesini sağlayacağına dair hiçbir garantisi yoktur.

5.2.2. Göreli (Relative) Para Arzı

Para arzının göreli büyümesini dikkate alan yaklaşım, kaynağını ödemeler bilançosuna parasal yaklaşım teorilerinde bulur. Bu teoriler monetarizmin büyümesinin bir bölümü olarak 1970'lerin başlarında geliştirildiler. Bu yaklaşım, sabit döviz kurları olduğu varsayımı ile, eğer para talebi başlangıçta para arzına eşit değilse harcamaların gelirden farklı olacağını iddia eder. Bu, ödemeler bilançosundaki fazlalığın değişmesine yol açar. Elde tutulan para stoku talepte bulunulan miktara eşit oluncaya kadar bu süreç devam edecektir. Sözkonusu yaklaşım, değişken döviz kurları altında, diğer etkenler aynı kalmak koşulu ile para arzındaki bir artışın yabancı paralara göre insanların yurtiçi parayı elde tutmak için daha az istekli oldukları biçimindedir. İnsanların, yurtiçi para arzı arttığında yabancı

¹⁹¹ Gümüşeli, a.g.e., s.83

¹⁹² Tezer Öçal, İktisat (Gazi Üniversitesi Yayınları, Ankara, 1990), s.670

paraları satın almaya yönelmeleri yurtiçi paranın döviz kurunda bir değer yitirışine yol açmaktadır¹⁹³.

Para arzı ile dış ödeme açığı veya fazlası arasındaki ilişkiyi incelediğimizde ise durum şöyledir.

Bir dış ödeme açığı veya fazlası merkez bankası tarafından tutulan ülkenin uluslararası rezervlerini (döviz, altın vb.) etkiler. Bunun nedeni gayet açıktır. Dış ödeme açığı ülkenin dış dünyaya kazandığından daha fazla döviz ödemesinde bulunması demektir. Bu ise bankaların döviz pozisyonlarının azalması anlamına gelir. Bankalar eriyen döviz rezervlerini nereden karşılayacaklardır? Kuşkusuz merkez bankasından. Merkez bankası ticari bankalara döviz sağlarken (resmi döviz rezervlerini net olarak azaltması) aynı zamanda bunun karşılığı kadar ulusal para miktarını piyasadan çekmiş olacaktır. Dolayısıyla parasal taban* küçülür. Bu da bankacılık sisteminde kaydi para yaratma mekanizmasının tersine işlemesiyle para arzının birkaç kat (para çoğaltma katsayısı ile çarpımı kadar) azalmasına neden olur. Bir dış ödeme fazlası durumunda ise bu anlatılanların tersi olur¹⁹⁴.

Bununla birlikte, ödemeler bilançosu dengesizliklerinin para arzını yukarıdaki biçimde etkilemesi ancak para otoritelerinin pasif tepkide bulunmaları, yani buna karşı hiçbir şey yapmamaları durumunda söz konusu olur. Oysa para arzı, para otoritelerinin (merkez bankası) denetimi altındadır. Dolayısıyla otoriteler aktif bir tutum izleyip dış dengesizliklerin etkilerini kısırlatabilirler (sterilization operations). Yani bir dış açık veya fazlanın para arzı üzerinde net bir etki doğurmasını önleyebilirler¹⁹⁵.

5.2.3. Portföy Kuramı

Yabancı para tutmanın serbest ve yasal olduğu ülkelerde ithalatçılar, ihracatçılar, bankalar, spekülâtörler, kişiler vb. portföy yönetenler çeşitli dövizler ve ulusal paradan oluşan yatırım portföyleri oluştururlar. Bunu, ortaya çıkan ekonomik

¹⁹³ Yurt, a.g.e., s.210

* **Parasal Taban:** Parasal taban iki bölümden oluşur. Birisi yurtiçi ekonomik ve mali işlemler dolayısıyla piyasaya arzedilen para, diğeri de dış ödeme ihtiyaçlarından kaynaklanan para emisyonudur. Burada ikincisi üzerinde durulmaktadır.

¹⁹⁴ Seyidoğlu, a.g.e., s.306

¹⁹⁵ Aynı, s.307

gelişmelere bağlı olarak çeşitli para birimlerinin riskini ve getirisini gözönünde bulundurarak yaparlar¹⁹⁶.

Bu yaklaşım, döviz kurunun varlık (asset) seçiminin bir ögesidir. Bu kurama göre, yatırımcılar getiri ve risk arasında bir tercihe (trade-off) sahiptirler. Daha yüksek riske sahip gibi görünen paralar daha yüksek gelir sağlamalıdır ki, yatırımcılar bunları ellerinde tutsunlar. Faiz oranları, enflasyon, cari işlemler ve ödemeler dengesindeki gelişmeler veya etmenler hakkında beklentilerdeki değişimler yatırımcıların tercihlerini etkileyecek, bu da çeşitli paralar arasında kaymalara neden olacaktır¹⁹⁷.

Portföy tercihleri modeli çerçevesinde, döviz kuru parasal ve finansal varlık arz ve talebini etkileyen faktörlerce belirlenmektedir. Bir başlangıç denge durumundan hareketle bu faktörlerin bazılarında meydana gelecek değişikliklerin döviz kuru üzerindeki etkilerini incelemek mümkündür¹⁹⁸.

Ulusal faiz oranındaki bir yükselme, servetin ulusal varlıklar cinsinden tutulmak istenen miktarını, buna bağlı olarak da ulusal para talebini artırır ve paranın değer kazanmasına yol açar. Dış faiz oranının artması halinde ise doğal olarak ulusal para değer kaybına uğrayacaktır. Para otoritelerince kararlaştırılan bir ulusal para stokları artışı, para arzı fazlasına, dolayısıyla da ulusal ve yabancı varlık talebinin artışına yolaçar. Yabancı varlık alımları ülkeden sermaye çıkışına, sonuç olarak da ulusal paranın değer kaybına neden olur¹⁹⁹.

5.2.4. Faiz Oranı Paritesi

Faiz oranı paritesi, kâr olanaklarını ortaya çıkaran güvenli faiz arbitrajının bir sonucudur²⁰⁰.

Bu teoriye göre iki ülke arasındaki nominal faiz oranları ile vadeli kur ve spot kur (anında teslim kuru) arasında bağ kurularak vadeli yani gelecekteki kurun tahmini yapılır.

¹⁹⁶ T.C.M.B. Para Piyasaları ve Fon Yön. Gen. Müdürlüğü, Mayıs 1998, **a.g.e.**, s.18

¹⁹⁷ Yurt, **a.g.e.**, s.213

¹⁹⁸ Philon, **a.g.e.**, s.65

¹⁹⁹ Aynı, s.65

²⁰⁰ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.268

Amerika'daki faiz oranları ile Türkiye'deki faiz oranları ve dolar başına TL miktarını belirtir kurlar arasındaki bağlantıları sağlayan aşağıdaki örnek aracılığıyla faiz oranı paritesi teorisini şu şekilde formüle edebiliriz²⁰¹:

i_{tl} : Türkiye'deki faiz oranı E: Anında teslim kuru (dolar başına TL)

i_{us} : Amerika'daki faiz oranı F: Vadeli teslim kuru (dolar başına TL)

$$i_{tl} - i_{us} = \text{Forward prim veya yüzde olarak iskonto} = \frac{F - E}{E}$$

5.2.5. Fisher Etkisi

Faizlerle enflasyon arasındaki ilişkiler hakkındaki çalışmalarıyla tanınan Irvin Fisher tarafından geliştirilmiş fisher etkisi; her ülkedeki nominal faiz oranının (i), gerekli getiri oranı (r) ile beklenen enflasyona (p) eşit bir enflasyon priminden oluşmasıdır.

Yukarıdaki tanımlamayı eşitlik olarak : $i = r + p$ şeklinde ifade edebiliriz.

Bu ana formüldeki değerleri yukarıda örnek olarak aldığımız Amerika ve Türkiye ülkeleri üzerinde sembolize ederek iki ülke arasında kurulabilecek genel bir bağıntıya ulaşabiliriz.

Böylece ülkeler için : $i_{tl} = r_{tl} + p_{tl}$ ve $i_{us} = r_{us} + p_{us}$ 'dir.

Eğer reel faiz oranlarının uluslararası alanda aynı olduğu varsayılırsa $r_{us} = r_{tl}$ olur. Bu durumda nominal faiz oranları arasındaki fark beklenen enflasyon oranları arasındaki farka eşit olacaktır, yani²⁰² :

$i_{tl} - i_{us} = p_{tl} - p_{us}$; faiz paritesi koşulu, faiz oranları farkının aynı zamanda vadeli prim oranına eşit olmasını ifade eder buna göre :

$$i_{tl} - i_{us} = p_{tl} - p_{us} = \frac{F - E}{E} \quad \text{şeklindeki bu son eşitlik faiz oranları,}$$

enflasyon ve döviz kurları arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

²⁰¹ Aynı, s.269

²⁰² Aynı, s.281

5.3. Döviz Yönetim Stratejileri

Döviz yönetiminde kullanılan başlıca stratejileri; pozisyon tutmaksızın borçlanma, veri parada geçici yatırım, farklı paralarda ters yöndeki nakit akışları ile portföyde para çeşitlendirmesi ve likidite yöntemleri olarak sıralayabiliriz.

5.3.1. Pozisyon Tutmaksızın Borçlanma

Müşteri taleplerini karşılamak amacıyla kullanılan bu yöntem, istenilen parayı en düşük maliyetle sağlamaya yöneliktir. Banka müşterilerinin Alman markı talebi olduğunu varsayalım. Pazarda Alman markını sağlamanın iki yolu vardır: Birincisi, para piyasasından doğrudan DEM borçlanılması; ikincisi, bir başka para karşılığı dolarla borçlanıp bunu DEM'e kaydırma biçiminde olacaktır²⁰³.

Aşağıdaki örnek yardımıyla sözkonusu stratejiyi açıklayalım²⁰⁴:

Para Pazarı

Euro-Dolar (3 aylık)	% 6.50	% 6.62
Euro-DM (“)	% 4.00	% 4.25

Döviz Pazarı

Cari Kur	DEM 2.5500 / dolar
Swap Oranı (3 aylık)	105/45

Bu örneğe göre; doğrudan DEM ile borçlanmanın maliyeti, pazar koşullarına göre % 4.25 olacaktır. Döviz pazarında fon yönetimini simgeleyen ikinci strateji dolar ile borçlanıp, sağlayan fonları DEM'e kaydırması gerektirmektedir. Bu durumda ilk maliyet ;

Dolar Borçlanması	% 6.62
Swap oranı 145 (*)	- 2.27
(Vadeli dolarları iskontolu olarak satın alma nedeniyle)	
	4.35

²⁰³ Tevfik A., Tevfik G., a.g.e., s.88

²⁰⁴ Ersan, 1988, a.g.e., s.33

* Üç aylık 145'lik swap oranı yıllık 580'e eşit, yani $DEM\ 0.580 \div DEM\ 2.5500 = \%2.27$ iskonto sonucu ortaya çıkar

olacak ve bu koşullarda şube talebinin karşılanmasında para pazarında doğrudan borçlanma akılcı olacaktır.

5.3.2. Veri Parada Geçici Yatırım

Bu stratejide amaç pozisyon tutmaksızın elimizde geçici olarak bulunan dövizleri maksimum getiri sağlayacak biçimde yatırmaktır. Bunun içinde ya elimizdeki parayı Euro-pazarlarda değerlendirme ya da ikinci bir paraya dönüştürüp plase etme önerilebilir²⁰⁵.

5.3.3. Farklı Paralarda Ters Yöndeki Nakit Akışları

Bankanın farklı ülkelerdeki şubelerindeki fon fazla ya da açığını dengelemesi amacıyla, para piyasasındaki faiz farklılığından ya da swap oranlarından yararlanarak net maliyetini en aza indirmeye çalışma yöntemidir²⁰⁶.

5.3.4. Portföyde Para Çeşitlendirmesi ve Likidite

Likidite, varlıkların nakde dönüşüm gücü ve hızını anlatan bir kavramdır. Para piyasasında likidite bir menkul değerın pazar fiyatları üzerinden kolaylıkla alınıp satılabilmesi; döviz piyasasında likidite ise, bir paranın diğer bir parayla değiştirilebilmesidir. Bazı paralar her iki tür likiditeyi sağlarken, diğerleri yalnızca döviz pazarında bu niteliğe sahiptir. Fon yöneticileri, giderek likiditesi yüksek olan paralardan oluşan çeşitlendirmeye gitmektedir²⁰⁷.

²⁰⁵ Ersan, 1988, a.g.e., s.33

²⁰⁶ Tevfik A., Tevfik G., a.g.e., s.89

²⁰⁷ Aynı., s.89

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİNİN PARA VE DÖVİZ PİYASALARINDA KARŞILAŞTIĞI RİSKLERE KARŞI KORUNMA YOLLARI VE YÖNETİM TEKNİKLERİ

1. DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANI RİSKİNDEN KORUNMA (HEDGING)

1970'li yılların başlarında, sabit döviz kuru sisteminin yerine kurların piyasada döviz arz ve talebine göre belirlendiği esnek döviz kuru sisteminin geçmesiyle birlikte kurların sürekli dalgalanma göstermesinden dolayı yatırımcılar yeni tür risklerle karşı karşıya kalmıştır. Döviz türev ürünleri bu ortamda bu riskleri yönetmek amacıyla ortaya çıkmıştır²⁰⁸.

Ayrıca 1970'li yılların sonlarından itibaren uluslararası para piyasalarında başgösteren faiz oranı dalgalanmaları, yatırımcılar açısından faiz riskini ortaya çıkarmıştır. Bu durum özellikle sabit faizli borç verme eğiliminin giderek ortadan kalktığı 1980'li yıllarda artan bir sorun olarak devam etmiş ve kur riski, faiz riski sorunlarıyla birleşince bu tür riskleri ortadan kaldıracak düzenleme ve enstrümanlara olan talebi son derece arttırmıştır. Türev ürünler olarak adlandırılan bu yeni enstrümanlar döviz ve faiz futures, opsiyon ürünleri, swap teknikleri ve forward işlemler, kur ve faiz riskinin yönetiminde kullanılmaya başlanmıştır²⁰⁹.

Hedging, döviz kurları ile faiz oranlarında ileride oluşabilecek değişikliklerin yaratacağı zararlardan korunmak amacıyla yapılan işlemlerdir²¹⁰.

Hedging teknikler genel olarak içsel ve dışsal teknikler olmak üzere ikiye ayrılabilir. İçsel teknikler organizasyonun kendi bünyesi içinde riske karşı aldığı tedbirlerdir. Bunların içinde bilançoların aktif-pasif yapısının ayarlanması ve

²⁰⁸ Keith Redhead, *An Introduction to Futures, Forwards, Options and Swaps* (Prentice Hall Europe, 1997), s.1

²⁰⁹ Sudi Apak, *Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama* (Bilim Teknik Yayınevi, 2. Basım, İstanbul, Nisan 1995), s.77

²¹⁰ Tezer Öçal, Ö. Faruk Çolak, *Para-Banka* (İmge Kitabevi, Ankara, Mart 1988), s.69

fiyatlandırma politikalarının yeniden düzenlenmesi gibi önlemleri sayabiliriz²¹¹.

Örnek vermek gerekirse döviz pozisyonu yönetimi bölümleri kendilerini etkileyen döviz kuru ve faiz oranı dalgalanmalarına karşı fazla ve açık pozisyon limitleri belirleyebilirler. Konulan bu limitler sayesinde döviz kuru, faiz riski ve likidite riskinden korunma sağlanabilir.

Döviz kurlarındaki değişimlerden doğan riski net pozisyon limiti belirleyerek de kontrol altına alabiliriz. Bu limitler bir gecelik (overnight), günlük (daylight) ve override olarak üçe ayrılır. Gecelik limit konmasının sebebi, bizim kapalı olduğumuz fakat başka piyasaların açık olduğu anlardaki gelişmelere karşı aleyhimize oluşabilecek durumlardan korunmaktır²¹².

Daylight limitlerde dealerların günboyu pozisyonları sınırlandırılabilir. Fakat burada gecelik limitlere göre daha fazla pozisyona izin verilir. Override limitle alınıp-satılan her bir döviz cinsi için toplam üzerinden bir limit belirlenir²¹³.

Ayrıca önceki bölümlerimizde açıklanan toplam döviz pozisyonunun ulusal para ya da aynı döviz cinsinden belirlenmesi işlemi de içsel yöntemlere örnek olarak eklenebilir.

Dışsal teknikler ise döviz pozisyon yönetimi dışında sağlanabilen çok geniş seçeneklere sahip hedging enstrümanları ve stratejilerini içerir. Bölüm büyük ölçüde bilanço dışı (off balance sheet) olan bu enstrümanları kullanır. Bunların en yaygın olanları forward, futures, swap, opsiyon, FRA, caps, collars ve floors'dur. Bu enstrümanlar uluslararası alanda büyük bir piyasa oluşturmaktadır. Bu piyasa son derece üretken ve dinamik bir yapıya sahiptir²¹⁴. Bahsettiğimiz enstrümanlara genel olarak "türev ürünler" adı verilmektedir. Öz bir ifadeyle türev ürünler, temel ürünlerin alınması veya satımından daha fazla esneklik sağlamak üzere düzenlenen, tanınmış enstrümanların versiyonları olarak tanımlanabilir. Finansal mühendislik olgusunun yerleştiği günümüzde türev ürünlerinin çeşitleri hızla artmakta ve devamlı türemektedir²¹⁵.

²¹¹ Aytekin, a.g.e., s.10

²¹² İter, a.g.e., s.61

²¹³ Aynı, s.61

²¹⁴ Aytekin, a.g.e., s.11

²¹⁵ Lokman Gündüz, Mehmet Tural, *Türev Ürünleri Muhasebeleştirilmesi: Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Öneri* (TBB Yayınları, No:193, İstanbul, 1995), s.3

Piyasalardaki farklı hedging enstrümanları arasında seçim yaparken, spot piyasalardaki ürünün fiyatı ile fiyatı en yakın hareket eden, yani korelasyon derecesi en yüksek olan hedge enstrümanının seçilmesi gerekir. Piyasalarda bazen % 100 hedging mümkün olmamakta ve belirli bir risk geride kalmaktadır ki buna basis risk adı verilir. Ancak basis risk, spot fiyat riskinden çok daha küçük olduğu için, hedging hiç korumamaktan daha iyi bir yöntemdir²¹⁶.

Hedging enstrümanları seçiminde dikkate alınması gereken bir başka faktör, risk yönetimini düşünen kişinin ileriye yönelik spot fiyat beklentisidir. Ayrıca, beklentinin olasılık derecesi bile, örneğin farklı pozisyon stratejilerinden hangisini seçeceğimizi büyük ölçüde belirlemektedir. Sonuç olarak, enstrüman seçiminde spot ürün fiyatı ile ilgili ileriye yönelik beklentilerin çok büyük önemi olmaktadır²¹⁷.

Günümüzde özellikle Londra, Chicago ve Tokyo gibi mali merkezlerde geniş bir uygulama olanağı bulunan hedging işlemlerde, bankalar kendi adlarına ya da müşterileri adına hareket ederler. Bundan daha önceki konularımızda fonksiyonlarını detaylı olarak açıkladığımız dealing room'lar uluslararası mali piyasalardaki gelişmeleri izleyerek fon yönetiminde etkinleşmekte ve sık sık hedging işlemlerine girişmektedirler²¹⁸.

2. VADESİZ-PEŞİN İŞLEMLER (SPOT OPERATIONS)

Vadesiz yani peşin (spot) alım-satım işlemleri, para ve döviz piyasalarında en çok kullanılan ve uygulanması kolay ve pratik olan döviz işlemleridir.

Spot işlem, iki taraf arasında yapılan döviz alım-satım işleminin, fiyatın kararlaştırıldığı ve anlaşmanın yapıldığı tarihi (işlem tarihi) takip eden en geç iki iş günü sonra işlemin gerçekleştiği (valör) bir muameledir²¹⁹. Spot işlemlerin gerçekleştiği piyasaya da spot piyasa adı verilir. Döviz piyasalarında yapılan işlemlerin üçte ikisini spot işlemler oluşturur²²⁰.

²¹⁶ Arman Kırım, "Mali Risk Nedir, Nasıl Yönetilir?", *Fidyak Eki*, (Ağustos 1992), s.8

²¹⁷ Aynı, s.8

²¹⁸ Öçal, Çolak, a.g.e., s.69

²¹⁹ Akbank T.A.Ş., *Döviz Fon Yönetimi* (Yayın No:22, İstanbul, Ocak 1995), s.17

²²⁰ Gümüşeli, a.g.e., s.33

Peşin ya da cari kur (spot rate) ise veri bir paranın yabancı bir para karşısında işlem anındaki değeridir²²¹.

Spot piyasada işlem ile ödeme tarihi arasındaki süreye valör (value date) denir. Bu tarih; üzerinde anlaşma sağlanan işlemin fiilen yerine getirileceği örneğin, karşılıklı olarak hesaplara alacak ve borç kaydedileceği tarihtir²²². Ülkeler arasındaki zaman farklılıklarından kaynaklanan valör uygulaması alım-satımı yapanlara gerekli düzenlemeler ve paranın temini için zaman tanımak üzere konulmuştur²²³. Aynı ülkedeki iki banka arasındaki spot işlemde ödemeler aynı gün yapılır.

Spot piyasada işlemler genelde iki nedenden dolayı yapılır:

- Müşterilerinin çeşitli ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla yapılan spot işlemler,
- Serbest piyasada oluşan anlık döviz kuru fiyatlarından faydalanmak için yani arbitraj amacıyla yapılan işlemlerdir.

Şimdi bankaların döviz pozisyon yönetimi bölümlerinin yaptığı spot bir işlemi örnek olarak verelim²²⁴:

Diyelim ki, günlerden 04.08.1993'dür. Bankanın bir gün önceki kapanış kuru USD/CHF 1,5045-1,5065'dir. New York 1,5035-1,5055'den kapanmıştır. Önemli bir gelişme yoktur. Banka o günkü kurunu 1,5025-1,5045 olarak belirlemiştir. Pratikte dealer'lar arasında kurların sadece son yüzdeler kısmı 25/45 olarak kote edilir. Çünkü bu işle uğraşan herkes baştaki sayıların ne olduğunu bilecek kadar profesyoneldir. Bankayı Frankfurt'tan "X " bankası telefonla arayıp, USD/CHF kurlarını sorduğunda, 25/45 cevabını alınca "25'den USD 2.000.000.-satıyorum" diyerek spot işlemini başlatmış oluyor. Banka için bu bir dolar alışı olduğundan 25 ile kısaltılan 1,5025'dir.

Alım fişini doldurmadan önce dealer ekip arkadaşlarına bu alımı yüksek sesle haber verir. Yüksek meblağlı alımlarda bu çok önemlidir. Baş dealer kurları gözden geçirecek ve belki de 20/40 yapacaktır. Aksi takdirde almayı arzu ettiğinden daha fazla dolar almak durumuna düşebilir.

²²¹ Ersan, 1988, a.g.e., s.19

²²² T.C. M.B., Terimler Sözlüğü, a.g.e., s.24

²²³ Yurt, a.g.e., s.27

²²⁴ Erdemol, a.g.e., s.108

Spot alım işlemini yapan dealer aşağıdaki bilgilerin yer aldığı bir fiş doldurur.

Bought from (alındığı yer)	: Bank X Frankfurt
Amount (meblağ)	: USD 2.000.000.-
Rate (kur)	: 1,5025
Value date (valör)	: 04.08.1993
To be paid to/our accaount with (muhabirin hesabı)	: XY Bank/New York
Proceeds (karşılığı)	: CHF 3.005.000.-
To be paid to/their account (muhabirin hesabı)	: Bank Z, Zurich

Bu anlaşmaya göre bankanın, XY Bank New York'daki hesabına 04.08.1993 valörle USD 2.000.000.- bekleyecek, kendisi de Bank X Frankfurt'un Bank Z, Zurich'teki hesabına aynı valörle CHF 3.005.000.- ödeyecektir. Bu işlemin pozisyona kaydı, alım fişinin teyit kopyasının muhabire gönderilmesi, ödemenin yapılması, beklenen ödemenin takibi ve muhasebe kayıtları pozisyon servisinin ilgili elemanlarınca (back office) derhal ve işlem sırasıyla yapılır. Gün boyunca bunun gibi birçok spot deal sonuçlandırılır. Eğer müşteri CHF karşılığında DEM 5.000.000.- istiyorsa o zaman çapraz kurdan yararlanılacaktır.

DEM'in satış kuru :

Kurlar USD/DEM : 1,7100 - 1,7120

USD/CHF : 1,5045 - 1,5065

Orantı DEM 1,7100 = USD 1.-

USD 1.- = CHF 1,5065.-

CHF x = DEM 100.- eşitliğinden yola çıkarak

1,5065 x 100

DEM 100.- = $\frac{1,5065 \times 100}{1,7100}$ = CHF 88,09 (satış kuru)

Fakat müşteri adına satın alınacak her DEM 100.- için müşteriden CHF 88,09 tahsil edilecek olunursa bankaya hiç kâr marjı kalmayacaktır. Çünkü belirtilen kurdan satış sadece masrafları karşılar. Bu nedenle bir kâr marjı ilave edilir.

Müşteri satın almak yerine CHF karşılığında bankaya DEM satmayı teklif ederse;

$$\text{DEM 100.-} = \frac{1,5045 \times 100}{1,7120} = \text{CHF 87,87 (alış kuru)} \quad \text{uygulanır.}$$

Yukarıdaki açıklamalardan sonra genel olarak spot piyasada yapılan işlemler, valör tarihine göre üçe ayrılarak incelenebilir.

2.1. Gecelik İşlemler (Overnight Operations- O/N)

Dövizler, işlemin yapıldığı günden bir gece geçtikten sonra yani ertesi sabah, anlaşmaya varılan kur üzerinden döviz hesaplarına borç veya alacak geçer. Gecelik (overnight) işlemler en kısa süreli spot işlem çeşitidir²²⁵.

2.2. Günlük İşlemler (Tomorrow/Next Operations- Tom/Next)

Bu işlem de tek günlük olmaktadır. Tomorrow/next işlemlerde işlem tarihi bugün ise valör tarihi ertesi gündür. Hesabın kapatma tarihi de valör tarihini izleyen bir sonraki gündür. “Tomorrow” işlem tarihinden sonraki valör gününü, “next” ise kapanış gününü belirtir²²⁶.

2.3. Peşin İşlemler (Spot Operations)

Spot işlem, alım-satım konusu yapılmış dövizin, alım-satım tarihinden itibaren iki iş günü içinde teslim ve tesellümünü öngören bir işlem türüdür²²⁷.

Spot işlem, işlem tarihinden iki iş günü sonraki valörle gerçekleşir. Gerçek tanımı bu olmakla birlikte uygulamada, 7 gün sonraki valörle yapılan spot işlemlere de rastlanmaktadır²²⁸. Bu işlem spot işlemler arasında en uzun döviz plasman işlemidir ve haftalık peşin işlem olarak adlandırılır. İşlemden valör tarihi, işlem tarihinden iki gün sonraki tarihtir. Fakat haftalık spot işlemlerin (spot week) kapatma yani döviz hesaplarına tekrar dövizin geçme tarihi valör tarihinin bir hafta sonrasıdır²²⁹.

Kur riskinden nisbeten etkilenmesine rağmen spot işlemleri yaparken

²²⁵ Eryürek, No:3, a.g.e., s.49

²²⁶ Kaşarcı, a.g.e., s.27

²²⁷ Uysal, a.g.m., s.6

²²⁸ Eryürek, No:3, a.g.e., s.49

²²⁹ Kaşarcı, a.g.e., s.27

paralardaki dalgalanmaların ve bu dalgalanmaların nedenlerinin dikkate alınması gerekir. Uzun veya kısa vadede olan dalgalanmalar uluslararası sermaye akışına sebep olur. Sermaye akışları ise ülkelerin ödemeler dengesi, mal ve hizmet ticaretinin toplamı, cari hesapları ve uzun ve kısa vadeli sermaye akışları ile ilgilidir. Ödemeler dengesi, büyük ölçüde ülkelerin ekonomik performansının ve bu performans ortamının oluşturduğu istikrarın göstergesidir. Bu nedenle, bir paranın trendi ve geleceği saptanmaya çalışıldığı zaman sözkonusu para biriminin geçmiş ve mevcut siyasi, sosyal, finansal ve ekonomik durumu hakkında iyi bilgi sahibi olmak gerekir²³⁰.

Spot piyasalarda yapılan dövizli işlemler çok kısa vadelerde yapıldığı için kur riskinden sınırlı bir şekilde etkilenmektedir. Bankalar bu piyasalarda oluşabilecek faiz ve kur riskinden, her an pozisyonunu koruyabilecek müdahalelerde bulunarak çok az bir kayıpla pozisyonunu kapatabilme imkânına sahiptirler.

3. FORWARD İŞLEMLER

Vadeli işlemlerin tarihsel gelişiminde forward işlemler, ilk durak noktadır. Mevsimsel etkiler ve depolama güçlükleri gibi nedenlerle ürünlerin fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar tüccar ve üreticileri forward işlemlerin keşfine itmiştir²³¹.

Bir forward sözleşmesi; sözleşme tarihinde belirlenmiş bir fiyattan sözleşmeye konu teşkil eden belirli miktardaki dövizin, malın, kıymetli madenin veya menkul kıymetin sözleşmede belirtilen tarihte teslimini gerektiren bir anlaşma niteliğini taşımaktadır. Forward sözleşmelere, organize olmayan futures sözleşmeleri de denilebilir. Bu özelliklerinden dolayı bu tip sözleşmelerin uygulamasının bilinmesi, vadeli işlemlerin temelini kavranması ve gelinen noktanın açıklanması açısından önemlidir²³².

3.1. Forward İşlemlerin Yapısı ve İşleyişi

Döviz forward işlemi, bir dövizin bir başka dövizle karşı alım-satım

²³⁰ Gümüşeli, a.g.e., s.34

²³¹ Ekrem Tufan, *Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması* (Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1283, Eskişehir 2001), s.8

²³² Tufan, a.g.e., s.8

anlaşmasının belirli bir kur üzerinden bugünden yapıldığı, fon teslimatının ise yine başlangıçta kararlaştırılmış gelecek bir tarihte, örneğin altı ay sonra, gerçekleştirildiği bir işlemdir. Forward işlemde bir dövizin belirlenen vade içinde diğer bir dövize çevrilmesinde esas alınacak vadeli kur (forward rate) kararlaştırılır ve bu kur vade tarihine kadar sabit tutulur²³³.

Peşin esasa göre yapılan spot işlemlerin aksine forward işlemlerde dövizlerin alım ve satımı spot valöründen daha ileri bir tarih itibarıyla yapılmaktadır. Bunun amacı ileride ortaya çıkabilecek bir kur riskini bertaraf etmektir. Bir forward işlemi ticari, mali ve sadece kâr elde etmeye yönelik (spekülatif) amaçlarla yapılabilir²³⁴.

Forward işlemlerde dövizlerin teslim tarihleri (valör), düz (flat) ve küsüratlı (broken dates) olarak iki farklı şekilde ifade edilir. Düz valörler spot tarihine belirli sayıda tam ay eklenerek bulunurlar. En yaygın düz valörler 1, 3, 6 ve 12 aydır. Bu tür valörler bankalar ve dealer'lar tarafından özellikle tercih edilir. Kusüratlı valörler ise tam olmayan bütün süreleri içerirler. Örneğin, 9 gün ve 43 gün gibi. Bu tip valörler banka dışı sektörler tarafından özellikle hedging amacıyla tercih edilir²³⁵.

Forward döviz kontratlarının başlıca yapısal özellikleri şu şekilde özetlenebilir²³⁶:

- 1- Kontrat gelecekteki bir döviz işlem kurunun şimdiden belirlendiği bir anlaşmayı içerir.
- 2- Taraf ya da tarafların kredi değerliliğinden şüphe olmadığı sürece kontrat süresince hiçbir fon akışı olmaz. Eğer böyle bir durum söz konusuysa bir tarafın ya da iki tarafın teminat olarak depozito yatırmaları gerekir.
- 3- Eğer kontratta belirtilen fon elde mevcutsa ya da ileride girmesi bekleniyorsa bu forward kontratı karşılıklı (covered) bir kontrattır.
- 4- Eğer kontratta ifası gereken fonlar elde mevcut değil de ileriki bir tarihte spot piyasadan satın alma yoluyla tedarik edilecekse bu forward kontratlar karşılıksız (uncovered) kontratlardır.
- 5- Forward işlemlerin bir diğer özelliği de iptal edilemez oluşlarıdır. Döviz

²³³ Erdoğan, a.g.e., s.41

²³⁴ Erdemol, a.g.e., s.109

²³⁵ Aytakin, a.g.e., s.37

²³⁶ Aynı, s.36

kurlarında anlaşmada saptanan kurdan farklı yönde bir gelişme olsa bile bundan yararlanma imkânı yoktur.

Forward bir anlaşmayla döviz pozisyonu tutan bankalar ve diğer finansal kuruluşlar, ileride oluşacak döviz borç ve alacakları için şimdiden belli bir fiyat, vade ve miktar üzerinden döviz alarak veya ileride edineceği dövizini şimdiden satarak olumsuz kur, faiz ve diğer risklere karşı korunmuş olur.

Döviz Kuru riskini en aza indirmenin yollarından biri olan forward işlemler, ortaya çıkabilecek sözkonusu riskin kontrol edilmesini ve gelecekteki fon akımının takip ve maliyetini önceden belirlemeye yarayan bir finansal risk yönetim enstrümanıdır. Gelecekteki bir tarihte döviz yükümlülüğü ve taahhüdü bulunan kurumlar, bugünden aynı vadeye bir forward anlaşması yaparak kur riskini en aza indirebilirler. Aynı zamanda, bu anlaşmalar risk yönetim tekniği dışında, herhangi bir nakit açığı ya da ihtiyacı yaratmadan spekülasyon amacıyla da kullanılmaktadır. Yani banka döviz pozisyonu oluşturarak ihtiyacı olan işlemi bugünden yapmak yerine, ilerideki bir tarihte yaparak içinde bulunduğu andaki nakit sıkışıklığından kurtulabilmektedir.

Vadeli kurlar yukarıda da belirttiğimiz 30, 60 ,90 günlük sürelerde kote edilirler. O bakımdan vadeli kurdan söz edilirken bunun ait olduğu süresinin de belirtilmesi gerekir. Vadeli kurlar genellikle anında (spot) kurlarla karşılaştırmalı olarak verilir. Eğer vadeli teslim kuru anında teslim kurundan yüksekse, aradaki farka vadeli teslim primi (forward premium) adı verilir. Tersine, vadeli kurun anında teslim kurundan düşük olması durumunda aradaki negatif farka da vadeli kur iskontosu (forward discount) denmektedir²³⁷.

$$\begin{array}{lcl} \text{Peşin Fiyat} + \text{Prim} (- \text{İskonto}) & = & \text{Vadeli Fiyat} \\ \text{Spot Rate} + \text{Premium} (- \text{Discount}) & = & \text{Forward Rate} \end{array}$$

Bu prim ve iskontolar piyasadaki dövizlerin aralarındaki faiz farklılıklarını yansıtır. İki döviz arasında faiz getirisi daha yüksek olan para, forward piyasada iskonto yapar ve faiz getirisi daha düşük olan para prim yapar. Eğer yüksek faiz getirili bir döviz spot olarak değil de forward olarak satılırsa, satıcı forward işlemi

²³⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s.263

için saptanan süre boyunca faiz getirisi elde etme avantajına sahiptir. Buna karşılık, alıcı yüksek faizli dövizle yatırım yapabilmek için beklemek zorunda kaldığından bir dezavantaja sahiptir. Bu yönden alıcının faiz oranı dezavantajı fiyat iskontosuyla denkleştirilir²³⁸.

Forward kur hesaplaması genellikle şu şekilde yapılır. Öncelikle iskonto ya da prim oranları bulunur. Spot kura eklenen prim ya da iskonto miktarları sonucu oluşan yeni kur, vadeli işlem fiyatını verir.

Forward prim ya da iskonto oranı;

$$\frac{\text{Spot Kur} \times (\text{Dövizlerin Faiz Oranları Arasındaki Fark}) \times \text{Gün Sayısı}}{360 \times 100}$$

formülü aracılığıyla bulunur.

Eğer formüle kur riskini de ilave eder ve yukarıdaki formülü detaylandırırsak ;

$$\frac{\text{Spot Kur} \times (\text{Karşı Döviz Faizi} - \text{Baz Döviz Faizi}) \times \text{Gün Sayısı}}{360 \times 100 + (\text{Baz Döviz Faizi} \times \text{Gün Sayısı})}$$

şeklinde bulunur. Bu formül aynı zamanda kur farkı ya da swap kuru (swap rate) olarak da adlandırılır.

Bu formülden şu sonuçları çıkarabiliriz²³⁹:

- İskonto veya prim direkt olarak vade dilimine bağlıdır (uzun dönem=büyük prim veya iskonto),
- Faiz oranları arasındaki fark, prim veya iskontoyu belirleyen faktördür.,
- Vadeli kur matematiksel olarak hesaplanır ve formül tahmin içermemektedir.

Örneğin; eğer bir müşteri İsviçre frangı karşılığında 6 ay vadeli Amerikan doları satarsa, banka faiz ve kur riski oranını yok etmek için şu işlemleri yapacaktır²⁴⁰.

²³⁸ Arnold Miyamota, Stephen Godfrey, "Foreign Currency Forwards", **Corporate Finance**. Foreign Exchange Yearbook, (Ekim 1993), s.12

²³⁹ Anaçali, a.g.e., s.34

²⁴⁰ Sudi Apak, **Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler** (Bilim Teknik Yayınevi, 2.Baskı, Nisan 1995, İstanbul), s.21

- ABD dolarını İsviçre frangı karşılığı olarak 2 gün valör ile dolar/frank peşin alış kurundan satar.

- Peşin olarak satılan dolarları Avrupa para piyasasından müşteri 6 ay içinde paraları teslim edinceye kadar 6 aylık Eurodolar satış kuru üzerinden ödünç alır.

- Peşin işlemlerden gelen İsviçre frangı, Avrupa Para Piyasasında 6 aylık Euro frank alış kuru üzerinden müşterinin İsviçre frangı hesabı alacaklandırılınca kadar yatırım yapılmalıdır.

- Dolarların faiz oranı 6 aylık vadeli bir karşı işlemle kapatılmalıdır.

Burada USD/CHF vadeli işlem kurları aşağıdaki şekilde bulunur.

6 ay sonraki *forward alış kuru* için iskonto ya da prim oranı:

$$\frac{\text{Spot Alış Kuru} \times (\text{CHF Alış Kuru Faizi} - \text{USD Satış Kuru Faizi}) \times \text{Vade}}{360 \times 100 + (\text{USD Satış Kuru Faizi} \times \text{Vade})}$$

Forward satış kuru için iskonto ya da prim oranı ise;

$$\frac{\text{Spot Alış Kuru} \times (\text{CHF Satış Kuru Faizi} - \text{USD Alış Kuru Faizi}) \times \text{Vade}}{360 \times 100 + (\text{USD Alış Kuru Faizi} \times \text{Vade})}$$

şeklindedir.

Yukarıdaki forward işlemlerinin matematiksel ifadesi olan formülümüzü rakamsal bir örnekle daha açık kılalım.

USD/DEM spot alış satış (bid – offer) kuru = 1,8500 – 1,8510

3 aylık dolar faizi = % 3 - % 3,5

3 aylık mark faizi = % 6 - % 6,5

Vade 3 ay yani 90 gün olsun.

USD/DEM kotasyonuna göre, baz alınan döviz dolar, karşı döviz ise mark'dır.

