

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

86107

İŞLETMELERDE VE ULUSLAR ARASI TİCARETTE
KUR RİSKİ, KORUNMA ARAÇ VE TEKNİKLERİ
VE KUR RİSKİ TÜRLERİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEZ DANIŞMANI : DOÇ. DR. Gülümser ÜNKAYA

TEZİ HAZIRLAYAN : Mehmet KESKİN

İstanbul, 1999

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

ŞEKİLLER DİZİNİ

| | |
|--------------------------------------------------------------|----|
| Şekil 1- Call Opsiyonunda Kar/Zarar Profili | 67 |
| Şekil 2- Alım Opsiyonu (Call Option)..... | 70 |
| Şekil 3- Satım Opsiyonu (Put Option) | 71 |
| Şekil 4- Paralel Ödünç | 79 |
| Şekil 5- Swap İşlemi | 83 |
| Şekil 6- Swap Başlangıcında Anaparaların Değiş Tokuşu | 87 |
| Şekil 7- Swap Vadesi Boyunca Karşılıklı Faiz Ödemeleri | 87 |
| Şekil 8- Vade Sonunda Anaparaların İade Edilmesi..... | 88 |
| Şekil 9- Çapraz Para Swapının İşleyişi | 89 |

İÇİNDEKİLER

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| GİRİŞ | 1 |
| 1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ VE PARASAL İLİŞKİLER..... | 3 |
| 1.1. ÜLKELERİN DİŞA AÇILMASININ NEDENLERİ, FAYDA VE ZARARLARI İLE PARANIN KONVERTİBİLİTESİ | 9 |
| 1.2. TÜRKİYE'DE KONVERTİBİLİTE | 15 |
| 2. KUR RİSKİ VE KUR SİSTEMLERİ İLİŞKİSİ | 18 |
| 2.1. SABİT KUR SİSTEMİ (FIXED EXCHANGE RATE SYSTEM)..... | 18 |
| 2.1.1. Sabit Kur Sisteminin Özellikleri..... | 18 |
| 2.1.2. Sabit Kur Sisteminin Sakıncaları | 19 |
| 2.1.3. Serbest Piyasa Şartları Altında:..... | 22 |
| 2.1.4. Döviz Kontrolü (Kambiyo Denetimi): | 22 |
| 2.2. AYARLANABİLİR SABİT KUR SİSTEMİ (ADJUSTABLE EXCHANGE SYSTEM)..... | 23 |
| 2.3. DALGALI DÖVİZ KURU SİSTEMİ (FLUCTUATING EXCHANGE RATE SYSTEM)..... | 24 |
| 2.3.1. Değişken Kur Sistemini Savunan Görüşler | 26 |
| 2.3.2. Serbest Değişken Kur Sistemine Karşı Görüşler..... | 27 |
| 3. KUR RİSKİNİN FARKLI AÇILardan DEĞERLENDİRİLMESİ..... | 30 |
| 3.1. ULUSLARARASI TİCARETTE KUR RİSKİ | 32 |
| 3.2. BANKA SEKTÖRÜNDE KUR RİSKİ | 34 |
| 3.3. İŞLETMELERİN SERMAYE HAREKETLERİNDE KUR RİSKİ..... | 37 |
| 3.4. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER AÇISINDAN KUR RİSKİ..... | 39 |
| 3.4.1. Muhasebe Riskleri..... | 39 |
| 3.4.2. İşlem Riskleri..... | 40 |
| 3.4.3. Ekonomik Risk..... | 42 |
| 4. KUR RİSKİNDEN KORUNMA TEKNİK VE ARAÇLARI | 43 |

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 4.1. KUR RİSKİNİ ÖNLEYİCİ VE KUR RİSKİNİ AZALTICI KORUNMA ARAÇLARI..... | 43 |
| 4.1.1. <i>Dış Ticaretin Ulusal Para İle Yapılması.....</i> | <i>44</i> |
| 4.1.2. <i>Döviz Tercih Hakkı.....</i> | <i>44</i> |
| 4.1.3. <i>Döviz Kuru Sigortası.....</i> | <i>45</i> |
| 4.2. KUR RİSKİNİ TELAFİ EDİCİ ARAÇLAR..... | 46 |
| 4.2.1. <i>Eşleştirme (Matching).....</i> | <i>46</i> |
| 4.2.2. <i>Çok Yönlü Yayılma (Multilateral Netting).....</i> | <i>47</i> |
| 4.2.3. <i>Hızlandırma ve Geciktirme (Leading And Lagging).....</i> | <i>47</i> |
| 4.2.4. <i>Vadesiz Döviz İşlemleri (Spot Currency Transactions).....</i> | <i>48</i> |
| 4.2.5. <i>Vadeli Piyasa (Vadeli Döviz İşlemleri).....</i> | <i>49</i> |
| 4.2.6. <i>Gelecekte İşlem Piyasaları (Future İşlemleri-Currency Futures).....</i> | <i>53</i> |
| 4.2.7. <i>Döviz Opsiyonları.....</i> | <i>60</i> |
| 4.2.8. <i>Vadeli Korunma Tekniklerinin Karşılaştırılması.....</i> | <i>74</i> |
| 4.2.9. <i>Swap (Döviz Ticareti).....</i> | <i>75</i> |
| 4.2.10. <i>Döviz Kredileri.....</i> | <i>92</i> |
| 5. TÜRKİYE'DEKİ GELİŞMELER AÇISINDAN KUR RİSKİ VE KORUNMA ARAÇLARI | 95 |
| 6. SONUÇ | 108 |
| KAYNAKÇA..... | 108 |

GİRİŞ

Sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçiş, yani dalgalanma limitlerinin kaldırılması yabancı para bazında uluslararası mal ve hizmet ticareti yapan, uluslararası finans ilişkilerinde bulunan banka vb kurumların alacak ve borçlarından ötürü büyük zararlara uğrama riskini de beraberinde getirmiştir. Ayrıca devletler arasındaki ticaret hacminin yüksek oluşuna göre devletlere de bir takım riskler yüklemektedir. Gerek devletler gerekse diğerkuruluşlar açısından kur riskinden doğacak zararlar yüksek maliyet artışlarına sebebiyet verecektir. Bu da firmalar açısından iç ve dış piyasalarda rekabet edebilme yeteneğinin azalmasına neden olacaktır.

Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren kurumlar, kur riskinden doğacak zararlara karşı kendilerini koruyabilmek için kur riskinin azaltılabilmesi yani minimum seviyelere çekilebilmesi konusunda çalışmalar yapmaya başlamışlardır.

Türkiye açısından konuyu ele aldığımızda; 80'li yılların başından itibaren uluslararası piyasalara girmemiz, bu sektörlerde faaliyet gösteren kuruluşların döviz faaliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Söz konusu firmaları döviz kuru değışimlerinin olumsuz etkisinden kurtarmak için kur riskini önleyici tedbirler

araştırılmaya başlanmış ve bu konu üzerinde; bilim, bilgi ve araştırma denildiğinde ilk akla gelen üniversitelerimizde çalışmalar başlatılmıştır.

Araştırmanın amacı kur riskinin nasıl doğduğu, işletmeler üzerindeki, devletler üzerindeki etkilerinin nasıl olduğu ve kur riskini telafi edebilmek için hangi tekniklere başvurulabileceği konularında bir takım bilgileri derleyip Dünya ve Türkiye açısından konuyu değerlendirmektir.

Bu çalışmada dış ticarete, bankacılıkta, işletmelerin sermaye hareketlerinde, çok uluslu şirketlerin faaliyetlerinde uluslararası piyasalarda karşılaşabilecekleri kur riski, kur riskinden korunma teknikleri ve bu korunma teknik ve araçlarının dünyadaki uygulamalarına yer verilecektir.

BÖLÜM I

1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ ve PARASAL İLİŞKİLER

Uluslararası para sistemi, ülkeler arasında mevcut döviz kurları ve ödeme ilişkilerini düzenleyen kuralların ve anlaşmaların oluşturduğu bir bütündür. Uluslararası ticari ve mali ilişkilerin düzenli bir biçimde yürüyebilmesi herşeyden önce etkin bir uluslararası para sisteminin varlığına bağlıdır.

İnsanoğlu tarihin en eski çağlarından beri alışverişlerini gerçekleştirmek için çok çeşitli mallar ve araçlar kullanmıştır. Fakat düzenli olarak uygulanan ilk sistem altın standardı (gold standard)'dır. Bu sistem 1870'lerden 1914 de Birinci Dünya Savaşı'na kadar olan dönemde "altın çağını" yaşamıştır.

Altın standardının temel özellikleri her ülkenin parasının değerini belirli ağırlıkta saf altın cinsinden tanımlanması, altının alım, satım, ihraç ve ithalini serbest bırakmasıydı. Piyasada altın sikkeler kadar banknotlar da kullanılmış olabiliyordu. Ama bu banknotlar, istenildiği an hükümetler tarafından altına dönüştürülüyordu. Diğer bir deyişle bu sistemde hükümet belirlemiş olduğu sabit fiyat üzerinden dileyen herkese altın satmak veya kendisine sunulan altınları da satın almak durumunda idi.

Altın standardı evrensel bir sistemdir. Her ülkenin parasını bu şekilde altına bağladığı için bütün ülkelerin paraları, kapsadıkları altın miktarına göre otomatik

biçimde birbirine bağlanıyordu. Bunun için ayrıca bu günküne benzer biçimde döviz piyasalarına gerek yoktu.

Savaş koşulları altında ülkeler altın rezervlerini koruma üzere Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte paralarının altına dönüştürülebilme özelliğini kaldırdılar. Savaştan sonra yeniden altın standardına dönme girişiminde bulundularsa da bu uygulamalar başarılı olmamıştır. Çünkü artık altın standardının gerektirdiğinin tersine hükümetler ekonomik hayata yoğun müdahalelerde bulunmaya başlamışlardı. Savaş sırasında bireysel ülkelerde kendini gösteren enflasyon, savaş öncesi paritelerden altın standardına dönülmesi nedeniyle kurların sürdürülmesini de olanaksız hale getirmişti. Nihayet 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'nın ortaya çıkmasıyla altın standardını sürdürmenin olanağı kalmamıştı. Böylece 1933'lere gelindiğinde altın standardı tümüyle yıkılmış oluyordu.

Birinci ve İkinci Dünya Savaşları arasındaki dönemde uluslararası ekonomik ve mali ilişkiler yönünden tam bir kaos yaşanmıştır. Altın standardı yıkılmış, yerine yeni bir sistem konulamamıştı. Uluslararası Ödemeleri gerçekleştirmek büyük bir sorun olmuştu. Çoğu ülkeler birbiriyle iki yanlı ticaret ve ödeme anlaşmaları yaparak, aralarındaki ticari takas esasına göre sürdürüyorlardı. Bu dönem ülkelerin bireysel davrandıkları, diğer bir deyişle aralarında işbirliği örneklerine az rastlanan bir dönemdir. Her ülke kendi ekonomik çıkarlarını düşünerek gümrük tarifelerini yükseltiyor, ancak bundan zarara uğrayan ticaret ortakları misillemede bulunuyordu. Böylece dünya ticaret ve mali akımları en düşük düzeylere inmişti.

İkinci dünya savaşından önce ülkeler arası işbirliği örneklerine az rastlanır. Oysa savaştan sonra sıkı bir uluslar arası bir işbirliğine girilmiştir. İki savaş arası dönemin güçlükleri karşısına ülkeler uluslar arası ticareti serbestleştirecek ve mali akımları düzenleyecek bir sisteme şiddetle ihtiyaç duyuyorlardı. O nedenle yeni bir uluslar arası para sistemi yaratmak üzere Amerika'da Bretton Woods'ta (New Hampshire) Toplandılar. İlk Aşamada Bretton Woods sistemi kurulmuştur. (Bretton Woods sistemi ileride detaylı olarak ele alınacaktır).¹

Bretton-Woods sistemi, çeyrek asırdan fazla uluslararası ekonomik ilişkileri düzenledikten sonra, doların altında olan konvertibilitesinin 1971 yılında askıya alınması ve 1973 yılında da sabit kur sisteminin terk edilmesiyle işlevini yitirmiştir².