Bu verilere göre forward alış kurunu bulmak için öncelikle iskonto ve prim oranlarımızı bulmamız gerekir.

Forward alış kuru için iskonto ya da prim oranı;

$$\frac{1,8500 \times (6-3) \times 90}{360 \times 100 + (3 \times 90)}$$

=0,0137 Prim bulunur.

Bulduğumuz prim oranını, spot alış kuruna ekleyerek 3 aylık USD/DEM forward alış kurunu elde ederiz.

Böylece forward alış kuru:

$$1,8500 + 0,0137 = 1,8637 \text{ olarak bulunur.}$$

Forward satış kuru yine aynı formülle spot satış kuru ve satış kısmındaki faiz oranları üzerinden hesaplanır.

Forward döviz kuru kotasyonlarını Telerate, Reuter gibi haber servislerinden anında almak mümkün olduğu gibi finansal haber ağırlıklı gazetelerden endikatif olarak (Wall Street Journal, Financial Times vb.) günlük olarak öğrenilebilmektedir²⁴¹. Böylece bu tip hesaplamalara gerek kalmamaktadır.

3.2. Forward İşlemlerin Çeşitleri

Forward işlemler outright ve swap olarak başlıca iki şekilde gerçekleştirilir. Diğer forward çeşitlerine de kısaca değineceğiz.

3.2.1. Düz Forward (Outright Forward)

Outright işlemlerde belirli miktardaki dövizin ileri bir tarihte satılması ya da alınması sözkonusudur²⁴². Düz forward işlemler, tek taraflı vadeli işlemlerdir. Bu işlemler, spekülasyon amaçlarıyla kullanılmaya oldukça uygundur. Şayet spekülasyoncuların tahminleri doğru çıkarsa, vade sonunda kâr, doğru çıkmazsa zarar sözkonusu olacaktır²⁴³. Büyük şirketler tarafından ise hedging yani kur riskine karşı korunma gayesiyle kullanılır.

3.2.2. Swaplı (*) Forward İşlemler

Swap işlemlerde vadeli bir alım (satım) işlemi, aynı anda ve aynı miktarda döviz için yapılan bir başka satım (alım) işlemi ile tersine çevrilir. Her swap işleminde ilk alım ya da satım işleminin yapılacağı vade olan bir kısa ayak ile

²⁴¹ Erdoğan, a.g.e., s.43

²⁴² Arman Kırım, "Forward Piyasalar, Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Piyasaları", *Bankacılar Dergisi*. Yıl:1, Sayı:4 (Ocak 1991), s.33

²⁴³ Ali Ceylan, *Finansal Teknikler* (Uludağ Üniversitesi Güç. Vakfı Yay., Bursa, 1993), s.32-33

* **Swap kuru ya da oranı tabiri:** faiz farklılıklarından elde edilen iskonto ya da prim oranlarını içerir. Burada sözkonusu olan swap daha sonraki konularımızda göreceğimiz swaplardan farklıdır.

bir uzun ayak* vardır. Hem kısa ayak hem de uzun ayaktaki forward alım-satım anlaşmalarının her ikisine de aynı spot kuru (anlaşmaların yapıldığı günkü) uygulanıp, forward kurlar her iki ayak için de spot + (prim ya da iskonto) şeklinde belirlenir. Bu durumda bir forward-forward swap işleminde her iki ayağa da aynı spot kur uygulandığından, kur kotasyonunda bu spot kurun belirtilmesi gereksizdir. O nedenle, swap anlaşmalarında yalnızca dövizin spota göre yaptığı prim veya iskonto miktarı belirtilmek suretiyle verilen forward kur kotasyonuna “swap kotasyon” denir. Forward-forward swap anlaşmaları, oldukça kısa vadeli işlemler içinde yaygın olarak gerçekleştirilmektedir. En çok kullanılan kısa vadeli swaplar şunlardır²⁴⁴:

- Overnight : Burada kısa ayak bugün, uzun ayak ise bir sonraki işgünüdür.
- Tom/Next : Kısa ayak bir sonraki işgünü, uzun ayak ise bu işgününden sonraki işgünüdür.
- Spot/Next : Kısa ayak spot valör (yani iki işgünü sonra), uzun ayak ise üç işgünü sonrasıdır.

Swap işlemleri döviz piyasalarındaki bütün katılımcılarca kullanılır. Bununla birlikte, çoğunlukla bankalar tarafından bankalararası işlemlerde yaygın bir şekilde uygulanmaktadır²⁴⁵.

3.2.3. Diğer Forward İşlemler

Diğer Forward işlemleri içerisine; uzun vadeli döviz kontratları (LTFX – Long Term Foreign Exchange), vade opsiyonlu forward kontratları (option date forward contracts), döviz bekletme hesapları (currency hold accounts), üstüste vadeli forward opsiyonları ve dolaylı forward anlaşmaları girmektedir.

i- Uzun Vadeli Forward Kontratları (LTFX) : Klasik forward kontratlar vadeleri en fazla bir yıl olan kısa vadeli kontratlardır. LTFX (Long Term Forward Foreign Exchange) kontratlar ise bir yıldan on yıla kadar vadeli, hatta bazı dövizlerde daha da uzun vadeli olabilen forward döviz kontratlarıdır. Kısa vadeli forward

* Kısa ve uzun ayak; swap işlemlerde vadeyi temsil etmektedir. Örneğin, overnight swap işleminde kısa ayak bugün, uzun ayak bir sonraki işgünüdür.

²⁴⁴ Kırım, Sayı:4, a.g.m., s.33-34

²⁴⁵ Aytekin, a.g.e., s.40

kontratlar spot döviz ve para piyasası ile yakından ilişkili iken, LTFX kontratlar uzun vadeli sermaye piyasası işlemleriyle bağlantılıdır ve bu yönleriyle para swaplarıyla benzerlik gösterirler²⁴⁶.

Bu piyasada faaliyet gösteren bankalar, uzun vadeli forward pozisyon aldıklarında, pozisyon açıklarını para ve sermaye piyasalarında borçlanma ve kredilendirme yoluyla kapatabilirler. Örnek olarak Euro piyasalarda ihraç edilen tahviller, uzun vadeli forward pozisyonlarının denkleştirilmesinde kullanılabilir. Aynı zamanda bankalar kur riskini yönetmek amacıyla da bu enstrümanı kullanabilirler²⁴⁷.

Uzun vadeli forward kontratların belirli ölçülere ve ihtiyaçlara uyarlanabilir olması, fon yöneticilerine bir yandan borçlanırken bir yandan da hedging yapabilme imkânı vermektedir. LTFX işlemlerin rahatlığı, hızlılığı ve esnekliği fon yöneticilerinin yabancı sermaye piyasalarına zamanında girebilmesini sağlamaktadır. Mali kuruluşların mukavele ücreti aldığı diğer para swapı döviz işlemlerinden farklı olarak, uzun vadeli forward kontratların maliyet, diğer döviz işlemlerinde olduğu gibi kurlar üzerine eklenen “spread”den ibarettir²⁴⁸.

ii- Vade Opsiyonlu Forward Kontratları : Forward opsiyonları, belirli bir dövizin iki tarih arasında herhangi bir zamanda teslimi olanağını sağlayan vadeli döviz kontratlarıdır. Bu sözkonusu iki tarihten yakın olanına yakın vade (örneğin 2 ay sonra), uzak olanına da (örneğin 3 ay sonra) uzak vade adları verilir. Bu tarihler arasındaki süre, opsiyon süresi olarak isimlendirilir. Forward opsiyonlarının fiyatlandırılmasında temel esas, müşterinin kendisine verilen iki vadede kotasyon veren banka aleyhine olan vadeye daha yakın bir tarihte opsiyonu kullanma eğiliminde olmasıdır²⁴⁹.

iii- Döviz Bekletme Hesapları (Currency Hold Accounts) : Döviz bekletme hesapları, hem müşteriye döviz teslimi açısından bir vade esnekliği getirmekte hem de forward anlaşmasının özelliklerini taşımaktadır. Bu ürün, özellikle yabancı döviz

²⁴⁶ Aynı, s.40

²⁴⁷ J. Robert Schwartz, Clifford W. Smith, **The Handbook of Currency and Interest Rate Risk Management** (New York: Institute of Finance, New York, 1990), s.13-25

²⁴⁸ Aytekin, a.g.e., s.41

²⁴⁹ Kırım, Sayı:4, a.g.m., s.35

cinsinden sürekli nakit akışı olan firmalar açısından oldukça caziptir. Döviz bekletme hesapları kırmızı bakiyeli (overdraft) ve bankalarda açılan döviz hesaplarıdır²⁵⁰.

Diyelim ki forward anlaşması yapmış olan bir firma, döviz cinsinden alacağını forward vadesinden önce tahsil ederse, bu tahsil edilen döviz, ilgili döviz tevdiat hesabında, forward vadesine kadar faiz işletilmek suretiyle belirtilir ve forward vadede forward anlaşmasının gereğini yerine getirmek amacıyla otomatik olarak kullanılır²⁵¹.

iv- Üstüste Vadeli Forward Opsiyonları : Bankaların opsiyon süresi müşteri açısından en dezavantajlı kuru vermeleri, müşterileri mümkün olan en kısa opsiyon sürelerini seçmeye zorlamaktadır. Zira, opsiyon süresi kısaldıkça aleyhte kur o ölçüde azalacaktır. Fakat, opsiyon süresinin kısaltılması, sözü edilen bu yararın yanı sıra, ödemelerin kısaltılmış olan bu opsiyon dönemine denk düşüp düşmeyecekleri sorusunu ve riskini gündeme getirir. Bu çelişkili tercihleri uzlaştırmak amacıyla, üstüste vadeli forward opsiyon kontratları geliştirilmiştir. Bu kontratlarda döviz akışının bir kısmı kısa, diğer kısmını ise uzun pozisyon süresinde hedge etmek mümkün olabilmektedir²⁵².

v- Dolaylı Forward Anlaşmaları : Forward piyasaları herhangi bir anda belli başlı dövizler için likittir. Bu nedenle, her an istenilen döviz cinsinden hazır kotasyon bulmak mümkün olmayabilir. Bu tür durumlarda dolaylı forward anlaşmalarına gidilerek hedging yapılabilir. Burada firmanın hedge etmek istediği döviz, bu döviz ile istikrarlı ve derinliği olan bir başka döviz üzerinden forward anlaşmaya gitmek suretiyle hedge edilebilir²⁵³.

3.3. Forward İşlemlerin Avantajları

Forward anlaşmalar, spot döviz kurundaki dalgalanmalar gözönüne alınmaksızın, alınan veya satılan parayı belirli bir döviz kurundan kesinleştirir. Başlıca dövizler için bir yıla kadar çok likit bir forward piyasa bulunur. Bu da istenilen döviz cinsinden hedging yapmak için esneklik sağlar. Ayrıca forward

²⁵⁰ Ceylan , Finansal Teknikler, a.g.e., s.235

²⁵¹ Apak , Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, a.g.e., s.83

²⁵² Aynı, s.83

²⁵³ Kırım, Sayı:4, a.g.m., s.36

anlaşmalar vadesinde yerine getirildiğinden nakit akışları kontrol edilebilir. Diğer bir avantajı da forward kurların faiz oranı farklılıklarından güvenilir bir şekilde hesaplanabilmesidir²⁵⁴.

Bu tür vadeli işlemler daha çok ihracatçılar ve ithalatçılarca ve vadeli döviz taahhüdü olanlar tarafından tercih edilmektedir²⁵⁵.

3.4. Forward İşlemlerin Dezavantajları

Forward anlaşmaların avantajları olduğu gibi dezavantajları da vardır. Örneğin, anlaşma vadesinden önce satın alınan paranın döviz kurundaki düşme, muhtemel kazançlardan mahrum olmaya neden olur. dolayısıyla forward anlaşmaların dezavantajlarından birisi, fırsat maliyetidir. Bir başka dezavantajı da taraflardan birinin sorumluluğunu yerine getirememesinin doğurduğu risktir. Bir başka deyişle kredi riskidir²⁵⁶.

4. FUTURES PİYASALAR VE İŞLEYİŞİ

4.1. Futures İşlemleri

Futures anlaşmalar, belli nitelikteki ve miktardaki bir malın ve menkul kıymetin, anlaşmanın yapıldığı tarihte belirlenen fiyattan, gelecekte belirlenen tarihte teslimini öngören yasal bir anlaşmadır. Futures anlaşmaları, ileri bir tarihte gerçekleşecek olan bir alım ve satım işleminin fiyatının bugünden belirlenip anlaşmaya bağlanmasıdır²⁵⁷.

Futures sözleşmelerine tarımsal ürünler, doğal kaynaklar, sanayi ve madencilik mamülleri konu olabildiği gibi menkul kıymetler, altın, döviz ve faiz gibi finansal varlıklar da konu olmaktadır. Biz çalışmamızda sadece mali gelecek sözleşmelerini inceleyeceğiz.

Bir futures piyasasının varolması için temel koşul, piyasada konu olan finansal varlıklar ve malların fiyatlarının bir risk transferi gerektirecek kadar değişken

²⁵⁴ Gümüşeli, a.g.e., s.39

²⁵⁵ Erdemol, a.g.e., s.111

²⁵⁶ Gümüşeli, a.g.e., s.39

²⁵⁷ Fulya Alpan, **Örneklerle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar** (Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999), s.3

olmasıdır. Tarımsal mallar bu karakteri taşıdığı için ilk futures piyasaları bu alanda kurulmuştur. Ancak diğer mal grupları da yukarıdaki temel koşulu yerine getirdiği zaman futures işlemlerine konu olmuştur. Örneğin döviz piyasalarında sabit kur sisteminin geçerli olduğu 1971 öncesinde bu tip bir piyasaya gerek yoktu. 1971 yılında altın-dolar sabit paritesine bağlı sabit kur sisteminin çöküşü ve esnek kur sisteminin doğuşu ile döviz fiyatlarındaki değişkenliğin artması, dövizler ile ilgili bir risk transferi talebi yarattı ve 1972’de International Money Market yani uluslararası döviz işlemlerinin yapıldığı ana piyasa dövizle ilgili futures kontratlarını başlattı. Bunun diğer örneklerini bono ve hisse senedi piyasalarında da görebiliriz²⁵⁸.

Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar, futures sözleşmelerini geleceğin belirsiz risklerinden korunmak ve spekülasyon yapmak amacıyla kullanırlar. Örneğin; pozisyon yöneticisi, döviz kurlarında olabilecek olumsuz kur dalgalanmalarına karşı “döviz futures” sözleşmeleri yaparak korunma sağlayabilir. Aynı zamanda faiz riskine karşı da kısa ve uzun vadeli faiz futures sözleşmeleri yaparak bu riskten korunulabilir. Bu anlaşmalar sayesinde banka, pozisyonlarını gelecekte tahmin edilen oranların üstünde ya da altında faiz oranı artışlarına karşı fon maliyetlerini dengede tutarak korunma sağlayabilmektedir.

4.2. Futures Piyasalarında Katılımcılar

Futures piyasalarında katılımcıları genel olarak üç grup altında toplayabiliriz.

4.2.1. Hedging Yapanlar (Hedgers)

Hedge yapanlar, ilgili varlığa sahip olup bu varlığı gelecekte teslim etmek isteyenler ya da gelecekte bu varlığı satın almayı planlayanlardır. Bu nedenle bu kişi ya da kurumlar gelecekteki fiyat değişimlerinin riskini azaltmak için futures piyasasına girer. Bir varlığın sahibi, varlığın spot fiyatının gelecekte düşeceğini umuyorsa, kısa durum (kısa hedge) alır. Öte yandan, futures sözleşmesi satın alan kişi ya da kurum, gelecekteki spot fiyatın yükseleceğini umuyorsa, uzun (uzun hedge) alır²⁵⁹.

²⁵⁸ Ümit Erol, **Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik** (Emir Matb., İstanbul, Mayıs 1999), s.2

²⁵⁹ Tefik A., Tefik G., a.g.e., s.169

4.2.2. Spekülatörler

Futures sözleşmelerini kâr yapmak amacıyla alıp satarak fiyat değişikliklerinden ilgili piyasalarla üretim, işletme, pazarlama veya taşıma gibi herhangi bir ilişkisi olmadan yararlanmaya çalışan kişilerdir²⁶⁰.

Spekülatörler; ilgili varlığa ve ürüne sahip olmaksızın ya da varlığı satın alma planları olmaksızın futures sözleşmeleri alıp satarak futures piyasasına girerler. Bu kişiler, fiyatların yükseleceğini umuyorsa, kâr elde etme çabasına girer. Spekülatörler, hedge yapanların sakındıkları riski üstlenir ve piyasaya likidite sağlar²⁶¹.

4.2.3. Arbitrajcılar

Arbitrajcılar diğerlerinden farklı olarak sonraki konularımızda daha ayrıntılı olarak belirteceğimiz üzere farklı piyasalar arasında veya zaman içindeki tespit edilemeyen fiyat farklılıklarından yararlanarak kâr elde etmeye çalışırlar.

4.3. Futures Sözleşmelerin Yapısı ve İşleyişi

Futures sözleşmelerinin değeri bağlı olduğu finansal varlığın spot (peşin) piyasalardaki değerine göre ölçülür. Buna göre futures kontratların yapısı ve işleyişlerini aşağıda sıralanan alt başlıklar halinde inceleyeceğiz.

4.3.1. Futures İşlemlerinde Borsaların Rolü

Bankalarla müşteri arasında gerçekleştirilen tezgah üstü (over the counter) vadeli döviz ve faiz anlaşmalarının aksine futures piyasaları belli başlı bazı organize futures borsalarından meydana gelmiştir. En fazla işlem hacmi olan organize futures borsalarına, Chicago Board of Trade (CBOT), New York Futures Exchange (NYFE), London Financial Futures Exchange (LIFFE) ve Chicago Mercantile Exchange (CME) örnek olarak gösterilebilir²⁶².

²⁶⁰ Defne Özkan, *Yeni Finansal Piyasalar (Opsiyon ve Vadeli Piyasalar)*, (SPK Yayınları, Ankara, 1990), s.23

²⁶¹ Tefik A., Tefik G., *a.g.e.*, s.169

²⁶² Alpan, *a.g.e.*, s.9

Tablo 5. Mal, Döviz, Faiz, Endeks Üzerine Yazılmış Futures Anlaşmaların İşlem Gördüğü Borsalar

Futures Borsaları	
CBOT	Chicago Board of Trade
NYFE	New York Futures Exchange
CME	Chicago Mercantile Exchange
LIFFE	London International Financial Futures Exchange
SIMEX	Singapore International Monetary Exchange
COMEX	Commodity Exchange, New York
WCE	Winnepeg Commodity Exchange
MidAm	Mid America Commodity Exchange
CSCE	Coffee, Sugar&Cocoa Exchange
NYCE	New York Cotton Exchange
NYME	New York Mercantile Exchange

Kaynak: Alpan F., 1999, s.8

Futures borsalarda alım-satım işlemleri, bu borsalarda “pit” (çukur) adı verilen ortamlarda “yüksek sesli pazarlık” (open outcry) yöntemiyle yapılır. Futures anlaşma büyüklükleri, vadeleri, minimum fiyat değişimlerini içeren futures anlaşma tanımları, üzerine futures anlaşma yazılmış her ürün ve borsa için değişmektedir²⁶³.

Tablo 6. Londra'da LIFFE Borsasında İşlem Gören Alman Markı Futures Anlaşmasının Standart Özellikleri

Kontrat Tanımı	Alman Markı DEM	
İşlem Gördüğü Borsalar		LIFFE
İşlem Saatleri		Londra 8.34 - 16.04
Teslim Günü		Teslim Ayının Üçüncü Çarşambası
Kontrat Boyutu		DEM 125,000
Minumum Fiyat Hareketi		USD 0.0001
Minumum Fiyat Hareketinin Değeri		USD 12.5
Başlangıç Marjin		USD 1000
Günlük Fiyat Limiti		0.01 cent
Kontrat Vadeleri		Mart, Haziran, Eylül, Aralık

Kaynak: Alpan F., 1999, s.12

Yukarıda da belirttiğimiz gibi futures sözleşmelerin alım-satım işlemi, borsalarda işlem platformuna gelen her siparişin bağırlarak duyurulması ve karşı tarafta alıcı ya da satıcı bulunduğu tamamlanması şeklinde olmaktadır. Borsalarda alım-satım yapma yetkisi, borsaya kayıtlı olan ve müşterileri adına işlem

²⁶³ Aynı, s.9

yapan aracı kurum trader'ları ile kendi adlarına işlem yapan trader'lardadır. Bu nedenle, borsada yapılan her alımın karşı tarafı, yani satıcısı, yine borsa üyesi bir başka kişi olur. Borsada bir gün içinde yapılan tüm alımlar satışlara eşit olmalıdır. Platformlarda oluşan fiyatlar sürekli olarak belirli aralıklarla Reuters ve Telerate gibi finansal haber servisleri aracılığıyla tüm dünyaya ulaştırılır²⁶⁴.

Futures işlemlerinde alım-satım aynı zamanda elektronik alım-satım sistemi aracılığıyla yapılır. Bu sistemde, en yüksek ve en düşük fiyat teklifleri dünyanın değişik yerlerindeki traderlar tarafından elektronik olarak yapılmaktadır²⁶⁵.

4.3.2. Standardizasyon

Gelecek sözleşmelerinin klasik forward kontratlardan en önemli farkı, miktar açısından standart olmalarıdır. Örneğin Chicago Mercantile Exchange'e bağlı International Monetary Market borsasında standart Mark kontratında 125.000 DEM, Sterlin kontratında 25.000 Pound vb. bulunmaktadır. Farklı borsalar birbirleri ile rekabetin bir sonucu olarak farklı büyüklüklerde mali gelecek kontratları sunmaktadır²⁶⁶.

Aynı zamanda gelecek kontratlarının teslim tarihleri de standarttır. Örneğin LIFFE'de döviz gelecek kontratları Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarının üçüncü çarşamba gününe göre düzenlenirler²⁶⁷. Londra piyasasında sözleşmeler genelde 3 yıl vadeli olarak yapılır. Borsalar arasındaki rekabet, her futures borsasında farklı teslim ayları olan gelecek sözleşmelerinin oluşmasına yol açmıştır.

Futures sözleşmelerin bir başka özelliği, fiyat arttırım ve eksiltmelerine getirilen standartlardır. Piyasalarda likiditeyi arttırmak amacıyla işlemlerin tamamlanmasını geciktirecek gereksiz küçüklükteki fiyat hareketlerine izin verilmemekte, herbir sözleşmenin fiyatı ancak belirlenmiş miktarlarda arttırılıp eksiltilebilmektedir. Minimum artışa "tick" büyüklüğü adı verilir ve ürünlerin

²⁶⁴ H. Ayşe Eyüpoğlu Aksel, **Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları** (SPK Yayınları, No:21, Ankara, Temmuz 1995), s.48

²⁶⁵ Tufan, a.g.e., s.22

²⁶⁶ Arman Kırım, " Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek (Futures) Piyasaları" **Bankacılar Dergisi**, Yıl:1, Sayı:3, (Ekim 1990), s.30

²⁶⁷ Apak, Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, a.g.e., s.18

fiyatları 1 tick, 2 tick, 3 tick gibi aralıklarla arttırılıp eksiltilebilir²⁶⁸.

Borsalardaki bu standardizasyon büyük ölçüde işlem kolaylığı yaratarak piyasanın likiditesini sağlar²⁶⁹.

4.3.3. Takas Odaları (Clearing House)

Takas odası, futures işlemlerin yapılmasında önemli bir yere sahiptir. spot piyasada fiyat, alıcı ve satıcının karşılaşılarak pazarlık yapması sonucu oluşur. Futures işlemlerde ise takas odası alıcı ve satıcının birbirlerini tanımadan karşılaşmalarını sağlar. Alıcı ve satıcı birbirleriyle sözleşme yapmak yerine, takas odası ile sözleşme yaparlar. Takas odası, herbir satıcı için alıcı ve herbir alıcı için satıcı olmak ve herbir alım satımın gerçekleştirilmesini sağlamak garantisini vermektedir²⁷⁰.



Şekil 2. Futures Borsalarında Takas Merkezi

Takas odası işlemleri doğrudan takas odası üyeleriyle (clearing house members) yapılır. Takas odası üyesi olmayan diğer borsa üyeleri bir takas odası üyesi firma ile işlemlerini takas etmek zorundadır. Borsada gerçekleşen her alım-satım işleminden sonra, işlem tarafları kredi takas odası üyesi brokerları vasıtasıyla işlemlerin detaylarını takas odasına sunarlar. Bu bilgilere işlem tarafının clearing numarası, ismi, kontratın miktar ve tipi, teslim tarihi ve fiyatı dahildir. Takas odası bütün kayıtlı bilgileri karşılaştırır. Hatalı olanlar varsa düzeltme için üye firmaya gönderir²⁷¹.

Takas merkezi alıcıya karşı satıcının, satıcıya karşı alıcının yükümlülüklerini üstlenir. Diğer bir deyişle takas merkezi kontratın bütün riskini üstlenmiş olur. Bu riski bertaraf edebilmek için marjin sistemi devreye sokulmuştur. Takas merkezi

²⁶⁸ Aksel, a.g.e., s.46

²⁶⁹ Apak, Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, a.g.e., s.18

²⁷⁰ Tufan, a.g.e., s.22

²⁷¹ Aytekin, a.g.e., s.49

ayrıca kontrat başına verdiği hizmetin karşılığı olarak cüzi bir komisyon alır²⁷².

ABD’de futures piyasalarında, takas merkezleri borsa üyelerinin ortaklığı şeklinde kurulmuştur. CBOT Takas Merkezi (CBOT Clearing Corporation), CBOT üyesi olan kişi ve kuruluşların ortaklığı şeklinde, kâr amacı olmayan bir anonim şirket statüsüyle borsanın etkin işleyişini sağlamak ve bu amaçla takas işlemlerinin yanısıra, araştırma, ürün geliştirme vb. hizmetleri de üstlenmek üzere kurulmuştur²⁷³.

4.3.4. Marjin Sistemi

Takas odası borsada gerçekleştirilen her işlemin garantörüdür. Borsaya üye kuruluşların yaptıkları future işlemler sonucunda pozisyonlarını kapatmalarını güvence altına almak için aracı kurum veya bankalarca güvence parası veya marjin adı verilen depozitin yatırılması zorunlu kılınmıştır²⁷⁴.

Bir sözleşmenin garantisi için her iki taraftan bir miktar para, depozito olarak alınır. Sözleşmenin başında alınan bu paraya başlangıç marjı (initial margin) denir. Bu miktar borsalara göre değişmekle birlikte yaklaşık olarak, sözleşmenin toplam değerinin % 10’u kadardır²⁷⁵. Futures işlemleri gelecekte yerine getirilecek taahhütleri içerdiği için, pozisyon açan kişi başlangıç teminatını yatırarak gelecekteki taahhütlerine ilişkin parasal bir garanti vermektedir²⁷⁶.

Marjin sisteminin işleyişi şu şekilde gerçekleşir. Elinde alım ve satım kontratı bulunan her kişinin bu kontratları alış veya satış fiyatları (yani piyasaya giriş fiyatları) ile piyasa kapanış (settlement) fiyatları her gün sonunda karşılaştırılarak, sözkonusu her kontratın piyasaya giriş fiyatına kıyasla günlük kâr ve zarar miktarı bulunur. Buna günlük marjin mutabakatı (marking to market) denir. Eğer, bu fark zarara tekabül ediyorsa, bu zararın miktarı kişinin marjin hesabından düşülür²⁷⁷. Yatırılan ilk marjinde bir alt seviye (maintenance level) belirlenerek, günlük zararlar bu noktaya düşüncüye kadar herhangi bir ek marjin talep edilmemekte, ancak bu

²⁷² Apak S., Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, a.g.e., s.19

²⁷³ Aksel , a.g.e., s.49

²⁷⁴ Gümüşeli S., a.g.e., s.48

²⁷⁵ Torben J. Andersen, *Currency and Interest Rate Hedging A User's Guide to Options, Futures, Swaps and Forward Contracts* (New York İnstitute of Finance, New York, 1987), s.41

²⁷⁶ Erol, a.g.e., s.9

²⁷⁷ Akbank T.A.Ş., a.g.e., s.30

noktaya ulaşıldığında trader'dan marjin tamamlaması (margin call) istenmektedir. Bu yatırılan marjinlere ise değişim marjini (variation marjin) ismi verilmektedir²⁷⁸. Takas odası günlük fiyat değişimlerini daha iyi tespit edebilmek için (+ -) fiyat değişme oranını saptar. Buna standardizasyon konusunda da ifade ettiğimiz üzere "tick" adı verilir. Sözleşme türüne göre değişen tick'ler % 1'in içindeki puanlarla ifade edilir.

4.3.5. Pozisyon Açma ve Kapatma İşlemleri

Futures kontratlarında bir işlem, bir pozisyonun açılması veya kapatılması şeklinde tanımlanır. Bir futures kontratının başlangıçtaki açılış ya da kapanışı alıcı veya satıcı için bir açık pozisyon durumu oluşturur. Çünkü sahip olmadığı bir malı sattığında kısa pozisyonudur. Alıcının pozisyonu kontrat malın gelecekteki satın alımını içerdiğinden uzun pozisyon olarak düşünülür²⁷⁹.

Future sözleşmesinde alıcı olarak taraf olmuş bir kişi pozisyonunu aynı anlaşmadan bir tane satarsa kapatmış olur. Burada dikkat edilecek husus iki kontratında vade tarihinin aynı olmasıdır. Aynı şekilde satıcı olarak taraf olmuş kişi vade tarihi de aynı olan ikinci bir anlaşma satarsa pozisyonunu kapatmış olur²⁸⁰.

Diğer bir ifadeyle açık pozisyonunu kapatarak piyasadan çekilmek isteyen bir yatırımcı ²⁸¹:

- a- uzun pozisyonuna karşı, aynı vadeli işlem sözleşmesinde kısa pozisyona girer,
- b- Kısa pozisyonuna karşı, aynı vadeli işlem sözleşmesinde uzun pozisyona girer.

4.4. Futures İşlem Türleri

Birçok futures işlem çeşidi bulunmakla birlikte konumuz itibariyle ağırlıklı olarak döviz ve faiz futures işlemlerini inceleyeceğiz fakat futures işlemler konusunun bütünlüğü açısından endeks futures sözleşmelerine de değineceğiz.

²⁷⁸ Kırım, Sayı:3, a.g.m., s.31

²⁷⁹ Andersen, a.g.e., s.36

²⁸⁰ Alpan, a.g.e., s.16

²⁸¹ İMKB, Vadeli İşlemler Piyasası, (<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/vadeli.htm>), s.2

4.4.1. Döviz Futures Sözleşmeleri

Belli bir dövizin, belirlenmiş sabit bir miktarının, başka bir döviz karşılığında, kuru şimdiden belirlenen ancak dövizlerin tesliminin belirlenmiş bir tarihte gerçekleşeceği anlaşmalardır. Döviz futures sözleşmeleri organize borsalarda alınıp satılırlar, miktar ve vade açısından standart özellikler taşırlar²⁸².

Önceki konularda da belirtildiği gibi futures sözleşmelerinde, alım durumunda olan bir banka uzun pozisyonda, satım sözleşmesine sahip olan ise kısa pozisyonundadır. Bankalar açısından bir risk yönetim modeli olan bu durum, bankanın ilerideki bir tarihte borç ve alacaklarını döviz kuru değişikliklerine karşı korumak ya da kâr elde etmek amacıyla spekülasyon olarak da kullanılabilir.

Örneğin 12.500.000 Japon yeni değerindeki futures anlaşması 1 USD= 108.34 JPY kurundan satın alınmıştır. Japon yeni futures anlaşmasının vadesi geldiğinde, anlaşmayı satın alan taraf 115.378 USD (12.500.000/108.34) karşılığında, 12.500.000 Japon yeni satın alma hakkı elde etmiş olur. Futures anlaşmasının vadesi geldiğinde, spot piyasadaki kur ne olursa olsun, futures anlaşmasının sahibi Japon yenlerini 1 USD=108.34 JPY kurundan satın alacaktır .

4.4.2. Faiz Futures Sözleşmeleri

Faiz futures sözleşmeleri, sabit getirili menkul kıymetlere dayalı vadeli anlaşmalardır. Sabit getirili menkul kıymetler vade boyunca sabit tutarda faiz geliri ve vade sonunda anapara ödemesi sağlayan finansal araçlardır. Bu tür araçlar kısa ve uzun vadeli olmak üzere ikiye ayrılırlar²⁸³.

Bu sözleşmelerin en yaygın olanları hazine bonoları, devlet tahvilleri ve 3 aylık Euro-dolar mevduatına ilişkin sözleşmelerdir. Herbir faiz oranı futures sözleşmesi, sözleşme sona erince teslim edilecek finansal aracın türünü belirler. Örneğin Amerikan devlet tahvilleri 100.000 USD'lık küpür ve % 8 kupon faiz oranıyla işleme konu olurlar²⁸⁴.

²⁸² Andersen, a.g.e., s.61

²⁸³ İhsan Ersan, **Finansal Türevler: Futures, Options, Swaps** (Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1997), s.50

²⁸⁴ Tefik A., Tefik G., a.g.e., s.172

Şimdi faiz futures kontratlarıyla ilgili bir örnek verelim; bir pozisyon yetkilisi bir ay sonra (bugün 2 Ocak) yani 1 Şubat'da 500.000 sterlin borçlanmayı planlamaktadır. Bu yönde 1 Şubat tarihine kadar bekleyip, o günkü faizler üzerinden borçlanabilir. Ancak bugün için yıllık % 10 olan faiz oranının bir ay sonra daha da yükselmesinden korkmaktadır. Bu durumda LIFFE'de bir adet 3 aylık sterlin kontratı satmak suretiyle ileri bir tarihte 500.000 sterlini yıllık % 10 faiz üzerinden borçlanmayı garanti altına alabilir (her 3 aylık sterlin kontratı 500.000 sterlini içerir, o nedenle 1 kontrat tam koruma sağlayabilir). 1 Şubat'da faizler % 12'ye çıksın bu durumda pozisyon yöneticisi bir adet sterlin kontratı satın almak suretiyle 500.000 sterlin borçlanır. Böylece futures piyasasında sağlamış olduğu % 2'lik kazanç, spot piyasadaki % 2'lik faiz kaybını bertaraf etmiştir²⁸⁵.

Bu sözleşmeler sayesinde banka, gelecekte tahmin edilen oranların üstünde ya da altında faiz oranı dalgalanmalarına karşı pozisyon maliyetlerini dengede tutarak korunma sağlar. Özellikle bankaların döviz pozisyon yönetimi bölümlerinin, futures sözleşmesi yaparak sağlayabilecekleri en önemli fayda ve strateji; pozisyon maliyetlerinin kontrolü ve nakit akışının doğru bir şekilde tahmin edilmesi ile planlanmasının yapılmasıdır.

4.4.3. Endeks Futures Sözleşmeleri

Endekse dayalı bir futures sözleşmesi, bir hisse senedi endeksi ile taklit edilen iyi çeşitlendirilmiş bir portföyü, belirli fiyat ve vadede alım ya da satım hakkı tanıyan bir sözleşmedir.

Borsa endeksli futures kontratları fiziki teslimat içermezler, bütün kontratlar off-set (denkleştirme) ile sonuçlanır. Yani vade sonunda endeks kontratı satın alış fiyatına bakılır ve vade sonundaki endeks fiyatıyla karşılaştırılır, aradaki fark kayıp ya da kazançtır. Bu fark nakit olarak alınarak ya da verilerek kontrat yükümlülüğü yerine getirilmiş olur. Bu niteliği ile endeks futures kontratlarının bir tür kumar olduğu yolunda uzun tartışmalar yapılmıştır²⁸⁶.

²⁸⁵ Kırım, Sayı:3, a.g.m., s.32

²⁸⁶ Muharrem Karşı, *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler* (2. Baskı, Ormen Pazarlama, İstanbul, 1990), s.208

Dünyada vadeli işlem borsalarındaki önem sıralarına göre borsa endekleri şöyle sıralanabilir²⁸⁷:

1- Standart & Poors 500 (SP500) : CME’de alım satım yapılmakla beraber, endeks New York Borsası şirketlerine dayalı bir endekstir.

2- New York Borsası Karma Endeksi (NYSE Composite) : New York Borsası’nda işlem görmektedir.

3- Value Line Karma Endeksi (VL Composite) : Kansas City Board of Trade (KCBT) Borsası’nda işlem görmektedir.

4- Tokyo Nikkei Endeksi : Alım-Satım Singapur Borsası’nda (SIMEX) yapılmaktadır. İşlem hacmi sınırlıdır.

5- Londra Financial Times Endeksi (FT-SE-100) : Londra Borsası’nda sınırlı bir iş hacmi içinde alım-satım yapılmaktadır.

Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ile diğer finansal vadeli işlem sözleşmeleri arasında iki önemli fark bulunmaktadır²⁸⁸:

1- Sözleşme konusu varlığın teslimi söz konusu değildir. Sözleşmenin hesaplanması, sözleşmede belirtilen vadeli işlem fiyatı ile teslimat günündeki hesaplama fiyatı arasındaki farkı ödeyerek veya tahsil ederek nakdi hesaplama yapılması suretiyle olmaktadır. Sözleşmeler için her gün günlük hesaplama yapıldığı için sözleşme vadesinde ödenen ya da tahsil edilen nakit, bir önceki günün hesaplama fiyatıyla vade günündeki fiyat arasındaki farktan ibaret olmaktadır.

2- Sözleşme konusu mal, seçilmiş hisse senetlerinden oluşturulan portföyde yer alan hisse senetlerinin fiyatlarının ortalamasıdır. Vadeli işlem fiyatı ya da endeks düzeyi, genellikle iyi çeşitlendirilmiş belirli bir portföyün performansının ya da fiyatının ortalamasından ibarettir.

4.5. Forward ve Futures İşlemlerinin Karşılaştırılması

Türev ürünleri tezgahüstü piyasalarda (over the counter) ve organize piyasalarda işlem görenler olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır. Tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev ürünleri forward ve swap işlemleri, organize

²⁸⁷ Aynı, s.208

²⁸⁸ Yakup Ergincan, **Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği** (SPK Yayınları, No:33, Ankara, Mayıs 1996), s.49

piyasalarda işlem görenler ise futures ve opsiyon işlemleridir. Forward ve futures piyasalar vadeli bir işlem içerdiklerinden ortak yönleri bulunmasına rağmen farklı yönleri de bulunmaktadır. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz:

1- Forward sözleşmelerin yapılmasında mekan açısından herhangi bir sınırlama yoktur. İşlemler tarafların istediği bir yerde gerçekleştirilebilirken, futures sözleşmeler organize borsalarda yapılmak ve alınıp satılmak zorundadırlar.

2- Forward sözleşmeler, sözleşme konusu ürünün cinsi, kalitesi, miktarı ve vadesi açısından oldukça esnek ve serbestken; futures sözleşmeler standardize edilmiştir. Futures işlemler bir mal miktarının katları şeklinde yapılabilmektedir. Bu durum futures sözleşmelerde tarafların malın niteliklerinden ziyade, fiyatı üzerinde yoğunlaşmalarını sağlar²⁸⁹.

3- Futures işlem sözleşmeleri borsalarda gerçekleştiriliyor olma niteliklerine bağlı olarak, forward sözleşmelerinde bulunmayan yeni bir konsept ortaya koymaktadırlar. Bu ise, futures işlem sözleşmelerinde takas merkezinin aldığı roldür. Gerçekten takas merkezi, bir futures işlem sözleşmesinin kuruluş, hüküm ve sonuçlarını doğurma ve sona ermesi ile piyasaların sağlıklı ve güvenli işlemesi yanında likiditesinin sağlanması açısından vazgeçilemez niteliktedir. Takas merkezi, futures işlem sözleşmelerine, yukarıda açıklandığı üzere iki aşamalı bir üçlü ilişki özelliği kazandırmakta olup, bu yönü ile futures sözleşmelerinin forward sözleşmelerinden önemli ölçüde farklılaşmasına neden olmaktadır²⁹⁰.

4- Forward sözleşmeler hukuksal durumları açısından nama yazılı sözleşmeler olduğundan işlem yapma gücü sınırlıdır. Futures sözleşmeleri ise hamiline yazılı olduklarından kolayca devredilebilirler.

5- Futures piyasalarda pazar oluşturanlar, diğer piyasalarda pazar oluşturanların yeni bir bilgi karşısında ne tür bir tepki göstereceğini, piyasadaki genel eğilimi ve “al-sat” emirlerinin birbirine kıyasla ne durumda olduğunu rahatça

²⁸⁹ Nisangül Ceran, "Yeni Finansman Teknikleri ve Ödemeler Dengesi", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**. Sayı:8, (1991 / 1), s.24

²⁹⁰ A. Kerem Özşahin, **Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği**, (Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999), s.15

gözleme imkânına sahiptirler²⁹¹. Forward işlemleri yapan taraflar ise bu imkândan yoksundurlar.

6- Futures sözleşmelerde günlük hesaplaşma sistemi (marking to market) bulunduğundan yatırımcının kârı ya da zararı belli olmakta, forward işlemlerde ise kâr ya da zararın gerçekleşmesi için vade sonunu beklemek gerekmektedir.

7- Forward işlemlerde taraflarda karşılıklı güvenin esas alınmasının bir sonucu olarak sözkonusu anlaşmanın teslimi esastır, sözleşmenin erken sona ermesi ya da üçüncü şahıslara devri nadiren karşılaşılan olaylardır. Futures sözleşmelerde tarafların muhatabının takas odası olması ve takas odasının güvenilirliği nedeniyle sözleşme kolayca devredilebilmekte veya teslim tarihinden önce ters bir işlem ile taraflar sözleşme yükümlülüklerinden kurtulabilmektedirler.

8- Futures işlemlerinin üçüncü şahıslara devrinin kolay olması forward işlemlere göre likiditesini yüksek kılmaktadır.

9- Forward işlemlerde, sözleşmenin yapılabilmesi için herhangi bir aracılığa ihtiyaç bulunmamaktadır. Oysa futures sözleşmelerinde tarafların borsa ortamında alım-satım işlemleri yapabilmeleri için borsa üyesi aracı kuruma ihtiyaçları vardır. Bu durumda aracı kuruma ayrıca komisyon ödemek zorundadırlar.

10- Bir farklılık da forward sözleşmeleri açısından esash unsur teşkil etmeyen teminat (marjin) sisteminden ortaya çıkan kaldıraç (leverage) etkisinden kaynaklanmaktadır. Gerçekten de, bir futures işlem sözleşmesinin kurulması ile takas üyesi, sözleşme değerinin önceden belirlenmiş bir orandaki miktarını takas merkezi nezdinde teminat olarak yatırmak ve bu teminatı da her gün piyasada oluşan fiyata göre güncelleştirmek zorundadır. Bu durum çok ciddi bir kaldıraç etkisi oluşturmaktadır. Oysa bir forward sözleşmesinin kurulması ne karşı tarafa teminat verilmesi ne de teminatın güncellenmesi sözkonusudur. Bununla birlikte kaldıraç etkisinin, forward sözleşmeleri ile futures sözleşmeleri arasındaki belirleyici unsur olmadığı ileri sürülmektedir²⁹².

11- Futures piyasalarda alım-satım sözleşmeleri, borsa takas merkezine teminat

²⁹¹ Ercan Beyazıt, Ramazan Aktaş, "Finansal Araçlar, Vadeli İşlemler Piyasası", **Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Sayı:3-4, (Ankara, 1991), s.203

²⁹² Özşahin, a.g.e., s.15

niteliğinde olan depozito (marjin) yatırılarak yapılmaktadır. Forward sözleşmelerde ise böyle bir teminat yoktur. Çünkü forward işlemler karşılıklı güvene dayanmaktadır.

12- Forward sözleşmeler daha çok dövizler üzerinde ve bankalar arasında yoğunlaştığı halde; futures sözleşmeler ölçülebilen herşey üzerinden işlem görebilmekte ve alım-satıma konu olabilmektedirler.

5. OPSİYONLAR (OPTIONS)

5.1. Opsiyon Sözleşmelerin Yapısı ve İşleyişi

Opsiyon, satın alan tarafa herhangi bir ürünün fiyatı bugünden sabitlenmek koşulu ile bu ürünü ileri bir vadede satın alma ya da satma hakkını veren bir anlaşmadır²⁹³.

Her opsiyon anlaşmasında en az iki taraf mevcuttur. Bunlardan opsiyon hakkını yani opsiyon anlaşmasında belirtilen spesifik değeri satın alma ve satma ayrıcalığını elinde bulunduran tarafa opsiyon sahibi; bu hakkı opsiyon sahibine sağlayan tarafa da opsiyon yükümlüsü denilmektedir. Opsiyon sahibi açısından anlaşmada belirtilen değer satın alınması veya satılması bir hak olup, mecburiyet getirmez. Buna karşılık opsiyonu kullandıran taraf, piyasa koşulları doğrultusunda anlaşma sırasında belirlenmiş fiyat üzerinden opsiyonu teslim ederek anlaşma şartlarını uygulamak zorundadır. Opsiyon kullanıcısı elde ettiği bu esneklik karşılığında opsiyonu kullandıran tarafa prim öder. Böylelikle sınırsız getiri imkânı sağlarken, riski belirli bir düzeyle sınırlamış olur²⁹⁴.

Opsiyonlar döviz, faiz, hisse senedi, hisse senedi endeksi, mal (emtia) ürünleri üzerine alınıp satılmaktadır²⁹⁵.

Opsiyon işleminin işleyişini daha belirli bir hale getirmek üzere bir örnek verilmesi uygun olur²⁹⁶: Bir kişi, Eylül teslimi ile bir sterlin alma opsiyonunu herbir

²⁹³ Akbank T.A.Ş., a.g.e., s.26

²⁹⁴ Selda Kırdaroğlu, Figen Saklar, "90'ların Çağdaş Finans Teknikleri", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:77, (Ocak 1992), s.51

²⁹⁵ Alpan, a.g.e., s.63

²⁹⁶ Arman Kırım, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", **Bankacılar Dergisi**, Yıl:2, Sayı:5, (Temmuz 1991), s.38

sterlini 1.70 dolar üzerinden satın almış ve bunun karşılığında opsiyonu satan tarafa 3.20 cent prim ödemiş olsun. Bu durumda vade geldiğinde spot sterlin fiyatları 1.70 doların üstüne çıkmış ise opsiyon sahibi opsiyonunu kullanacak ve dövizleri opsiyon satandan alacaktır. Opsiyon satan taraf bu durumda dövizleri 1.70 dolar üzerinden teslim etmek zorundadır. Öte yandan eğer Eylül vadesinde spot sterlin fiyatları 1.70'in altına düşmüş ise opsiyon sahibi opsiyonunu kullanmaktan vazgeçecek ve gereksinmesi olan sterlinleri daha ucuza spot piyasadan temin edecektir.

Opsiyonların genel olarak yapısı ve işleyişine değindikten sonra bütün opsiyonlar için geçerli olan bazı temel kavramları tanımlayabiliriz. Opsiyonlar çok çeşitli finansal enstrümanlar üzerinden alınıp satıldığı halde biz çalışmamızda döviz opsiyonları ağırlıklı olmak üzere bununla birlikte faiz opsiyonlarını da inceleyeceğiz.

5.2. Opsiyonlar ile İlgili Temel Kavramlar

5.2.1. Opsiyon Satan–Opsiyon Alan (Option Writer, Buyer)

Opsiyon satma işlemi genelde “opsiyon yazmak” olarak tabir edilir. Opsiyonu satın alan tarafa opsiyon alan (option buyer, option holder), opsiyonu satan tarafa ise opsiyonu yazan (option writer veya option grantor) adı verilir. Opsiyon satan tarafın pozisyonu açık veya kısa (short), alan tarafın pozisyonu ise uzun (long) olarak tanımlanır²⁹⁷.

5.2.2. Alma Opsiyonu (Call Option)

Bir alım opsiyonu belirli prim karşılığı, alıcıya sözleşmede belirtilen tarihe kadar belirli bir miktar menkul değeri, döviz ya da sözkonusu varlığı önceden satın alma hakkı sağlar. Alım opsiyonunun satıcısı, talep ettiği takdirde sözkonusu varlığın mülkiyetini alıcıya bırakmayı taahhüt eder. Alım opsiyonunu satın alan, bunu kullanıp kullanmamakta serbesttir. Alım opsiyonunu satan ise sözleşme koşullarını yerine getirmekle yükümlüdür.

5.2.3. Satma Opsiyonu (Put Option)

Satma opsiyonu, opsiyonun alıcısına belli miktardaki döviz önceden

²⁹⁷ Apak , Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, a.g.e., s.31

belirlenen bir tarihe kadar ve tespit edilen fiyat üzerinden satma hakkını veren opsiyon sözleşmesidir. Satıcı taraf opsiyon sözleşmesiyle üstlendiği yükümlülüğü yerine getirmek zorundadır²⁹⁸.

5.2.4. Opsiyon Primi (Option Premium)

Her iki opsiyon türünde de opsiyon satıcısının herhangi bir hakkı olmayıp, opsiyon kullanıldığı takdirde sözleşmenin dayalı olduğu kıymeti karşı taraftan satın alma ya da satma yükümlülüğü vardır. Fiyat riskini ortadan kaldırmak için oldukça cazip bir araç olan opsiyonu satın alan taraf, sağlamış olduğu bu hizmet karşılığında opsiyon satana prim ödemektedir. Prim, opsiyon satanın üstlendiği fiyat riskinin bedelidir ve faiz olarak ödenir. Opsiyonun kullanılmaması halinde, primin geri alınması sözkonusu değildir²⁹⁹.

5.2.5. Kullanım Fiyatı (Exercise Price, Strike Price)

Opsiyonun kullanılması durumunda geçerli olacak ve başlangıçta anlaşılmış olan fiyata opsiyonun kullanma fiyatı adı verilmektedir³⁰⁰. Opsiyon satın alan taraf, opsiyonda anlaşılmış fiyat üzerinden ürünleri almaya ya da satmaya karar verdiğinde, opsiyonu kullanmış olur. Eğer vazgeçerse opsiyon terk edilir. İşte opsiyonu kullanması durumunda geçerli olacak ve başlangıçta anlaşılmış olan fiyat opsiyonun kullanma fiyatıdır.

Borsalarda satılan opsiyonlardan belirli bir sayıda kullanma fiyatı tercihi verilmekte, opsiyon alan taraf bu fiyatlar arasında seçme hakkına sahip olmaktadır. Kullanım fiyatları borsalarda spot fiyattan belirli standart aralıklarla kote edilmektedirler³⁰¹. Genel olarak opsiyon alım sözleşmelerinde, sözleşme konusu finansal varlığın piyasa fiyatı kullanım fiyatını aştığı zaman kullanma hakkı doğar, satım opsiyonlarında ise bu işlem tam tersi gerçekleşir.

5.2.6. Vade Tarihi (Expiration Date)

Bu tarih opsiyon hakkının son kullanma tarihini ifade eder. Bu

²⁹⁸ Gümüşeli, a.g.e., s.58

²⁹⁹ Aksel, a.g.e., s.32

³⁰⁰ Akbank T.A.Ş.,a.g.e.,s.26

³⁰¹ Erdoğan, a.g.e., s.97

tarihten sonra opsiyon hakkı kullanılmaz. Piyasalarda tedavül eden opsiyonlar genellikle 3, 6, 9 ve 12 aylık düzenlenmiştir. LIFFE’de tedavül eden opsiyonların çoğunluğu Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarında bitecek biçimde düzenlenmiştir. Opsiyonlar Avrupa ve Amerika tipi olarak ikiye ayrılır. Amerikan tipi opsiyonlarda alıcı istediği zaman opsiyon hakkını kullanabilir. Avrupa tipi opsiyonlarda ise yalnızca vade tarihlerinde kullanılabilir³⁰².

5.2.7. Kârda, Zararda ve Başabaş Opsiyonlar (In The Money, Out Of The Money, At The Money Options)

Üzerinde opsiyon yazılan ürünün piyasa fiyatı (spot price) kullanım fiyatına eşitse opsiyon başabaş opsiyon olarak adlandırılır. Vade süresi içinde, herhangi bir anda, yürürlüğe konduğu takdirde sahibine kazanç sağlayacak opsiyonlara kârda opsiyon denir. Bunun tam tersi olarak, vade süresi içinde, herhangi bir anda yürürlüğe konması halinde sahibine zarar sağlayacak opsiyonlara zararda opsiyon denir³⁰³.

5.2.8. Opsiyon Sözleşmelerinin Değerlemesi

Bir opsiyon sözleşmesinde değeri belirleyen kavramları şu şekilde sıralayabiliriz³⁰⁴:

Tablo 7. Opsiyon İşlemlerinin Kârlılık Durumu

	<i>Alma Opsiyonu</i>	<i>Satma Opsiyonu</i>
Kârda	Piyasa Fiyatı>Kullanım Fiyatı	Piyasa Fiyatı<Kullanım Fiyatı
Başabaş	Piyasa Fiyatı=Kullanım Fiyatı	Piyasa Fiyatı=Kullanım Fiyatı
Zararda	Piyasa Fiyatı<Kullanım Fiyatı	Piyasa Fiyatı>Kullanım Fiyatı

i- İçsel Değer: Bir opsiyonun içsel değeri, o opsiyonun kullanılması durumunda opsiyon sahibinin elde edeceği net değeri (kârı) gösterir. İçsel değer, spot fiyat ile kullanma fiyatı arasındaki farka eşittir.

ii- Zaman Değeri: Vadeye olan zaman nedenli uzak ise kurların tahmini de odenli zordur. Bu nedenle, zaman primlerin önemli bir belirleyicisi olmaktadır. Uzun

³⁰² Tevfik A., Tevfik G., a.g.e., s.176

³⁰³ Apak, Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, s.32

³⁰⁴ Akbank T.A.Ş., a.g.e., s.27

vadeli opsiyonların primleri kısa vadeli opsiyonlardan daha yüksek olmaktadır.

iii- Dalgalanırlık (Volatility) : Spot döviz kurunun dalgalanırlılığı ne kadar yüksek ise, bu kurun opsiyon vadesinde opsiyon satan aleyhine değişme olasılığı ve riski odenli fazla olur. Bu nedenle volatiliteye bağlı olarak opsiyonun primi artar.

iv- Spot kurlar aynı kalmak koşuluyla dolar faizlerinde diğer dövize kıyasla oluşan bir artış ya da diğer döviz faizlerindeki dolara kıyasla bir düşüş döviz alma opsiyonlarının (call option) primini yükseltir ve satma opsiyonlarının (put option) primini düşürür.

5.3. Finansal Piyasalarda Opsiyon Çeşitlerinden Döviz ve Faiz Opsiyon Sözleşmeleri

5.3.1. Döviz Opsiyonları (Currency Options)

Döviz üzerine borsa opsiyonları ilk olarak 1982 Kasım'ında Montreal Borsası'nın (ME) Kanada doları opsiyonları düzenlemesiyle başlamıştır³⁰⁵. 1982 Aralık ayında Philadelphia Borsası (PHLX) Sterlin opsiyon kontratlarını çıkardı. 1983 yılında bunu Alman markı, İsviçre frangı, Japon yeni ve Fransız frangı üzerinden düzenlenen opsiyonlar takip etti. Daha sonra IMM, LIFFE ve diğer borsalarda çeşitli döviz cinsleri üzerinden opsiyon işlemlerine girmeye başladılar³⁰⁶.

Döviz opsiyonu, belirli bir tutardaki dövizin öngörülen belirli bir kurdan, belirli bir tarihte ya da belirli bir dönem içinde alınması ya da satılması hakkının satın alınmasıdır. Opsiyonu satın alan taraf sözleşmede öngörülen vadede, öngörülen fiyattan işlem yapma hakkına sahip olup, bu hakkı kullanıp kullanmamakta özgürdür. Bu hakkı satın almak için karşı tarafa peşin bir komisyon (prim) ödenmektedir. Opsiyonu satan taraf ise, vadede önceden belirlenmiş fiyattan işlem yapma yükümlülüğü altına girmektedir³⁰⁷.

Döviz opsiyonları, borsa opsiyonları ve tezgahüstü (over the counter) piyasa opsiyonları olmak üzere iki farklı piyasada işlem görürler. Borsa opsiyonları future

³⁰⁵ Andersen, a.g.e., s.130

³⁰⁶ Aytekin, a.g.e., s.70

³⁰⁷ Tevfik A., Tevfik G., a.g.e., s.176

sözleşmelere benzer şekilde miktar, vade ve kullanım fiyatı açılarından standart sözleşmeleri içerir. Buna karşılık OTC opsiyonları müşteri ile opsiyon sahası arasında isteğe göre farklı büyüklüklerde, farklı tarihler ve para birimleri cinsinden düzenlenebilirler³⁰⁸.

Borsa opsiyonlarında, sistem takas merkezi (clearing house) aracılığıyla çalışmaktadır. Fiyatlar da halka açık bir şekilde ve yüksek sesle pazarlık (open outcry) yöntemine göre tamamen arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir³⁰⁹.

Borsa opsiyonlarında , futures opsiyonlarında olduğu gibi teminat (marjin) sistemi ile opsiyonların yerine getirilmesi garanti altına alınmıştır. Buna karşın tezgahüstü (OTC) opsiyonlarında taraflar birbirini tanır ve karşı taraf riskini üstlenirler³¹⁰.

Opsiyon sözleşmelerinde opsiyon satın alan tarafın riski yatırmış olduğu prim ile sınırlıdır ve karşı tarafa ödediği bu prim karşılığında, işlemin vadesi içinde işlemiden vazgeçme hakkını elinde tutmaktadır. Buna karşılık opsiyon satan tarafın kazancı aldığı prim ile sınırlı olup, olumsuz büyük kur risklerinde zarar etme ihtimali çoktur. Bunun için opsiyon satanın yükümlülüğünü yerine getirmeme riskini ortadan kaldırmak amacıyla takas merkezi belli bir teminat alır. Bu teminata marjin denilip, her günün sonunda opsiyon satanın kâr zarar durumu değerlendirilip, kontrol edilir³¹¹.

Konuyu bir örnek yardımıyla açıklayalım.

Diyelim ki; bir pozisyon yöneticisi ithalat işleminden dolayı 3 ay sonra yapacağı 100.000 ABD dolarlık bir transfer için kendisini kur riskine karşı korumak amacıyla bir alım opsiyonu (call option) satın almak istesin.

Doların bugünkü alış kurunun 1.350.000 TL, satış kurunun 1.360.000 TL, 3 ay sonra yapacağı transfer için üzerinde anlaşma yapılan fiyatın 1.400.000 TL, opsiyon için ödeyeceği komisyonun ise % 2 olduğunu varsayalım.

³⁰⁸ Nevruz Akalın, *Türev Araçların Taşıdığı Risklerin Ortaya Konmasında Kamuyu Aydınlatma Düzenlemelerinin Yeri ve Önemi*, (SPK Muhasabe Standartları Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Ankara, Nisan 1999), s.3

³⁰⁹ Erdoğan, a.g.e., s.98

³¹⁰ Gümüşeli, a.g.e., s.57

³¹¹ Sevim Türkel, *Bankalarda Dövizli İşlemlere Yönelik Fon Yönetimi* (İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1994), s.48

$$\begin{aligned}\text{Alım opsiyonunun işlem tutarı} &= 100.000 \text{ USD} \times 1.400.000 \text{ TL} \\ &= 140 \text{ milyar TL}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Ödenecek komisyon tutarı} &= 140 \text{ milyar} \times \% 2 \\ &= 2.800.000.000 \text{ TL}\end{aligned}$$

$$\text{Maliyet toplamı} = 140 \text{ milyar} + 2.8 \text{ milyar TL} = 142.8 \text{ milyar TL}$$

$$\text{Başabaş dolar kuru} = 142.8 \text{ milyar TL} / 100.000 \text{ USD} = 1.429.000 \text{ TL}$$

Buna göre 3 ay sonra doların spot satış kuru 1.429.000 TL olursa, yani sözleşmede belirtilen tarih geldiğinde sözkonusu döviz opsiyonunun fiyatı, piyasada geçerli olan spot satış kuru olan 1.429.000 TL'den düşük olduğundan, pozisyon yöneticisi opsiyon almasıyla kazandığı hakkını kullanacak ve 1.400.000 TL'sından doları satın alacaktır. Pozisyon yöneticisi burada kârlıdır (in-the-money). Bunun sonucunda, ithalatçı borcunu $100.000 \text{ USD} \times 1.429.000 \text{ TL} = 142.9 \text{ milyar TL}$ ödeyeceğine satın aldığı opsiyon sözleşmesiyle $100.000 \text{ USD} \times 1.400.000 \text{ TL} = 140 \text{ milyar TL}$ ödeyecektir.

29.000 TL'sını herbir dolarda kazanacak ve toplam kazancı 2.9 milyar TL olacaktır.

3 ay sonra doların spot satış kurunun 1.400.000 TL'sının yani opsiyonlu fiyatın altına düştüğünü varsayarsak bu durumda opsiyon zararda (out-of-money) olacaktır. Bu durumda ithalatçı sözleşmeden doğan hakkını kullanmak istemeyecek ve prim olarak ödediği 2.8 milyar TL'sını ise opsiyon satın almanın zararı olarak kabul edecektir. İhracatçıya yapması gereken ödemeyi de spot piyasadan dolar satın alarak gerçekleştirecektir.

Bu işlemler aracılığı ile pozisyon yöneticisi, gelecekte oluşacak döviz ödemesi için bugünden belirli bir fiyat, vade ve miktar üzerinden döviz alarak pozisyonunu kur, faiz ve diğer risklere karşı koruma altına alacaktır.

Daha önceki konularımızda, döviz ve faiz oranlarındaki değişikliklerin ortaya çıkardığı olumsuz etkilerden korunmak amacıyla forward ve futures işlemlerinin nasıl kullanılacağını incelemiştik. Diğer bir koruma şekli olan döviz opsiyonları ise temel mantık ve işleyiş yönüyle pek farklı olmamakla birlikte, sağladığı esneklik yönünden diğer tekniklerden farklılık arz etmektedir.

Bankalar tarafından ihraç edilen opsiyonlarda bankalar müşterilerine karşı daima satıcı, müşterileri ise alıcı durumundadırlar. Bunlar müşterilerinin ihtiyaçlarına göre uygun miktar ve vadelerde düzenlenebilirler. Dolayısıyla daha esnek kullanım olanağına sahiptirler. Ancak borsa opsiyonlarında bu olanak yoktur. Opsiyonlar diğer vadeli işlemler gibi bankalarda iki farklı amaçla kullanılırlar. Bunlardan birincisi döviz risklerinden korunmak (hedging), ikincisi ise spekülasyon ve arbitraj kârı elde etmektir. Döviz risklerinden korunma amaçlı kullanım şekilleri ise bankanın mevcut döviz pozisyonuna ve dövizin fiyatı hakkında beklentilere göre değişecektir. Döviz pozisyonunda fazla veya açık olabileceği gibi döviz fiyatlarının düşmesi veya yükselmesi bekleniyor olabilir. Ancak genelde izlenecek strateji Tablo 8.'deki şekilde formüle edilebilir³¹².

Tablo 8. Alım-Satım Opsiyon Durumu

Döviz Fiyatının Düşmesi Bekleniyorsa	Satış Opsiyonunun Alımı
Döviz Fiyatının Yükselmesi Bekleniyorsa	Alım Opsiyonunun Alımı

Kaynak: Kaval H., 1998, s.34

Birinci durumda yani döviz fiyatlarının düşmesi bekleniyor ise mevcut bir pozisyon veya henüz mevcut olmamakla birlikte gelecek bir döviz pozisyonu korunmaya çalışılır. İkinci durumda ise açık döviz pozisyonu ve opsiyon vadesinden önce ödenmesi gereken bir taahhüt kur riskine karşı korunur³¹³.

Kur riskinden korunmak isteyen kurumsal bir yatırımcı için yabancı para (döviz) üzerine yapılan opsiyonlar, forward sözleşmelere ilginç bir alternatif teşkil etmektedir. İleride belirli bir tarihte örneğin Sterlin alacak olan bir firma riskini, bu tarihte sona erecek Sterlin üzerine bir satım opsiyonu satın alarak ortadan kaldırmak ister. Böyle bir korunma bir taraftan Sterlinin değerinin anlaşma fiyatından daha düşük olmayacağını garanti altına alırken, bir taraftan da lehte gerçekleşecek döviz kuru değişikliklerinden fayda temin etmesine izin verir. Bir forward sözleşme ileri tarihteki bir işlem için belirli bir döviz kuruna kendini bloke ederken, bir opsiyon bir

³¹² Hasan Kaval, "Bankalarda Kambiyo Riskleri ve Korunma Yöntemleri", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:26 (Eylül 1998), s.34

³¹³ Aynı, s.34

nevi sigorta sağlamaktadır. Tabi ki sigorta ücretsiz değildir. Bir forward işleme girmenin hiçbir maliyeti söz konusu olmadığı halde, opsiyonlar için başta bir prim ödemesi yapılır³¹⁴.

Burada gözönünde bulundurulması gereken nokta, forward sözleşmesiyle dönülemez bir yükümlülük içine girilirken ve döviz kurunun istenilen düzeyde gelişme göstermesinden yararlanılmazken, opsiyon işleminde bu mümkün olabilmektedir. Bunu bir örnek yardımıyla açıklayalım: Mart/2002’de verdiği bir sipariş sonucu Haziran’da dolar ödemek zorunda olan bir İsviçre firması, İsviçre frangının dolar karşısında değer kaybedeceğini tahmin ettiğinden bir forward sözleşmesi yaparak CHF 1.67=USD 1.00 kurundan Haziran/2002’deki ödeme maliyetini sabitleştirir.

Böylece ödeme tarihinde Amerikan dolarının spot fiyatı ne olursa olsun firmanın maliyeti dolar başına 1.67 CHF olacaktır. forward işlem yerine aynı firmanın aynı fiyattan bir alma döviz opsiyonu (call currency option) satın aldığını varsayalım: Ödediği prim dolar başına 0.01 CHF olsun. Firma opsiyon vadesine kadar dolar kurunu izleme ve vadeden önce son duruma göre dilediğini yapma özgürlüğüne sahip olacaktır. Yani doların spot fiyatı CHF 1.68 (1.67+0.01)’ın üzerinde ise opsiyon hakkını kullanacak, doların spot fiyatı CHF 1.66 (1.67-0.01)’ın altında ise opsiyon hakkını kullanmayacak ve spot kurdan dolar almayı tercih edecektir. Bu ikinci durumdaki maliyet, spot kur ile opsiyon primi toplamı kadar olacaktır.

Yukarıdaki örnekte ithalatçı durumunda olan firma ihracat yaparsa bu kez belirli bir tarihte eline geçecek olan döviz peşinen satmak isteyecek ve yine bir forward işlemine başvuracaktır. Görülüyor ki forward işlemi aleyhteki kur değişimlerine karşı koruyucu olmakla birlikte lehteki gelişmelerden yararlanmaya olanak vermemektedir. Opsiyon işleminde ise bu olanak bir çeşit sigorta niteliğini taşıyan primini ödemek karşılığında vardır³¹⁵.

³¹⁴ Murat Kayacan ve Murat Bola, **Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması** (Mart Matbaacılık, İstanbul, Haziran 1995), s.67

³¹⁵ Erdemol, a.g.e., s.125

Bu açıklamalardan sonra opsiyon ile forward işlemler arasındaki farkları kısaca şöyle sıralayabiliriz³¹⁶:

- Opsiyonlar döviz kurlarının değişkenliği nedeniyle ortaya çıkan risklerden korunmayı ve bazı durumlarda da bundan kâr edebilmek için ikinci bir olanak daha sağlamaktadır.

- Forward işlemlerde miktar, vade tarihi ve döviz cinsi sınırlaması yoktur. Opsiyon sözleşmeleri standardize edilmiş büyüklükleri ve vadeleri nedeniyle yabancı para ticaretini kolaylaştırmaktadırlar.

- Opsiyonlar önemli bir ticari kaldıraç etkisi sağlarlar bu da para piyasalarına istikrarsızlık getirebilir.

5.3.2. Faiz Opsiyonları

Tanımı şu şekilde de yapabiliriz; bir faiz opsiyonu, belirli bir faiz oranından ya hemen ya da gelecekte önceden belirlenmiş bir zaman süresi içinde borçlanma veya ödünç verme hakkını ifade eder. Faiz opsiyonları ileriye yönelik faiz değişimlerinin yaratacağı faiz riskini ortadan kaldırmaya yönelik olarak kullanılır³¹⁷.

Faiz opsiyonları; bir yandan hedging diğer yandan ise spekülasyon amacıyla kullanılmaktadır. Faiz opsiyonları ile hedging etkinliğinin altındaki temel dürtü, ileriye yönelik faiz değişimlerinin oluşturacağı faiz riskini ortadan kaldırmaktır. Döviz opsiyonlarında olduğu gibi, faiz opsiyonları da borsa ve banka (OTC) opsiyonları olarak iki farklı piyasada alınıp satılmaktadır. Bu piyasalarda işlem gören faiz opsiyonları; mevduat ve kredi opsiyonları, faiz futures opsiyonları ile faiz garanti anlaşmaları olarak isimlendirilen faiz tavanları (caps), faiz tabanları (floors), faiz kuşakları (collars) ve faiz koridorlarıdır (corridors)³¹⁸.

³¹⁶ Yurt, a.g.e., s.161-162

³¹⁷ Aytekin, a.g.e., s.74

³¹⁸ Kırım, Sayı:5, a.g.m., s.43

6. SWAP İŞLEMLERİ VE İŞLEYİŞİ

6.1. Swap İşlemleri

Faiz oranları ile döviz kurlarındaki dalgalanmaların yarattığı riski azaltmak amacıyla geliştirilen tekniklerden biri de swaptır. Swap, eski bir para piyasası işlemi olmakla birlikte, özellikle kur ve faiz oranlarının hızla dalgalanmaya başladığı 1970’li yılların başlarından beri büyük bir önem kazandığı görülmekte ve bu gelişme finans çevrelerince “uluslararası bankacılıkta devrim” olarak nitelendirilmektedir³¹⁹.

Spot ve forward döviz piyasaları arasında bir köprü oluşturan swap yöntemi ilk kez 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından spot piyasada İngiliz sterlini karşılığında ulusal paranın satılıp, vadeli olarak (forward) geri satın alınması ile gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta yalnızca merkez bankaları arasında uygulanan swap işlemleri, daha sonra ticaret bankalarının, çok uluslu kuruluşların ve de resmi kuruluşların giderek daha fazla rağbet ettikleri ilginç bir finanslama yöntemi niteliğini kazanmıştır³²⁰.

Swap işlemlerinin uluslararası para piyasalarında asıl gelişimi 1970’li yılların başlarına rastlamaktadır. Bunun sebebi de 1970’lerde İngiltere’de uygulanmaya başlanan yasal kısıtlamalardır. Sermaye hareketlerine ve döviz işlemlerine getirilen kısıtlamaları aşmak amacıyla büyük ölçüde swap işlemleri kullanılmaya başlanmıştır.

1980’li yıllara gelindiğinde swap işlemleri borç maliyetini azaltmak, döviz kuru ve faiz oranı değişmelerinin etkisini minimize etmek amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. Döviz swapı ilk kez, 1982 yılında IBM ile Dünya Bankası arasında yapılan ve sabit faizli DEM ile İsviçre frangı borçlarının, Dünya Bankası’nca Eurobond ihraç edilerek ABD doları borcu ile swap yani değiştirilmesini içeren anlaşma ile gerçekleştirilmiştir³²¹.

Swap piyasasının gelişimini kısaca anlattıktan sonra kelime anlamı olarak değiş-tokuş, değiştirme manasında kullanılan swapı şu şekilde tarif edebiliriz³²²:

³¹⁹ Yurt, a.g.e., s.113

³²⁰ İhsan Ersan, "Swap Finansmanı ve Türkiye", *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*. Sayı:75, (Mayıs 1985), s.32

³²¹ Brendon Brown, *The Economics of The Swap Market*, (Routledge, London, 1989), s.1

³²² Pelin Alpergin, "Hedging", *Bankacılar Dergisi*. Sayı:1, (Nisan 1990), s.64

Swap, piyasalar arasında arbitraj fırsatları oluşturan ve iki karşı tarafın önceden belirlenen ödeme planlarını değiştirme konusunda anlaştıkları finansal işlemlerdir. Swap işlemi piyasada borç alma veya çıkarma nedeniyle maruz kalılabilecek özellikle faiz oranı veya döviz bazlı etkilerin en aza indirilmesine yardımcı olan bir tekniktir.

Swapın kullanım alanları beş temel başlık altında özetlenmektedir. Bunlar³²³:

- Aktif getiri
- Kaynak kullanım maliyetlerini düşürmek
- Risk yönetimi
- Arbitraj
- Alım-satım (trading)'dir.

Son yıllarda swap piyasalarında görülen hızlı büyümenin en önemli nedeni, finansal piyasaların farklı yapısal özelliklere sahip olmalarıdır. Swap işlemine temel oluşturan bu farklılıkları şu şekilde sıralayabiliriz³²⁴:

1- Sabit faizle borçlanma imkânları sınırlı olan gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelerin elinde bulunan sabit faizli kredilerle swap yaparak değiştirme isteği,

2- Değişik kredi değerliliğine sahip olan kuruluşların finansal piyasalardaki farklı kredi koşulları ile karşı karşıya kalmaları ve bu farklılıkların yarattığı avantajdan yararlanma isteği,

3- Bazı para birimlerinde fon sağlama imkânına karşı, diğer çeşitli para birimi ihtiyaçlarında güçlüklerle karşılaşılması,

4- İhracat ve diğer kredilerden elde edilen belirli döviz varlıklarına karşılık, yani ihtiyaç duyulmayan fonlara karşılık farklı bir döviz cinsinden fon edinme gereksinimi,

5- Ulusal para ve döviz piyasalarının yeterli yatırım olanaklarına sahip olamaması,

³²³ Arman Kırım, "Swap Piyasaları: Döviz ve Faiz Swapları", **Bankacılar Dergisi**. Yıl:1, Sayı:2, (Temmuz 1990), s.30

³²⁴ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, (Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayını, 6. Baskı, İstanbul, 1994), s.690

6- Uluslararası para piyasalarına yapılan yatırımlardan daha yüksek getiri elde etme fırsatlarının ortaya çıkması,

7- Bazı finansal piyasalarda kredi vadelerinin kısıllığı, uzun vadeli borçlanma imkânlarının kısıtlı olması.

6.2. Swap İşlemlerinde Taraflar

Swap piyasası katılımcıları iki kategoride incelenebilir. Bunlardan birisi son kullanıcılar (end-users) diğeri de aracılardır (intermediaries). Son kullanıcılar ekonomik ve mali nedenlerle faiz veya döviz riskini azaltmak amacıyla swapla ilgilenir. Aracı (ya da satıcı, genellikle bankadır) ise komisyon ücreti almak ya da ticari kâr elde etmek için swap işlemine girer. Uygulamada bazı kuruluşlar her iki tarafta da faaliyet gösterirler³²⁵.

6.2.1. Son Kullanıcılar (End-Users)

Günümüzde swap piyasasında son kullanıcılar çok çeşitli kuruluşlardan oluşmaktadır. Dünyanın her yerindeki bankalar, şirketler, tasarruf ve emekli sandıkları, sigorta şirketleri, devlet kuruluşları, yerel yönetimler, uluslararası teşkilatlar ve devletler swap piyasasına son kullanıcı olarak katılmaktadırlar. Son kullanıcılar swap piyasasında çeşitli amaçlarla fayda sağlarlar. Bunlar; düşük maliyetli finansman, yüksek getirili aktifler elde etmek, iş hayatının normal yapısından kaynaklanan döviz ve faiz risklerine karşı korunmak, kısa süreli aktif/pasif yönetim stratejilerini uygulamak ve spekülasyon yapmak şeklinde özetlenebilir³²⁶.

6.2.2. Aracılar (Intermediaries)

Swap piyasalarındaki aracılık fonksiyonunu ticaret ve yatırım bankaları yaparlar. Swap operasyonuna ihtiyaç duyan müşterilerini fonlama ve yatırım amaçlarını gözönüne alarak eşlerler. Bu fonksiyonları, temel bir broker fonksiyonuna benzetilebilir. Aracılar, borçlanma miktarının eşit olmadığı durumlarda

³²⁵ Gümüşeli, a.g.e., s.69

³²⁶ Aytekin, a.g.e., s.65

aktif olarak işleme taraf olabilirler. Örneğin swap yapmaya istekli iki firmadan birinin 100 milyon USD, diğerinin 85 milyon USD borçlanmak istediği bir durumda aradaki 15 milyon USD için aracı kuruluş işleme taraf olabilir. Müşteri amacına uygun hareket ederken 15 milyon USD için taraf olan aracı kurum pozisyon alırken kendisini ters faiz hareketlerine karşı korur³²⁷.

6.3. Swap Türleri

Çok çeşitli swap türleri olmakla birlikte, yapısal özellikler itibarıyla swaplar ikiye ayrılırlar. Bunlar faiz ve döviz swapıdır. Diğer swap türleri ise bu iki temel yapının değişik varyasyonlarıdır. Şimdi bu temel swap türlerini ayrıntılı olarak inceleyelim.

6.3.1. Faiz Swapı (Interest Rate Swap)

Uluslararası piyasalarda genellikle en fazla uygulama alanına sahip iki tür faiz swapı vardır. Bunlar sabit faiz/değişken faiz swaplar ile değişken faiz/değişken faiz swaplarıdır.

6.3.1.1. Sabit Faiz / Değişken Faiz Swapları

Faiz swapı, iki tarafın belli bir süre için aynı para cinsinden varsayımsal bir anapara miktarı üzerinden faiz ödemelerinin veya faiz alacaklarının yapısını değiştirmek üzere anlaşmaya varmaları şeklinde gerçekleşen bir mali işlemdir. Faiz swapını para swapından ayıran en önemli özellik, anaparaların değil sadece faizlerin değiş-tokuş edilmesi ve işlemin aynı para cinsi üzerinden yapılmasıdır³²⁸.

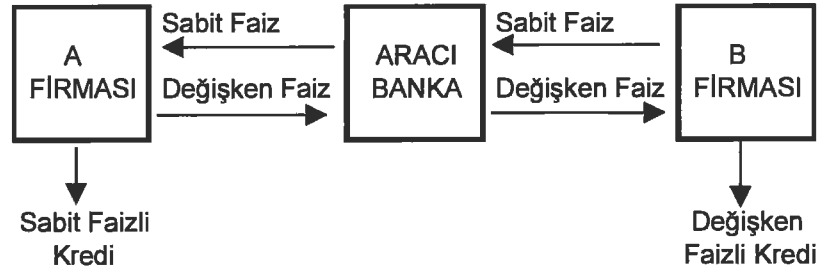
Genellikle gelişmekte olan ülkelerin firmaları kredi değerlilikleri yeterli olmadığından uluslararası piyasalardan sabit faizle kredi bulmakta zorlanırlar. Diğer taraftan, yüksek kredibilitesi olan firma ve bankalar, aktif portföylerine esneklik getirebilmek için değişken faizli kredi tercih ederler. Kredibilitesi düşük olan

³²⁷ Kürşad Tuncel, "Swap Sözleşmeleri (I)", *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi*. Yıl:2, Sayı:5, (Mart 1994), s.31

³²⁸ Mehmet Takan, *Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim* (Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, Mart 2001), s.710

firmalar değişken faizli kredi temin ederler ve bu krediyi daha sonra kredibilitesi yüksek kuruluşlara swap yaparak istedikleri gibi sabit faizli kredi haline dönüştürebilirler. Bu işlemler genellikle bir bankanın aracılığıyla gerçekleştirilir³²⁹.