Bu durumda serbest dalgalanmaya geçmek, başlıca sanayileşmiş ülkeler için hemen hemen tek seçenek durumunda idi. Çünkü uygulayabilecekleri, önceden hazırlanmış, anlaşmalara dayalı bir para sistemi yoktu. Ancak yine de dalgalı kur uygulamalarının kısa süreli olacağı düşünülüyordu. İleride, geçmiştekine benzer biçimde geniş kapsamlı yeni bir uluslararası düzenleme yapılacağına inanılıyordu. Ancak geçen zaman ülkelerin bu uygulamalarından fazla şikayetçi olmadıklarını göstermiştir. Belki o nedenle de eni bir sistem oluşturulması konusu büyük ölçüde güncelliğini yitirmiştir.

¹ SEYİDOĞLU Halil, "Uluslararası Finans" Günem Yayınları No: 8, İstanbul 1994 s.6-8

² PARASIZ İlker, YILDIRIM Kemal, "Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama", Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994. s. 99.

Özetle belirlemek gerekirse, bu gün dünyada bütün ülkeler tarafından paylaşılan anlaşmalarla kurulmuş, aynı kur sistemine bağlı bir uluslararası para sistemi yoktur. Bunun yerine sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine kadar değişebilen ve ülkelerin kendileri tarafından seçilen farkı uygulamalar vardır. Uluslararası Para Fonu (IMF) uluslararası mali ilişkileri düzenleme görevini sürdürmektedir. Ancak Bretton Wood sisteminin yıkılmasından sonra üye ülkelerin farklı uygulamalarına yasallık kazandırmak için IMF'nin kuruluş yasasında değişiklik yapılmıştır. Bu değişiklikle, belirli ilkelere uymak kaydıyla, dileyen ülkenin dilediği kur sistemini benimseyebileceği kabul edilmiştir.

Bugünkü dünya ülkelerinin döviz kuru uygulamaları IMF tarafından üç ana gruba ayrılmaktadır. Sabit kur sistemleri, sınırlı değişken kur sistemleri ve daha esnek kur sistemleri.

Birinci grupta yer alanlar paralarını ya tek ülke parasına, ya da bir para sepetine bağlamışlardır. Tek bir yabancı ülke parasına bağlananlar genellikle ufak ve gelişmekte olan ülkelerle, Sovyetler Birliği'nin yıkılmasından sonra bağımsızlığına kavuşan cumhuriyetlerdir. Bu yeni bağımsızlığına kavuşan devletlerin bir kısmı, Rusya olan yakın ilişkileri dolayısıyla rubleye bağlanmışlardır. Diğer bazıları ise paralarını Amerikan dolarına bağlamışlardır. En çok bağlanılan yabancı para da budur. Genellikle eski Fransız sömürgelerinden oluşan bir grup ülke ise Fransız frankını tercih etmiştir. Nihayet bir kaç ülke de Güney Afrika randı, Alman markı ve Hindistan rúpisine bağlanmıştır.

Bir yabancı ülke parasına bağlanmakla o ülkenin enflasyon oranı esas alınmış olunur. Diğer bir deyişle, o ülke parasının değeri de üçüncü ülkeler karşısında, bağlanılan ülkelerdeki göreceli enflasyon oranında değişme gösterir.

O bakımdan bazı ülkeler değeri daha sabit olduğu için paralarını, çeşitli ülke paralarından oluşan "para sepetleri" veya birleşik paralara bağlanırlar. Bugün dünyada iki standart para sepeti vardır. Birisi IMF'ye bağlı olarak oluşturulan Özel Çekme Hakları (SDR), diğeri de Avrupa Birliği'nce oluşturulan Avrupa Hesap Birimi Hakları (ECU)'dir. Bir grup ülke parasını SDR'ye bağlarken geniş bir grup da farklı para sepetlerini tercih etmişlerdir. İkinci grupta ECU ile özel olarak oluşturulan para sepetlerine bağlanan ülkeler yer alır.

Sınırlı değişken kur sistemini uygulayan ülkelerde ise ulusal para ya bir büyük yabancı ülke parasına ya da bir para sepetine bağlanır. Böylece bir parite kuru belirlenir. Birincisine örnek, paralarını Amerikan dolarına bağlayan bazı Orta Doğu ülkeleridir. İkincisi ise Avrupa Para Sistemi çerçevesinde paralarını ECU'ye bağlayan Avrupa Birliği üyelerini kapsar.

Kur sistemleri yelpazesinin diğer ucunda esnek kur uygulamalarına yer verilmektedir. Bunlar da esneklik derecelerine göre farklı alt bölümlere ayrılır. Önce belirli göstergelere göre kur ayarlamalarını yapanlar gelir. Bu uygulamaya "sürünen pariteler" dendiğini biliyoruz. Bazı Latin Amerika ülkelerinde uygulanan bu yöneme göre enflasyon hızları ölçüsünde döviz kurlarında, belirli aralıklarla ayarlamalar yapılır.

Ondan sonraki grupta “yönetimli dalgalanma” uygulamaları gelir. Döviz kurları, piyasanın işleyişine bırakılmış olmakla birlikte merkez bankaları sık sık müdahalelerde bulunarak kur istikrarını sağlamaya çalışır. Türkiye ile birlikte üst gelir grubundaki bazı gelişmekte olan ülkeler burada yer alırlar.

Nihayet en uçta bağımsız dalgalanma sistemi gelmektedir. Bu grupta ABD, Kanada, Japonya, Avusturya ve Yeni Zelanda gibi ülkeler bulunuyor. Bağımsız dalgalanmadan, piyasaya hiç bir müdahalede bulunulmaması anlaşılmalıdır. Burada da merkez bankaları piyasa alım satımı yaparlar. Ancak bu müdahaleler diğer ülkelerdeki uygulamalara göre daha az yoğunur.

Günümüzde ülkelerin kur sistemi seçimlerini etkileyen faktörler şunlardır;

Kur seçiminde etkili faktörlerden birinin ülke büyüklüğü olduğu anlaşılıyor. Büyük ülkeler, beklendiği üzere daha az bağımsız olma eğiliminde oluyorlar. Diğer bir deyişle iç ekonomik politika araçlarını sabit kur ilişkisini sürdürme yolunda feda etmeye daha az istekli davranıyorlar.