Genel olarak en yaygın faiz swapı uygulaması, taraflardan birinin sabit faizli, diğerinin ise değişken faizli borçlanıp bu yükümlülüklerini takas ettikleri swap türüdür. Burada amaç mevcut aktiflerin ya da yükümlülüklerin faiz bazını değiştirmek olabileceği gibi, borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi de olabilir. Tipik bir faiz swapını aşağıdaki şekil yardımıyla açıklayabiliriz³³⁰.



Şekil 3. Faiz Swapının Genel Olarak İşleyişi

A firmasının kredibilitesi oldukça yüksek olduğu için firma sabit faizli borç piyasasından cazip koşullarla borçlanabilmektedir. Üstelik güçlü bir kredibilitesi olduğu için de sabit faizini oldukça cazip bir fiyatla çevirebilecektir. Oysa B firmasının uzun vadeli borç piyasalarındaki kredibilitesi daha düşük, ancak buna karşın kısa vadeli borç piyasasında durumu daha iyidir. Bu durumda aracı bir banka, iki tarafın faiz yükümlülüklerini birbirleri ile swap etmesini sağlamak suretiyle, her iki taraf için faiz iyileşmesi elde edebilir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, faiz swaplarında anaparanın ne başlangıçta ne de vade sonunda takas edilmesine gerek olmadığıdır. Her iki faiz akışı da aynı varsayımsal (notional) anaparaya dayalı olduğundan, faiz ödemeleri borcun vadesi süresince yerine getirilir³³¹.

Şimdi tüm tarafların isteklerini karşılayacak, uygulamalı bir örnek ve şekiller aracılığıyla faiz swapını açıklayalım.

Diyelim ki kredi değerliliği yüksek olan AAA firması ile düşük olan BBB

³²⁹ Aynı, s.710

³³⁰ Kırım, Sayı:2, a.g.m., s.31-32

³³¹ Aynı, s.32

firması borçlanmak amacıyla tahvil piyasalarından ve bankalardan aşağıdaki tabloda ifade edildiği gibi fon sağlamaya çalışsın.

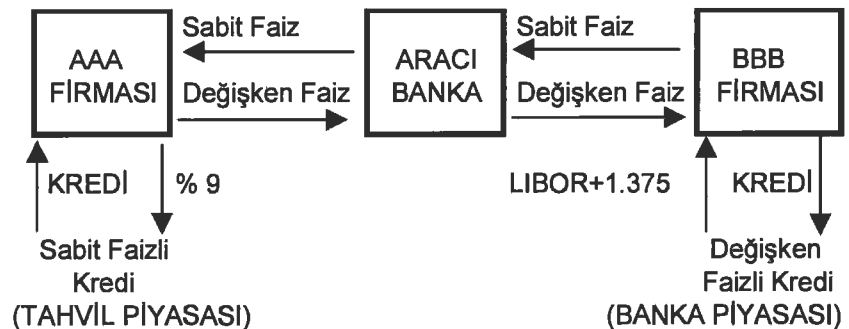
Tablo 9. Farklı Yapıdaki Firmaların Piyasalardan Borçlanmasıyla Yapılan Maliyet Analizi

BORÇLU	DÖNEM	SERMAYE PİYASASI % SABİT ORANLI TAHVİL PİYASASI	BANKA PİYASASI % DEĞİŞKEN ORANLI KREDİ PİYASASI
AAA Firması (Kredibilitesi Yüksek)	4-6 yıl	9	LIBOR + 0.125
BBB Firması (Kredibilitesi Düşük)	4-6 yıl	11	LIBOR + 1.375
BBB Firmasının Ekstra Maliyet Farkı		% 2	% 1.25

Tablo 9.'a göre AAA ve BBB firmalarının borçlanabilecekleri iki piyasa arasındaki net maliyet avantaj farkı $\% 2 - \% 1.25 = \% 0.75$ baz puanıdır.

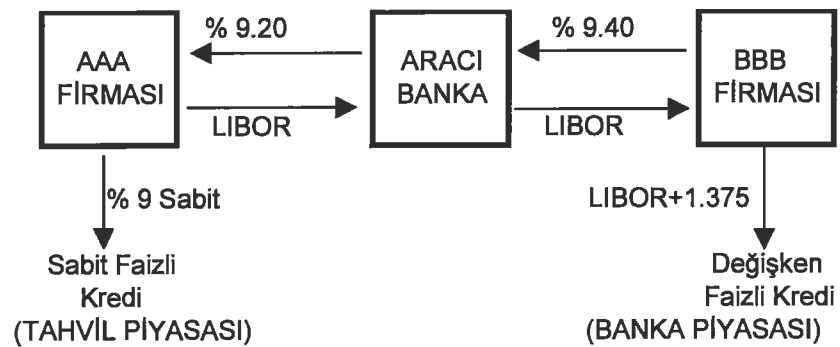
Tabloda kredi değeri yüksek olan AAA firmasının gerek sabit gerekse değişken faizle borçlanmada BBB firmasına göre mutlak üstünlüğe sahip olduğu görülmektedir. Yani AAA firması, bankalardan değişken faizle fon sağladığında BBB'ye göre $\% 1.25$ oranında, sermaye piyasasından sabit faizle fon temin ettiğinde ise $\% 2$ 'lik bir faiz avantajına sahiptir.

Kredi değeri düşük olan BBB firmasının piyasalardan sabit faizle $\% 11$, değişken faizle $LIBOR + 1.375$ oranlarıyla borçlanması kredi maliyetini arttıracığından, bu firma bahsedilen oranlardan borçlanmaktan vazgeçecektir. AAA firması $\% LIBOR + 0.125$ ile değişken faizli borçlanabilirken, kredi değeri düşük olan BBB firması için bu oran $LIBOR + 1.375$ 'dir. Bu oranlara göre iki borçlu firmada görece bir üstünlüğe sahiptirler. Böylece bu iki firma karşılıklı faiz yüklerini hafifletmek amacıyla, bir banka aracılığıyla swapa girerler.



Şekil 4. Faiz Ödemelerinin Swap Edilmesi

AAA firmasının hem sabit hem değişken faizle borçlanabilen piyasalarda avantajı vardır. Ancak sabit faiz avantajı nisbeten daha yüksektir (% 2). Toplam % 0.75'lik avantajı (baz faizi) bir banka aracılığıyla paylaşmak her ikisinin de avantajına olacaktır. AAA firması sabit faizli krediyi BBB firmasının aynı tutarlı değişken faizli kredisıyla takas eder.



Şekil 5. Faiz Ödemeleri

AAA ve BBB firması arasında yapılan swap sözleşmesi gereğince, AAA firması BBB firmasına LIBOR üzerinden faiz ödemesinde bulunacaktır. BBB firması ise, aracı bankaya ödenecek prim dahil olmak üzere sabit % 9.40 oranında faiz ödemesi yapacaktır. Aracı banka swap işlemi dolayısıyla 0.20'lik primini aldıktan sonra % 9.20'lik sabit faizi AAA firmasına ödeyecektir. Şekil 5.'de swap işlemine ait "nakit akışları" açık biçimde görülmektedir.

Yapılan swap işleminden sonra firmaların net borç maliyetleri şöyle olacaktır.

AAA firması için maliyet; % 9'luk kredi faizi için ödenen + swap işleminden dolayı karşı tarafa LIBOR ödemesi – swap işlemi dolayısıyla karşı taraftan alınan % 9.20'lik sabit faiz getirisi = $\% 9 + \text{LIBOR} - 9.20 = \text{LIBOR} - 0.20$, AAA firması için net maliyet $\text{LIBOR} - 0.20$ 'dir.

BBB firması için maliyet; $\text{LIBOR} + 1.375$ 'lik değişken faizli kredi ödemesi + swap işlemi nedeniyle 9.40'lık sabit faiz ödemesi – swap işlemi nedeniyle aracı swap bankasından alınan LIBOR faiz getirisi = $\text{LIBOR} + 1.375 + 9.40 - \text{LIBOR} = \% 10.775$, BBB firmasının net maliyetidir.

Yukarıda gördüğümüz gibi swap işlemi nedeniyle her iki firmada kredi finansman maliyetlerini düşürmüştür. AAA firmasının swap işlemi dolayısıyla

maliyeti LIBOR – 0.20 olarak gerçekleşerek 0.20 baz puan azalmıştır. BBB firmasının ise net maliyeti % 10.775'e düşerek, piyasadan direkt borçlanması durumunda katlanacağı maliyeti 0.225 puan azalmıştır. Aracı bankada swap işlemine aracılık ettiğinden iki firmanın kredi riskini üstlendiği için 0.20'lik baz puan elde etmiştir.

Yukarıdaki örnekte görüldüğü gibi kredi değerliliği yüksek firmalar swap işlemi yaparak LIBOR'dan daha düşük değişken faizli fon yaratabilmektedirler. Öyle ki bazı firmalar sırf bu amaçla Euro tahvil çıkarmakta ve bunu kredi değerliliği düşük firmalara swap ederek LIBOR'dan daha düşük faizli fon elde etmektedirler³³².

Bu işlemlerin gerçekleştirilmesinin borçlanma maliyetini düşürmesi yanında başka yararları da bulunmaktadır. Bunlar tarafların istedikleri faiz yapılarına kavuşabilmeleri, faiz oranları değiştiğinde swapların kârla satılabilme gibi yararlarıdır. Fakat bunların yanında eğer bu işlemi yapan tarafların kredi değerliliği aynı değilse aracının veya karşı tarafın kredi riski diğer tarafça üstlenilmiş olacaktır. Ancak swap sözleşmelerine konulan hükümlerle riske karşı koruyucu önlemler alınmaktadır. Ödememe halinde, karşı tarafın da edimini yerine getirmemesi gibi³³³.

Önceleri tüm swaplar karşılıklı olarak birebir eşleme mantığına göre yapılmasına rağmen son zamanlarda ABD piyasasında yeni korunma tekniklerinin geliştirilmesiyle swap depolanması adı verilen, açık pozisyonlu swap işlemleri gelişmeye başlamıştır. Bu yöntemde, mutlaka karşı tarafın bulunması gerekliliği ortadan kalkmıştır. Swap işlemi yapan taraf, ileride kapatmak üzere açık pozisyon durumuna girmektedir. Bu durumda karşı bir swap bulununcaya kadar açık pozisyon riski ortaya çıkmaktadır. Faiz swapında bu riski aracı banka üstlenmektedir. Aracı banka koruma sağlamak için karşı taraf bulup swap anlaşması yapsa dahi, spread* riski denilen swap fiyatları arasındaki farklılıklardan kaynaklanan risk ile karşı karşıyadır³³⁴.

³³² Ülku Dinler, **Bankalarda Döviz Yönetimi ve Swap İşlemleri**, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1993), s.65

³³³ Aynı, s.65

* Spread; piyasadaki geçerli alış faizi ile satış faizi arasındaki farktır.

³³⁴ Ali Kılıç, "Döviz Swapı: Yorum-İnceleme", **Dünya Gazetesi**. (12 Aralık 1992), s.3

6.3.1.2. Kupon Swapı (Coupon Swap)

Genelde farklı borçlanma kaynaklarından, benzer vadeli ve aynı miktarda anapara borçlanmış olan birbirlerinden bağımsız iki tarafın faiz ödeme yükümlülüklerini aracı bir banka aracılığıyla birbirlerine devretmelerini içerir³³⁵. En yaygın faiz swap uygulamasıdır. Örneğin; sabit faizle borçlanan bir banka alacaklarını da sabit faizle tahsil ediyorsa, ödeyeceği ve tahsil edeceği faizleri de aynı baza bağlayarak faiz değişimlerine karşı korunabilir.

6.3.1.3. Baz Swapı (Basis swap - Değişken Faiz/Değişken Faiz Swapları)

Baz swaplarının yapısı düz faiz swapları ile büyük ölçüde aynı olup, tek farkı değişken faizlerden birinin belirli bir baza göre, diğerinin ise daha farklı bir baza göre hesaplanmalarıdır. Bugüne kadar en yaygın olarak kullanılan baz swapı dolar prime rate* ile LIBOR swapı olmuştur. Burada, taraflardan biri diğerine değişken bir faiz oranı tabanına göre (örneğin 3 aylık LIBOR) hesaplanmış bir faiz akışını satıp, karşılığında bir başka değişken faiz tabanına göre (örneğin 6 aylık LIBOR) hesaplanmış olan bir faiz akışı satar³³⁶.

6.3.1.4. Sıfır Kupon Swapı (Zero Coupon Swap)

Sıfır Kupon swapında değişken faiz ödemeleri dönemsel olarak yapılırken sabit faiz ödemesi swap anlaşmasının sona erdiği anda yapılmaktadır. Taraflardan biri tahvil ihraç edip bir faiz swapı işlemine girmektedir. Bu işlemde dönemsel olarak değişken faiz ödemelerini yapmayı, buna karşılık tahvil ihraç fiyatı ile vade sonundaki tahvil fiyatı arasındaki farkı tek ödemede almayı kabul etmektedir. Böylece tahvillerin itfa maliyetini değişken faize çevirmek amacını gerçekleştirmektedir³³⁷.

³³⁵ Redhead , Hughes, a.g.e., s72

* **Prime Rate:** Amerikan Federal Reserve Bank'ın kredi değerliliği en yüksek bankalara uyguladığı faiz oranı

³³⁶ Kırım, Sayı:2, a.g.m., s.32-33

³³⁷ Zeki Nakışlı, **Swap Finansmanı**, (Türkiye Kalkınma Bankası, Proje Değerlendirme (Turizm) Müdürlüğü, Ankara, Ağustos 1991), s.35

6.3.2. Döviz Swapları (Currency Swap)

Döviz ya da para swapı, “belli miktarda iki paranın gelecekte belirli bir tarihte önceden belirlenen döviz kuru üzerinden değiştirilmesi konusunda anlaşmaya varılmasıdır”³³⁸.

Döviz swapları 1923’den beri piyasada olmasına rağmen, asıl gelişimi 1970’li yıllardan itibaren olmuştur. Bunun nedeni de; 1970’lerde İngiltere’de uygulanmaya başlanan yasal kısıtlamalardır. Sermaye hareketlerine ve döviz işlemlerine getirilen kısıtlamaları aşmak amacıyla swap işlemi büyük ölçüde kullanılmaya başlanmıştır. Ayrıca, kısıtlamaların milli piyasadan borçlanma maliyetini arttırması swap işleminin gelişmesine etkiye bulunmuştur. Bu şekilde gelişmeye ilk önce döviz swap işlemi ile başlanmıştır. Daha sonra ise swap teknikleri çoğalmış ve karmaşıklaşmıştır³³⁹.

Döviz swapı eski bir teknik olmasına rağmen faiz swaplarına oranla daha küçük bir piyasa hacmine sahiptir. Döviz swaplarının gelişmesinden önce, birçok hususta swapa benzeyen kredi (parallel loan) teknikleri firmalarca kullanılmıştır. Swap, bir döviz cinsinden olan taahhüdü bir başka döviz borcu ile değiştirmek olarak da tanımlanmaktadır³⁴⁰.

Yukarıda da ifade ettiğimiz üzere sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları aşmak amacıyla ortaya çıkan döviz swapları, temelde paralel krediler ya da back to back kredilerle ortak özellikler taşımaktaydı. Paralel krediler, merkezleri iki farklı ülkede yer alan iki çokuluslu şirketin, mevcut döviz kurları üzerinden birbirlerine kendi ülkelerinin para birimi cinsinden borç vermesini ve bu borçların kararlaştırılan vade sonunda, yine başta anlaşılmış olan spot kur üzerinden diğer tarafa geri ödenmesine dayanır³⁴¹.

Aşağıdaki şekil aracılığıyla bu kredilerin işleyişini inceleyelim. Bu iki kredi türü arasındaki temel fark tamamen yapısalıdır. Paralel kredide; “A”, İsviçre firmasının ABD’deki “b” yavru firmasına USD cinsinden borç verir. Buna karşılık İsviçre ana firması “B” ise Amerikan şirketinin İsviçre’deki “a” yavru firmasına İsviçre frangı cinsinden borç verir. Back to back (karşılıklı) kredilerde ise “A”,

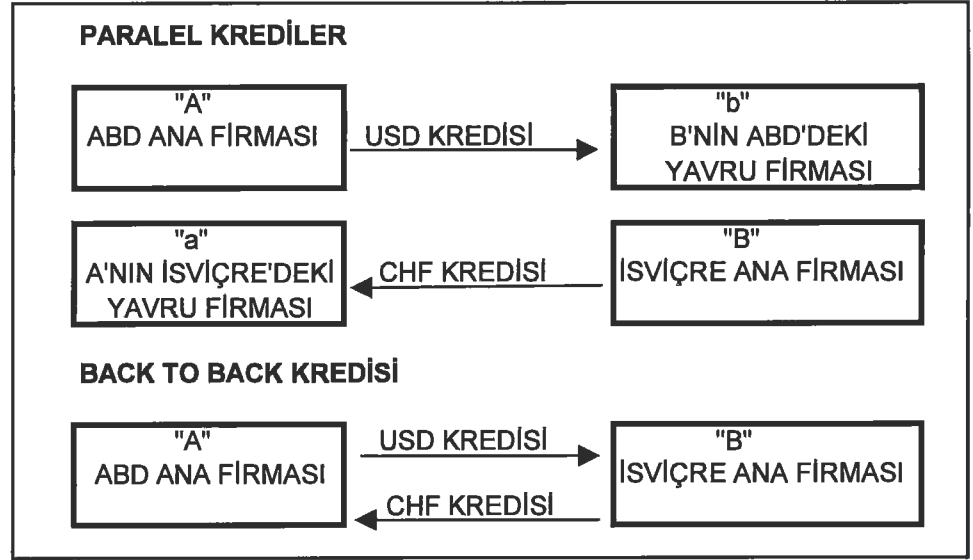
³³⁸ Semih Bükür ve Rıza Aşıkoğlu, *Finansal Yönetim* (Eskişehir, Ekim 1994), s.433

³³⁹ Takan, *a.g.e.*, s.708

³⁴⁰ Erdoğan, *a.g.e.*, s.58

³⁴¹ Kırım, Sayı:2, *a.g.m.*, s.30

İsviçre'deki "B" firmasına USD cinsinden borç vermekte, buna karşılık İsviçre firması da Amerikan firmasına CHF cinsinden borç vermektedir.



Şekil 6. Paralel ve Back to Back kredilerin İşleyişi

Bu iki yöntem özellikle sıkı kambiyo rejimlerinin hüküm sürdüğü dönemlerde oldukça yararlı bir işlev görmüştür. Ancak, özellikle dökümantasyon gereklerinin karmaşıklığı; bu tür borçlarda iki ayrı kredi anlaşması yapma zorunluluğu ve bağlı olarak iki ayrı hak ve yükümlülükler dizisinin ortaya çıkması ve bunun yaratacağı hukuksal sorunlar; back to back kredilerin bilançoya dahil olması, oysa swapların bilanço dışı özellik taşımaları ve giderek mali piyasaların deregülasyonu ile kısıtlayıcı hükümlerin azalması, paralel ve back to back kredilerin önemini ve yaygınlığını azaltmış, onun yerine döviz ve faiz swaplarının yaygınlaşması sonucunu doğurmuştur³⁴².

Döviz swaplarının dökümantasyonu oldukça basit ve iki ayrı sözleşme yerine tek bir sözleşmeden ibarettir. Swap bağlantıları hızlı bir şekilde, uygulamada genellikle telefon, teleks ve swift aracılığıyla yapılmakta olup, işlemler birkaç saat içinde tamamlanıp kırtasiye türü işlemlerin maliyeti önemli bir ölçüde azaltılabilmektedir³⁴³.

³⁴² Aynı, s.31

³⁴³ Saime Önce, *Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar için Muhasebeleştirme Şekilleri* (TBB Yayınları, No:192, Eskişehir, 1995), s.64

Para swaplarının temel özellikleri şu şekilde sıralanabilir³⁴⁴:

- Para swapı tipik olarak 2 yıldan 10 yıla kadar düzenlenir.
- Para swapı, ABD doları karşılığında yapılabileceği gibi dolar dışındaki iki para ile de yapılması mümkündür.

- Para swaplarında minimum büyüklük 3 ila 5 milyon dolar arasındadır veya diğer paralar cinsinden de aynı değere eşittir. Tahvil ihracına dayanan para swapları 200-250 milyon dolar arasında olabilmektedir.

Tipik bir döviz swapında üç aşamalı işlem bulunmaktadır. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz³⁴⁵:

- 1- Ana paraların anlaşılan kur üzerinden değiş tokuş edilmesi (spot),
- 2- Swap edilen paralar için anlaşılan ve aracı banka tarafından netleştirilen faizlerin değiş tokuş edilmesi,
- 3- Tarafların anaparaları vade sonunda birbirlerine iade etmesidir (forward).

Para swapı uygulamada temel olarak üç şekilde yapılmaktadır. Bunlar; sabit faizli para swapı, sabit faizden değişken faize para swapı ve değişken faizden değişken faize para swapıdır.

6.3.2.1. Sabit Faizli Para Swapı

Sabit faizli para swapı, farklı birimlerden oluşan iki ayrı para paketinin vade tarihinde orjinal birimleri üzerinde anlaşılmış bir kur hesabıyla geri ödenmek üzere birbiriyle değiştirilmesidir³⁴⁶.

Sabit faizli para swapı aşağıdaki örnekle daha kolay açıklanabilir³⁴⁷:

Çok uluslu bir Amerikan şirketi olan A Şirketi, Almanya'daki bağlı şirketine kendi kaynaklarından 10.000.000 dolar kredi aktarmak istemektedir. Ancak Almanya'daki şirketin mark ihtiyacı olduğundan, A şirketi bu 10 milyon doları, marka çevirerek göndermeye karar verir. A şirketi, kredinin vade sonunda 10 milyon dolar anaparayı faizi ile dolar olarak geri almak ve vade sonunda kur değişikliği

³⁴⁴ Apak, Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, a.g.e., s.65

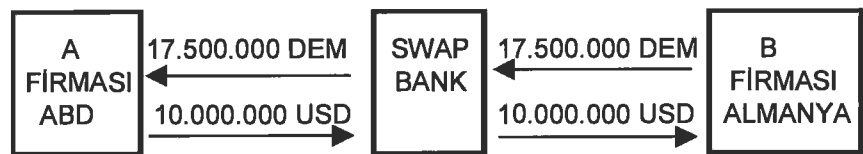
³⁴⁵ Erdoğan, a.g.e., s.60

³⁴⁶ Şenol Babuşçu, *Toptancı Bankacılık ve Türkiye Uygulaması* (T. Halk Bankası Eğitim Müdürlüğü Yayınları, Ankara, 1991/2), s.85

³⁴⁷ Gümüşeli, a.g.e., s.71

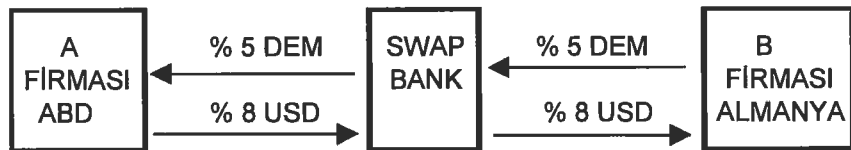
nedeniyle uğrayacağı zararı önlemek için swap yapmaya karar verir. Bunun için bir aracı bankaya (swap bank) müracaat eder. Banka bu işlemi yapmak için elindeki markları dolarla değiştirmek isteyen bir Alman şirketiyle (B şirketi) anlaşır ve swap şu şekilde gerçekleşir.

a- Anaparanın değiş tokuşu: Swap bank her iki şirketin de talebini karşılayarak spot kur üzerinden (1 USD=1.75 DEM) 10.000.000 USD ile 17.500.000 DEM'i swap eder (Şekil 7.).



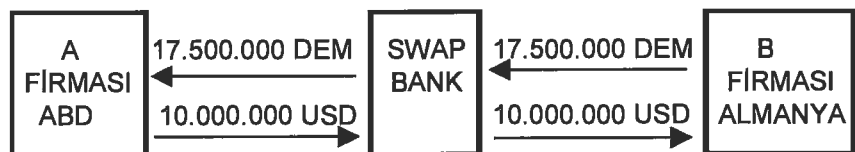
Şekil 7. Sabit Faizli Para Swapında Anaparanın Değiş-Tokuşu

b- Faizlerin değiş tokuşu: Swap vadesi boyunca A şirketi satın aldığı 17.500.000 DEM için B şirketine % 5 faiz; B şirketi de aldığı 10.000.000 USD için A şirketine % 8 faiz öder (Şekil 8.).



Şekil 8. Sabit Faizli Para Swapında Faizlerin Değiş-Tokuşu

c- Vade sonunda anaparaların iadesi: Vade sonunda A şirketi 17.500.000 DEM'i, B şirketine, B şirketi de 10 milyon doları A şirketine iade eder (Şekil 9).



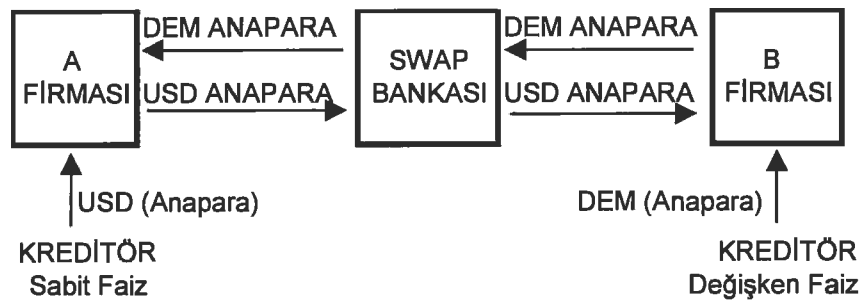
Şekil 9. Sabit Faizli Para Swapında Anaparanın İadesi

6.3.2.2. Sabit Faizden Değişken Faize Para Swapı

Bu swap türünde vadedeki anapara ödemeleri de dahil olmak üzere, taraflardan biri değişken faizli belirli bir para cinsinden borcunu, sabit faizli başka bir para birimine dönüştürürken; karşı taraf sabit faizli borcunu değişken faizli başka bir para birimine çevirmektedir³⁴⁸.

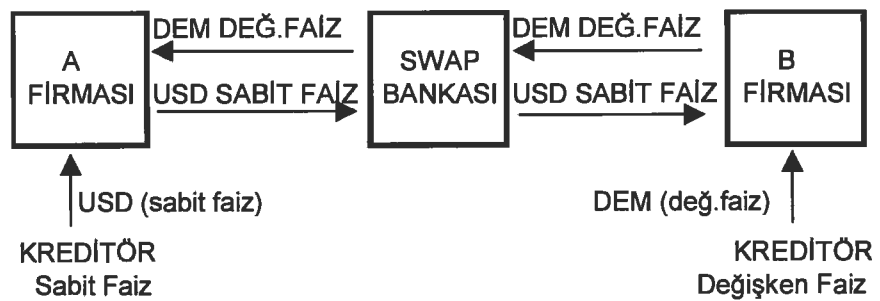
Bu işlem aşağıdaki şekillerde de görüldüğü üzere üç aşamadan meydana gelmektedir. Şekillerdeki örneğimize göre A firması sabit, B firması değişken faizle borçlanmış ve aracı bir banka vasıtasıyla borçlarını swap yapmak istesinler.

1- Anaparaların takas edilmesi:



Şekil 10. Sabit Faizden-Değişken Faize Para Swapında Anaparanın Değiştirilmesi

2- Periyodik ödemeler (faizlerin ödenmesi):



Şekil 11. Sabit Faizden-Değişken Faize Para Swapında Faiz Ödemelerinin Değiştirilmesi

³⁴⁸ Akgüç, 1994, a.g.e., s.702

3- Anaparaların geri ödenmesi:



Şekil 12. Sabit Faizden-Değişken Faize Para Swapında Anaparaların Geri Ödenmesi

6.3.2.3. Değişken Faizden Değişken Faize Para Swapı

Bu tip swaplar da yapı olarak sabit faiz-sabit faiz ve sabit faiz-değişken faiz para swapları ile benzerlik göstermekte olup, aralarındaki tek fark değiştirilen anaparaların faizlerinin değişken faizli olmasıdır.

Bu swaplar, bir para biriminden değişken faiz ile borçlananların, bu borcu başka bir değişken faizli borca çevirebilmesine imkân sağlamaktadır. Böylelikle değişken faiz piyasalarındaki karşılaştırmalı borçlanma avantajlarından yararlanılmış olunur³⁴⁹.

6.3.3. Diğer Swap İşlemleri

En çok kullanılan faiz ve döviz swapları dışında birkaç çeşit swap işlemi daha bulunmaktadır. Bunların arasında yer alan mal swapları faiz swaplarına benzemektedir. Bir taraf mal karşılığı sabit ödemede bulunurken, diğer tarafın ödemesi malın cari fiyatına bağlı olarak değişen oranlıdır³⁵⁰.

Kokteyl swaplarda, birkaç farklı swap birleştirilerek karma bir swap oluşturulur. Aktif swaplarında ise, bir aktifle bir swap birleştirilerek yapılmaktadır. Böylece sabit faizli bir aktif, değişken faizli bir aktife dönüştürülebilir³⁵¹.

Bankacılık açısından kullanım çokluğu dikkate alındığında ve konumuz itibariyle bu çalışmada döviz ve faiz swapı üzerinde daha ayrıntılı durulmuştur.

³⁴⁹ Kırım, Sayı:2, a.g.m., s.32

³⁵⁰ Süleyman Yükçü, Tülay Yücel, **Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler** (TBB Yayınları, No:191, İzmir 1995), s.18

³⁵¹ Apak, Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, a.g.e., s.65

6.4. Döviz Yönetiminde Swap İşlemleri ve Swap İşlemlerinin Avantaj ve Dezavantajları

Bankalar ve diğer finansal kurumlar, açık döviz pozisyonlarını karşılamak, olumsuz kur ve faiz riskine karşı korunmak amacıyla aralarında swap işlemleri yapmaktadırlar.

Uzun ve kısa pozisyonda olan bankalar birbirleri ile karşılıklı olarak pozisyonlarını swap yapmak suretiyle dengeleme imkânına sahiptirler.

Yatırımcı yaptığı döviz işleminden dolayı bir açık pozisyon kur riski ile karşı karşıya ise bu riski hedge etmek amacıyla ters işlemli bir swap işlemi yaparak riski yok etmek isteyecektir. Bu işlemde döviz kâr veya zararı yoktur. Her iki taraf da nötr durumdadır. Çünkü swapın bir ortağı faiz geliri ile swap oranı giderini, diğer ortağı ise swap oranı geliri ile faiz oranının nisbi düşüklüğünü dengeleyecektir. Görüldüğü gibi bu davranış şekli korunma amacına yöneliktir. Bu işlemi yapan bankalar, yatırımcılar ve finansal kuruluşlar gelecekteki kur belirsizliklerine karşı kendilerine bir çeşit sigorta güvencesi sağlamaktadırlar³⁵².

Ayrıca özellikle 1980 yılından sonra birçok uluslararası banka swap piyasalarında “arbitraj” yaparak ya da swap yapacak taraflar arasında ilişki kurarak aracı rolünü üstlenip, kârlar elde etmişlerdir.

Swap diğer yeni mali enstrümanlarla karşılaştırıldığında görece olarak birçok avantaja sahiptir. Bu avantajları şu şekilde sıralayabiliriz³⁵³:

- 1- Dökümantasyon işlemlerinin kolay olması: İşlemin swift, telefon, teleks gibi araçlarla çabuk sonuçlandırılması,
- 2- Esneklik: Swaplar oldukça esnek bir yapıya sahiptir ve çok karışık nakit akımlarının yönetilmesinde kullanılabilirler,
- 3- Risk yönetim kolaylığı: Bir kuruluş swap yoluyla faiz ve döviz risk yapısını kendi isteği doğrultusunda yönlendirebilir,
- 4- Bilanço dışı (off balance sheet) finansman imkânı sağlaması: Swaplar, bilanço üzerinde doğrudan etkide bulunmamaktadır. Genellikle nominal değerleri üzerinden kısa hesap notları şeklinde kaydedilirler. Bilançoda gözükmeyen swap

³⁵² Aynı, s.67-68

³⁵³ Aytekin , a.g.e., s.57

getirileri ek bir finansman kaynağıdır,

5- Piyasa entegrasyonu sağlaması: Swaplar çeşitli piyasalar ve enstrümanlar arasında köprü görevi yaparlar. Bu şekilde kullanıcılarına arbitraj olanakları sağladıkları gibi kredi değerliliklerinin yeterli olmaması ya da başka nedenlerle giremedikleri piyasalara girebilme kolaylığı verirler.

Yukarıda sayılan avantajların yanısıra swap işlemlerinin bazı dezavantajları da vardır. Bunlar:

1- Swap işlemine taraf olanlardan birinin sözleşmeden doğan yükümlülüğünü yerine getirmemesi karşı tarafa zarar vermektedir. Kredi riski olarak nitelendirebileceğimiz bu risk, anlaşmaya varılan faiz ödemelerini ve para swapında, kapanış değiş tokuş ödemesinin tamamen ödenmemesi ya da kısmen ödenmemesi tehlikesine dayanmaktadır³⁵⁴.

2- Ödeme riskine karşı teminat, kredi mektubu veya üçüncü kişiler garantör gösterilerek önlemler alınabilir. Bu da maliyetleri artırır. Ayrıca teminatların değerinde zamanla olabilecek azalmalar da bir dezavantaj oluşturur.

3- Zaman içinde faiz oranları ve döviz kurlarında oluşacak dalgalanmalar sonucunda, fiyat riski ortaya çıkar. Bir swap işleminde fiyat riskini kontrol etmek, en uygun giriş ve çıkışları eşleştirmektir. Aracı kurum ya da swap bank eşleştirmeyi yapamadığı ölçüde taraflar için bir dezavantaj oluşabilmektedir.

7. ARBİTRAJ

Bir döviz, menkul değer, mal veya üretim faktörünün aynı andaki fiyat farklılığından yararlanmak üzere bu ekonomik varlığın eşanlı olarak alınıp satılması şeklinde yapılan işlemlere arbitraj adı verilir³⁵⁵.

Döviz piyasalarında arbitraj işlemleri; kur ve faiz farklılıklarından yararlanarak, dövizin fiyatının düşük olduğu piyasadan alınıp, fiyatının yüksek olduğu yerde satmak, çapraz kur farklarından yararlanmak ya da piyasalardaki faiz farklarından dolayı düşük faizli fonu yüksek faizli fona dönüştürmek yoluyla kâr sağlamak amacıyla gerçekleştirilir.

³⁵⁴ Büker, Aşıkoğlu, a.g.e., s436

³⁵⁵ Seyidoğlu, a.g.e., s.123

7.1. Döviz Kur Farkından Doğan Arbitraj İşlemi

İki farklı para ile piyasa ve yer farklılıklarından kaynaklı fiyat değişikliklerinden faydalanarak yapılan arbitraj işlemine iki uçlu arbitraj (two point arbitrage) denir.

Arbitraj üç para birimi ve üç piyasa arasında gerçekleştirildiğinde, buna üçgen (triangular) veya üç uçlu arbitraj adı verilir³⁵⁶.

Yer arbitrajı olarak da adlandırılan iki uçlu arbitraja örnek verelim: İstanbul Tahtakale’de 1 USD = 1.400.000 TL Londra’da ise 1 USD = 1.450.000 TL olduğunu varsayalım. Görüldüğü gibi dolar TL cinsinden aynı anda İstanbul’da ucuz Londra’da ise pahalıdır. Bu fiyat farklılığından kâr sağlamak düşüncesi ile arbitrajcı İstanbul piyasasında TL karşılığı dolar satın alacak ve bu dolarları Londra piyasasında yeniden TL’ye dönüştürecektir. Böylece arbitrajcı dolar başına 50.000 TL kâr elde edecektir.

Şimdi de çapraz kurlar arasındaki uyumsuzluğun giderilmesini sağlayan üç uçlu arbitraja örnek verelim:

New York’da 1 USD = 2,5 DEM

Tokyo’da 1 DEM = 3 DKK (Danimarka Kronu)

Paris’de 1 USD = 6 DKK; olduğunu varsayalım.

1 USD = 2,5 DEM ve 1 DEM = 3 DKK ise 1 USD = 7,5 DKK olur. Yani doların Danimarka kronuna göre çapraz kuru 1 dolar = 7,5 kron’dur. Paris piyasasında ise 1 USD = 6 DKK iken, çapraz kur sonucunda elde edilen 1 USD = 7,5 DKK fiyatından daha avantajlıdır. Bunu gören arbitrajcı iki piyasa arasındaki 1,5 kronluk kur farkından faydalanmaya çalışır.

Arbitrajcı ise dolar karşılığı mark satın alır, sonrada bu markları Danimarka kronu’na çevirerek 7,5 kron elde eder. Elde edilen bu kronlar tekrar dolara çevrilirse dolar başına 1,5 kron kâr elde edilir.

Görüldüğü gibi üçlü arbitraj sonunda kur farklılıklarından dolayı aynı gün içinde bile kâr sağlamak mümkündür. Ancak bu tür olanakların varlığı tüm döviz piyasasını oluşturanlarca anında farkına varılacağından, kitlesel halde arbitraja

³⁵⁶ Yurt, a.g.e., s.95

yönelmek bu para birimlerinin nisbi değerlerini arz ve talep değişimleri nedeniyle değiştirir ve arbitraj olanakları yine çok kısa bir zaman içinde ortadan kalkar. Bu nedenle arbitraj yoluyla kâr olanakları oldukça sınırlıdır³⁵⁷.

7.2. Faiz Oranı Farkından Doğan Arbitraj İşlemi

En basit şekliyle faiz arbitrajı, bir banka açısından mevduat kabul etmek ve bu mevduat konusu fonları daha yüksek bir faiz oranı ile plase etmektir. Mevduat ve plasmanın vadelerinin aynı tutulacağı doğaldır. Böylece ödünç alınan ve verilen fonların faiz oranları arasındaki farktan arbitraj geliri sağlanır. Vadelerin çakıştırılmaması yani ödünç almada kısa, vermede uzun olunması da bir faiz arbitrajı kapsamına girebilir. Fakat sadece ödünç alıp verme olayına bağlı kalınması, gerek ödünç verme limitlerinin zorlanması gerekse faiz oranı farklılıklarının düşük olması durumunda bankaların düşük gelirli işlemlerle bilançolarını şişirmek istememeleri nedeniyle cazip değildir³⁵⁸.

Faiz farkından faydalanmak için iki para birimi arasında hareket eden fonlar döviz riskini içerdiklerinden faiz arbitrajını karşılanmış ve karşılanmamış faiz arbitraj işlemleri olarak inceleyelim.

7.2.1. Karşılanmamış Faiz Arbitrajı

Karşılanmamış faiz arbitrajı yabancı para merkezlerindeki daha yüksek faiz oranı avantajından yararlanmak amacıyla ulusal paranın yabancı parayla değişimini ve vade sonunda fonların (anapara + kazanılan faiz) yabancı paradan ulusal paraya dönüştürülmesini içermektedir. Bu yatırım döneminde döviz riski, yabancı paranın olası değer kaybıdır. Bu çeşit faiz arbitrajını yapması için bunu yapan kimsenin sözkonusu iki merkezden paranın kaynaklandığı ülkedeki faiz oranı ile döviz riski toplamının paranın gönderildiği ülkedeki faiz oranından daha küçük olduğuna inanması gerekir³⁵⁹.

³⁵⁷ Gümüşeli, a.g.e., s.41-42

³⁵⁸ Aynı, s.43

³⁵⁹ Yurt, a.g.e., s.97

7.2.2. Karşılanmış Faiz Arbitrajı

Farklı milli para piyasalarında faiz farklarından, diğer bir ifade ile yurtdışı ve yurtiçi faiz oranları farkından kâr elde etmek amacıyla kısa süreli fonların yüksek faizli paraya yatırılması ile yapılan arbitraj operasyonlarında yatırım fonları döviz kuru riskine karşı vadeli piyasa işlemleriyle korunduğu için bu yapılan arbitraj işlemine “güvenli (karşılanmış) faiz arbitrajı” denir³⁶⁰.

Güvenli faiz arbitrajı denilince akla hemen faiz paritesi gelmektedir. Bir dövizin iskonto/prim ve faiz farkı arasında eşitsizlik olması durumunda, arbitrajcı bir ülkeden döviz borç alarak ve bir başka ülkede ödünç vererek aynı anda bir forward ve bir spot işlem yaparak kâr sağlayabilmektedir³⁶¹.

8. SPEKÜLASYON

Spekülasyon en basit şekliyle gelecekte fiyat değişikliğine uğrayacak mal, döviz ya da menkul değerlerin (hisse senedi, tahvil vb.) fiyat farkından yararlanarak kâr elde etme güdüsüyle bugünden yapılan işlemdir.

Döviz yönetiminde kendisini döviz pozisyonuna sokan ve böylece bilerek kur riski alan kimse spekülâtör olarak adlandırılır³⁶².

Döviz spekülasyonu ise belli bir piyasada farklı zamanlarda doğacak döviz değeri farklılıklarından kâr sağlamayı amaçlayan bir döviz işlemidir. Risk fazladır. Gelecekte kurların yükseleceğini tahmin eden spekülâtör düşük kurdan döviz elde etmeye çalışır. Satın aldığı dövizle kur değişmelerine açık durumda bulunan spekülâtörün geleceğe ait tahmini doğru olarak gerçekleşirse kâr, aksi halde zarar oluşur³⁶³. Spekülâtör eğer dövizin değerinin düşmesini tahmin ediyor ise, elindeki dövizini satar ve beklemeye başlar. Dövizin fiyatı düşerse, dövizini ucuza satın almakla kazanç sağlamış olur. Eğer fiyat beklenenin aksine yükselmiş ise zarara uğramış olur³⁶⁴.

³⁶⁰ Yıldız, a.g.e., s.53

³⁶¹ Erdoğan, a.g.e., s.47

³⁶² Philon, a.g.e., s.39

³⁶³ Apak, Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler, a.g.e., s.27

³⁶⁴ Karluk, a.g.e., s.321-322

Spekülasyon, spot ya da forward döviz piyasalarında yapılabilir ve değerinde düşme olacağı veya devalüe edileceği beklenen zayıf paralarda pozisyon açıkları; değerinde yükselme olacağı ve revalüe edileceği beklenen kuvvetli paralarda pozisyon fazlalıkları oluşturmayı içerir³⁶⁵.

Arbitrajla spekülasyon arasındaki en önemli fark spekülatörün açık döviz pozisyonuna sahip olmasıdır. Farklı yer ve zamandaki kur uyumsuzluklarından kazanç sağlama faaliyeti olan arbitrajda açık pozisyon alınmaz. Zaman faktörü olmadığı için kambiyo riski yoktur. Arz ve taleplerin doğru teşhisine dayanan spekülasyon, zaman bakımından arbitrajdır³⁶⁶.

Gelecekte bir dövizin değer kazanacağını tahmin eden spekülatörler spot piyasada işlem yapar. Vadeli piyasada spekülasyon, halihazırda belirli olan vadeli döviz kuru ile gelecekte gerçekleşmesi beklenen spot kurun karşılaştırılması suretiyle yapılır. Gelecekte beklenen kur vadeli kurdan yüksekse vadeli piyasada döviz satın alınır. Vade geldiğinde, önceden satın alınan döviz teslim alınır. Beklentiler doğrultusunda spot kur vadeli kurdan yüksek olarak gerçekleşmişse, spekülatör teslim aldığı döviz yüksek spot kurdan satarak kâr eder. Eğer beklenen spot kur mevcut vadeli kurdan düşükse, spekülatör vadeli piyasada döviz satar. Vade geldiğinde, kur beklentisi doğru çıkarsa, spekülatör spot piyasadan ucuza satın aldığı döviz vadeli teslim sözleşmesi gereği satın alana teslim ederek karşılığında daha çok milli para elde eder. Spekülatörün döviz birimi başına kazancı vadeli kurla gerçekleşen spot kurun farkına eşittir³⁶⁷.

Yapılan bu spekülasyon işlemlerini piyasa döviz kuru dengesine etkisi açısından ikiye ayırarak kategorize edebiliriz. Buna göre, vadeli kur değişikliklerinin spot kurlarda gözlemlenen eğilimlerin tersi yönde gelişeceği beklentisiyle yapılan spekülasyona istikrar kazandırıcı spekülasyon (stabilising speculation) adı verilir (örneğin 1 USD = 2.100 TL'sı iken 2.000 TL'sına düşmesi ancak tekrar 2.100 TL'sına yükseleceği beklentisiyle yapılan spekülasyon). Vadeli kur değişikliklerinin spot kurlarda gözlemlenen eğilimlerle aynı yönde gelişeceği beklentisiyle yapılan

³⁶⁵ Yurt, a.g.e., s.106

³⁶⁶ Apak, Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler, a.g.e., s.27

³⁶⁷ Apak, Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler, a.g.e., s.27-28

spekölasyona ise istikrar bozucu spekölasyon (destabilising speculation) adı verilir (örneğin 1 USD = 2.100 TL iken 2.000 TL'sına düşmesi ve bu düşüşün devam etmesi ve 1 doların 1.900 TL'sına düşmesi beklentisiyle yapılan spekölasyon)³⁶⁸.

Bankaların döviz spekölasyonu işlemini nasıl yaptığını bir örnek yardımıyla açıklayabiliriz.

31.12.2001 tarihinde Japon yeni'nin dolar karşısındaki değeri 132,5 şeklindeydi. Banka bu kurun gelecekte, örneğin 3 ay sonra yani 01.04.2002'de 132,5'den 134,5'e yükseleceğini tahmin ederse, vadeli olarak yen'leri dolar karşılığında satın alacaktır. 01.04.2002'de döviz kuru bankanın tahmin ettiği şekilde 134,5'e yükselirse, önceden 132,5'den aldığı dolar'ları 134,5'den satarak dolar başına 2,0 yen kazanç elde eder. Hatta kur 134,5'i de aşarsa, banka aşan miktar kadar daha fazla kazanç sağlayabilir. Eğer kur, bankanın tahmininin tersine düşerse, banka aradaki fark kadar zarara uğrar.

Önceki konularımızda genelde döviz pozisyonu yönetimi bölümlerinin döviz pozisyonlarını korurken, döviz kur ve faiz riskine karşı risk yönetim tekniklerini kullandıklarını ve bu risklerin yol açtığı belirsizlikleri anlattık. Ancak bahsettiğimiz bu işlemlerdeki amaç, riske karşı korunma ya da belirsizliği en aza indirme gayreti olduğu halde, spekölasyon işleminde riskten korunmama amacı vardır. Diğer bir ifadeyle spekölasyon, döviz kur ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan yararlanma amacı taşır. Fakat bu amacın gerçekleştirilmesi kesin olmayıp tamamen tahminlere dayalı bir sonuçla gerçekleşir. Kısaca bu işlem yukarıda anlattığımız tüm korunma tekniklerinin tersi bir işlemdir. Yani riskten korunma değil riskten kazanç sağlama amacı taşımaktadır.

³⁶⁸ Faruk Yalvaç, **Bankacılık Terimleri Sözlüğü** (2. Basım, Star Ajans, Ankara, 1994), s.484

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SİSTEMİNDE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ

1. TÜRK BANKACILIK SİSTEMİNDE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİNİN GELİŞİMİ

Türkiye’de döviz politikalarının gelişimini 1980 öncesi ile 1980 yılından günümüze kadar yapılan düzenlemeler şeklinde ayırarak döviz ve efektif piyasaları ve döviz yönetiminin gelişim sürecinin açıklanması, günümüzdeki döviz işlemleriyle ilgili mevzuatın kavranmasına yardımcı olacaktır.

1.1. 1980 Öncesi Durum

Cumhuriyetin ilk yıllarında Türkiye, savaş sonrası ekonomik kalkınmada önemli olan altyapı yatırımlarının yapılması ve bazı temel endüstrilerin kurulması amacıyla büyük miktarda ithalat yapmak zorunda kalmıştır. 1929 yılına kadar süregelen dış ticaret açıkları, dış ticari kredilerle karşılanmıştır. 1929 yılında genişleyen ithalat hacminin yanı sıra, Osmanlı Devletinin borçlarından Cumhuriyet Hükümetinin üstüne yüklenen kısma ait taksitlerin ödenmesi, ödemeler dengesine olumsuz etkiler yapmaya başlamıştır. Türk parasının kıymetinin düşme eğilimine girmesi üzerine 16 Mayıs 1929 tarihinde 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yayımlanmıştır. Bu kanun, Türkiye’de gerçek anlamıyla kambiyo denetimine girişin başlangıcı sayılır. 1929 yılında ödemeler dengesi açığının büyümeye başlaması sonucunda, kambiyo ve para politikası konusunda daha aktif davranmak gereğini duyan Hükümet, 25 Şubat 1930’da 1567 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanunun çıkarılmasını sağlamıştır. 11 Haziran 1930 tarihinde 1715 Sayılı Kanunla Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın kurulmasına karar verilmiş, bu bankanın kuruluşuna kadar geçecek zamanda TL’nin istikrarını korumak amacıyla bir “Bankalar Konsorsiyumu” kurulmuştur. Bu kuruluş kambiyo denetleme usülleri ve tedbirleriyle döviz giderlerini kısıarken, döviz gelirlerini arttırmaya çalışmış ve 1931 yılında Sterlinin TL karşılığında değerini

yükselterek (1 STG=10.30 TL) ile kur ayarlamasını yapmıştır. Bu yıllarda dış ülkelerin uluslararası ticarette müdahalelerini arttırmaları ve yurtiçindeki ekonomik koşullar nedeniyle devletçi ekonomi politikası benimsenmiş, dış ticaret alanında belirli düzenlemelere gidilmiştir. 1937 yılında çıkarılan ve sıkı kambiyo denetimi getiren 12 Sayılı Kararla, dış ticaret rejimi büyük ölçüde takas ve kliring sistemine bağlanmıştır³⁶⁹.

Türkiye’de döviz piyasasında esas denetim, 1940 yılında çıkarılan 3780 Sayılı Milli Koruma Kanunu ile başlamıştır. Bu yasa İkinci Dünya Savaşı boyunca Hükümete, ithalata miktar kısıtlamaları, ihracata düzenlemeler ve dış ticaretin tamamına fiyat kontrolleri uygulamasına yetki vermiştir³⁷⁰.

1950 yılında Türkiye’de iktidara liberal politikalar uygulamayı parti ve hükümet programında öngören Demokrat Parti gelmiştir. İktidara gelmesinin ilk altı ayında Hükümet, OECD’nin dış ticaretin libere edilmesi politikasına uyarak ithalat rejimine serbest ithalat listesini eklemiştir. Döviz ihtiyacının planlanıp ithal isteklerini düzenlemek amacıyla da Bakanlıklararası Döviz Komitesini oluşturmuştur. Sabit kur sistemi ve artan liberasyon sonucunda ithalat hızla gelişmiş ve 1952’de % 100 oranında artmıştır. Fakat ihracat, ancak % 37 oranında büyümüştür. Dış ticaret açığı bu sebeple genişlemiş ve ihracat, ithalatın ancak % 50’sini karşılayabilmiştir. Bu gelişmeler üzerine ithalattaki liberasyona kısıtlamalar getirilmiştir. 1953 yılında da bu politika terkedilmiştir. Bu tarihten sonra döviz kontrolü daha da sertleşmiştir. Ayrıca 1956 yılında ithal fiyatlarını denetlemek amacıyla fiyat kontrol komitesi kurulmuş, Milli Korunma Kanunu yeniden yürürlüğe sokulmuştur. Döviz rejimi açısından 1952’den sonra yapılan ve döviz politikasına ilişkin tüm uygulamalar Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanununun gölgesi altında gerçekleştirilmiştir³⁷¹.

Türkiye’de 1946’da çıkarılan 13 Sayılı Karar, diğer kararlardan farklı bir hüküm içermektedir. Bu karar ile Bakanlar Kurulu’na 1567 sayılı Yasa ile verilen yetkilerin önemli bir kısmı, Maliye Bakanlığı’na devredilmiş ve Maliye Bakanlığı bu

³⁶⁹ Gümüşeli, a.g.e., s.95

³⁷⁰ Rıdvan Karluk, *Türkiye Ekonomisi* (4. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul, 1996), s.513

³⁷¹ Aynı, s.513

karara dayanarak 70 kadar tebliğ çıkarmıştır. 1567 Sayılı Yasa, 13 Sayılı Karardan sonra 6258 Sayılı Yasa ile önemli ölçüde değişikliğe uğramıştır. 6258 Sayılı Yasa, cezai hükümleri ağırlaştırmıştır. Yasa kapsamına, dövizle ödemeye imkân sağlayan bütün belge ve senetler de alınmıştır. Bu karardan sonra, 11.8.1962 tarih ve 17 Sayılı Karar çıkarılmıştır. Bu karar 29.12.1983 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan 28 sayılı Karar’ın yürürlüğe konulmasına kadar döviz rejiminin düzenlenmesinde ana karar olarak 21 yıl yürürlükte kalmıştır³⁷².

Türkiye’de 1980 öncesi dış ticaret ve kambiyo rejiminin genel olarak yasal gelişimini inceledikten sonra şimdi de bankalar açısından durumunu inceleyelim.

Türkiye kambiyo denetimi rejimini benimseyen bir ülke olarak, gelir ve giderleriyle ilgili işlemler uzun yıllar TCMB’nin tekelinde toplanmıştı. Diğer bir deyişle, bankaların kendi adlarına döviz pozisyonu bulundurma yetkisi bulunmuyordu. Burada döviz pozisyonu kavramı, bağımsız şekilde döviz alma, satma, dış ticarete aracılık etme ve bu amaçla Türk Lirası’nın yanında döviz stoku bulundurma yetkisini ifade etmektedir. 20.9.1974 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan 17 Sayılı Karara ilişkin bir Tebliğ ile bankaların satın aldıkları dövizlerin belirli bir oranını TCMB’na devretmeleri, ancak geri kalanını döviz pozisyonu olarak tutabilmelerine imkân verilmiştir³⁷³.

Ülkemizde bankalar 1974 yılından önce döviz pozisyonu tutamazken, 1974 yılından sonra görüldüğü gibi döviz pozisyon tutma yetkisi verilmiş, 1980 yılından sonra döviz pozisyon tutma yetkileri daha esnek hale getirilmiş, bu sayede bankaların yabancı para ile ilgili işlemlerinde büyük artışlar olmuştur.

1.2. 29 Aralık 1983 Kararları

Bu karar döviz alanında Türkiye’de köklü değişiklikler getirmiştir. Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 28 Sayılı Karara ilişkin 84/1 sayılı tebliğ ile döviz yönetimine ilişkin önemli maddeleri şöyle sıralayabiliriz³⁷⁴.

- Döviz kurları T.C. Merkez Bankası’nca belirlenecek ve bankalar bu kurun %

³⁷² Aynı, s.51

³⁷³ Takan, a.g.e., s.691

³⁷⁴ "Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 28 sayılı Karara ilişkin 84/1 Sayılı T.C.M.B. Genelgesi", *Dünya Gazetesi*, (30 Aralık 1983), s.4

6 alt ve üst limitler dahilinde döviz fiyatlarını serbestçe belirleyebilirler. (md.1)

- Bankalar T.C. Merkez Bankası'nca belirlenen esaslar dahilinde vadeli döviz alım-satımı yapabilirler.(md.4)

- Dövizle ilişkin işlemler T.C. Merkez Bankası'nca belirlenen konvertibl dövizler üzerinden yapılır. (md.6.)

- Döviz tahsil, tahsis ve transfer işlemleri Merkez Bankası ve bankalar aracılığı ile yapılır.(md.7.)

- Bankalar kesin alışı yaptıkları dövizin % 20'sini Merkez Bankası'na devrederler.(md.8)

- Türkiye'deki kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları hiçbir kayda tabi değildir. Dilenirse bu dövizler bankalarda açılacak döviz hesaplarında tutulabilir. (md.9)

- Türkiye'de yerleşik kişiler yurtdışına çıkışlarında beraberlerinde 3000 USD veya eşdeğer döviz çıkarabilirler.(md.10)

29 Aralık 1983 kararları döviz ticaretinde kolaylıklar, sermaye hareketlerinde de görel serbesti getiren dışa açılma sürecinde önemli bir aşamadır.

28 Sayılı Karar'ın bir özelliği de kısa olması ve "uluslararası kararlar ve bankacılık teamüllerine göre işlem yapacaktır" şeklindeki ifadelerle, kendi mevzuatımızı uluslararası mevzuata yaklaştıracı bir üslup taşımasıdır. Bu karar 6 aylık yürürlük süresi ile belkide en kısa ömürlü T.P.K.K. Kararı olmuştur. 7 Temmuz 1984 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 30 Sayılı Karar ile yürürlükten kalkmıştır. Aslında daha doğru bir ifadeyle 30 Sayılı Karar adı altında kendini yenilemiştir.

29 Aralık 1983 kararları dışa açılma sürecinde önemli bir aşama olarak nitelenebilir.

1 Temmuz 1985 tarihinde, Haziran 1985 tarih ve I/H Sayılı TCMB Genelgesi ile serbest kur uygulaması başlatılarak, bankalar kendi kurlarını Merkez Bankası'na tabi olmaksızın ve alış satış kurları hadleri için herhangi bir orana tabi bulunmadan serbestçe belirleme yetkisini kazanmışlardır. Bu karar konvertibiliteye geçiş yolunda önemli bir dönemeç sayılır.

1.3. 14 Mart 1986 Krizi

26 Aralık 1985 tarihindeki Genelge ile bankaların döviz pozisyonlarında bulundurabilecekleri azami ve asgari döviz varlıkları tanımlanmıştır. Döviz varlıkları ve döviz borçları ile taahhütlerini içeren kalemler belirlenmiştir. Bankaların bulundurmaları gereken asgari döviz varlıkları toplam taahhütlerinin % 20'si olarak tespit edilmiştir³⁷⁵.

Yine aynı tarihli I/K Sayılı Genelgesi ile 3 Ocak 1986 tarihi itibariyle bankaların döviz ve efektif girdilerinin % 20'sini hesaba geçtiği ayı takip eden ayın 15'ine kadar TCMB'ye devretme zorunluluğu getirilmiş ve bu devrin de TCMB'nin belirlediği kurdan yapılması kuralı konmuştur. Bunun yanı sıra bankalar Döviz Tevdiat Hesabı (DTH) için % 20 munzam karşılık ayırma zorunluluğundadır.

Bir süre döviz fiyatlarını resmi kurun yakınlarında belirlemeye özen gösteren bankaların 1986 yılının ilk günlerinden itibaren notalarını değiştirmeye başladıkları gözlenmiştir. Hızla döviz satıcısı durumundan uzaklaşan bankalar dış yükümlülüklerini yerine getirebilmek için paralel piyasaya başvurmak zorunda kalmışlardır. Döviz talebi arttıran bir diğer temel etken de ülkemizin o dönemde yoğunlaşan borç taksikleri olmuş, kredi saygınlığımızda konunun önemine inanan T.C. Merkez Bankası ödenmesi gerekli 600 milyon doları toplayabilmek için hem pazara döviz satışını durdurmuş hem de bankaların topladıkları dövizin % 20'sine ortak olmuştur³⁷⁶.

Döviz talebindeki bu yaygın talep baskısına karşılık arzda da daralma başgöstermiştir. Özellikle döviz havuzunu besleyen en önemli kalem olan ihracat dövizlerinde petrol geliri azalan komşu ülkelerin durumu ve kur politikası nedeni ile ortaya çıkan yavaşlama bunda etken olmuştur.

Ülkemizdeki döviz gelir ve gider dengesinin bozulması sonucunda ortaya çıkan 14 Mart krizine T.C. Merkez Bankası müdahale etmiştir. Yeni düzenlemeye göre bankalar alım satım kurlarını belirlerken resmi kuru temel alacaklar ve bu kurun % 1 alt üst sınırları içerisinde kalacaklardır.

³⁷⁵ İlter, a.g.e., s.71

³⁷⁶ Ersan, 1988, a.g.e., s.38

1.4. 30 Ekim 1986 Kararları ve Döviz Yönetimi

14 Mart 1986 kararlarından sonra T.C. Merkez Bankası tarafından bankaların bugünkü döviz yönetimine temel oluşturan 30 Ekim 1986 tarihli Genelge yayınlandı. Bu genelgede yer alan kararların döviz yönetiminde ne gibi değişiklikler getirdiğini şu şekilde sıralayabiliriz³⁷⁷:

Bankalar ihracat (prefinansman olarak alışı yapılan dövizler dahil) ve görünmeyen işlemlerden alışını yaptıkları döviz ve efektiflerin en az % 15 oranındaki kısmını, hesaba geçtiği ayı izleyen ayın 15'ine kadar T.C. Merkez Bankası'na devretmek zorundadırlar. Devir işlemi, dövizlerin fiilen T.C. Merkez Bankası hesaplarına alacak kaydı, efektiflerin ise T.C. Merkez Bankası şubelerine teslim edilmesi halinde tamamlanmış sayılır. Bu süre içinde devir yapılmadığı veya eksik yapıldığı takdirde, sonradan yapılacak döviz devirlerinde devir işleminin yapılması gereken gün sonunda (15'inci günden 2 işgünü önce) T.C. Merkez Bankası'nca bankalararası işlemlerde uygulanan döviz alış kuru sabitleştirilen kurdan düşükse fiili devir tarihindeki kur uygulanır. Devirler USD, DEM, NLG, CHF ve FRF üzerinden kesin alışı yapılan dövizler kendi döviz cinsleri üzerinden yapılır. Bu döviz cinsleri dışında kalan yabancı paralar üzerinden kesin alışlara ilişkin döviz devirleri ABD doları cinsinden yapılır. Diğer dövizlerin ABD dolarına çevrilmesinde zorunlu döviz devri yükümlülüğünün doğduğu ayın son işgününde uygulanan T.C. Merkez Bankası çapraz kurları uygulanır.

T.C. Merkez Bankası'nın likidite oranı konusundaki uygulaması ise şu şekildedir:

Likidite oranı kesinlikle % 20'den aşağıya olmayacaktır.

$$\text{Likidite oranı} = \frac{\text{Mevcutlar}}{\text{Vadeye 6 Ay Kalan Taahhütler}} \geq \%20$$

Yine Merkez Bankası genelgesine göre oranın hesaplanması sırasında kullanılacak olan döviz mevcutları ve taahhütleri şöyle tanımlanmıştır:

³⁷⁷ TCMB 1/S Sayılı Genelge, **Resmi Gazete**. 19266; 30 Ekim 1986

Döviz Mevcutları

Bankaların yurtdışı muhabirleri nezdinde cari hesap ve depo hesaplarında bulunan döviz mevcutları ile nitelikleri ayrıca talimatlarla duyurulacak olan döviz üzerinden düzenlenmiş kıymetli evrak portföyleri,

Bankaların yurtiçi muhabirleri nezdinde cari hesap ve döviz tevdiat hesabı veya depo hesaplarında bulunan döviz mevcutları,

Bankaların T.C. Merkez Bankası nezdindeki döviz mevcutları (döviz tevdiat munzam karşılıkları hariç) olarak belirlenmiştir.

Döviz Taahhütleri

Akreditif taahhütleri,

Vadesine 6 ay kalan prefinansman kredi taahhütleri,

Kurye kredileri (Bankaların muhabirleri nezdindeki döviz hesaplarının borç bakiye vermesi halinde, bu tutarlar kurye kredisi olarak kabul edilecektir),

Bankaların yurtiçi ve yurtdışından doğrudan sağladıkları ve ödemesini garanti ettikleri ve vadesine 6 ay kalan diğer krediler ve aldıkları döviz depoları olarak belirlenmiştir.

Bankaların kur riski oranı döviz mevcutları ile döviz alacakları toplamının döviz borçları toplamına bölünmesi ile bulunur. Oranın alt sınırı % 90, üst sınırı ise % 110 olarak belirlenmiştir.

$$\text{Kur Riski Oranı} = \frac{\text{Döviz Mevcutları} + \text{Döviz Alacakları}}{\text{Döviz borçları}} > \%90 \text{ veya } < \%110 \text{ 'dur.}$$

Bu oranlara göre bankaların aktifindeki dövizler, borçları toplamının en az % 10 altında, en fazla % 10 üstünde olabilecektir.

Bankalara DTH bakiyesinin % 50'sini Mayıs 1987'den itibaren döviz kredisi vererek değerlendirmeleri zorunluluğu getirilmiştir. Bu kural likidite, kur ve faiz riskleri için alınmış ortak bir tedbirdir.

1.5. 29 Temmuz 1988 Kararları ve Döviz Yönetimi

29 Temmuz 1988 Kararları ile döviz kurlarının belirlenmesinde kısmi serbesti gündeme gelmiştir. Bu kararlar ile T.C. Merkez Bankası'nda döviz ve efektif piyasaları oluşturulmasına, bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseselerin döviz, efektif ve altın alım satımına imkân veren kararlar alınmıştır. Bu kararlar şunlardır³⁷⁸:

Her işgünü sonunda ilan edilecek kurlar T.C. Merkez Bankası'nca bankalar, yetkili müesseseler ve özel finans kurumları ile birlikte belirlenir.

T.C. Merkez Bankası akşam seanslarında oluşacak fiyatları uluslararası pariteleri de gözönüne alarak ertesi günün resmi kuru olarak belirler.

Bankalar yetkili müesseseler ve özel finans kurumları bu kurun dövizler için % 5, efektifler için de % 2 puan üzerinde veya altında olmak kaydıyla gişe satış kurlarını belirler. Gişe alış kurları ise aynı kuruluşun satış kurunu geçmemek üzere serbestçe belirlenir.

50.000 Amerikan doları veya eşiti diğer cins dövizler üstü işlemlerde kurlar taraflarca serbestçe belirlenir. Uygulanacak kurlar T.C. Merkez Bankası'na bildirilir ve gün içinde değiştirilemez. Ayrıca 50.000 Amerikan doları veya eşiti diğer cins dövizleri aşan tutarlarda yapılan işlemlerde uygulanan en düşük ve en yüksek Türk Lirası kurları da ilgili kuruluşlarca T.C. Merkez Bankası'na bildirilmek zorundadır.

Bankalar, yetkili müesseseler ve özel finans kurumları gerek T.C. Merkez Bankası bünyesinde kurulan döviz ve efektif piyasalarında gerekse bu piyasa dışında birbirleriyle ve T.C. Merkez Bankası ile yaptıkları döviz ve efektif alım-satım işlemlerinde uygulayacakları kurları serbestçe belirleyebilirler.

Döviz işlemleri ile ilgili yetkili kuruluşlar alışını yaptıkları döviz ve efektiflerin % 25'lik kısmını T.C. Merkez Bankası döviz alış kuru üzerinden hesaba geçtikleri ayı izleyen ilk 5 işgünü sonuna kadar T.C. Merkez Bankası'na devretmek zorundadırlar. Ayrıca likidite oranının hesabında, döviz mevcutları bölümüne "bankaların döviz ve efektif piyasalarında işlem yapabilmek için T.C. Merkez Bankası'na teminat olarak yatırdıkları döviz depoları , yabancı devlet tahvil ve

³⁷⁸ Resmi Gazete, Sayı: 19883, 29 Temmuz 1988

bonoları”; döviz taahhütlerine de “bankaların döviz ve efektif piyasalarında yaptıkları işlemlerden dolayı aldıkları ve vadelerine 6 ay kalan döviz taahhütleri” ilave edilmiştir.

1.6. 1 Nisan 1989 Tarihli Kararlar

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar ile Devlet Bakanlığının 84-30/1 Sayılı Tebliğine ilişkin 1 Nisan 1989 tarih ve I/A-S Sayılı T.C. Merkez Bankası Genelgesinin döviz pozisyonu yönetimiyle ilgili kararları şöyledir³⁷⁹:

Likidite Oranı: Bankaların döviz mevcutlarının döviz taahhütlerine bölünmesiyle bulunur. Bu oran % 20’nin altında olamaz.

Bu genelgede döviz mevcutları kalemlerine eski kararda yer alanlara ilave olarak ;

Bankaların uluslararası standarttaki altın mevcutları,

Bankaların T.C. Merkez Bankası bünyesinde kurulan döviz ve efektif piyasalarında ve bankalararası para piyasalarında işlem yapabilmek için T.C. Merkez Bankası’na teminat olarak tevdi ettikleri döviz depoları, uluslararası standarttaki altın, yabancı devlet veya hazine kuruluşlarınca çıkarılan bono ve tahviller,

Bankaların kasasında bulunan efektif mevcutları,
eklenmiştir.

Döviz taahhüt kalemlerine yapılan ilaveler ise şunlardır:

Vadesine 6 ay kalan ve vadesi geldiğinde ödenmesi bankalarca taahhüt edilen kabul poliçeleri,

Vadesiz döviz tevdiat hesapları,

Bankaların T.C. Merkez Bankası bünyesinde kurulan döviz ve efektif piyasalarında yaptıkları işlemlerden dolayı oluşan alacakları, vadesine 6 ay kalan döviz depoları, döviz kredileri ve ödeme yükümlülüğünü üstlendikleri vadesine 6 ay

³⁷⁹ Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar ile Devlet Bakanlığı’nın 84-30/1 Sayılı Tebliğine İlişkin I/A-S Sayılı TCMB Genelgesi, **Resmî Gazete**. 20126, 1 Nisan 1989, s.4

kalan diğer döviz taahhütleri,

Kur riski oranı ise toplam Amerikan doları karşılıkları için asgari % 95, azami % 105 olarak değiştirilmiştir.

Döviz Tevdiat Munzam karşılıkları oranı ise vadesizler için % 25, vadeli için % 20 olarak tesbit edilmiştir.

1.7. 32 Sayılı Karar

Türk kambiyo rejimi ve özellikle altın ve döviz ticaretini önemli ölçüde serbestleştiren 30 Sayılı Karar 11.8.1989 tarihine kadar yürürlükte kalmış ve bu tarihte yerini 32 Sayılı Karara bırakmıştır. Türkiye’de 30 Sayılı Kararın yayımlanmasıyla başlayan liberalleşme, 32 Sayılı Kararla daha da ilerlemiş, dövizin alım-satımı, yurtdışına transferi gibi konularda büyük ölçüde serbesti getirilmiştir. Aynı zamanda Türk Lirası’nın konvertibilitesi için gerekli yasal düzenlemelerde bu kararname ile yapılmış ve 3.4.1990 tarihinde kısmi konvertibilite sağlanmıştır.

Öte yandan T.C. Merkez Bankası, dahili döviz piyasalarının gelişimi için önemli adımlar atmıştır. Tüm bu gelişmelerle birlikte, bankacılık teknolojisindeki Reuters, Telerate ekranları gibi bir takım araçlar Türkiye’de kullanılmaya başlanmıştır.

Halen yürürlükte olan T.P.K.K. hakkındaki 32 Sayılı Karar gerektiğçe yayımlanan tebliğ ve kararlarla yenilenmekte ve döviz pozisyonu yönetiminde bankaların uymaları gereken kurallar T.C. Merkez Bankası’nca yayımlanan çeşitli genelgelerle açıklanmaktadır.

1.8. 5 Nisan 1994 Kararları

5 Nisan Kararları yarı heteredoks IMF tipli istikrar politikasıdır. 5 Nisan Kararlarıyla öncelikle kamu harcamalarının kontrol altına alınmasına ve kamu gelirlerinin arttırılmasına yönelik önlemlerle ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik düzenlemelere öncelik verilmiştir³⁸⁰.

Ülkemizde kamu otoritelerinin 1989 yılından itibaren, TL’nin dolar ve mark

³⁸⁰ Tezer Öcal, İlker Parasız ve İlyas Şıklar, **Para ve Banka** (Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 996, Eskişehir, Aralık 1997), s.434

karşısındaki değer kaybını enflasyon oranının altında tutması, TL'nin aşırı değerlenmesiyle başta ihracat olmak üzere bütün döviz kazandırıcı hizmetlerin olumsuz etkilenmesine yol açmıştır. Yanlış kambiyo politikaları kısa vadeli dış sermayeyi cezbederken, bankaları, işletmeleri, kuruluşları ve Hazine'yi kısa vadeli dış kredi kullanmaya özendirmiştir³⁸¹.

Bütçe ve KİT açıklarının finansmanının ve borç yükünün artması, tarımsal destekleme politikaları, cari işlemler açığının hızla artması biraz önce açıklanan sebeplerle, Ülkemiz 5 Nisan Kararlarına sürüklenmiştir³⁸².

5 Nisan Kararlarının önemli bir özelliği yüksek oranlı süren durumsal bir görünüm kazanan enflasyonu yarı-heterodoks politikalarla düşürmeyi amaçlamasıdır. Bu bağlamda Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısındaki değerinin bir süre sabitleştirilmesi öngörülmüştür. Böyle bir politikaya çapa (anchor) politikası denilmektedir. Ayrıca maaşlar ve kamu kesiminde çalışanların ücretleri hemen hemen dondurulmuştur³⁸³.

5 Nisan 1994 istikrar programının kambiyo işlemlerine yönelik uygulamaları şunlardır³⁸⁴:

5 Nisan 1994 tarihinden itibaren T.C. Merkez Bankası 1 ABD doları resmi satış kuru, Reuters sisteminin bankalararası döviz piyasası sayfalarında 1 ABD doları karşılığında Türk Lirası alış-satış kotasyonu veren bankalar arasından seçilen 10 bankanın saat 15:00'daki döviz alış-satış kurlarının ortalamalarının ortalaması esas alınarak ertesi günü T.C. Merkez Bankası'nın gişelerinde geçerli olmak üzere tesbit edilecektir. Böylelikle Merkez bankası'nın belirlediği döviz kurları piyasada oluşan kurlara yakın bir düzeyde oluşacaktır.

5 Nisan 1994 tarihinden itibaren ticari ve gayri ticari işletmelere ilişkin olarak yapılan döviz ve efektif alım-satım işlemlerinde uygulanacak döviz kurları bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları ve PTT'ce piyasa kuralları dahilinde

³⁸¹ Yalın Erez, "5 Nisan İstikrar Programı Hakkında Görüşler", *Ekonomik Forum Dergisi*, (TOBB Yayınları, Nisan 1994), s.4

³⁸² İlker Parasız, *Kriz Ekonomisi-Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan Kararları* (Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995)

³⁸³ Öcal, Parasız ve Şıklar, a.g.e., s.434

³⁸⁴ TCMB I/A-B Sayılı Genelge, *Resmi Gazete*. 21896; 5 Nisan 1994

serbestçe belirlenecektir. Sözkonusu işlemlere bankalarca uygulanan kurlar, işlem miktarına bakılmaksızın, ilgili kuruluşlarca gün sonunda Merkez Bankası'na bildirilecektir. Ayrıca bankalararası döviz piyasasında verilen Türk Lirası alış ile satış kotasyonları arasındaki fark % 3 olarak belirlenmiş ancak bu karar daha sonra bankalar tarafından uygulanmıştır.

5.4.1994 tarih ve 21896 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Umumi Disponibilite Hakkında 4 Sıra No'lu Tebliğ ile bankaların yükümlülükleri üzerine yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemedeki amaç yabancı para işlemlerin maliyetinin yükseltilerek, TL'ye olan talebin arttırılmaya çalışılmasıdır³⁸⁵.

1.9. 2000-2002 Döneminde Uygulanması Kararlaştırılan Enflasyonu Düşürme Programı Çerçevesinde İmzalanan Stand-By Anlaşması Genel Hedefleri ve Para ve Kur Politikaları

1991 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşmasının programa bağlı ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000-2002 döneminde uygulanacak makro ekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir. 9 Aralık 1999 tarihinde Türk Hükümeti tarafından verilen niyet mektubu, 22 Aralık 1999 tarihinde IMF İcra Kurulu tarafından onaylanmıştır. Üç yıllık bir dönemi kapsayan programın ana hatları ve bu çerçevede yürütülecek para ve kur politikalarını genel olarak şöyle belirtebiliriz³⁸⁶:

Enflasyon, son 25 yıldır Türkiye'nin ekonomik performansını farklı açılardan zayıflatmıştır. Bunun en belirgin etkisi, ekonomik büyümede yaşanan istikrarsızlıktır. Hızlı ekonomik gelişme dönemlerini aynı hızda ekonomik faaliyetlerdeki azalış dönemleri izlemiş, fakat enflasyonun ekonomik ve sosyal etkileri daha da fazla olmuştur. Büyüme yalnızca istikrarsız olmamış aynı zamanda gelişmekte olan piyasa ülkelerinin en başarılılarının ortalamasının çok altında kalmıştır. Eğer AB ülkelerine göre mevcut gelir açığının kapatılması hedefleniyor ise zaman içerisinde daha yüksek büyüme oranlarının sürdürülmesi gerektiği görülmüştür.

³⁸⁵ Mehmet Günal, "Açık Pozisyonlar Üzerine İnceleme", *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi*, Yıl:3, Sayı: 10, (Haziran 1995), s.10

³⁸⁶ T.C. Hazine Müsteşarlığı, *IMF'e Verilen 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu*, (www.treasury.gov.tr, Ankara)

Stand-by'a göre, 2000 yılı enflasyon hedefi -12 aylık TÜFE enflasyonunu Aralık 2000 sonu itibariyle %25'e (TEFE enflasyonu %20'ye) düşürmek- enflasyonla mücadele yolunda kademeli bir uygulamaya imkan sağlamakla beraber geçmiş uygulamalardan (son 10 yılın TEFE ortalaması %80 civarındadır) farklı olduğu konusunda açık bir sinyal gönderdiği görülmüştür. 2000 yılı enflasyon hedefleri, TEFE ve TÜFE enflasyonunu 2001 yılı sonunda %10-12'ye ve 2002 yılı sonunda tek haneye (yaklaşık %5-7) düşürmektir.

Program üç temel unsura dayanmaktadır : programın başlangıcında kamu sektörü temel fazlasının mümkün olduğunca yüksek tutulması, yapısal reformlar ve tutarlı gelir politikaları ile desteklenmiş sıkı döviz kuru taahhütleridir. Başlangıçta kamu sektörü temel fazlasının yüksek programlanması gerekmektedir. Çünkü kamu hesaplarındaki zayıflık yüksek enflasyonun arkasında yatan temel faktördür. Yapısal reformlara, mali ayarlamayı sürdürülebilir kılmak, etkinliği artırmak ve artan özelleştirme gelirleri sayesinde kamu borcunun azaltılmasını kolaylaştırmak için ihtiyaç vardır. Sıkı döviz kuru taahhütü ve tutarlı gelir politikası, özellikle enflasyonla mücadelenin ilk aşamasında, enflasyon ve faiz oranlarının daha hızlı indirilmesi için gereklidir. Bu çerçevede yürütülecek para ve kur politikalarının ana hatları aşağıda verilmiştir.

1 ABD Doları + 0,77 Euro olarak alınan kur sepetinin değeri 1 Ocak tarihinden itibaren bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanmıştır. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2000 yılında kur sepeti artış oranını yüzde 20 olarak, yıl sonu TEFE artış hedefi ile uyumlu bir şekilde belirlemiştir. Böylece kronik enflasyondan kaynaklanan ve enflasyonist süreci besleyen bekleyişlerin kırılması ve belirsizliklerin en aza indirilip buna ait maliyetlerin azaltılması mümkün olabilecektir.