İkinci olarak, ülkenin dış ticarete açıklık derecesi de önem taşıyor. Dışa açıklık dış ticaretin (ithalat ve ihracat) toplam milli hasıla içindeki payı olarak tanımlanabilir. Yüksek ölçüde dışa açık ülkeler dış şokların etkisine karşı o kadar korumasız durumdadırlar. Örneğin yurt dışından kaynaklanan yüksek enflasyon veya deflasyon gibi gelişmeler ülkeyi kolayca etkisi altına alabilir.

Üçüncü bir özellik de göreceli yurtiçi enflasyon oranlarıdır. Yüksek enflasyonlu ülkelerde sabit kur ilişkisini sürdürmek güçtür. O bakımdan esnek kur sistemleri bu ülkelere daha uygun düşüyor.

Nihayet dış ticaretin ülkelere göre yoğunluğu da etkili bir faktördür. Örneğin ticaretinin büyük bir bölümünü tek bir büyük ülke ile yürüten ufak ülkeler, paralarını söz konusu büyük ülkenin parasına bağlama eğilimindedirler. Panama'nın parasını Amerikan dolarına, Estonya'nın da Alman markına bağlanması gibi³.

1.1. ÜLKELERİN DIŞA AÇILMASININ NEDENLERİ, FAYDA ve ZARARLARI İLE PARANIN KONVERTİBİLİTESİ

Çeşitli yayın organlarında hemen her gün döviz kurlarından söz edilir. Aslında herhangi bir iktisadi olayın, böylesine sembolik bir değer ifade etmekle beraber, bu kadar dikkat çekmesi ender rastlanan bir durumdur. Döviz kurlarının bu stratejik önemi günümüz ekonomisinde Ülkelerarası iktisadi ilişkilerin çok yönlü olarak gelişmiş olmasındandır. Gelişen dünyamızda ekonomi bir bütün haline gelmektedir. Ülkeler bu bütünden daha fazla pay alabilmek için iktisadi birleşmelere girmekte veya ikili ve çok taraflı anlaşmalarla karşılıklı olarak bu payı artırmaya çalışmaktadırlar. Bu ilişkilerin sağlıklı bir biçimde devam etmesi ve gelişmesi bütün ülkeler için yaşamsal bir öneme sahiptir.

Geniş anlamda; ulusal ekonominin dünya ekonomisi ile bütünleştirilmesi, mal, hizmet, sermaye ve işgücü hareketlerinin serbestleştirilmesi, manasına gelen

³ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 19-23.

dışa açılma, dar anlamda; bir ekonominin dış ekonomik ilişkilerini gösteren ödemeler bilançosu kalemlerinin miktar ve değer olarak gelişme göstermesi ve dünya ticaretindeki payının artmasıdır.

Dışa açılmanın ülke ekonomisi açısından birçok olumlu tarafına karşılık bazı koşullarda olumsuz yönleri de olması kaçınılmazdır.

Dışa açılmanın bir ülke ekonomisi açısından başlıca faydaları arasında şunlar sayılabilir:

- a) Bir ülke ekonomisi ithalat ve ihracatını geliştirmek şeklinde dışa açılıyorsa iç piyasada mal ve hizmet çeşitlenmesini sağlayarak üretim ve tüketim de standardın yükselmesini temin etmek zorundadır.
- b) Dışa açılma ile birlikte teknolojik know-how (Teknik bilgi) o ülke ekonomisine girer.
- c) Emek yoğun dışa açılma politikası güdüldüğünde emeğin en verimli şekilde ve değerli olduğu yerde istihdam edilmesi sağlanır. Bununla birlikte emek faktörünün bilgi, görgü ve becerisinin artması da sağlanmış olur.
- d) Dışa açılmanın önemli faydalarından birisi de ülke ekonomisinin milli gelir-harcama dengesine olumlu katkıda bulunmasıdır.

Dışa açılmanın başlıca olumsuz yönlerini de şöyle özetleyebiliriz:

Özellikle dışa açılmayı iç politika araçları ile yürütüp talepteki artışı üretim artışı ve yatırım ile destekleyemeyen ekonomiler enflasyonist baskılara maruz

kaldıkları için bu tip ekonomilerde dışa açık büyüme fakirleştiren büyüme haline dönüşebilir.

Dışa açılmayı sınırlı sayıda mal, hizmet, sektör veya ülke ile yapan ekonomiler dış ekonomik dengesizliklerden çok çabuk etkilendikleri için dışa açılmada risk üstlenirler.

Uluslararası işlemler dışa açılma ile gündeme gelmektedir. Uluslararası ticarete bir tarafta bir ülkenin vatandaşı olan alıcı, diğer tarafta ise diğer bir ülkenin vatandaşı olan satıcı vardır. Yurt içi ticaretten farklı olarak, bu ekonomik işlemde en az iki farklı milli para söz konusudur. Aynı şekilde uluslararası yatırım, hizmet ihraç ve ithali gibi durumlarda da bir ülkenin parasının diğer ülke parasına çevrilmesi gerekir. Bu değiştirme işleminde bir oran bir fiyat olmalıdır. Döviz kuru (parite, kambiyo kuru) iki milli para arasındaki değişim oranıdır. Diğer bir ifade ile döviz kuru, bir yabancı paranın milli para cinsinden fiyatıdır. Bu nedenle kur, ülkeler arasındaki fiyat düzeylerini birbirlerine bağlayarak fiyat ve maliyet karşılaştırmaları yapılmasına olanak sağlar. Döviz kuru olmazsa, ülkeler birbirlerinde üretilen mal ve hizmetlerin fiyat ve maliyetleri konusunda tamamen bilgisiz ve yabancı kalırlar. Döviz kuru, işte bu yabancılık ve bilgisizliği ortadan kaldırır. Döviz kuru (döviz fiyatı), döviz piyasasında (kambiyo borsası) oluşur. Döviz piyasası farklı milli paraların birbirlerine çevrilmelerini sağlayan bir organizasyondur. Döviz piyasalarında yapılan alış ve satışlarda belirlenen ve her gün kambiyo fiyat cetvelleriyle ilan edilen döviz fiyatlarına cari veya gerçek kur denir. Bu kur borsada (piyasada) oluşan değerdir.

Kurlar döviz piyasalarında arz ve talebe göre oluşur. Sadece devlet tekeline bırakılan sistemler dışında döviz ticareti; Merkez Bankaları, bankalar, bağımsız simsarlar, spekülâtörler ve dış ekonomik ilişkilere fiilen katılan özel bireyler tarafından yürütülür. Bu durumda bankalar döviz alma, satma, piyasada aracı rolü üstlenme, farklı para ve sermaye piyasaları arasında arbitraj işlemi yapma, yabancı para birimleri ile mevduat kabul etme, kredi verme, döviz tahminlerinde bulunma ve yabancı para portföyü yönetme gibi işlemlerle kapsamlı bir faaliyet gerçekleştirmektedirler.⁴

Piyasa koşullarının sürekli değişmesi, bankaların ve banka dışı işletmelerin döviz ticaretinde zararlarla karşılaşmasına sebep olmaktadır. Döviz bağlantısı içeren işlemlerde optimum getiri-risk dengesi büyük ölçüde uygulanan teknik veya politikalara bağlıdır. Değer değişikliğine uğrama sonucu ortaya çıkan zarar tehlikesi olan kur riski ne kadar doğru şekilde tahmin edilebilirse kâr düzeyi o ölçüde yüksek olacaktır.⁵

Dışa açılma ile döviz piyasaları arasında bağlantı kurulurken ikisine de önemli etkisi olan bir unsur vardır. Bu da, paranın konvertibilitesidir. Konvertibilite: bir ulusal paranın (resmi) döviz piyasasında başka bir ulusal paraya serbestçe dönüştürülebilmesidir. Bu özelliğe sahip olan paralara "Konvertibil para" adı verilmektedir. Konvertibil paralar uluslararası ödemelerde geçerli olan paralardır.

⁴ KALAYCIOĞLU Sema, "Türkiye'de Dışa Açılma Sürecinde Döviz Piyasalarının Durumu" İktisat ve Maliye Dergisi, Ağustos 1988, s.185-188

⁵ EKREN Nazım, "Uluslararası Bankacılığa Matematiksel Bir Yaklaşım" Para ve Sermaye Piyasası, Ağustos 1988, s.20

Bir ÷lkede konvertibilite uygulaması iki t÷rl÷ olabilir; Tam ya da kısmi konvertibilite. Tam konvertibilite uygulamasında ÷lkenin ulusal parası karşısında isteyen herkes, her t÷rl÷ amaç için ve arzu ettiği miktarda yabancı para satın alabilmektedir.

Kısmi konvertibilite uygulaması ise, paranın konvertibilitesi üzerine çeşitli kısıtlamalar getirilmesi halinde söz konusu olur. Örneğin bir paraya cari işlemlerde (ithalat, ihracat, turizm vb) konvertibilite tanınması sermaye hareketlerinde tanınmaması kısmi konvertibilite uygulamasıdır. Konvertibilite, dış ticaretten doğan borç ve alacakların, çok yanlı olarak denkleştirilmesi ve uluslararası uzmanlaşmadan yararlanmaya olanak sağlaması nedeniyle, dünya ticaretinin geliştirilmesinin temel koşullarından biridir. Ancak diğer taraftan konvertibilite uygulaması ÷lke ekonomileri açısından belli koşulları gerektirir. Bunların başlıcaları;

- a) Ulusal parasına konvertibilite tanıyacak ÷lkenin sağlam bir ekonomik yapıya sahip olması yani ekonomik dengenin varlığı, büyüme hızı vb ekonomik göstergelerinin istikrarlı olması.
- b) İhracat gelirlerinin yüksek olması.
- c) Ödemeler bilançosunun daima denk olması.
- d) Yeterli döviz rezervlerine sahip bulunması.
- e) Para ve sermaye piyasalarının gelişmiş olması.

f) Gelişmiş bir döviz borsası⁶

Tam konvertibiliteye sahip ülke parası sınırlıdır. Sınırlı konvertibilitenin en çok uygulanan üç biçimi şunlardır;

a) Yalnız yabancıların ellerindeki milli paralara konvertibilite tanınması. Buna dış-konvertibilite denmektedir.

b) Yalnız belli hesaplardaki paralara konvertibilite tanınması. Bunun en çok rastlanan örneği gelir hesaplarına konvertibilite tanındığı halde sermaye hesaplarına tanınmamasıdır. Bu sınırlamanın amacı ülkeden sermaye kaçmasını önlemek olup hemen hemen bütün ülkeler tarafından uygulanmaktadır.

c) Yalnız bazı paralara çevrilmeyi kabul etmek, diğerlerini etmemek. Örneğin aralarında anlaşma bulunan bir grup ülkenin yalnız bu ülke paraları için konvertibilite tanınmasıdır⁷.

Konvertibiliteye geçişi ve döviz işlemlerinin serbest piyasa mekanizması çerçevesinde yapılmasının en önemli teknik ve yapısal koşulu, peşin ve vadeli döviz alım satım işlemlerinin yapıldığı bir kambiyo piyasasının varlığıdır. Konvertibilitenin uygulanan kur sistemi ile ilgisi bulunmamaktadır. Önemli olan nokta ülkenin ekonomik yapısının sağlam olmasıdır. Dış rekabet gücü zayıf bir ekonomide sabit bir kur sisteminin uygulanması konvertibilite olsa da olmasa da dış rezervlerin tükenmesine neden olur. Eğer böyle bir ekonomide, değişken kur sistemi

⁶ ERSAN İhsan, "4 Şubat Kararları, Konvertibilite ve Türkiye", Para ve Sermaye Piyasası, Haziran 1988, s.24

⁷ AREN, Sadun, "İstihdam Para ve İktisadi Politika" Savaş Yayınları Kasım 1984, s. 141-142.

uygulanıyorsa bu da ulusal paranın sürekli değer kaybetmesine neden olur ve dolayısıyla ulusal paraya güveni ortadan kaldırarak konvertibiliteyi engelleyecektir. Bütün sorun ekonomik yapının sağlam ve güçlü olmasıdır. Döviz kuru sisteminde temel amaç, döviz kurunun belirleniş şekline ne olursa olsun ödemeler bilançosunu dengede tutan "Denge Kurları"nı belirlemektir.