- Program süresince iki farklı kur rejimi uygulanacaktır. Kur politikası Ocak 2000-Haziran 2001 dönemini kapsayan 18 aylık sürede, “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”; bunu izleyen ikinci 18 aylık dönemde ise (Temmuz 2001-Aralık 2002) “kademeli olarak genişleyen band” çerçevesinde yürütülecektir. 1 Temmuz 2001'de uygulanmaya başlayacak bandın toplam genişliği 31 Aralık 2001'de yüzde 7,5'e, 30 Haziran 2002'de yüzde 15'e ve 31 Aralık 2002'de yüzde 22,5'e yükseltilecektir.

- IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde belirlenen para politikası, T.C. Merkez Bankası bilançosundaki temel büyüklükler itibariyle izlenecek ve 1999 yılı sonundan başlayarak her 3 ay sonu itibariyle bu büyüklüklere ilişkin veriler performans kriterlerine esas tutulacaktır.

- Buna göre, bilançodaki Net İç Varlıklar kalemi değerlendirme hesabındaki değişimin etkisi hariç, eksi 1.200 trilyon Türk lirası olarak belirlenmiş ve 2000 yılı boyunca sabit tutulmuştur. Ancak bu kaleme her bir çeyrek içinde önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün, artı-eksi yüzde 5'inin belirlediği maksimum sapma sınırlarının oluşturduğu bir band içinde hareket etme imkanı tanınmaktadır. Bu esneklik dönem içinde faizlerin ani ve aşırı hareketliliğini önlemeyi amaçlamaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası para politikası uygulamasında Net İç Varlık artışına yol açabilecek büyüklükte bir kamu sistemi fonlamasına yer vermeyeceğini ve aynı şekilde geçmişte döviz girişlerinin arttığı dönemlerde uygulanan Türk lirası likiditeyi sterilize etme politikasını sürdürmeyeceğini duyurmuştur. Merkez Bankası bilançosu açısından Net İç Varlıkların sabit kalması, para tabanındaki değişimin yalnızca Net Dış Varlıklardaki değişim karşılığı olması anlamına gelmektedir. Getirilen bu sistemle döviz rezervlerini belli bir seviyenin üzerinde tutacak adeta otomatik olan bu mekanizma da beraberinde gelmektedir. Bu mekanizma, döviz talebi olduğu günlerde piyasadan çekilen Türk lirasının Merkez Bankası tarafından net iç varlıkları arttırarak telafi edilmemesi sonucunda Türk lirasına olan talebin yeniden artmasıyla döviz yönelişin durdurulması yoluyla işleyecektir. Böylece, ilk 18 aylık dönemde sistemin dengeleyici unsuru olan faizler, piyasa koşullarını tam olarak yansıtır hale gelecektir. Döviz kuru bandının uygulanacağı ikinci 18 aylık dönemde Net İç Varlıklar politikasına esneklik tanınacak ve para politikasının faizler üzerindeki etkisi artırılarak enflasyon hedefine ulaşmaya yönelik gücü etkinleştirilecektir.

- Ayrıca yeni para programı çerçevesinde Merkez Bankası bankalararası para piyasasında taraf olduğu işlemleri azaltmaya yönelik bir strateji izleyecek ve bu bağlamda Merkez Bankası bu piyasadaki alış ve satış kotasyonunu kendisi dışındaki para ve repo piyasalarındaki gelişmeleri dikkate alarak belirleyecektir.

1.10. 5 Ağustos 2000 Tarihli Değişiklikler

Döviz pozisyon yönetimine ilişkin olarak yapılan en son değişiklik 5.8.2000 tarih ve 24131 sayılı Resmi Gazete’de yer alan 2000/1 sayılı TCMB Genelgesi ile gerçekleştirilmiştir. Bu genelge ile TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar ile Başbakanlık Hazine ve Dış ticaret Müsteşarlığının 91-32/5 Sayılı Tebliğine İlişkin I-M sayılı T.C. Merkez Bankası genelgesinin “Döviz Pozisyonu Yönetimine İlişkin Oranlar” başlıklı 7/A maddesi değiştirilmiş olup Likidite ve döviz pozisyonu oranlarının hesaplanmasına ve uygulanmasına ilişkin esas ve şartlar yeniden belirlenmiştir.

5.8.2000 tarih ve 24131 sayılı Resmi Gazete de yayımlanan 2000/1 sayılı T.C. Merkez Bankası Genelgesi’nde yer alan kararlar şöyledir³⁸⁷:

1- Sözkonusu genelge ile likidite ve döviz pozisyonu oranları hesaplamasına dahil varlık ve yükümlülük kalemlerinin tesbitinde Türkiye Bankalar Birliği tarafından hazırlanarak Hazine Müsteşarlığınca onaylanan “ Bankalarca uygulanacak Muhasebe Standartları, Tek Düzen Hesap Planı ve İzahnamesi” esas alınmış olup bilanço dışı işlemler hariç varlık ve yükümlülük kalemleri, Tek düzen Hesap Planı’ndaki hesap adları ve hesap kodları ile belirtilmiştir.

2- Bankalarca nazım hesaplarda izlenen, spot piyasalarda gerçekleştirilmekte birlikte uluslararası teamüller gereği iki işgününe kadar valörle teslimatı yapılacak döviz alım-satım işlemleri de döviz varlık ve yükümlülüklerine dahil edilecek, ancak realize olmayan spot döviz alım ve satım işlemleri geriye yönelik olarak hesaplamalardan düşülecektir.

3- Banka ve özel finans kurumlarının kısa vadeli yükümlülükleri karşılığında bulundurulması gereken asgari döviz varlığını ifade eden likidite oranı asgari % 10 olarak gerçekleştirilecektir.

4- Döviz pozisyon oranı ise, ABD doları, Euro dahil Avrupa Para Birliği’ne katılan ülke paralarının Euro karşılıkları toplamı, altın dahil diğer konvertibl paraların ABD doları karşılıkları toplamı üzerinden her bir kategori için asgari % 75

³⁸⁷ TCMB Bankacılık İşlemleri Genel Müdürlüğü Banka İşlemleri Müdürlüğü’nce Banka Genel Müdürlüklerine Gönderilen: TCMB 2000/1 Sayılı Genelge’nin Uygulama Talimatı, (Ankara, 8 Ağustos 2000), s.1-2-3

azami % 115, varlık ve yükümlülüklerin toplam ABD doları karşılıkları için asgari % 80 azami % 110 olacaktır.

5- Likidite oranı ve döviz pozisyonu oranı hesaplamasına esas döviz varlık ve yükümlülüklerin toplam ABD doları karşılıklarının hesaplanmasında, cetvel düzenleme tarihindeki çapraz kurlar esas alınacaktır. Avrupa Birliği'ne dahil ülkelerin para birimlerinin Euro karşılıklarının hesaplanmasında 05.01.1999 tarihli talimatta da belirtildiği üzere, Avrupa Para Birliğine katılan ülke paralarının Euro karşılıkları Avrupa Birliği'nce sabitlenmiş olup, sözkonusu para birimlerinin Euro karşılıkları bu parite üzerinden bulunacaktır. Likidite ve döviz pozisyon oranının hesaplanmasına esas, gerek haftalık gerekse aylık cetveller herbir kalemin kalan vadesine göre düzenlenecektir.

6- Varlık ve yükümlülüklerin toplamı ABD doları karşılıklarının birbirlerine bölünmesi sureti ile bulunacak döviz pozisyon oranının, Genelgede belirlenen asgari ve azami oranların dışında kalması halinde, noksan ve fazlalıklar için, cetvel tarihindeki döviz alış kuru esas alınarak bulunan Türk lirası karşılığı üzerinden o tarihte yürürlükte olan TCMB'nca kısa vadeli kredilere uygulanan reeskont (iskonto) faiz oranının 1.5 katsayı ile çarpımı sonucu bulunacak oranda haftalık cezai faiz tahakkuk ettirilecektir. Cezai faizin tahsilinde, 6183 Sayılı Amme alacakları Tahsil usulü hakkında kanun uygulanacaktır.

Örnek:

4.8.2000 tarihi itibarıyla

Toplam Döviz Varlıklarının ABD Doları karşılığı: 209.500 USD

Toplam döviz yükümlülüklerinin

ABD Doları karşılığı : 174.310 USD

Döviz Pozisyon Oranı: $209.500 / 174.310 = \% 120$

3.8.2000 tarihinde tespit edilmiş

Bankamız ABD Doları kuru : 642.232 TL

Fazla döviz Varlığı : $209.500 - (174.310 * \%110) = 17.759$ USD

Cezai Faiz: $(17.749 * 642.232 * 7 * 90) / 36.000 = 199.594.467$ TL

Diğer taraftan, ay sonları itibariyle konsolide olarak hazırlanacak döviz varlık ve yükümlülüklerinin toplam dolar karşılığı üzerinden döviz pozisyonu oranını tutturamayan bankalar için cezai faiz uygulamasına Ocak 2001 ay sonu raporlamasından itibaren başlanması kararlaştırılmıştır.

7- Ayrıca, yapılacak incelemelerde, döviz pozisyon oranının tutturulmasına yönelik fiktif işlem yapıldığının tesbit edilmesi halinde, bu işlemlere tekabül eden tutarların geriye yönelik olarak varlık ve yükümlülüklerinden düşülerek ilgili döneme ilişkin döviz pozisyonu oranı yeniden hesaplanacak ve hesaplama sonrası belirlenen oranların dışında kalınması halinde ise yukarıda belirtildiği şekilde cezai müeyyideye tabi tutulacaktır.

Buna göre, vadeli döviz alım ve satım taahhütleri içinde yer alan anlaşmaların,

- Vadesinden önce iptal edilmesi ,
- Vadesine kadar nakit olarak gerçekleştirilmemesi veya bu yolla vadelerinin uzatılması,
- Vadesinde ters yönde spot işlem ile kapatılması,
- Aynı gün muhasebe kaydına alınmaması,
- Karşı tarafını oluşturan kişi ve kuruluşların sözleşmedeki taahhüdünü yerine getirebilecek mali güce sahip olmaması ile
- Aynı gün yapılan vadeli sözleşmelerin fiyatlarının birbiri ile tutarlı olmaması ve benzeri işlemler fiktif sayılarak yukarıda belirtildiği şekilde işleme tabi tutulacaktır.

8- a) Bankaların ve özel finans kurumlarının varlık ve yükümlülüklerine ilişkin yurtiçi bilanço hesapları esas alınarak hesaplanan likidite ve döviz pozisyon oranına ilişkin bilgiler 1.9.2000 tarihinden itibaren ABD doları, Euro, diğer dövizlerin dolar karşılığı ve toplam ABD doları karşılığı cinsinden haftalık olarak düzenlenecek ve iki hafta sonraki cuma günü iş saati sonuna kadar,

b) Yurtdışı şubeler dahil konsolide hesaplanan likidite ve döviz pozisyonu oranına ilişkin bilgiler de 30.9.2000 tarihinden itibaren ABD doları, Euro, diğer dövizlerin dolar karşılığı ve toplam ABD doları karşılığı cinsinden aylık olarak düzenlenerek ve en geç ilgili olduğu ayı izleyen ayın sonuna kadar, Merkez Bankası nezdinde kurulu bulunan Elektronik Veri Aktarım Sistemi aracılığıyla Elektronik

ortamda gönderilmeye başlanması kararları alınmıştır.

Görüldüğü gibi, her kategori için asgari yüzde 75, azami yüzde 115 olan döviz pozisyonu oranı toplam dolar karşılıkları için yüzde 80-110 arasında olacak, bankalar ve özel finans kurumlarının bu esaslar çerçevesinde toplam dolar karşılıkları için saptanan oranların dışında kalmaları halinde; noksan ve fazlalıkları için ait oldukları haftanın son işgünü Merkez Bankası cari döviz alış kuru esas alınarak bulunan TL karşılığı üzerinden Merkez Bankası'na kısa vadeli kredilere genel olarak uygulanan reeskont faiz oranının 1.5 katsayı ile çarpımı sonucu bulunacak oranda haftalık ceza faizi uygulanacaktır³⁸⁸.

1.11. 2000-2002 Ekonomik Programının Günümüze Kadar Olan Uygulamasının Değerlendirmesi: Kasım, Şubat Krizleri ve Döviz Yönetimi

IMF ile yapılan stand-by anlaşması çerçevesinde 2000 yılı başından itibaren uygulanan programın yapısal uyum sürecinde belki de en önemli konu, zayıf ve sorunlu olduğu bilinen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıydı. Ancak kamu bankaları da dahil olmak üzere, bankacılığı yeniden yapılandırma girişimleri hep batık banka sayısının çok yüksek olduğu ve sistemin sanıldığından da zor durumda olduğu duygusunu yaratmıştır. Bankacılık kesimini en azından döviz ve vade uyumsuzluklarına karşı (mismatch) denetlemek üzere konulan bazı kuralların da uygulanmadığı anlaşılmıştır. Örneğin, 1999 Eylül sonunda alınan bir kararla ticari bankaların genel pozisyon sınırı, daha çok bilinen adıyla açık pozisyon sınırı sermayenin % 20'sine indirilmiştir. Bu sınırı aşan bankalar Haziran 2000 sonuna kadar TCMB'ye % 8 munzam karşılık yatırmak zorundaydılar. Bu tarihten sonra munzam karşılık oranı % 100'e çıkarılmıştır. Bu kurala uyulduğu takdirde, sınırı aşarak açık pozisyon yaratmanın ve dış borçlanmayı arttırmanın hiçbir ekonomik mantığı bulunmamaktaydı. Ancak 2000 Haziran ayı sonrasında bizzat TBB kaynaklı açıklamalardan bilindiği üzere, açık pozisyon olması gereken yaklaşık 2.5 milyar doların altı yedi katına, 15 milyar doların üzerine çıkmıştır³⁸⁹.

³⁸⁸ **Dünya Gazetesi**, "Döviz Pozisyonu Sınırını Aşan Bankalara Ceza Uygulanacak", (7 Ağustos 2000), s.7

³⁸⁹ Ercan Uygur, **2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri** (S. B. Fakültesi, Ankara, 22 Mart 2001), s.9

Fakat o dönemde Merkez Bankası Başkanı Gazi Erçel, TBB’ce yayımlanan bankacılık sektörünün 30.6.2000 tarihli bilanço verilerine göre yabancı para aktif ve pasif hesaplar arasındaki 19.1 milyar dolarlık farktan hareketle döviz açığının bu miktara ulaştığı tespitini, hesaplamanın içerisinde türev ürünlerinden kaynaklanan 11 milyar dolarlık varlık ve yükümlülük farkının bulunmaması ve 2.5 milyar dolarlık döviz endeksli kredilerin açık pozisyon hesaplamasında dahil edilmemesi nedeniyle 5.6 milyar dolar olarak ifade etmiştir³⁹⁰.

2000 yılı başından itibaren uygulanan antienflasyonist programdan genelde başarılı sonuçlar alınmış yılın ilk üç çeyreğinde para politikasında esas alınan net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler gibi performans kriterleri hedeflenen düzeylerde gerçekleşmiştir. Ancak, yılın son aylarında açık pozisyon kapamaya yönelik çabaların yoğunlaştığı bir ortamda, yapısal reformlar ve özelleştirmedeki gecikmelerin yarattığı tedirginlik, gelişmekte olan ülkelerde risklerin yükselmesi gibi nedenlerle yabancı yatırımcıların döviz talebinin de artması sonucu Kasım ayında yaşanan likidite krizi faiz oranlarının önemli ölçüde yükselmesine ve Merkez Bankası döviz rezervlerinin azalmasına neden olmuştur. Bu dönemde Merkez Bankası IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde net iç varlıklar koridor limitlerinin dışına çıkmak zorunda kalmış ve sisteme likidite sağlamaya çalışmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, yıl sonu net iç varlıklar tavan değeri revize edilmiştir. Aralık ayı başlarında IMF ile yapılan görüşmeler neticesinde 10.4 milyar dolarlık finansman desteği sağlanacağını taahhüt edilmesinin ardından finans piyasalarında belli ölçüde istikrar sağlanmışsa da faiz oranları hızla artan risk priminin etkisiyle kriz öncesi ile karşılaştırıldığında yüksek düzeylerde kalmıştır³⁹¹.

Yaptığımız tez çalışmasına pratik tecrübe ve örnek sağlayacağı konusundan hareketle Kasım krizinde BDDK’ca el konularak TMSF bünyesine alınan Demirbank’ın durumu ile ilgili yapılan tespitleri belirtmek yararımıza olacaktır.

³⁹⁰ TCMB 2000/30 Sayılı Duyuru, Gazi ERÇEL’in, Bankaların Yabancı Para Açık Pozisyonları ile İlgili Açıklamaları, (<http://www.tcmb.gov.tr>, 21.09.2000), s.1-2

³⁹¹ Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar ve Planlama Müdürlüğü, **Ekonomik Rapor 2000**, (<http://www.isbank.com.tr>), s.24

Buna göre Demirbank'ın problemi üç temel nedenden kaynaklanmaktadır. Öncelikle bankanın fonlama biçimi nedeniyle kısa vadeli likidite ihtiyacı çok yüksektir. İkinci olarak, BDDK'nın yılsonu itibariyle bankalara açık pozisyonlarını kapatmaları talimatı vermiş olması ve kontrolün mevzuata uygun olarak tüm grup şirketler konsolide edilerek yapılacağının belirtilmesi sistemin döviz almak için likidite ihtiyacını birdenbire arttırmış ve Demirbank'ın fonlama olanaklarını daraltmıştır. Üçüncü olarak ise, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak, yabancı yatırımların risk algılamasının 2000 yılının üçüncü çeyreğinde artmaya başlaması Ülkemize yabancı fon girişlerini sınırlandırmış ve çıkışı hızlandırmıştır³⁹². Tüm bunların sonucunda Demirbank içinde bulunduğu likidite sıkıntısı ve sistemin pozisyon açığınınında etkisiyle yükümlülüklerini yerine getiremez duruma düşmüştür.

TCMB, 2000 Kasım ayında döviz hedef alan yoğun spekülasyon saldırıyı çok yüksek faizle, önemli döviz kayıplarıyla ve belki de daha önemlisi, 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir. IMF kredisi, Ek Rezerv Olanağı (SFR- Supplemental Reserve Facility) biçiminde verilmiş ve vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksektir. Demek ki TCMB, ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak şunu da vurgulamak gerekir ki, daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır³⁹³.

IMF ile yapılan görüşmeler neticesinde 2000 yılı sonunda 2001 yılı para ve kur politikalarının kriz öncesi dönemde belirlenen çerçevede yürütüleceğinin açıklanması ve alınan ek finansman desteği ile birlikte Merkez Bankası bilançosunda ocak ayında olumlu gelişmeler gözlenmiştir. Buna rağmen Kasım ayı sonrasında hızla artan risk priminin etkisiyle birincil ve ikincil piyasalarda faiz oranları yüksek seviyesini korumuştur. Bu dönemde gerek yurtdışından gerek yurtiçinden sağlanan fonların vadeleri de gittikçe kısalmış ve faiz oranlarının döviz kuru sepetindeki artışa göre oldukça yüksek kalması mevcut kur rejiminin sürdürülebilirliği konusundaki kuşkuları artırmıştır. Şubat ayı sonlarında, Hazine ihalesi öncesinde meydana gelen

³⁹² Güven Sak, **Bir Krizin Anatomisi: 2000 Kasımında Neler Oldu?**, (T.C. Rekabet Kurumu İçin Hazırlanan Rapor, Ankara, 18 Aralık 2000), s.22

³⁹³ Uygur, a.g.e., s.5

olaylar sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış, sisteme olan güven tamamen kaybolmuş ve 19 Şubat tarihinde Türk Lirası ciddi bir atakla karşı karşıya kalmıştır. Bu tarihte gerçekleşen bir gün valörlü 7.6 milyar dolarlık döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek için Merkez Bankası likiditeyi kısmıştır. Ancak, bu durum aşırı günlük likidite ihtiyacı içinde olan kamu bankaları nedeniyle ödemeler sisteminin sürdürülmesinin ekonomiye getireceği zararlar gözönüne alınarak, döviz kurları, 22 Şubat tarihinde dalgalanmaya bırakılmıştır³⁹⁴.

Nisan ayı ortasında, Mart ayında genel stratejisi açıklanan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” kapsadığı önlemler ve yasal düzenlemeler ile birlikte kamuoyuna açıklanmıştır. Program konjonktürel politikalardan çok yapısal yenilenme ve yasal düzenlemelere ağırlık vermiştir. Bu kapsamda 3 Mayıs 2001 tarihinde IMF ile yeni bir niyet mektubu imzalanmış ve kamuoyuna açıklanmıştır³⁹⁵.

Merkez bankası 15 Mayıs 2001 tarihinde para politikasının genel çerçevesini kamuoyuna açıklamıştır. Döviz kuru rejiminin değişmesi ve kurun nominal çapa olarak kullanımına son verilmesi para politikası stratejisinin yeniden düzenlenmesini gerektirmiştir. Bu amaçla, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve dalgalı kur rejimi çerçevesinde, Türk Lirasının değerindeki hızlı düşüşün enflasyonist etkilerini sınırlandırmak amacıyla para politikasının daha aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Döviz kuru çapasının ortadan kalkması nedeniyle, para tabanı ara hedef ve nominal çapa olarak belirlenerek ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin oluşturulmasında bir kriter sağlanması amaçlanmıştır. Merkez Bankası’nın araç bağımsızlığına kavuşması ve önkoşulların oluşması ile birlikte enflasyon hedeflemesine yönelik para politikası uygulamasına başlanacağı da kamuoyuna duyurulmuştur³⁹⁶.

Kur rejimine yönelik olarak ise, Merkez Bankası, döviz kurlarının piyasada arz ve talep koşullarına göre oluşacağını ve ancak ani ve geçici dalgalanmalarda döviz kurlarına müdahale edeceğini açıklamıştır. Bu müdahalelerin amacının, döviz kurunun uzun dönem denge değerini etkilemeksizin ani ve geçici şokların

³⁹⁴ TCMB, Para Politikası Raporu, (Kasım 2001, Ankara), s.2

³⁹⁵ Aynı, s.3

³⁹⁶ Aynı, s.4

önlenmesine yönelik olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, program çerçevesinde IMF tarafından sağlanan ek dış kaynaktan Hazine'ye aktarılan kısımdan iç finansman amaçlı kullanımların likiditeyi artırıcı etkisini gidermek için de programlı döviz satış ihaleleri başlatılmıştır³⁹⁷.

Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve banka bilançolarının güçlendirilmesi kapsamında Haziran ayı içerisinde Hazine Müsteşarlığı, bankaların sahip oldukları Türk Lirası cinsinden devlet iç borçlanma senetlerini daha uzun vadeli TL DİBS'ler ve dövizde endeksli DİBS'lerle takas etmiştir. Bankacılık sisteminin açık pozisyonu, gerek Merkez Bankasının Şubat 2001 krizi sonrasında ilk 5 ayda yapılan 7 milyar ABD dolarlık döviz satışı ve kamu ve TMSF bankalarına 8.1 milyar ABD dolarlık görev zararı karşılığı döviz cinsinden ya da dövizde endeksli Hazine kâğıtları verilmesiyle gerekse Haziran ayı içinde gerçekleştirilen 6.6 milyar dolarlık borç takası ile büyük ölçüde kapanmış ve döviz kurları üzerindeki baskı göreceli olarak azalmıştır³⁹⁸.

Bankacılık sistemi Kasım krizinde likidite ve faiz riskinden, Şubat krizinde ise kur riskinden dolayı ciddi zararlarla karşılaşmıştır. Yaşanan kriz sonrasında oluşan güven sonrası, beklentilerin olumsuz yönde gelişmesi ve bunların sonucunda kur hareketlerinde görülen dalgalanmalar nedeniyle, Türk Lirası cinsinden mevduatlar döviz tevdiat hesaplarına kaymıştır³⁹⁹.

Önümüzdeki dönemde uluslararası kuruluşlardan gelecek olan kaynak ile birlikte ekonomide döviz arz fazlası oluşması yüksek bir ihtimal olduğundan, Merkez Bankası'nın dalgalı döviz kuru rejimi ile çelişmeyecek ve döviz kurunun uzun dönemdeki trendini bozmayacak şekilde döviz rezervlerini arttıracak da Merkez Bankası'nın 2002 para ve kur politikası açıklamalarında yer almaktadır⁴⁰⁰.

2002 yılı başından Nisan ayı sonlarına geldiğimiz süre bu süre zarfında TL yeniden değerlendirilmiş ve finansal kuruluşlar dövizde açık pozisyona girmişlerdir.

³⁹⁷ Aynı, s.4

³⁹⁸ TCMB Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü, 2001 Yılı Döviz Piyasaları Gelişmeleri (Ankara,2001), s.3-4

³⁹⁹ TCMB, Kasım 2001, a.g.e., s.8-23

⁴⁰⁰ Oya Akseki "2002 Yılında Para ve Kur Politikası Üzerine", Ekonomist Dergisi. Sayı:2002-1, (6-12 Ocak 2002), s.25

Ulusal paranın aşırı değerlenme sürecine girdiği bir ekonomide bankaların fon kaynaklarını yabancı para cinsinden oluşturmaları, dışsal (Hükümetin uyguladığı döviz kuru politikası) bir gelişmenin bankaların finansal yapısının belirlenmesindeki rolünün açık bir örneği olmaktadır. Böyle bir politikanın sonucunda bankaların fon kullanımları da doğal olarak ulusal para cinsinden olacaktır. Enflasyon oranı (faiz oranı) ile döviz kuru artış oranı arasındaki marjın geniş olması bankaların net genel döviz pozisyonlarının açık vermesine neden olmaktadır. Gerçekte yapılanın bu şekilde oluşması bankaları kolaycılığa teşvik etmekte ve kabul edilebilir bir kur riski ile bu oluşumu sürdürmek kârlılık açısından anlamlı olmaktadır⁴⁰¹.

2002 Ocak-Nisan döneminde TL'nin değerlenmesi konusunda Hürriyet Gazetesi ekonomi yazarlarından Erdal Sağlam şu yorumu yapmaktadır: “Bir süredir bankacılık kesiminde yasal açık pozisyon sınırını aşmadan, sanal hareketlerle pozisyon açıldığı şüpheleri bulunmaktadır. Son dönemde dövizdeki aşırı düşüş, bu konuya daha fazla eğilinmesini de beraberinde getirmiştir. Bazı bankacılar, bir süredir döviz tevdiat hesaplarının donduğunu, rezervlerin artmadığını, yabancı sermaye girişi olmadığını kaydetmekte, buna rağmen döviz fiyatlarının sürekli düşmesinin dikkat çekici olduğunu ifade etmektedirler. Bu bankacılar, döviz fiyatlarının aşırı düşüşünü açık pozisyona bağlamaktadırlar. Yasal açık pozisyona bakıp böyle bir gelişme olmadığı söylendiğinde ise “yapısal açık pozisyon”dan sözettiklerini kaydetmişlerdir. Yani kağıt üzerinde yapılan işlemlerle yasal sınırı aşmadan pozisyon açmaktadırlar. Daha önce bankalar, “çekmece forward” olarak adlandırılan bu yapısal açık pozisyonlarla, pozisyon açmış, krize yüksek açık pozisyonlarla yakalanmış bu nedenle de sektör büyük zararlar görmüştür. Bu arada organize eden Londra’lı finans mühendisi yabancı bankacılarıdır⁴⁰².”

Ayrıca TL'nin değerlenmesi ve bunun kaynağının da bankacılık sistemindeki açık pozisyon olduğu düşüncesiyle BDDK, Merkez Bankası ve Hazine Müsteşarlığı yetkilileri 15 Nisan 2002 tarihinde yaptıkları toplantıda, “açık pozisyonları masaya yatırdıkları”, özellikle iştirakler kanalı ile büyüyen açık pozisyonlar ve mevzuatı

⁴⁰¹ Ömer Faruk Çolak, Aslan Yiğidim, **Türk Bankacılık Sektöründe Kriz** (Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, Ekim 2001), s.46-47

⁴⁰² Erdal Sağlam, "Yapısal Açık Pozisyon Takibi", **Hürriyet**, (13 Nisan 2002), s.10

dolanma yönündeki her türlü işlemin tespiti ile engellenmesi konusunda bankaların bir kez daha uyarılmalarının kararlaştırıldığı hususlarında yoğunlaşmışlardır⁴⁰³.

Günümüz finansal piyasalarında eğer bir oyuncu pozisyon açmak isterse buna kimse engel olamamaktadır. Finansal mühendislik denilen yeni olgu her çeşit kısıtlamanın etrafından dönüp geçebilecek birden fazla yol göstermektedir. Bu çeşitli enstrümanlarla çok değişik şekillerde yapılabilir ve önüne geçilmesi de çok zordur. Açık pozisyonu önlemenin iki yolu vardır. Birincisi yetiştirilecek bankacılık kadrosu açık pozisyonun zararlarını bilmeli ve pozisyon açma konusunda kendisi temkinli davranmalı; ikinci yol ise, Merkez Bankası'nın gecelik faiz kotasyonlarını kısa zamanda hızla indirerek kur faiz sarmalından sektörü kurtarmasıdır. Bu şekilde sorun çözümlenebilecektir⁴⁰⁴.

Tüm bunlara ek olarak, finansal krizler önceden öngörülebilir ya da sağlıklı bir biçimde olumsuz gelişmeler önceden bilinirse politika belirlemekle sorumlu otoritelerin önceden önlem alabilmelerine olanak sağlanmış olacaktır. Bu konuda çok sayıda model ve yaklaşım vardır. Bunlardan, gelişmekte olan ülkeler için geliştirilmiş basit bir model; esas itibarıyla "kambiyo kurunun aşırı değerlenmesine, bankacılık sisteminin zayıflığına ve döviz rezervlerinin düşük olmasına" dayanmaktadır⁴⁰⁵. Krizin öngörülebilirliğini ölçebilecek daha detaylı finansal göstergeler bulunmakla beraber Ülkemizde yaşanan son iki krizden yola çıkarak en azından bahsettiğimiz bu basit modelin temel dayanak noktalarının gözönünde bulundurulması gerekir.

2. TÜRKİYE'DE DÖVİZ PİYASALARI

Türkiye'de Merkez Bankası'nın öncülüğünde ve koyduğu sınırlar içinde yasal bir dahili döviz alım-satım piyasası oluşmakta, bu piyasada T.C. Merkez Bankası, bankalar, yetkili müesseseler ve özel finans kurumları faaliyet göstermektedir. Bu piyasada bir de gayriresmi ya da serbest piyasa olarak nitelendirebileceğimiz

⁴⁰³ BDDK, **Bankaların Döviz Açık Pozisyonlarına İlişkin Basın Açıklaması**, (<http://www.bddk.org.tr>, 18 Nisan 2002, Ankara), s.1

⁴⁰⁴ Salih Neftçi, "Açık Pozisyon Sorunu Nasıl Çözülür", *Star*, (16 Nisan 2002, <http://www.stargazete.com.tr>), s.2

⁴⁰⁵ Morris Goldstein, Philip Turner, **Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri Ülkeler ve Politika Seçenekleri**. Çeviren: Ali İhsan Karacan (Dünya Yayıncılık, İstanbul, Ocak 1999), s.18

Tahtakale piyasası faaliyet göstermektedir⁴⁰⁶.

T.C.M.B. Döviz ve Efektif Piyasalarının kuruluş amacı bankalararası döviz ve efektif hareketlerini düzenlemek, bankacılık sektöründeki döviz ve efektif kaynaklarının daha etkin kullanımını sağlamak ve para politikasına esneklik kazandıracak araç sayısını arttırmaktır. 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun 4. Maddesi (I) Bendi (b) fıkrası uyarınca bankalar, yetkili müesseseler ve özel finans kurumları katılımı, mevcut döviz kaynaklarının etkin kullanımı ve Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısındaki değerinin Hükümetçe uygulanan liberal ekonomi politikası doğrultusunda serbest piyasa koşulları içerisinde tesbit edilebilmesi amacı ile TL/Döviz ve TL/Efektif piyasaları 14 Eylül 1988'de; Döviz/Efektif, Döviz/Döviz ve Efektif/ Efektif piyasaları 21 Eylül 1988 tarihinde faaliyete geçmiş ve halen faaliyetini sürdürmektedir⁴⁰⁷.

T.C. Merkez Bankası Kanunu'nda 25.04.2001 tarih ve 4651 Sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle yukarıda belirtilen 4. Madde'nin döviz işlemleri ile ilgili kısmında yapılan değişiklik şöyledir⁴⁰⁸: Banka Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk Lirası ile değişimi ve işlemlerini yapar.

2.1. T.C.M.B. Döviz ve Efektif Piyasaları

Bu piyasalara katılımcılar yükümlülüklerini yerine getiren, ilgili taahhüt ve sözleşmelerini imzalamış bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseselerdir. Alt piyasalar ise TL/Döviz, TL/Efektif, Döviz/Efektif, Efektif/Döviz, Döviz/Döviz, Efektif/Efektif piyasaları şeklindedir⁴⁰⁹.

⁴⁰⁶ Tevfik A., Tevfik G., a.g.e., s.102

⁴⁰⁷ T. Vakıflar Bankası T.A.O. Fon Yön. Bşk., Ocak 1998, a.g.e., s.18

⁴⁰⁸ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 4651 Sayılı Kanun, **Resmî Gazete**. 24393; 5 Mayıs 2001(<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacik/html>), s.6

⁴⁰⁹ T. Vakıflar Bankası T.A.O. Fon Yön. Bşk., Ocak 1998, a.g.e., s.19

Bankalar, döviz ve efektif piyasalarına katılabilmek için Merkez Bankası birimlerince çıkarılan tüm genelge ve talimatlara uygun hareket etmek ve Merkez Bankası'na olan döviz yükümlülüklerini yerine getirme zorunluluğunun yanısıra, Bankaca yürütülmekte olan Açık Piyasa İşlemleri ve Para Piyasası'na katılmak ve Merkez Bankası Şubelerinin en az birinde DİBS deposu açtırmakla yükümlüdürler. Öte yandan, Hazine Müsteşarlığı'nca tespit edilen esas ve usullere göre faaliyette bulunmak üzere tayin olunan yetkili müesseselerin de Kararname, Tebliğ, Genelge ve Talimatlar ile belirlenmiş olan esaslara uygun faaliyette bulunmaları gerekmektedir⁴¹⁰.

2.1.1. TL/Döviz –TL/Efektif Piyasası

T.C. Merkez Bankası aracılığıyla bankaların birbirlerine TL'sı karşılığında döviz alıp satabilmelerini sağlayan bir piyasadır. Bu sisteme dahil olan bankalar Merkez Bankası'na işlem yapmak istedikleri döviz cinsi, tutarı, valörü ve fiyatını telefonla bildirmekte Merkez Bankası'da o anda elindeki taleplere göre yeni gelen teklifi değerlendirerek Reuters ekranı aracılığıyla diğer bankalara duyurmaktadır. Ekranda teklif veren bankanın adı belirtilmemekte böylece bankalar kiminle alış-veriş yaptığını bilmemekte, Merkez Bankası ile alış-veriş yapmış olmaktadır. Merkez Bankası döviz fiyatlarına müdahale etmek istediğinde, kendisi de alıcı ya da satıcı olarak piyasaya girebilmektedir⁴¹¹.

Piyasada alım-satım yapan kuruluşların TL ödemeleri ve tahsilatları T.C.M.B. nezdindeki hesaplar aracılığıyla yapılır. T.C.M.B. kendisi alış-satış tarafı olarak piyasaya girdiği zaman, kotasyonun yanına bir yıldız koyarak bunu belirtir⁴¹².

Döviz ve Efektif piyasalarında işlem yapma yetkisi ve limiti bulunan tüm bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler ve 21 Aralık 1994 tarih, 22148 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan T.P.K.K. hakkında Sayılı Karar'ın bazı maddelerinde yapılan değişiklikler ile kurulmasına izin verilen Kıymetli Maden Aracı Kuruluşları, gerek döviz ve efektif alış ve satışları gerekse zorunlu döviz ve

⁴¹⁰ TCMB Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü, **Döviz ve Efektif Piyasaları Uygulama Talimatı** (Ankara, Eylül 2001), s.1

⁴¹¹ Tevfik A., Tevfik G., a.g.e., s.102

⁴¹² T. Vakıflar Bankası T.A.O. Fon Yön. Bşk., Ocak 1998, a.g.e., s.20

efektif devri niteliğindeki satışlar için kotasyon verebilmektedir. Telefon talimatı şeklinde verilen teklif ve taleplerden fiyat olarak en cazip 3 tanesi (en yüksek üç alış fiyatı, en düşük üç satış fiyatı) tutarları ile birlikte “Reuters’ın CBRT ve CBTQ kodlu, “Telerate’in 15881 ve 15865 sayılı sayfaları aracılığıyla ilan edilerek tüm piyasa katılımcılarına duyurulmaktadır. Herhangi bir işlemin gerçekleşmesi durumunda gerçekleşen işlem “en son (latest)” sütununda yer almakta ve bir sonraki cazip alış ve satış fiyatları ekranda gösterilerek piyasanın devamlılığı sağlanmaktadır. Ancak, teklif ve taleplerin hangi kuruluşlara ait olduğu, işlemlerin kimler tarafından yapıldığı yukarıda da ifade ettiğimiz üzere kesinlikle gizli tutulmaktadır⁴¹³.

Gerek TL/Döviz ve TL/Efektif piyasaları ve gerekse müdürlük bünyesindeki diğer piyasalarda Merkez Bankası, müdahaleler dışındaki işlemlerde aracı (broker) işlevini üstlendiğinden, piyasa katılımcısı her kuruluş kendisine tanınan “borç alabilme” ve “işlem limitleri” için karşılık olarak teminat bulundurmak zorundadır⁴¹⁴.

Esasen, 1211 sayılı T.C.M.B. Kanunu’nun 56. Maddesi (a) ve (b) fıkraları uyarınca Merkez Bankası, kanunla açıkça yetki verilen işlemler dışında karşılıksız kredi açıp, avans veremeyeceği gibi her ne şekilde olursa olsun kefil olamamakta ve teminat verememektedir. Bu nedenle, piyasalarda yükümlülüğünü yerine getirmeyen tarafın teminatı nakde çevrilmekte, fakat bu tür durumların tekrarlanması halinde sözkonusu kuruluşun piyasalardaki işlem yetkisinin kısıtlanması, geçici olarak durdurulması ya da kaldırılması gibi önlemler alınabilmektedir⁴¹⁵.

Merkez Bankası, 9 Aralık’ta açıklanan tarihi para ve kur programı çerçevesinde piyasalarla ilgili 2000 yılına dönük bir dizi karar almıştır. Yeni düzenlemeyle 3 Ocak 2000 tarihinden itibaren, Merkez Bankası’nın 1 ABD doları gösterge döviz satış kurunun “üçer aylık dönemler itibarıyla ihracat ve görünmeyen işlemlerden alışını yaptıkları döviz ve efektif toplamaları” en yüksek 20 bankanın, saat 15:00’daki döviz alış-satış kotasyonlarının ortalamalarının ortalaması alınarak

⁴¹³ TCMB Döviz ve Efektif Piyasaları Müd., Eylül 2001, a.g.e., s.1-2

⁴¹⁴ Aynı, s.2

⁴¹⁵ Aynı, s.2

belirlenmesi uygulamasına son verilmiştir⁴¹⁶.

Buna göre Merkez Bankası, piyasanın kapanış saati olan 16:00'da geçerli olan ABD doları ve Euro döviz alış kurları, resmi alış kurları olarak kabul edilecek ve geçerli olan gösterge kuru marjları uygulanmak suretiyle diğer yabancı paralar için günlük gösterge kurlar ilan edilmesi kararı alınmıştır⁴¹⁷.

22 Şubat 2001 tarihinde yaşanan ekonomik kriz ile birlikte bu tarihten itibaren geçerli olmak üzere T.C.M.B. Piyasalar Genel Müdürlüğü bazı düzenlemeler yapmıştır. Bu tarihten itibaren ve halen uygulanan kararlara göre işlemlerin şu esaslara göre yapılmaktadır⁴¹⁸:

- Merkez Bankası döviz ve efektif piyasalarında önceden açıklanan kur sepeti üzerinden hesaplanan ve Reuters ve Telerate 15881 sayfalarında ilan edilen Merkez Bankası döviz ve efektif alış ve satış kotasyonları açıklanmayacak,

- Piyasa üyesi olan kuruluşlar, Merkez Bankası döviz ve efektif piyasaları nezdindeki limitleri dahilinde teminat karşılığında kotasyon vererek karşılıklı işlem yapabilecekler,

- Merkez Bankası 1 ABD doları gösterge niteliğindeki döviz satış kuru, bankalararası döviz piyasasında 1 ABD doları karşılığında kotasyon veren bankaların saat 15:30'daki döviz alış-satış fiyatlarının ortalamalarının ortalaması esas alınarak tespit edilecektir.

2.1.2. Döviz /Efektif Piyasası

Bankalar ellerindeki atıl efektifleri T.C.M.B. aracılığı ile dövize dönüştürebilmektedirler. T.C.M.B. bu piyasada efektif alıp döviz satarak kuruluşların atıl efektiflerini yurtdışına plase edip değerlendirme imkânı vermektedir. Bu piyasada efektifin dövize çevrilme maliyeti Reuters sayfasında her gün değişen oranlar ile ilan olunur. Bankalar çeşitli illerdeki efektif ihtiyaçlarını Merkez Bankası aracılığı ile temin edebilmektedir. Bunun için bankalar Merkez Bankası'nı arayarak hangi ilde ne kadar efektife ihtiyaç duyduklarını bildirmekte, o ilin bağlı olduğu

⁴¹⁶ "Paraya Yeni Düzen", Hürriyet, (31 Aralık 1999), s.8

⁴¹⁷ Aynı, s.8

⁴¹⁸ TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, **Banka Genel Müdürlüklerine Döviz ve Efektif Piyasalarının Çalışma Esasları Hakkında Gönderilen Talimat**, (22 Şubat 2001 Ankara), s.1

T.C.M.B. Şubesinin kasası uygun uygun döviz karşılığı efektif ihtiyaçları karşılamaktadır. Bu işlemler bir birim döviz karşılığında bir birim efektif satışı şeklinde 1/1 olarak yapılmaktadır⁴¹⁹.

2.2. Bankalararası Döviz Piyasası (Döviz İnterbankı)

Bu piyasada bankalar TCMB'nin aracılığı olmaksızın kendi aralarında doğrudan işlem yaparlar. İşlemler ağırlıklı olarak USD/TL üzerinden yapılmaktadır. Reuters ekranına bankaların kotasyon girişlerinden sonra işlemler çoğunlukla Reuters dealing sistemi yoluyla ya da telefonla gerçekleştirilmektedir. İşlem yapmak isteyen banka, karşı banka ile dealing sistemi ile bağlantı kurarak (ekranda kotasyon giren her bankanın dealing kodları bulunur) ya da doğrudan telefonla arayarak kotasyon sorar. İşlem yapmak isteyen banka karşı bankanın verdiği kotasyonun alışı ya da satış tarafını onaylayarak işlemi gerçekleştirir. Eğer döviz alımı yapıldıysa alımı yapan banka döviz karşılığı TL'nı karşı bankanın hesabına EFT kanalıyla geçer. Bunun karşılığında döviz satan banka alan bankanın yurtdışı muhabir bankası nezdindeki hesabına swift yoluyla kendi muhabirinden devir yapar⁴²⁰.

Piyasanın işleyişi tamamen karşılıklı güven esasına dayanmaktadır. 1994 yılında çıkan döviz krizi ve ardından üç bankanın tasfiyesi piyasada bankaların birbirine güvenini büyük ölçüde sarsmış ve piyasa durma noktasına gelmiştir.

2.3. Vadeli Döviz Alım-Satım Piyasası (Forward Piyasalar)

27 Kasım 1995 tarihinden itibaren T.C.M.B. Piyasalar Genel Müdürlüğü, Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü bünyesinde Vadeli (forward) Döviz Alım-Satım Piyasası açılmış bulunmaktadır. Söz konusu piyasanın çalışma esasları aşağıda belirtildiği şekildedir⁴²¹:

1- Vadeli döviz alım-satım piyasasının çalışma saatleri TL/Döviz ve TL/Efektif Piyasasında olduğu gibi sabah saat 10:00–12:00, öğleden sonra 13:00–15:30 arasındadır.

⁴¹⁹ T. Vakıflar Bankası T.A.O. Fon Yön. Bşk., Ocak 1998, a.g.e., s.21

⁴²⁰ Aynı, s.21

⁴²¹ TCMB Döviz ve Efektif Piyasaları Müd., 22 Şubat 2001, a.g.e., s.3

2- Merkez Bankası'nın sözkonusu piyasaya ilişkin fiyatları Reuters'ın CBTQ, Telerate'in 15865 no'lu sayfasında ilan edilmektedir.

3- Adıgeçen piyasada ABD doları karşılığı Türk Lirası için kotasyon verilmekte olup, piyasanın gelişmesine paralel olarak zaman içerisinde diğer döviz cinsleri için de kotasyon verilmektedir.

4- Vadeli döviz alım-satım piyasasında Merkez Bankası kotasyonlarına ilave olarak, bankaların bildireceği kotasyonların, Merkez Bankası kotasyonlarından daha cazip olması durumunda sözkonusu kotasyonlar ekranda gösterilmektedir.

5- Merkez Bankası ile gerçekleştirilecek vadeli döviz alım-satım işlemleri için işlemin yapıldığı tarihten itibaren teminatlara uygulanacak blokaj oranı % 10 olmaktadır. Bir başka ifade ile vadeli alım-satım işlemi gerçekleşmesi halinde her kuruluşun döviz ve efektif piyasalarındaki günlük işlem limitinden % 10 oranında düşülmektedir. Döviz satan taraf dövizini Merkez Bankası kendi hesabında gördüğü bir sonraki güne kadar % 100 teminat bulundurmak zorundadır.

2.4. Serbest Piyasa

Son yıllarda dövizin TL yerine ödeme ve tasarruf aracı olarak ikâmesinin artması canlı bir serbest piyasa oluşumuna yol açmıştır.

Bu piyasanın en önemli parçalarından döviz büfeleri olarak tabir edilen yetkili müesseseler, konvertibiliteye geçiş ve serbest döviz piyasalarının kurulması ile ortaya çıkmış ve kanunen de düzenlenmiştir. Bu kuruluşların yapabilecekleri işlemler genel olarak şunlardır⁴²²:

- Türkiye'de ve yurtdışında yerleşik kişilerden aldıkları efektifleri ya da döviz çeklerini bozmak veya bu kişilere efektif satmak,
- Efektiflerini daha küçük veya büyük küpürlere veya ayrı cins efektiflerle değiştirmek,
- T.C. Merkez Bankası'nda kurulan döviz ve efektif piyasalarında belirtilen esaslar dahilinde, döviz ve efektif alım-satımı yapmak,
- İşlenmiş ya da işlenmemiş kıymetli madenlerin kesin veya geçici ithal ve

⁴²² Necmi Şenol, **Kambiyo Mevzuatı** (Anadolu Üniversitesi Yayınları, No.839, Eskişehir, Aralık 1996), s.32-33

ihracatını yapmaktır.

Görüldüğü gibi bu kuruluşlara da bankaların yaptığı işlemlerden döviz alım-satımı gibi önemli bir konuda ayrıcalık tanınmıştır.

3. YÜRÜRLÜKTEKİ MEVZUATA GÖRE TÜRKİYE'DE DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ

Türkiye'de 1974 yılına kadar döviz bulundurma ve kullanma yetkisi Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı'na aitken 20.09.1974 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan 17 Sayılı Karar ile bankalara döviz pozisyonu tutma yetkisi verilmiştir.

Ülkemizde bankaların döviz pozisyonu yönetiminde uymak zorunda oldukları kural ve kısıtlamalar, T.P.K.K. Hakkındaki Kanuna dayalı olarak çıkartılan 32 Sayılı Karar, buna ilişkin tebliğ, genelge ve T.C. Merkez Bankası'nın talimatlarıyla belirlenmekte iken artık bu konuya yetkisi hususunda yapılan düzenlemelerle Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu da katılmaktadır.

T.C. Merkez Bankası ve BDDK tarafından yayımlanan genelge ve yönetmelikler uyarınca bankaların döviz pozisyonu yönetiminde uymak zorunda oldukları başlıca kural ve uygulamalar aşağıda açıklanmıştır.

3.1. Likidite Oranı

Likidite oranı, bankalar ve özel finans kurumlarının ABD doları karşılıkları üzerinden T.C. Merkez Bankası'nca hesaplanması belirlenen döviz varlıkları listesindeki hesap tutarlarının, döviz yükümlülükler listesindeki hesap tutarlarına bölünmesiyle bulunur. Bu oran % 10'dan aşağı olamaz⁴²³.

Likidite riski yönetimine ilişkin bu oran bankaların yüklenmiş oldukları kısa vadeli yükümlülükleri karşılığında bulundurmaları gereken asgari likiditeyi belirlemek amacıyla geliştirilmiştir.

3.2. Kur Riski Oranı

Kur riski ya da döviz pozisyon oranı; bankalar ve özel finans kurumlarının

⁴²³ TCMB 2000/1 Sayılı Genelge, Resmi Gazete. 24131; 5 Ağustos 2000 (<http://www.basbakanlik.gov.tr/resmigazete.html>), s.1

ABD doları, Euro dahil, Avrupa Para Birliği'ne katılan ülke paralarının Euro karşılıkları toplamı, altın dahil diğer konvertibl paraların ABD doları karşılıkları toplamı üzerinden herbir kategori itibariyle ve ayrıca bunların toplam ABD doları karşılıkları üzerinden Merkez Bankası'nca belirlenen döviz varlıkları listesindeki hesap tutarlarının, döviz yükümlülükleri listesindeki hesap tutarlarına bölünmesi suretiyle bulunur. Her kategori için asgari % 75 azami % 115 olan döviz pozisyon oranı, toplam ABD doları karşılıkları için asgari % 80 azami % 110 olur⁴²⁴.

Kur riski oranı ve likidite oranı arasında bazı farklara gözetdiğimizde, kur riskinde herhangi bir vadenin dikkate alınmadığını, likidite riskinde ise Merkez Bankası alacak ve taahhütler listesinin incelenmesi neticesinde vadesine üç ay kalan ve vadesiz döviz taahhüt ve borçlarının hesaba katıldığı görülmektedir. Bunun yanında kur riski oranına bankaların aracılık ettikleri akreditifler, prefinansman ihracat bedelleri ve kabul poliçeleri gibi kalemler dahil edilmemektedir. Bunun sebebi bu işlemlerden dolayı oluşan kur riskinin işlemi yapan kişi ya da kuruluş yani banka dışındaki üçüncü şahıslara ait olmasıdır.

Kur riskinin hesabında eleştirilebilecek birkaç hususu şöyle sıralayabiliriz⁴²⁵:

- Kur riski oranının hesaplanmasında payda döviz mevcutları ve alacakları, paydada tüm döviz borçları ve taahhütleri yer almaktadır. Ancak bunların vadeleri farklı zamanlarda doğdukları için ileriki tarihlerde meydana gelecek pozisyon açığı değişmelerini dikkate almamış olmaktadır.

- Döviz mevcutları, alacakları ve borçları para cinslerine bakılmaksızın toplam olarak alınmaktadır. Oysa kendisini oluşturan döviz cinslerine göre bazılarında pozisyon açığı bazılarında pozisyon fazlası olabilir. Pozisyon açıkları ile pozisyon fazlalıkları birbirlerini dengeleyerek, toplam olarak pozisyon açığı yok gibi görülebilir. Oysa ki sepetteki bazı dövizlerin pozisyon açıkları önemli ölçülerde yüksek olduğu için banka yine kambiyo riski taşıyordu.

Likidite ve döviz pozisyon oranlarının yurtiçi bilanço hesapları esas alınarak yapılan hesaplamalarına ilişkin bildirimler, haftalık olarak düzenlenerek iki hafta sonraki cuma günü iş saati sonuna kadar; yurtdışı şubeler dahil konsolide olarak

⁴²⁴ Aynı, s.1

⁴²⁵ Kaval, Eylül 1998, a.g.e., s.39

hesaplanan likidite ve döviz pozisyon oranlarına ilişkin bilgiler de aylık olarak düzenlenerek en geç ilgili olduğu ayı izleyen ayın sonuna kadar T.C.M.B.'ye bildirilir⁴²⁶.

3.3. Yabancı Para Net Genel Pozisyon / Özkaynak Standart Rasyosu

Bankaların 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle maruz kaldıkları kambiyo zararlarının, dengeli bir döviz yönetimi politikası uygulamamalarından ya da diğer bir deyişle açık pozisyon tercihlerinden kaynaklanmış olması döviz pozisyon oranının ne derece etkin olduğu sorusunu gündeme getirmiştir. Bu soruya bağlı olarak, bankaların dövizli varlık ve yükümlülüklerine ilişkin yeni bir düzenleme yapılması gereği ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda Hazine Müsteşarlığı ve T.C.M.B.'nce, 1.3.1995 tarih ve 22217 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Tebliğ ile, bankalara “Yabancı Para Net Genel Pozisyon/Sermaye Tabanı Standart Rasyosu” olarak adlandırılan oransal sınırlamaya uyma yükümlülüğü getirilmiştir. Anılan rasyo bu tarihte % 50 olarak belirlenmiştir⁴²⁷.

Kur riski oranına taban ve tavanlar koyarak riski sınırlamanın yetersizliklerini giderici bir alternatif olarak getirilen bu oran, yukarıda ifade ettiğimiz gibi ilk olarak Hazine Müsteşarlığı ve Merkez Bankası tarafından müştereken “Yabancı Para Genel Konsolide Pozisyon/Sermaye Tabanı Standart Rasyosu” adıyla uygulamaya konulmuş ve çeşitli tarihlerde yenilenmiş, günümüzde ise Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu tarafından “Yabancı Para Net Genel Pozisyon/Özkaynak Standart Oranı” adı altında çıkarılan yönetmelik ile geliştirilmiştir.

Hazine Müsteşarlığı'ndan 21 Aralık 1999 tarih ve 23913 Mükerrer Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan “Yabancı Para Genel Konsolide Pozisyon/Sermaye Tabanı Standart Rasyosu”nun bankalarca konsolide mali tablolarındaki hesaplar baz alınarak hesaplanmasına ve uygulanmasına ilişkin tebliğin amacı ana ortaklık niteliğine sahip bankaların konsolide döviz varlık ve yükümlülükleri arasındaki ilgi ve dengelerin kurulmasını ve bunların konsolide sermaye tabanları ile uyumlu bir

⁴²⁶ TCMB, 8 Ağustos 2000, a.g.e., s.3

⁴²⁷ Delikanlı, a.g.m., s.67

seviyede döviz pozisyonu tutmalarını temin etmek üzere, döviz yönetimlerinde uygulayacakları “Yabancı Para Genel Konsolide Pozisyon/Sermaye Tabanı Standart Rasyosu”na ilişkin esasları tesbit etmektedir⁴²⁸.

Bu arada, payda yer alan “Yabancı Para Genel Konsolide Pozisyon” ifadesi, konsolide döviz varlıkları ile konsolide döviz yükümlülükleri toplamının Türk Lirası karşılıkları arasındaki farkı,

“Sermaye Tabanı” ise 30 Haziran 1998 tarihli ve 23388 (mükerrer) Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesi ve Değerlendirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ”in dördüncü maddesi ve gereğince bu tebliğe ilişkin diğer düzenlemelerin hükümleri gereğince konsolide olarak hesaplanan “Sermaye Tabanı/Risk Ağırlıklı Varlıklar, Gayrinakdi Krediler ve Yükümlülükler Standart Rasyosu”nun payında yer alan sermaye tabanını ifade eder.

Buna göre bu tebliğde belirlenen esaslara göre hesaplanan standart rasyosu azami % 20’dir. Bankalarca sözkonusu rasyonun azami % 20 olarak idame ettirilmesi gereklidir.

Bu tebliğ, 31 Ocak 2002 tarih ve 24657 Sayılı Resmi Gazete’de Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu tarafından yayımlanan “Yabancı Para Net Genel Pozisyon/Özkaynak Standart Oranı”nın bankalarca konsolide ve konsolide olmayan bazda hesaplanması ve uygulanmasına ilişkin esaslar hakkında yönetmelikle yürürlükten kaldırılmış ve uygulama yeniden belirlenmiştir. Bu yönetmeliğin içeriği kısaca şöyledir⁴²⁹:

B.D.D.K.tarafından yayımlanan yönetmelikte anılan “Net Genel Pozisyon” kavramı yukarıda açıkladığımız bir önceki tebliğdeki ile aynı kavramı ifade etmekte; “Özkaynak” ise, 27.06.2001 tarihli ve 24445 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Bankaların Kuruluş ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik”in 4 üncü maddesinde yer alan tanımı ifade etmektedir.

⁴²⁸ "Yabancı Para Genel Konsolide Pozisyon/Sermaye Tabanı" Standart Rasyosunun Bankalarca Konsolide Mali Tablolar Baz Alınarak Hesaplanmasına ve Uygulanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Hazine Müsteşarlığı'na Yayımlanan Tebliğ, **Resmi Gazete**. Mükerrer 23913, 21 Aralık 1999

⁴²⁹ "Yabancı Para Net Konsolide Pozisyon/Özkaynak" Standart Oranının Bankalarca Konsolide ve Konsolide Olmayan Bazda Hesaplanmasına ve Uygulanmasına İlişkin Esaslar Hakkında BDDK'na Yayımlanan Yönetmelik, **Resmi Gazete**. 24657, 31 Ocak 2002

Bankalarca, bu yönetmelikte belirlenen esaslara göre hesaplanan “Yabancı Para Net Genel Pozisyon / Özkaynak Standart Rasyosu” (+,-) % 20 olarak belirlenmiştir.

Sözkonusu standart oran bankalarca günlük olarak hesaplanarak haftalık ve aylık bildirimleri Kuruma yapılır. Orandaki marjların herhangi birinin aşılması halinde, bankalar hesaplama döneminden itibaren altı ayı geçmemek üzere Kurumca belirlenecek süre içinde aşım tutarını gidermek zorundadır.

Görüldüğü gibi sözkonusu oran ile kur riskinin ve döviz pozisyonlarının belli limitler dahilinde tutularak spekülasyon döviz işlemlerinin önüne geçilmesi hedeflenmektedir.

3.4. Zorunlu Döviz ve Efektif Devirleri ve Satışları

Bankaların dışsatım (prefinansman olarak alışı yapılan dövizler de dahil) ve görünmeyen işlemlerden alışını yaptıkları döviz ve efektiflerin, hangi oranda zorunlu olarak devredileceğini belirleme yetkisi TCMB’ye aittir⁴³⁰. Bankalar 25 Mart 1999 tarihine kadar belirtilen bu işlemler aracılığıyla alışını yaptıkları döviz ve efektiflerin belirli bir oranını Merkez Bankası’na devretmek ya da Merkez Bankası bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasalarına satmak zorundaydılar.

Merkez Bankası’nca T.P.K.K. Hakkında 32 Sayılı Karara istinaden Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın 91-32/5 Sayılı Tebliğine ilişkin T.C.M.B. Genelgesi ile zorunlu döviz ve efektif devirleri ve satışları hakkında alınan kararlar 25 Mart 1999 Tarih ve 23650 Sayılı Resmi Gazete’de şu şekilde yayımlanmıştır⁴³¹:

Buna göre 3.7.1991 tarihli 20918 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan I-M Sayılı T.P.K.K. Hakkında 32 Sayılı Karar ile Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın 91-32/5 Sayılı Tebliğine ilişkin T.C.M.B. Genelgesinin 7.maddesinin (D) Bendi aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir.

Bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler, kıymetli maden aracı kuruluşları ve T.C. Posta İşletmesi Genel Müdürlüğü (PTT) ihracat (prefinansman

⁴³⁰ Öztin Akgüç, 100 Soruda Türkiye’de Bankacılık (Gerçek Yay., İstanbul, Aralık 1987), s.196

⁴³¹ T.P.K.K. Hakkında 32 Sayılı Karar ile Başbakanlık Haz. ve Dış Tic. Müst. 91-32/5 Sayılı Tebliğine İlişkin 99/2 Sayılı TCMB Genelgesi, Resmi Gazete. 23650, 25 Mart 1999, s.154

ihracat bedeli olarak alış yapılan dövizler dahil) ve görünmeyen işlemlerden (faiz gelirleri ve maliyetlerine bakılmaksızın döviz tevdiat hesapları, cari hesaplar veya katılma hesaplarından Türk Lirası karşılığı yapılan alışlar dahil) alışını yapacakları döviz ve efektiflerin, ayrıca bankalar nezdlerinde açılan altın depo hesaplarından TL olarak alışını yapacaklar altının belirlenen orandaki kısmını, hesaba geçtiği tarihten itibaren takip eden ayın son iş gününe kadar Merkez Bankası bünyesindeki Döviz ve Efektif Piyasalarında satmak veya Merkez Bankası'na devretmek zorundadırlar. Zorunlu döviz ve efektif devir ve satış oranı % 0'dır.

3.5. Döviz Tevdiat Munzam Karşılıkları

Bankalar, nezdlerinde açılan yurtiçinde ve dışında yerleşik özel ve tüzel kişilere ait tüm döviz tevdiat hesapları karşılığında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nda döviz tevdiat munzam karşılığı oluşturmak zorundadır. Yurtiçi bankalararası tevdiat için döviz tevdiat munzam karşılığı oluşturulamaz. Ayrıca, Merkez Bankası'nın döviz tevdiat munzam karşılıkları oranının, hangi döviz cinsi üzerinden oluşturulacağını ve bu karşılığa ödenecek faiz oranını da saptama yetkileri vardır⁴³².

25 Kasım 2000 tarih ve 24241 Sayılı Resmi Gazete'de T.C.M.B.'ce Mevduat Munzam Karşılıkları Hakkında yayımlanan Tebliğ'e göre bankalar, mevduat tutarları üzerinden T.C.M.B. nezdinde açılacak hususi bloke bir hesapta nakden munzam karşılık tesis etmekle yükümlüdürler. Bu oran döviz tevdiat hesaplarında % 11'dir⁴³³.

3.6. Umumi Disponibilite ve Zorunlu Karşılıklar

Kısaca kanuni karşılıklar adı altında toplayabileceğimiz mevduat munzam karşılıkları, zorunlu karşılıklar ve disponibilite, bankaların iç işleyişi ve genel ekonomi açısından iki ayrı amaca hizmet etmektedir. Kanuni karşılıklar bankaların kabul ettikleri mevduat ve diğer bazı yükümlülükler karşılığında Merkez Bankası nezdinde bulundurmaları gereken nakit ve devlet iç borçlanma senetlerini ifade

⁴³² Yurt, a.g.e., s247

⁴³³ Mevduat Munzam Karşılıkları Hakkında TCMB 96/1 Sayılı Tebliğ, **Resmi Gazete**. Mükerrer 22704, 22 Temmuz 1996 (<http://www.treasury.gov.tr>) (25 Kasım 2000 Tarih 24241 Sayılı Resmi Gazete'de Yayımlanan TCMB 2000/1 Sayılı Tebliğ ile Güncellenmiştir)

ettiğinden kamu otoritesince şart koşulmuş zorunlu likidite oranı olarak yorumlanabilir. Böylece banka yönetiminin kendi iradesiyle belirleyebileceği likidite düzeyine yasal bir alt sınır getirilerek, beklenmeyen fon çekimleri karşısında bankaların güvenilirliğinin sağlanması yönünde belli bir ölçüt getirilmiştir. Zira, mevduat çekilmeleri halinde, çekilen mevduata ya da azalan yükümlülük miktarına denk düşen miktar Merkez Bankası'nca, ilgili bankanın serbest kullanımına bırakılmaktadır. Uygulama bir yandan tespit edilen oranlar dahilinde hazır değer bulundurulmasını sağlayarak likidite riskini belli bir ölçüde tutmakta, diğer yandan da bankaların likidite düzeyi hakkında kamu otoritesinin belli ölçülerde takibini ve denetimini temin etmektedir⁴³⁴.

Merkez Bankası zorunlu karşılık ve disponibilite esaslarını, uluslararası uygulamaları da dikkate alarak halen uygulanan para politikası açısından yeniden düzenlemiştir.

Bu düzenlemeye göre yabancı para cinsinden zorunlu karşılıklara, Merkez Bankası tarafından 7 Mart 2002'den geçerli olmak üzere faiz ödenmeye başlanması ve zorunlu karşılıkların tamamının nemalandırılması kararı alınmıştır. Ayrıca yabancı para yükümlülüklerde zorunlu karşılık oranları % 11, umumi disponibilite ise % 1 olarak belirlenmiştir⁴³⁵.

Bankaların T.C.M.B. nezdinde adlarına açılan hesaplarda bulundurdıkları mülkiyeti kendilerine ait devlet iç borçlanma senetleri disponibl değer olarak kabul edilir⁴³⁶.

Zorunlu karşılığa ve umumi disponibiliteye tabi yükümlülükler iki haftada bir hesaplanarak yükümlülüklerin hesaplandığı tarihi takip eden iki hafta sonraki cuma günü mesai bitimine kadar T.C.M.B.'ye bildirilir⁴³⁷.

⁴³⁴Belovacıklı, a.g.e., s.117

⁴³⁵Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ TCMB (Sıra No:2002/1), Umumi Disponibilite Hk. Tebliğ TCMB (Sıra No:2002/2), **Resmi Gazete**.24710, 29 Mart 2002

⁴³⁶Umumi Disponibilite Hk. Tebliğ TCMB (Sıra No:2002/2), **Resmi Gazete**.24710, 29 Mart 2002

⁴³⁷TCMB 2002/1 ve 2002/2 Sıra No'lu Tebliğler, **Resmi Gazete**.24710, 29 Mart 2002

4. DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİNDE DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI KORUNMA YÖNTEMLERİNİN TÜRKİYEDE'Kİ UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Vadeli piyasalar; spot piyasalarda oluşabilecek ani fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklerden korunmak isteyen yatırımcılar ve bu riskleri taşımaya istekli olan spekülâtörler arasında bir aracı rolü oynamak suretiyle, bir ülkenin finansal altyapısının gelişimine, daha doğru bir ifadeyle o ülkedeki sermaye piyasasının gelişimini tamamlamasına katkıda bulunmaktadır. Türev piyasaların, özellikle organize borsalar vasıtasıyla işlediği bir sermaye piyasasında, fiyatların daha etkin olduğu, likiditenin arttığı, ayrıca piyasalara gelen bilginin fiyatlara daha hızlı yansıdığı gözlenmiştir⁴³⁸.

Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa ülkelerinde vadeli işlem borsaları gelişmiştir. Ülkemizde bankaların vadeli işlem yapacakları, döviz ve faiz riskine karşı kendilerini koruyabilecekleri riskten kaçınma tekniklerini (hedging) uygulayabilecekleri borsaların gelişmemiş olması bankacılıkta riski yükseltmektedir⁴³⁹.

Türk bankacılığında vadeli döviz alım-satım işlemleri T.P.K.K. Hakkında 28 Sayılı Karara ilişkin 84/1 Sayılı Tebliğ ile gündeme gelmiş, fakat sadece ithalat ve ihracat işlemleri ile geçerli olan vadeli döviz alım-satım işlemleri TL'nin devamlı düşüşü nedeniyle, özellikle ihracatçılar tarafından ilgi görmemiştir.

Bu arada T.C. Merkez Bankası, 27.9.1985 tarihinde yayımladığı 1/J Sayılı Genelge ile bankalararası vadeli döviz alım-satımına mücade etmiştir. Söz konusu döviz alım-satımlarında vade azami üç ay ile sınırlandırılmış, döviz-Türk lirası kurunun ilgili bankalar arasında serbestçe tayin edilebileceği belirtilmiştir. Bu sayede, vadeli işlemler ve bankalararası swap yapma imkânı, ülkemizde üç ay vade ile sınırlı kalmak şartıyla doğmuştur⁴⁴⁰.

⁴³⁸ Mustafa K. Yılmaz, "Vadeli İşlemler Piyasası Gerçeği ve Bir Kanun Taslağı Maddesinin Pragmatik Açından Anatomisi", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl:2 Sayı:9, (Ekim -Kasım 1999), s.58

⁴³⁹ Takan, *a.g.e.*, s.142

⁴⁴⁰ Dinler Ü., *a.g.e.*, s78

T.P.K.K. Hakkında 32 Sayılı Karar ile Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın 91-32/5 Sayılı Tebliğine ilişkin I-M Sayılı T.C.M.B. Genelgesi ile vadeli işlemler; "Bankalar Merkez Bankası'nca bildirilen vadeli açık pozisyon limitleri içinde kalmak şartıyla, vadeli döviz alım ve satımı yapabilirler" şeklindeki madde ile düzenlenmiştir⁴⁴¹.

Vadeli döviz alım satımında; alıcı ve satıcılarda belirlenen vade en çok altı ay en az 15 gündür. Bankaların vadeli döviz alımları ile vadeli döviz satımlarını dengeli olarak yürütmeleri gerekir. Bankalar, müşterileri veya diğer bankalar ile yaptıkları vadeli döviz alım-satım işlemleri sözleşmesi sırasında uygulanacak TL kurunu serbestçe belirler. Ancak belirlenen kurun vadeli döviz alım-satım işlemlerinde geçerli olan uluslararası bankacılık teamülleri çerçevesinde hesaplanması gerekir⁴⁴².

T.C.M.B. şimdiye kadar üstlendiği öncü rolünü vadeli işlemlerin geliştirilmesi için de devam ettirmesi, Ülkemizde geliştirilemeyen forward, future ve diğer türev piyasalarının oluşmasına katkı sağlaması, belirlenen vadelerde oluşan faizlere de çeşitli piyasa işlemlerine referans faizi olabilmesi yönünde 11 Ağustos 1999 tarihinden itibaren vadeli işlem uygulamasına başlamıştır. Bankalararası para piyasası bünyesinde yapılacak işlemlerde Merkez Bankası işlemlere taraf olmayacak, Bankalararası para piyasasında bankalara tahsis edilen vadeli işlem limitleri dahilinde kalınarak işlemler 1 ve 3 aylık vadelerde (91 günü geçemez) ve aynı gün valörlü işlemler için kullanılabileceklerdir⁴⁴³.

23 Şubat 2001 tarih 24327 Sayılı Resmi Gazete'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik ilgili Devlet Bakanlığı'nca yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Anılan yönetmeliğin amacı, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin güven ve istikrar içinde işlem görmesini sağlamak üzere vadeli işlem ve opsiyon borsalarının kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üye ilke ve esaslarını düzenlemektir⁴⁴⁴.

⁴⁴¹ TCMB I-M Sayılı Genelge, **Resmi Gazete**. 20918, 3 Temmuz 1991

⁴⁴² **Resmi Gazete**. 20253, 15 Ağustos 1989, s.9

⁴⁴³ TCMB, Vadeli İşlem Uygulamasına İlişkin Talimat, **1999/17 Sayılı Duyuru**; TCMB , Merkez Bankası Vadeli İşlem Uygulamasına Başlıyor, **1999/18 Sayılı Duyuru** (<http://www.tcmb.gov.tr>)

⁴⁴⁴ Devlet Bakanlığı, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, **Resmi Gazete**. 24327, 23 Şubat 2001

Para ve sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcılara ve portföy yöneticilerine hem riskten korunma imkânı sağlamak hem de etkin portföy yönetimi sunmak amacıyla 3 Mayıs 1994 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası kurulmuştur⁴⁴⁵.

Piyanın hukuki altyapısını oluşturan IMKB Vadeli İşlem Piyasası İşlem ve Üyeliğine ilişkin Yönetmelik ile IMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine ilişkin Yönetmelik 19.07.2001 tarih ve 24467 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir⁴⁴⁶.

Vadeli işlemler piyasası işlem ve üyeliğine ilişkin yönetmeliğe göre; vadeli ve opsiyonlu işlem sözleşmelerine konu olacak araçlar, “sözleşmeye dayanak teşkil eden sermaye piyasası aracı, finansal gösterge ve döviz” olarak tanımlanmıştır⁴⁴⁷.

IMKB Vadeli İşlem Piyasasında, 2001 yılı şubat ayında dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte döviz kurlarının gelecekte alacakları değerlere ilişkin belirsizliklerin artması üzerine, döviz üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği piyanın açılması çalışmaları hızlandırılmış ve bu doğrultuda 15 Ağustos 2001 tarihinde vade sonu Eylül 2001’in sonundan ikinci işgünü olan Amerikan doları/TL vadeli işlem sözleşmesi işleme açılmıştır⁴⁴⁸.

Finansal sistemimizde vadeli işlemler piyanasının olması sonucunda, piyanın kolektif aklı, döviz kuru, faiz oranı, IMKB endeksi ve hatta pamuk fiyatlarının gelecekte hangi değerler alabileceğini düşünebilmekte ve önceden bilinebilmektedir. Ülkemizde finansal piyasaların gelişme süreci açısından bakıldığında bu tarihi bir andır aslında. Ama yalnızca bu kadar da değil, aynı zamanda banka ve şirket bilançolarının yapısı nedeniyle, döviz kurundaki oynaklık konusunda hep çok daha duyarlı davranmak zorunda kalan Merkez Bankası’nın da hareket alanı genişlemiş olacaktır⁴⁴⁹.

Genel olarak piyasada, Döviz Üzerine Vadeli İşlemler Piyasası’nın mali piyasalara orta-uzun vadede olumlu katkılar sağlayacağı yönünde bir görüş hakim

⁴⁴⁵ IMKB, a.g.e., s.4

⁴⁴⁶ Aynı, s.4

⁴⁴⁷ "Vadeli İşlem Piyasasının İşleyiş ve Üyelik Esasları Belli Oldu", *Dünya Gazetesi Eki Borsa*, (20 Temmuz 2001), s.1

⁴⁴⁸ IMKB, a.g.e., s.5

⁴⁴⁹ Güven Sak, " Vadeli İşlemler Piyasası", *Radikal*, (15 Ağustos 2001, www.radikal.com.tr), s.1

olmuştur. Öncelikli olarak döviz; başta tasarruf sahipleri olmak üzere, dış ticaret ile uğraşan şirketler, ithal hammadde kullanan sanayi kuruluşları, turizm şirketleri gibi yurtdışı ile bağlantılı olarak çalışan hizmet sektörleri açısından önemli bir ekonomik işleve sahiptir. Bu açıdan bakıldığında da, vadeli döviz işlemlerinin yapıldığı piyasa, sözkonusu kesimlerin önümüzdeki dönemde bu dönem kısa bir dönem olsa bile, önlerini rahat görebilmelerine yardımcı olacak niteliktedir. Bu kesimlerin hiçbir öngörü sahibi olmaksızın işlerine ve işlemlerine devam etmelerinden ziyade, önlerinde takip edebilecekleri gösterge niteliğinde bir döviz kurunun bulunmasının bu kesimlerin lehlerine bir durum ortaya çıkaracağı düşünülmüştür. Bu durumun, bir sonraki aşamada, döviz spot piyasasındaki hareketliliğin de durulmasına, dövizin önümüzdeki dönemde istikrarlı bir seyir izlemesine zemin hazırlaması da beklenmiştir⁴⁵⁰.

Bunların yanında, Merkez Bankası'nın, piyasanın gelecekteki döviz ihtiyacı hakkında fikir sahibi olabilmesi ve bu sayede döviz rezervlerini önceden ayarlayabilmesi de döviz üzerinde vadeli piyasanın yararları arasında sıralanmaktadır. Ayrıca döviz piyasasına müdahale, sadece spot piyasa ile sınırlı kalmayacak ve Merkez Bankası elinde döviz olmadığı halde ileriki vadelerde ülkeye gelecek döviz de satabilecektir⁴⁵¹.

Yukarıda, Ülkemizde opsiyon ve vadeli (future) işlemler piyasalarının yasal olarak düzenlemelerinde bayağı bir yol katedildiğini gördük.

Forward ve swap işlemleri için önceki bölümlerde de ifade ettiğimiz gibi organize piyasalara gerek yoktur. Swap işlemini iki gerçek kişi, iki şirket, bankalar, dış ticaret şirketleri bir sözleşme ile gerçekleştirebilirler. Bilindiği gibi ticari hayattaki sözleşme serbestisi ile ilgili hükümler Borçlar Kanunumuzda düzenlenmiştir. Borçlar Kanununun 19. Maddesi "Bir sözleşmenin konusu, kanunun gösterdiği sınırlar içinde serbestçe tayin olunabileceğini" belirtir⁴⁵². Bahsettiğimiz sözleşme serbestisi içerisinde forward ve swap sözleşmeleri düzenlenebilir.

⁴⁵⁰ "İMKB'de Döviz Üzerine Vadeli İşlemler Piyasası Açıldı", *Activeline*. Sayı:18, (Eylül 2001, <http://www.activefinanscom>), s.1

⁴⁵¹ "İMKB'de Döviz Üzerine Vadeli İşlemler Piyasası Açıldı", *Activeline*, s.1

⁴⁵² A. Naci Arıkan, *Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu* (Acar Matb., İstanbul, 2000), s.20

Gelişmiş piyasalarda risk yönetimi ürünlerinin herbiri için standart anlaşmalar olması tarafların bu ürünleri kullanırken çekincelerini azaltan bir etken olmuştur. Bugün İngiltere’de forward, FRA, swap ve opsiyon için genellikle bankalar birliklerince hazırlanan (master agreement) vardır. Bu anlaşmalarda hesaplamaların nasıl yapılacağından hangi kanunların uygulanacağına kadar pekçok konu açıklanmaktadır⁴⁵³. Ülkemizde türev ürünleri ile ilgili hukuksal düzenlemelerin de bu şekilde eksiksiz olarak hazırlanması gerekir.

Mali piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında türev enstrümanlara yatırım yapılmasına sıklıkla rastlanmaktadır. Gelişmiş piyasalarda genel kabul görmüş esaslara göre türev ürünler menkul kıymet kabul edilmekte, muhasebe standartları önceden ayrıntılı düzenlemelere tabi tutulmakta ve dönemsellik ilkesine uygun olarak vergilendirilmektedir⁴⁵⁴.

Ülkemizde 1.1.1998 tarihinde bir yandan repo gelirlerinin vergiye tabi olması diğer yandan faiz gelirlerinin beyanname kapsamına alınması neticesinde 1998 yılı Mart ayında belirli tutarı aşan faiz ve repo gelirleri beyan edilmiştir. Mevduat faiz gelirleri ve repo gelirlerinin cazibesini azaltan bu uygulama sonucunda tasarrufların vergi ödenmeden değerlendirilebileceği sentetik repo enstrümanları olarak da adlandırılan forward ve swaplar bu dönemde çok sık şekilde kullanılmıştır. Yapılan işlem kısaca şöyledir: Öncelikle müşterinin bankaya getirdiği TL vergisel nedenlerden dolayı taraflarca belirlenen kur üzerinden mevduat faizi en düşük döviz cinsine çevrilmekte ve bu cins döviz üzerinden DTH hesabı açılmakta, vade geldiğinde ise banka sözkonusu dövizleri anlaşmada belirtilen kur üzerinden satın alarak mudiye TL ödemektedir. Bu ödeme faiz geliri olarak değilde döviz kurunda artış olarak görüldüğü için vergisel avantajlar sağlamaktadır⁴⁵⁵. Vergisel avantaj için swap işlemleri de bu dönemde benzer şekilde kullanılmaktaydı.