1.2. TÜRKİYE'DE KONVERTİBİLİTE

IMF Kuruluş Anlaşması'nda konvertibilite ile ilgili düzenlemeler şu ana noktalar etrafında toplanmıştır. Kuruluş Anlaşması Madde 8 hükümlerini kabul eden ülkeler IMF'nin onayı olmaksızın cari uluslararası işlemler ilişkin ödeme ve transferlerin yapılmasına sınırlama koyamayacaktır. Döviz piyasasına, özel veya resmi dileyen herkesin katılarak diledikleri işlemleri gerçekleştire-bilecekleri bir ortamın sağlanması ve bu piyasaya her hangi bir sınırlamanın getirilmemesi Madde 8, Bölüm 2 (a)'da belirtilen hükümlerin yerine getirilmesi açısından yeterlidir. Bu 2 (a) hükmü çerçevesinde tanımlanan kavram "piyasa konvertibilitesi" olarak adlandırılır. IMF Kuruluş Anlaşması, madde 30'da bu kavramın çerçevesinde düşünülen cari işlem ödemeleri şöyle belirlenmektedir.

- Dış ticaret, hizmetler ve normal kısa vadeli banka ve kredi kolaylıklarını da içeren cari işlemlerle ilgili olarak yapılan tüm ödemeler,
- Borç faizleri ve diğer yatırımlardan sağlanan net gelirlerle ilgili ödemeler,
- Borçların geri ödenmesi veya doğrudan yatırımların amortismanı için yapılacak çok büyük olmayan ödemeler,

- Ailenin geçimi için gönderilen makul miktardaki paralar.

IMF, ilgili üyelerle görüştüktan sonra, belirli işlemlerin cari işlemler veya sermaye işlemleri olduğu konusunda karar verebilir. Çok taraflı bir ödemeler sisteminin gelişmesi, Fon'un başlıca amaçlarından birisidir. Madde 8, Bölüm 2 (a) hükümlerinin yerine getirilmesi, böyle bir sistemin oluşmasını sağlayacaktır. Çünkü: her ülkenin sakinleri, cari işlemlerin gerektirdiği ödemelerin diğer ülke sakinlerine yapabilecekler; ödemelerin yapıldığı kişiler ise elde ettikleri dövizleri ileride başka ödemelerle kullanmak üzere kendi ülkelerine transfer edebileceklerdir. IMF, madde 8 çerçevesinde, piyasa konvertibilitesi dışında bir de "resmi konvertibilite" kavramını getirmiştir. Bu kavramla, yalnızca üye ülkeler yani sadece merkez bankaları veya diğer devlet organları arasında geçerli olan bir konvertibilite söz konusudur.

Bu çerçevede üye ülkeler başka bir üyenin elinde bulunan kendi milli parasını, bu üyenin talep etmesi halinde satın almak zorundadır. Ancak, bu paranın yakın zamanda gerçekleştirilmiş bir cari işlemlerle ilgili olması veya dönüştürme işleminin cari işlemler için gerekli olması gerekmektedir. Milli parasını satın alan üye ülke, karşılığını SDR veya dönüştürme talebinde bulunan üye ülkenin parasıyla ödeyebilir.

Burada vurgulanması gereken nokta, bu dönüştürme işlemine özel kişi ve kuruluşların katılmadığıdır. Elllerinde döviz bulunan kişi ve kuruluşlar bunları kendi Merkez Bankası'na teslim etmişlerdir. Dönüştürme talebini ise Merkez Bankası yapmaktadır. Ancak şimdiye kadar hiç bir ülke bu yola başvurmamıştır. Kuruluş

Anlaşması'nın. 14. maddesinde ödemeler yapısı itibariyle madde 8'de belirtilen yükümlülükleri yerine getirmesine imkân olmadığı haller dikkate alınarak, burada istisna tanınmaktadır. Üyeler 14. maddenin tanıdığı istisnai sınırlamaları devam ettirmek için her yıl IMF'ye danışmak zorundadır.

Türkiye, 1990 yılına kadar, döviz rejimindeki sınırlamalar ve ödemeler dengesi durumu sebebiyle yukarıda belirtilen 14. madde istisnasından faydalanmaktaydı. 11.08.1989 tarihli Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar ile döviz rejiminde geniş ölçüde serbesti getirilmiş, bu suretle Türk parasının konvertibiliteye geçmesi için gerekli olan yasal çerçeve büyük ölçüde sağlanmıştır.

Konvertibiliteye geçişin ve 8. madde uygulamalarının kabulünü gerektiren önemli bir diğer uygulama da bu kanunun 3. maddesine aykırı olan ithal teminat fonlarının Ocak 1990 itibariyle kaldırılmasıdır. Farklı kur uygulamalarına yol açarak uluslararası para sistemi açısından sakıncalı görülen bu uygulamanın kaldırılmasıyla, madde 8 üyeliği için gerekli adım atılmıştır.

Konvertibiliteye geçişin üçüncü adımı da İran, Pakistan ve Libya gibi ülkelerle olan ticareti saptırıcı etkisi sebebiyle konvertibilite kavramına aykırı düşen ikili ticaret ödeme anlaşmalarının kaldırılmasıdır. Türkiye böylece, IMF formel konvertibilesini kabul ederek bu durum için gerekli ortamı hazırlamış ve dış dünya ile bütünleşmek yönünde önemli bir adım atmıştır.

2. KUR RİSKİ VE KUR SİSTEMLERİ İLİŞKİSİ

2.1. SABİT KUR SİSTEMİ (Fixed Exchange Rate System)

Paraların, bir başka paraya yahut sepete bağlanmasına veya başka paralar karşısında değerinin değiştirilmemesine "Sabit Kur" diyoruz. Döviz kurlarının serbest piyasanın arz ve talep mekanizmasına bırakılmadığı bir sistemdir. Bu sistemde bir ülke parasının yabancı ülke paraları karşısındaki değeri hükümetçe (resmi organlarca) belirlenmektedir. Döviz kurlarının sabit tutulabilmesi ya da dalgalanmalarının belli sınırlar içinde tutulabilmesi için hükümetlerin (resmi organların) döviz piyasasına müdahale etmeleri gerekmektedir. Bu müdahale;

- a) Serbest piyasa mekanizmasını bozmadan,
- b) Serbest piyasanın kaldırılması ve yerine döviz kontrolünün konulması yolu ile olur.

2.1.1. Sabit Kur Sisteminin Özellikleri

Sabit kur sisteminin özelliklerini üç ana başlık altında özetleyebiliriz.

- a) Belirsizliğin Daha Az Olması:

Sabit kur sisteminin savunucularına göre bu sistem esnek kur sisteminde gözlenen ve uluslararası ticaret ve yatırım akımlarını ve uzmanlaşmayı tehlikeye sokan günlük dalgalanmaları ortadan kaldırır.

- b) İstikrar Sağlayıcı Spekülasyon :

Sabit döviz kurunu savunanlara göre spekülasyon sabit kur sistemine göre esnek kur sisteminden muhtemelen daha fazla istikrar bozucudur. Buna göre döviz kuru yükseldiği zaman, döviz kurunun daha da yükseleceği bekleyişi içinde spekülâtörler yabancı döviz satın alacaklardır. Tersine döviz kuru düştüğü zaman döviz kurunun daha da düşeceği bekleyişi içinde spekülâtörler yabancı döviz satacaklardır.

c) Fiyat Disiplini

Sabit kur sisteminin ülkeye empoze ettiği fiyat disiplini esnek kur sisteminde mevcut değildir (anchor argümanı). Bir diğer deyişle, dünyaya göre enflasyon oranı daha yüksek olan bir ülke büyük bir olasılıkla ödemeler bilançosunda sürekli açıklarla ve sabit kur sisteminde rezerv kaybıyla karşı karşıya kalacaktır. Açıklar ve rezerv kayıpları sonsuza dek sürmeyeceği için ülke aşırı enflasyon oranını frenleme ve böylece belli bir fiyat disiplini sağlamak gereğini duyacaktır. Ödemeler bilançosu dengesizliği en azından teorik açıdan otomatik olarak ve anında döviz kurundaki değişikliklerle düzeltilmesine rağmen esnek kur sisteminde böyle bir disiplin yoktur⁸.

2.1.2. Sabit Kur Sisteminin Sakıncaları

Sabit kur sisteminin sakıncalarını dört ana başlık altında özetleyebiliriz;

a) Dış denkleşme sorunu (adjustment problem):

⁸ PARASIZ, İlker, YILDIRIM, Kemal, a.g.k. s. 79-80.

Sabit kur sisteminde dış denge ile ilgili olarak ülkelere sağlanmış bulunan bir araç, döviz kuru değişmeleridir. Fakat kur değişmeleri en son başvurulacak bir önlemdir. Ülke önce milli gelir ve harcamaları değiştirerek, yani açık veren ülkelerde toplam harcamalar kısıp, fazla veren ülkelerde genişletilerek ödemeler bilançosu dengesini sağlamaya çalışacaktır. Ancak istihdam üzerinde yaratacağı etkiler toplam harcamaların istenen yönde değiştirilmesine olanak vermeyebilir.

Bundan başka sabit kur sistemleri, dış denkleşmenin yükünü açık veren ülkelerin sırtına yükler. Çünkü açık veren ülkeler dış rezervlerinin tükenmesi sorunu ile karşı karşıyadırlar. Fazla veren ülkelerde ise rezerv birikimini sınırlandıran böyle acil bir neden yoktur.

Sabit kur sistemlerinde açık veren bir ülkede hükümetin devalüasyon kararı alması bir anlamda uygulanan ekonomik ve mali politikalarının başarısızlığının kanıtı sayılır. O nedenle hükümetler son ana kadar devalüasyon kararı almaktan çekinir, bunun yerine dolaylı yöntemlerle ihracatı özendirmeye ve ithalatı caydırmaya çalışırlar. Bu da bürokratik engellerin yaygınlaşmasına ve piyasa mekanizmasından uzaklaşılmasına neden olabilir.

b) Likidite Sorunu:

Sabit kur sistemlerinde dış açık veren ülkeler geçici olması durumunda, bu açıkları finanse ederler. Diğer bir deyişle geçici dış açıklar sonucu ulusal para döviz piyasasında değer kaybetmeye başlayınca Merkez Bankası piyasaya döviz arz ederek bu düşüşü önlemeye çalışır. Bunun için de Merkez Bankası'nın herşeyden önce yeterli miktarda dövize sahip olması gerekir.

c) Güven Sorunu:

Sabit kur sistemlerinde spekülörler bir hükümetin sabit pariteyi sürdürmesinden kuşku duyunca derhal o paradan kaçıp sağlam paralara yönelirler. Bu da söz konusu para üzerindeki baskıların büsbütün artırarak olası bir devalüasyonun kaçınılmaz duruma getirebilir.

d) Emisyon Kazançları Sorunu:

Sabit kur sistemlerinden bir büyük yabancı ülke parasının uluslararası rezerv aracı olarak tutulması emisyon kazançları (seignorage) sorunu doğurur.

“Seignorage” aslında geçmişteki altın para standardına özgü bir kavramdır. Altının paralık değeri ile, üretimi için yapılan masraflar arasındaki farkı temsil eder. Bu fark krala veya hükümdara gittiği için buna “seignorage” kazancı denmiştir. Bugünkü sistemlerde örneğin ABD dolarının bir ödeme ve rezerv aracı olarak kullanılması da benzer bir kazanç doğurur. Çünkü ABD, baskı maliyeti sıfıra yakın olan dolarlarla ithalatını finanse etmekte, dolayısıyla ithalatının değeri ölçüsünde emisyon kazancından yararlanmaktadır. Oysa söz gelimi Türkiye'nin dolar rezervlerini artırabilmesi için mal veya hizmet ihraç etmesi ya da başka bir reel maliyete katlanması gerekir⁹.

Kısacası emisyon kazançlarından yalnızca parası dış ödemelerde kullanılan ya da rezerv olarak tutulan ülkeler yararlanırlar.

2.1.3. Serbest Piyasa Şartları Altında:

Serbest piyasa şartları altında döviz kurlarının istikrarı para otoritelerinin döviz piyasasına alıcı ve satıcı olarak müdahale etmeleri suretiyle sağlanır. Para otoritelerinin böyle bir müdahalede bulunabilmeleri ancak yeterli miktarda milli para ve döviz stokunun olması ile mümkün olabilmektedir. Örneğin döviz kurları yükselmeye başladığında para otoriteleri sabit bir kurdan piyasaya döviz satmaya başlar veya döviz kurları düşmeye başladığında piyasadan sabit kur üzerinden döviz almaya başlayarak piyasaya müdahalede bulunur. Piyasaya bu şekilde müdahale edilmekle istikrar sağlanmaya çalışılsa da uygulamada kurun bir miktar oynamasına müsaade edilir. Ancak bu şekilde alış ve satışlarla kambiyo istikrarını sağlayabilmek için ödemeler dengesinin devamlı olarak açık vermemesi gereklidir. Aksi halde döviz stoku ne kadar büyük olursa olsun bir süre sonra bunlar tükenecek ve müdahaleye imkan kalmayacaktır.