⁴⁵³ Miray Müminoğlu, **Yeni Mali Ürünler ve Türkiye’de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler** (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:184, Ankara, 1994), s16

⁴⁵⁴ Adnan Menderes, “Futures ve Opsiyon Sözleşmelerinin Vergilendirilmesi”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Sayı:15, (Ekim -Kasım 2000), s.70

⁴⁵⁵ Ümit Peçen, Uğur Uğurel, “Döviz Reposu Olarak Forward ve Swaplar”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Yıl:1, Sayı:1, (Haziran -Temmuz 1998), s.56

Vergi kaybına neden olan bu uygulamalar finansal açıdan da bazı sakıncaları beraberinde getirmiştir. Forward işleminde bahis konusu olan vadedeki döviz alımı sebebiyle, özelde bankaların genelde bankacılık sektörünün açık pozisyon rakamları gerçek tutarlarının üzerinde görülmektedir. Muhasebe tekniği açısından ise, vadeli döviz alımları aktife girerken, aynı tutardaki yabancı para borçlar DTH olarak pasife eklenmektedir. Böylelikle belirlenen döviz pozisyonu oranı, banka aktif ve pasifinin aynı tutarda artması sonucu yükselmekte ve bu durum mali bünye açısından daha olumlu bir görünüm sergilenmesine neden olmaktadır. Diğer bir deyişle, asgari döviz pozisyonu oranını tutturmak için bankaların bu tip işlemlerle kaydi döviz yaratması mümkündür⁴⁵⁶.

Asıl amacı dışında kullanılan bu araçların, sırf bu zaafından dolayı vergi uygulamaları kapsamına alınması, özellikle içinde bulunduğumuz dalgalı kur rejiminde büyük ölçüde ihtiyaç duyulan türev piyasaların gelişmesi ve büyümesine ket vurmaktadır.

Bu kapsamda döviz piyasalarının geliştirilmesini teşvik etmek amacıyla, Maliye Bakanlığı piyasa değerine göre belirlenmiş günlük kârlar yerine, sözleşmelerin kapandığı tarih itibarıyla sözkonusu işlemlerden elde edilen kârların vergiye tabi tutulacağını açıklamıştır. Döviz piyasasının geliştirilmesini teşvik etmek amacıyla, vadeli sözleşmeler üzerinden alınan damga pulu vergisinin kaldırılması ve bankalararası döviz işlemlerinin vergilendirilmesinin 2002 Mayıs ayı sonuna kadar sona erdirilmesi IMF'ye verilen 3 Nisan 2002 tarihli Niyet Mektubunda belirtilmiştir⁴⁵⁷.

Ülkemizde son dönemde türev işlemlerin muhasebeleştirilmesi ve belirli bir standarda kavuşturulması amacıyla Tekdüzen Hesap Planı ve İzahnamesine ilave hesaplar eklenmiş ve çeşitli değişiklikler yapılmıştır. Bununla ilgili çalışma BDDK tarafından 18 Mart 2002 tarih ve 3210 sayılı düzenleme ile gerçekleştirilmiştir.

Vadeli işlemler piyasasının SPK'ca oluşturulması fakat döviz piyasasının patronunun ise Merkez Bankası'nın olması, piyasada ana regülatörün kim olacağı

⁴⁵⁶ Peçen , Uğurel, a.g.m., s.57

⁴⁵⁷ T.C. Hazine Müsteşarlığı, IMF'e Verilen 3 Nisan 2002 Tarihli Niyet Mektubu, (<http://www.treasury.gov.tr>), madde.9

sorununu da meydana getirmektedir⁴⁵⁸.

Türkiye’de vadeli işlemler piyasasının gelişmemesinin önemli sebeplerinden birini, şimdiye kadar piyasaya dayalı bir risk yönetim aracına ihtiyaç duyulmaması olarak da gösterilebilir. Türkiye dalgalı kur riskinden önce sabit kur rejimi içindeydi ve yabancı paranın TL karşısında alacağı değerler önceden belirlenmişti. Bu durumda da kur riskini yönetmek için piyasaya dayalı bir araç gerekmemekteydi. Ama bundan böyle döviz kurunun alabileceği değerleri önceden kolaylıkla tahmin edebilmek mümkün olmayacağından, Merkez Bankası politikalarına karşı direnci ve tereddütleri azaltabilmek için bu tür piyasaya dayalı risk yönetim araçları artık gerekmektedir⁴⁵⁹.

Dalgalı kur sistemine geçişle beraber vadeli döviz piyasasına işlerlik kazandırılması ile dövizdeki dalgalanmanın düşürüleceği düşünülmüştür. Fakat vadeli döviz piyasası kurulmasına rağmen çalışmamaktadır. Vadeli işlemler piyasasının çalışmamasının arkasındaki en önemli neden Türkiye’deki yüksek enflasyon ve onun yarattığı dalgalanmalardır. Yüksek enflasyon ortamında faizlerin kabul edilmeyecek kadar oynak olması vadeli piyasalardaki fiyatlamının en büyük referansını güvenilmez bir gösterge yapmaktadır. Doğal olarak vadelerin bu kadar kısa olduğu bir ekonomide bu piyasalar çalışmamaktadır. Vadenin olmadığı yerde vadeli piyasalarda gelişmemektedir⁴⁶⁰.

Vadeli işlemler piyasası ekonomideki risklerin dağıtılabilmesi açısından son derece faydalı piyasalardır. İfade edildiği gibi fiyat hareketlerini yumuşatır, belirsizliği azaltırlar. Ama bütün bunlar enflasyonun tek haneli olduğu, faizlerin de yılda azami 2-3 puan içinde dalgalandığı ekonomilerde gerçekleşir. Türkiye ekonomisine benzer ekonomilerde ise vadeli işlemler piyasası yerine işlemler, belli vadede gerçekleştirilmektedir. Vadeli işlemler piyasasının en büyük alternatifi döviz üzerinden kontratlar yapıp istikrarsız para ile vadeli işlemler yapmaktan kaçınmaktır⁴⁶¹.

⁴⁵⁸Meliha Okur, "Vadeli İşlemler Piyasası", *Milliyet*, (20 Temmuz 2001, <http://www.milliyet.com.tr>), s.1

⁴⁵⁹Güven Sak, "Vadeli İşlemler (2)", *Radikal*, (5 Ağustos 2001, <http://www.radikal.com.tr>), s.1

⁴⁶⁰Ercan Kumcu, "Bu Enflasyonla Vadeli İşlemler Piyasası Olmaz", *Hürriyet*, (6 Şubat 2002, <http://www.hurriyetim.com.tr>), s.1

⁴⁶¹Aynı, s.1

Türkiye'nin finans ve ekonomi politikalarının hedeflerinden birisi olan dünya ile bütünleşmeyi sağlamada türev piyasaların şu aşamada çok önemli rolleri olacaktır. Bunun için bu piyasalara bir an önce aktif rol kazandıracak teknik yapıları ve iletişim olanakları geliştirilmeli, her türlü yasal düzenleme eksiksiz yerine getirilmeli ve bu konuda uzman personel yetiştirilmesine gerekli önem verilmelidir.

SONUÇ

1970’li yılların başlarında Bretton Woods sisteminin çöküşü ile sabit kur sisteminin yerini esnek kur sistemi almıştır. Esnek kur sistemine geçiş ile beraber piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar özellikle başta döviz kuru ve faiz oranı riski olmak üzere çeşitli riskleri uluslararası bankacılığa taşımış ve bunun sonucunda da döviz yönetimi önem kazanmıştır.

Günümüzde para ve sermaye hareketlerinin önündeki her türlü engelin kaldırılmasıyla yaşanan liberalizasyonla birlikte globalleşme sürecinde en önemli işlevi bankalar üstlenmişlerdir. Uluslararası ticaretin işleminde kan damarları niteliği ile en önemli işlevi üstlenmiş olan bankaların bu işlevleriyle birlikte görev ve sorumlulukları ve bunlara paralel olarak üstlendiği riskleri de artmıştır.

Uluslararası ve yurtiçi döviz piyasalarında yaptıkları işlemler ile ilgili olarak üstlendikleri riskleri minimize etmek amacıyla bankalar, riskten korunma (hedging) yöntemlerine yönelmiş ve bünyelerinde döviz pozisyonu yönetimi birimleri oluşturmuşlardır.

Bankalar, döviz pozisyonu yönetimi birimi dahilinde milyon dolarlık yatırımlara girişerek kurdukları “dealing room”lar vasıtasıyla dünyanın çeşitli finans merkezlerindeki diğer bankalar ve finansal kuruluşlarla 24 saat boyunca işlem yapabilme imkânına kavuşmuşlardır.

Uluslararası finansal piyasalar arasındaki iletişim teknolojisindeki gelişmeler doğrultusunda oluşan küresel piyasa olgusu sayesinde bir piyasada meydana gelen herhangi bir değişiklik, anında dünyanın başka bir yerindeki finansal piyasalara yansımaktadır. Bu nedenle döviz pozisyonu yönetimi açısından dealing roomların işlevleri ve önemi tartışılmazdır.

Risk yönetiminde kullanılan forward, futures, options ve swap gibi türev ürünlerin işlem gördüğü piyasalarda, gerekli teknolojik donanım ve bilgiye sahip bankalar, ulusal ya da uluslararası para ve sermaye piyasalarındaki muhtemel beklenti ve gelişmeleri dikkatle izleyerek hem kendilerini hem müşterilerini riskten koruma ya da yatırım fırsatlarından yararlanarak kâr etme imkânını elde edebilmektedirler.

Bankalarda dövizli işlemlerle ilgili fon yönetimi, nakit akışının en etkin ve kârlı bir şekilde farklı para cinsleri arasında dengelenmesi olayıdır. Bir bankanın döviz pozisyonu, bilançosunda aktifindeki dövizli varlık ve alacakları ile pasifindeki dövizli yükümlülük ve borçları arasındaki farktır. Fon yönetiminin en önemli amacı, döviz pozisyonunu oluşturan dövizli aktif ve pasif kalemlerin genel risk, likidite ve maksimum kârlılık içerisinde yönetilmesidir. Buna göre döviz yönetimi stratejisi yapılırken bankalarda fon yönetiminin katkısı sağlanmalı ve bu şekilde riskler doğduktan sonra değil, doğmadan önce karar verme sürecine gidilmelidir.

Türkiye’de bankalara döviz pozisyonu tutma yetkisi ilk olarak 1974 yılında verilmiştir. 1980 yılında 24 Ocak Kararları’nın alınmasıyla Dünya ekonomisi ile bütünleşme ve ekonomik liberalizasyon amaçlarına yönelinmiştir.

Türkiye’de 1980’li yıllardan günümüze kadar olan süreç içerisinde yapılan yasal düzenlemeler ile bankaların dövizle ilgili işlemleri liberal bir eksene oturtulmuş ve uluslararası normlara yakın hale getirilmiştir. Merkez bankası bünyesinde bankaların Merkez Bankası ile ve kendileri arasında işlem yapabilmelerini sağlayan piyasalar kurulmuştur.

Uluslararası alanda faaliyet gösteren tüm bankalar gibi bankalarımızın da karşı karşıya kaldığı döviz kuru riski ile ilgili düzenlemeler, halen ülkemizde 11.8.1989 tarihli 32 Sayılı Karar çerçevesinde Hazine Müsteşarlığı, T.C. Merkez Bankası ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nca yayınlanan genelge, tebliğ ve yönetmeliklerle belirlenmektedir.

Döviz kuru riskinin yönetimi ve bununla ilgili yasal sınırların belirlenerek yetkili kamu otoriteleri ve özerk kurumlarca takip edilmesi gerekliliği Türkiye’de Kasım-2000 ve Şubat-2001 krizleri ile iyice anlaşılmıştır.

Ülkemizde bankalar, uzun dönemler boyunca kur ve faiz oranı arasındaki fark ile elde edilen kârlarla işlevlerini sürdürmüşlerdir. Bu süreç içerisinde sürekli açık pozisyonda kalarak kur riskini üzerinde taşıyan sektör, ekonomik kriz dönemlerinde yapılan devalüasyonlarla bunun faturasını ağır darbeler alarak ödemiştir. Bu çerçevede yükümlülüklerini yerine getiremez konumuna düşen birçok bankaya Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’nca el konularak sektör dışına alınmış, bunların bir kısmı rehabilite edilerek yeniden satışa sunulmuş bir kısmı ise tasfiye edilmiştir.

Türkiye 1999 yılında IMF'ye verdiği niyet mektubu çerçevesinde 2000-2002 döneminde uygulamayı kararlaştırdığı ekonomik programın Kasım-2000'de likidite ve kur riski, Şubat-2001'de ise sadece kur riski yüzünden sekteye uğramasıyla programla benimsediği önceden ilan edilen kur sistemini terketmiş ve dalgalı kur rejimini uygulamaya geçmiştir. Dalgalı kur sistemi ile birlikte belirlenen yeni kriterler çerçevesinde ve Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanan 11 Eylül terör olayının Türkiye'de finansal sistem üzerindeki negatif etkileri de dikkate alınarak Türkiye'nin alacağı ek mali destekle 2002-2004 yıllarını kapsayan yeni ekonomik program uygulanması kararlaştırılmış ve bununla ilgili IMF ile yeni bir stand by anlaşması imzalanmıştır.

Son dönemdeki ekonomik programların uygulanması sırasında yaşanan tecrübeler ışığında IMF ile Türkiye tarafından belirlenen yapısal reformlara bankalarda risk yönetimi ile ilgili tanımlamalar ve düzenlemeler yapılması gerektiği dahil edilmiştir. Bu çerçevede hemen hemen tüm risklerin sermaye yeterliliğine esas alınarak hesaplanması ile ilgili "Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik" 10 Şubat 2001 tarih ve 24314 Mükerrer Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Böylece kur riskinin sermaye yeterliliğine dair ölçümü de yapılabilecektir.

Yapılan tüm düzenlemelere rağmen halen, bankalar finansal mühendisliğin en üst seviyedeki imkânlarını kullanarak çeşitli yollarla yasal olarak belirlenen sınırlar dışında açık pozisyona girebilmekte ve kur riskini yüksek oranda alabilmektedirler. Bunları önlemek için bankacılık sisteminde yeni ve etkin denetim usülleri ile ilgili gerekli düzenlemeler yapılmalıdır. Ayrıca bankalarda kur riski ve diğer risklerin bilincinde olan bu konuda eğitilmiş profesyonel kadrolara yer verilmelidir.

Ülkemiz ekonomisinin istikrarlı bir seyir izleyememesi vadeli işlem piyasalarının gelişiminin önündeki en büyük engeldir. Gelecekteki beklentilerin ve piyasadaki finansal enstrümanların volatilitelerinin yüksek olması da vadeli işlemlerin yapılmasına engel olmaktadır. 15 Ağustos 2001 tarihinde Merkez Bankası, Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın ortak çalışmalarıyla, döviz üzerine Vadeli İşlemler Piyasası IMKB nezdinde faaliyetine

başlamıştır. Bu piyasanın açılmasıyla halen dalgalı kur sistemini uygulayan Türkiye’de döviz kurlarına istikrar kazandırılarak finansal piyasalarda orta ve uzun vadeli stabilizasyonun sağlanması hedeflenmiştir.

Bankalarımız türev ürünler ile ilgili işlemleri yüksek bir oranda olmasa da yapabilmektedirler. Fakat vadeli işlemler piyasası kurulmasına rağmen tam olarak işlevini gösterememektedir. Vadeli işlemler piyasasının çalışmasının arkasındaki en önemli neden Türkiye’deki yüksek enflasyon ve onun yarattığı dalgalanmalardır.

Türk bankacılık sektöründe döviz pozisyonu oranlarının belirlenen sınırlar dahilinde hareket etmesi ve vadeli işlemler piyasasının etkin bir şekilde işleyebilmesi için öncelikle ekonominin istikrarlı bir yapıya kavuşturulması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Akalın, Nevruz. **Türev Araçların Taşıdığı Risklerin Ortaya Konmasında Kamuyu Aydınlatma Düzenlemelerinin Yeri ve Önemi**, SPK Muhasebe Standartları Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Ankara, Nisan 1999

Akbank T.A.Ş. **Döviz Fon Yönetimi**, Yayın No:22, İstanbul, Ocak 1995

Akgüç, Öztin. **Finansal Yönetim**, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayını, 6. Baskı, İstanbul, 1994

_____. **100 Soruda Türkiye'de Bankacılık**, Gerçek Yayınevi, İstanbul, Aralık 1987

Aksel Eyüpoğlu, Ayşe. **Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları**, SPK Yayınları, No:21, Ankara, Temmuz 1995

Akyazı, Haydar. **Para Kurulu ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma**, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 1999

Akyüz, Müfit; Ertel, Nesrin. **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, Dünya Yayınları, .Baskı, İstanbul,1990

Alpan, Fulya. **Örneklerle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999

Andersen, Torben J. **Currency and Interest Rate Hedging A User's Guide to Options, Futures, Swaps and Forward Contracts**, New York Institute of Finance, New York, 1987

Apak, Sudi. **Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama**, Bilim Teknik Yayınevi, 2. Basım, İstanbul, Nisan 1995

_____. **Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler**, Bilim Teknik Yayınevi, 2.Baskı, Nisan 1995 İstanbul

Aren, Sadun. **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, Savaş Yayınları,10. Baskı, Ankara, 1992

Arıkan, A. Naci. **Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu** , Acar Matbaacılık, İstanbul, 2000

Aytekin, Yılmaz Haluk. **Bankacılıkta Döviz ve Faiz Yönetimi Teknikleri ve Türkiye Uygulaması**, Halk Bankası Eğitim Müd. Yayınları, Ankara, 1994/2

Babuşçu, Şenol. **Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulaması**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:94, Ankara, Ekim 1997

_____. **Toptancı Bankacılık ve Türkiye Uygulaması**, T. Halk Bankası Eğitim Müdürlüğü Yayınları, Ankara, 1991/2

BASLE. **Faiz Riski Yönetim Prensipleri**, www.tbb.org.tr, 8.6.2000

Brown, Brendon. **The Economics of The Swap Market**, Rautledge, London, 1989

Büker, Semih; Aşıkoğlu, Rıza. **Finansal Yönetim**, Eskişehir, Ekim 1994

Ceylan, Ali. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi Yay., Bursa, 1993

_____. **Finansal Teknikler**, Uludağ Üniversitesi Güç. Vakfı Yay., Bursa, 1993

Çolak, Ömer Faruk. **Bankalarda Fon Kaynağı Yönetimi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 1999

Çolak, Ömer Faruk; Yiğidim Arslan. **Türk Bankacılık Sektöründe Kriz**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, Ekim 2001

Dinler, Zeynel. **İktisada Giriş**, Ekin Kitabevi Yayınları, 2.Basım, Bursa, 1996

Eken, Mehmet Hasan. **Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Kârlılık açısından Değerlendirilmesi**, TBB Yayını, Ankara, 1994

Ekren, Nazım. **Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, No:282, Tisa Matbaacılık, Ankara, 1986

Erdemol, Haluk. **Bankalarda Dış Ticaret İşlemleri ve Uygulama**, Akbank ekonomi Yayınları, İstanbul, 1989

Erdoğan, Niyazi. **Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi & Çağdaş Finansman Teknikleri**, Kent Matbaacılık, 2.Basım, İstanbul

Ergincan, Yakup. **Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Porföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, SPK Yay., No:33, Ank., Mayıs 1996

Erol, Ümit. **Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik**, Emir Ofset Matbaacılık, İstanbul, Mayıs 1999

Ersan, İhsan. **Bankalarda Döviz Yönetimi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 1988

_____. **Finansal Türevler: Futures, Options, Swaps**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1997

Eryürek, Şenay. **Uluslararası Bankacılık İçin İlk Tanımlar ve INCOTERMS**, Anadolu Bankası Eğitim Yayınları, No:1, Hilal Matbaacılık, Ankara, 1987

_____. **Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti**, Anadolu Bankası Eğitim Yayınları 3, Hilal Matbaacılık, Ankara, 1987

Goldstein, Morris; Turner, Philip. **Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri Ülkeler ve Politika Seçenekleri**. Çeviren: Ali İhsan KARACAN, Dünya Yayıncılık, İstanbul, Ocak 1999

Gümüşeli, Saniye. **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 1994

Gündüz, Lokman; Tural, Mehmet. **Türev Ürünleri Muhasebeleştirilmesi: Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Öneri**, TBB Yayınları, No:193, İstanbul, 1995

Güran, Nevzat. **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, D.E.Ü. Yayınları, Kavram Matbaası, İzmir, 1987

Güven, Özcan. **Bankalarda Fon Kaynağı Yönetimi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 1999

Karacan, Ali İhsan. **Bankacılık ve Kriz**, Tütünbank Yayınları, Creative Yayıncılık, İstanbul, 1996

Karluk, Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi Beta Basım Yayın**, 4.Baskı, İstanbul, 1994

_____. **Türkiye Ekonomisi**, 4. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul, 1996

Karşlı, Muharrem. **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 2. Baskı, Ormen Pazarlama, İstanbul, 1990

Kayacan, Murat ve Bola Murat. **Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması**, Mart Matbaacılık, İstanbul, Haziran 1995

Kazgan, Gülten. **Uluslararası Ekonomi**, Charles P. Kindleberger'den Uyarlama, İstanbul, 1972

Kutlu, Erol. **İthalat ve İhracat Uygulamaları**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1213, Eskişehir, Temmuz 2000

Mertoğlu, Ertan. **Hazine-Treasury Yönetimi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul, 1997

Müminoğlu, Miray. **Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:184, Ankara, 1994

Nakışlı, Zeki. **Swap Finansmanı**, Türkiye Kalkınma Bankası, Proje Değerlendirme (Turizm) Müdürlüğü, Ankara, Ağustos 1991

Öçal, Tezer. **İktisat**. Gazi Üniversitesi Yayınları, Ankara, 1990

Öçal, Tezer; Çolak, Ömer Faruk. **Para-Banka**, İmge Kitabevi, Ank., Mart 1988

Öçal, Tezer; Parasız İlker ve Şıklar İlyas. **Para ve Banka**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 996, Eskişehir, Aralık 1997

Önce, Saime. **Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar için Muhasebeleştirme Şekilleri**, TBB Yayınları, No:192, Eskişehir, 1995

Özdemir, K. Azim; Şahinbeyoğlu, Gülbin. **Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara, 2000

Özel Saruhan. **Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz** ,Alkım Yayıncılık, İstanbul, 2000

Özer, Mustafa. **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1096, Eskişehir,1999

Özkan, Defne. **Yeni Finansal Piyasalar (Opsiyon ve Vadeli Piyasalar)**, SPK Yayınları ,Ankara, 1990

Özşahin, A. Kerem. **Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999

Parasız, İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi Yay., 5.Baskı, Bursa,1994

_____. **Kriz Ekonomisi-Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan Kararları**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995

Philon, Dominique. **Döviz Kurları**. Çeviren: Mehmet Bolak, Haluk Levent, Ertuğrul Tokdemir; Yeni Yüzyıl Gazetesi Yayınları-İletişim Yay., İstanbul, 1995

Redhead, Keith; Hughes Steward. **Financial Risk Management**, Gower Publishing Company Limited, Aldershot, England, 1988

Redhead, Keith. **An Introduction to Futures, Forwards, Options and Swaps**, Prentice Hall Europe, 1997

Sak, Güven. **Bir Krizin Anatomisi: 2000 Kasımında Neler Oldu?**, T.C. Rekabet Kurumu İçin Hazırlanan Rapor, Ankara, 18 Aralık 2000

Schwartz, J. Robert; Smith, Clifford W. **The Handbook of Currency and Interest Rate Risk Management**, New York: Institute of Finance, New York, 1990

Selçuk, Hasan. **Finansal Hizmetler Sektöründe Yeni Araç ve Teknikler**, İlk Birleşik Yayıncılık, İstanbul, 1993

Şenol, Necmi. **Kambiyo Mevzuatı**, Anadolu Üniv. Yay., No.839, Esk., Aralık 1996

Şenver, Bülent. **Banka Bilançolarının Tahlil Yöntemleri**, TBB Yayınları, No:143, Ankara, 1988

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat**, Güzem Yayınları, 10. Baskı, İstanbul, 1994

Swiss Bank Corporation. **Foreign Exchange and Money Market Operations**, SBC Publications, Switzerland, 1987

Takan, Mehmet. **Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, Mart 2001

TCMB Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü. **Türkiye’de Uygulanan Kur Politikaları ve Döviz Piyasası**, Ankara, Mayıs-1998

TCMB. **Terimler Sözlüğü**, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gercek/sozluk.htm>

TCMB. **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001, Ankara

TCMB. **Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü**, 2001 Yılı Döviz Piyasaları Gelişmeleri, Ankara, 2001

Tevfik, T. Arman; Tevfik, Gürman. **Bankalarda Finansal Yönetime Giriş**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:203, İstanbul, 1997

Tufan, Ekrem. **Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1283, Eskişehir 2001

Tulgar, Koray. **Ticari Bankalarda Aktif- Pasif Yönetimi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:177, Ankara, 1993

Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar ve Planlama Müdürlüğü. **Ekonomik Rapor 2000**, <http://www.isbank.com.tr>

Uluatam, Özhan. **Makro İktisat**, Savaş Yayınları, 7.Baskı, Ankara, 1993

Uygur, Ercan. **2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**, Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara, 22 Mart 2001

Van Horne, C. James. **Financial Management and Policy**, Prentice Hall Publishing, New Jersey, 1992

Yalvaç, Faruk. **Bankacılık Terimleri Sözlüğü**, 2. Basım, Star Ajans, Ankara, 1994

Yıldız, Rıfat. **Bankacılıkta ve Dış ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Konunması**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Genel Yayın No:293, Teoman Matbaacılık, Ankara, 1988

Yükçü, Süleyman; Yücel, Tülay. **Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler**, TBB Yayınları, No:191, İzmir 1995

MAKALELER

Active Araştırma Grubu. “Finansal Riskin Ölçülmesi” , **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Sayı:9, Ekim-Kasım 1999

Active Araştırma Grubu. “Bankalarda Performans ve Risk Yönetimi: Analitik Bir Çerçeve” , **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Sayı:15, Ekim-Kasım 2000

Activeline. "İMKB'de Döviz Üzerine Vadeli İşlemler Piyasası Açıldı", Sayı:18, Eylül 2001, <http://www.activefinans.com>

Ağaoğlu, E. Abdülgaıffar. “Türk Bankacılık Sisteminde Değer Mühendisliğı Açısından Risk Erken Uyarı ve Kalite Yönetiminin Değerlendirilmesi”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Yıl:2,

Akseki, Oya. "2002 Yılında Para ve Kur Politikası Üzerine", **Ekonomist Dergisi**. Sayı:2002-1, 6-12 Ocak 2002

Alpergin, Pelin. "Hedging", **Bankacılar Dergisi**. Sayı:1, Nisan 1990

Aras, Engin. “Bankalarda Risk Yoğunlaşması ve Dolaylı Krediler”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Sayı:9, Ekim-Kasım 1999

Avrupa Birliğı Danışmanlık ve Yatırım Hizmetleri A.Ş. “Genel Kredi Sınırları Hakkında Avrupa Birliğı Düzenlemeleri”, **Bankacılar Dergisi**. Sayı:35, Aralık 2000

Aytekin, Haluk. “Dealing Roomlar”, **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. Yıl:4, Sayı:13, Mart- Nisan 1996

Berg, A.; Borenzstein, E. "Dolarizasyon Tartışması". Çeviren: Hüseyin Şen TBB **Bankacılar Dergisi**, Sayı.35, Aralık 2000, İstanbul

Beyazıt, Ercan; Aktaş, Ramazan. "Finansal Araçlar, Vadeli İşlemler Piyasası", **Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**. Sayı:3-4, Ankara, 1991

Ceran, Nisangül. "Yeni Finansman Teknikleri ve Ödemeler Dengesi", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**. Sayı:8, 1991 / 1

Delikanlı, İhsan Uğur. "Döviz Kuru Riski ve Sermaye Yeterliliği", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Yıl:1, Sayı:6, Nisan-Mayıs 1999

Dünya Gazetesi Eki Borsa. "Vadeli İşlem Piyasasının İşleyiş ve Üyelik Esasları Belli Oldu", 20 Temmuz 2001

Dünya Gazetesi. "T.P.K.K. Hakkında 28 sayılı Karara ilişkin 84/1 Sayılı T.C.M.B. Genelgesi", 30 Aralık 1983

Dünya Gazetesi. "Döviz Pozisyonu Sınırını Aşan Bankalara Ceza Uygulanacak", 7 Ağustos 2000

Erez,Yalım. "5 Nisan İstikrar Programı Hakkında Görüşler", **Ekonomik Forum Dergisi**, TOBB Yayınları, Nisan 1994

Ersan, İhsan. "Bankalarda Fon Yönetimi", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**. Sayı:98, Genborsa Yayınları, İstanbul, Nisan 1987

_____. "Swap Finansmanı ve Türkiye", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**. Sayı:75, Mayıs 1985

Günel, Mehmet. "Açık Pozisyonlar Üzerine İnceleme", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. Yıl:3, Sayı: 10, Hazirana 1995

İnan, Emre Alpan. "Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye", **Bankacılar Dergisi**. Sayı:40, Mart 2002

Kaplan, Hayrettin. "Para Kurulu ya da 1 TL=1\$", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, , Yıl.1, Sayı.1, Alkım Yayıncılık ,Haziran-Temmuz 1998

Kaval, Hasan. "Genel Olarak Risk Kavramı ve Yönetimi", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. Yıl:3 Sayı:11, Eylül 1995

_____. "Bankalarda Kambiyo Riskleri ve Korunma Yöntemleri", **Bankacılar Dergisi**. Sayı:26, Eylül 1998

Kılıç, Ali. "Döviz Swapı: Yorum-İnceleme", **Dünya Gazetesi**. 12 Aralık 1992

Kılınç, Gonca. "Planlama, Uygulama, Kontrol; Aktif-Pasif Yönetimi", **Bankacılar Dergisi**. Sayı:6, Ekim 1991

Kırdaroğlu, Selda; Saklar Figen. "90'ların Çağdaş Finans Teknikleri", **Bankacılar Dergisi**. Sayı:77, Ocak 1992

Kırım, Arman. "Mali Risk Nedir, Nasıl Yönetilir?", **Fidyak (Finans Dünyası Dergisi) Eki**. Ağustos 1992

_____. "Forward Piyasalar, Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Piyasaları", **Bankacılar Dergisi**. Yıl:1, Sayı:4, Ocak 1991

_____. " Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek (Futures) Piyasaları" **Bankacılar Dergisi**. Yıl:1, Sayı:3, Ekim 1990

_____. "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", **Bankacılar Dergisi**. Yıl:2, Sayı:5, Temmuz 1991

_____. "Swap Piyasaları: Döviz ve Faiz Swapları", **Bankacılar Dergisi**. Yıl:1, Sayı:2, Temmuz 1990

Kumcu, Ercan. "Bu Enflasyonla Vadeli İşlemler Piyasası Olmaz", **Hürriyet**. 6 Şubat 2002, <http://www.hurriyetim.com.tr>

Menderes Adnan. "Futures ve Opsiyon Sözleşmelerinin Vergilendirilmesi", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Sayı:15, Ekim -Kasım 2000

Miyamota, Arnold; Godfrey, Stephen. "Foreign Currency Forwards", **Corporate Finance**. Foreign Exchange Yearbook, Ekim 1993

Neftçi, Salih. "Açık Pozisyon Sorunu Nasıl Çözülür", **Star**. 16 Nisan 2002, <http://www.stargazete.com.tr>

Okur, Meliha. "Vadeli İşlemler Piyasası", **Milliyet**. 20 Temmuz 2001, <http://www.milliyet.com.tr>

Peçen, Ümit; Uğurel, Uğur. "Döviz Reposu Olarak Forward ve Swaplar", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Yıl:1, Sayı:1, Haziran-Temmuz 1998

Rijkeghem, Caroline Van. "Enflasyonun Düşmesinden Türk Bankaları Zarar Görür mü", Çeviren: Borağan Auraba, **İMKB Dergisi**. Cilt:3, Sayı:10; Nisan, Mayıs, Haziran 1999

Sağlam, Erdal. "Yapısal Açık Pozisyon Takibi", **Hürriyet**. 13 Nisan 2002

Sak, Güven. "Vadeli İşlemler Piyasası", **Radikal**. 15 Ağustos 2001, <http://www.radikal.com.tr>

_____. "Vadeli İşlemler (2)", **Radikal**. 5 Ağustos 2001, <http://www.radikal.com.tr>

Tevfik, Gürman. "Bankalarda Likidite Riski", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. Yıl:3, Sayı:10, Haziran 1995

Tugay, Fatoş. "Ülke Riski", **Bankacılar Dergisi**. Sayı:15, TBB Yayınları, Temmuz 1991

Tuncel, Kürşad. "Swap Sözleşimleri (I)", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. Yıl:2, Sayı:5, Mart 1994

Uysal, Mehmet. "Londra Döviz Piyasası", **Hazine Dergisi**. Sayı:9, Ocak 1998, <http://www.treasury.gov.tr>

Yılmaz, K. Mustafa. "Vadeli Piyasa-Spot Piyasa Etkileşimi", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Sayı:16, Alkım Yayıncılık, İstanbul Ocak-Şubat 2001

_____. "Vadeli İşlemler Piyasası Gerçeği ve Bir Kanun Taslağı Maddesinin Pragmatik Açıdan Anatomisi", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Yıl:2 Sayı:9, Ekim -Kasım 1999

TEZLER

Anaalı, Adnan. **Bankalarda Döviz Pozisyonu Yönetimi**. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1989

Belovacıklı, Uğur. **Bankalarda Aktif-Pasif Yönetimi ve Konjonktüre Uyum**. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1997

Dinler, lk. **Bankalarda DvizYnetimi ve Swap İşlemleri**. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1993

Günay, Yeşim Zeynep. **Türk Bankacılık Sektöründe Likidite ve Aktif-Pasif Yönetimi**. Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bil. Enst., Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1997

İlter, Necla. **Bankacılık Sisteminde Döviz Pozisyon Yönetimi**. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1992

Kaşarcı, Yasemin. **Bankaların Döviz Pozisyonu Maliyetlerinin Analizi (Kambiyo Yetkili Şubeler Açısından)**. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü., İzmir, 1995

Özer, Mustafa. **Türkiye’de Reel Döviz Kurunun Zaman Serisi Analizi (1975-1991)**. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Eskişehir, 1992

Türkel, Sevim. **Bankalarda Dövizli işlemlere Yönelik Fon Yönetimi**. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1994

Yurt, Emel. **Bankalarda Döviz Yönetimi ve Merkez Bankasının Yönlendirmesi**. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 1992

YASA, TEBLİĞ, GENELGE, YÖNETMELİK VE TALİMATLAR

TCMB 1/S Sayılı Genelge, **Resmi Gazete**. 19266; 30 Ekim 1986

Resmi Gazete. Sayı: 19883, 29 Temmuz 1988

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar ile Devlet Bakanlığı'nın 84-30/1 Sayılı Tebliğine İlişkin 1/A-S Sayılı TCMB Genelgesi, **Resmi Gazete**. 20126, 1 Nisan 1989,

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı Karar ile Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığının 91-32/5 Sayılı Tebliğine İlişkin I-M Sayılı T.C.M.B. Genelgesi, **Resmi Gazete**. 20918, 3 Temmuz 1991
<http://www.treasury.gov.tr/mevzuat/tpk32kg.htm>

TCMB I/A-B Sayılı Genelge, **Resmi Gazete**. 21896; 5 Nisan 1994

Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetim Sistemleri Hakkında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nca Yayımlanan Yönetmelik, **Resmi Gazete**. 24312, 8 Şubat 2001, <http://www.bddk.org.tr>

TCMB 2000/1 Sayılı Genelge, **Resmi Gazete**. 24131; 5 Ağustos 2000, <http://www.basbakanlik.gov.tr/resmigazete.html>

TCMB Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 4651 Sayılı Kanun, **Resmi Gazete**. 24393; 5 Mayıs 2001, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacik/html>

Yabancı Para Net Konsolide Pozisyon/Özkaynak" Standart Oranının Bankalarca Konsolide ve Konsolide Olmayan Bazda Hesaplanmasına ve Uygulanmasına İlişkin Esaslar Hakkında BDDK'nca Yayımlanan Yönetmelik, **Resmi Gazete**. 24657, 31 Ocak 2002

Türk Parasının Kıymetini Koruma. Hakkında 32 Sayılı Karar ile Başbakanlık Haz. ve Dış Tic. Müst. 91-32/5 Sayılı Tebliğine İlişkin 99/2 Sayılı TCMB Genelgesi, **Resmi Gazete**. 23650, 25 Mart 1999

Mevduat Munzam Karşılıkları Hakkında TCMB 96/1 Sayılı Tebliğ, **Resmi Gazete**. Mükerrer 22704, 22 Temmuz 1996 (25 Kasım 2000 Tarih 24241 Sayılı Resmi Gazete'de Yayımlanan TCMB 2000/1 Sayılı Tebliğ ile Güncellenmiştir)

Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ TCMB (Sıra No:2002/1) **Resmi Gazete**.24710, 29 Mart 2002

Umumi Disponibilite Hk. Tebliğ TCMB (Sıra No:2002/2), **Resmi Gazete**.24710, 29 Mart 2002

Devlet Bakanlığı, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, **Resmi Gazete**. 24327, 23 Şubat 2001

TCMB Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü. **Döviz ve Efektif Piyasaları Uygulama Talimatı** ,Ankara, Eylül 2001

TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü. **Banka Genel Müdürlüklerine Döviz ve Efektif Piyasalarının Çalışma Esasları Hakkında Gönderilen Talimat**. 22 Şubat 2001 Ankara

TCMB Bankacılık İşlemleri Genel Müdürlüğü Banka İşlemleri Müdürlüğü'nce Banka Genel Müdürlüklerine Gönderilen; **TCMB 2000/1 Sayılı Genelge'nin Uygulama Talimatı**, Ankara, 8 Ağustos 2000

ĐİĐER KAYNAKLAR

Çelikoğlu, Ulvi."Bankalarda Fon Yönetimi ve Dealing Room Organizasyonu", T. Vakıflar Bankası T.A.O. Genel Müd., Personel Eğitim Seminer Ders Notları, Ankara, Aralık 1996

T. Vakıflar Bankası T.A.O. Genel Müdürlüğü Fon Yönetimi Başkanlığı. Fon Yönetimi Personel Eğitim Seminer Ders Notları, İstanbul, Ocak 1998

İNTERNET ADRESLERİ

BDDK, Bankaların Döviz Açık Pozisyonlarına İlişkin Basın Açıklaması, 18 Nisan 2002, <http://www.bddk.org.tr>

İMKB. **Vadeli İşlemler Piyasası**, <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/vadeli.htm>

T.C. Hazine Müsteşarlığı. **IMF'e Verilen 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu**, <http://www.treasury.gov.tr>, Ankara

T.C. Hazine Müsteşarlığı. **IMF'e Verilen 3 Nisan 2002 Tarihli Niyet Mektubu**, <http://www.treasury.gov.tr>, Ankara, madde.9

TCMB, **2000/30 Sayılı Duyuru**.Gazi Erçel'in, Bankaların Yabancı Para Açık Pozisyonları Hk. açıklamaları, 21.09.2000, <http://www.tcmb.gov.tr/duyurular.html>

TCMB, **1999/17 Sayılı Duyuru**. Vadeli İşlem Uygulamasına İlişkin Talimat, <http://www.tcmb.gov.tr/duyurular.html>

TCMB, **1999/18 Sayılı Duyuru**. Merkez Bankası Vadeli İşlem Uygulamasına Başlıyor, <http://www.tcmb.gov.tr/duyurular.html>