2.1.4. Döviz Kontrolü (Kambiyo Denetimi):

Bu sistemde ise döviz fiyatları hükümet yetkilileri tarafından belirlenerek tüm döviz gelir ve giderleri devletin denetimi altına girer. Döviz kontrolü esas olarak döviz kazançlarının belli bir fonda toplanması ve döviz tahsislerinin de gene bu fondan hükümetin kararlarına göre yapılması demektir. Bu sistemde herkes kazandığı dövizleri belli bir süre içinde, hükümetin yetkili kıldığı banka ya da bankalara satmak zorundadır. Döviz satışları da hükümetin müsaadesine bağlıdır.

⁹ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 13-14.

Döviz kontrolünün en karışık biçimi katlı-kur sisteminin uygulandığı biçimdir. Bu sistemde ulusal paranın diğer yabancı paralara göre değeri ödemeler bilançosunun değişik kalemlerine göre farklı olarak belirlenir. Birden fazla döviz kurunun söz konusu olduğu katlı-kur sisteminde, örneğin turistik harcamalar için farklı, sermaye transferlerine farklı, sanayi ürünleri ihracatına farklı, işçi dövizlerine farklı kur uygulanabilir.

Sabit kur sisteminde uzun süre sabit tutulan döviz kurları herhangi bir devalüasyon veya revaluasyonda büyük ölçüde değişim gösterirler (1946 ve 1970 yıllarında Türkiye'de yapılan devalüasyon). Böyle durumlarda kurlar resmi organlarca gizlice belirlendiği için kur riskini tahmin etmek güçtür ve dolayısıyla büyük zararlara uğramak her zaman için ihtimal dahilindedir. Bu sistem Avrupa'da 1930-1953 yılları arası uygulanmış ve 1958 'de son bulmuş; Türkiye'de ise 1929 - 1980 arası uygulanmıştır¹⁰.

2.2. AYARLANABİLİR SABİT KUR SİSTEMİ (Adjustable Exchange System)

1944 yılında ABD'nin Bretton-Woods Kasabasında imzalanan anlaşmayla devreye giren altın kambiyo sistemine "Bretton-Woods Sistemi" denilmektedir. Buna göre ABD dolarının değeri altına bağlanmış ve 1 Ons altın 35 dolar olarak belirlenmiştir. Anlaşma ile doların konvertibl para olarak ve diğer paralara karşı tam bir dönüşümü olduğu kabul edilmiştir. Yani dolar anahtar para niteliği kazanmıştır.

¹⁰ YILDIZ, Rifat. "Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması". TİBAS., Kültür Yayınları, No:23, Ankara

Bretton-Woods ile ayarlanabilir sabit kur sistemi devreye girmiştir. Bu sistemde uluslararası para fonunun bütün üyeleri paralarının değerini ABD doları cinsinden tanımlayacaklardır. Ulusal paraların resmi dolar karşılıkları, ya da dolar paritesi yukarı ve aşağı (artı ve eksi) olmak üzere %1'lik bir marj içinde dalgalanabilir.

Kur riski açısından bu sistemin avantajı alt ve üst noktalar içinde ortaya çıkabilecek muhtemel değişikliklerin tahmin edilebilmesidir. Bu marjların dışına çıkılması durumunda ilgili ülkenin para otoritesi kambiyo piyasasına müdahale ederek belirtilen marjlar içinde kalınmasını sağlayacaktır. Eğer sık sık müdahale noktasına geliniyorsa devalüasyon ve revalüasyon tedbirlerine başvurulması gerekmektedir. Ayarlanabilir sabit kur sisteminde döviz kurlarının alt ve üst sınırlara gelmesi parite değişikliğine neden olacaktır. Devalüasyon ve revalüasyon durumlarında bu sistemde de döviz kuru riskinin varlığı söz konusudur. Özellikle bu riskin orta ve uzun vadede önemli olduğu kısa vadede ise kurların alt ve üst sınırlarının varlığı riski azaltmaktadır.

2.3. DALGALI DÖVİZ KURU SİSTEMİ (Fluctuating Exchange Rate System)

Ülke parasının değeri serbest piyasada döviz arz ve talebine göre belirlenmektedir. Bu sistemde döviz kuru günlük olarak herhangi bir kamu müdahalesi olmaksızın serbest döviz piyasalarında arz ve talebe göre belirlenir. Döviz piyasasında denge ve ödemeler bilançosu düzeltmeleri döviz kurundaki değişmelerle gerçekleştirilir. Ekonomi belli bir denge halindeyken döviz kurunun yükseltilmesi ulusal paranın yabancı paralar cinsinden değer kaybı anlamına

geleceğinden. ithal malların ülke içi fiyatları yükselir; ihracat teşvik edilmiş olur. Döviz kurunun düşmesi halinde ise ithal mallarının ülke içi fiyatları düşer; ihracat azalır. Böylelikle ekonominin dengesi, arz ve talep şartlarına göre her zaman değişebilir. döviz kurları ile sağlanır.

Dalgalı döviz kuru sistemini ikiye ayırmak mümkündür. Bunlardan birincisi hiç kamu müdahalesinin olmadığı biçimdir. Buna “serbest dalgalanma” adı verilir. İkincisi ise “gözetimli dalgalanma”dır. Gözetimli dalgalanmada gözetimin amacına göre uygulamaya iki ad verilir. Buna göre gözetim kısa süreli yapılıyorsa “temiz dalgalanma”, ülkenin uluslararası ticaretteki konumunu iyileştirmek amacıyla yapılıyorsa “kirli dalgalanma” (dirty float) söz konusudur.

Ancak dünyadaki uygulamalar gözönüne alındığında tam anlamıyla esnek kur sistemi uygulanmamış ve para otoritelerinin piyasaya müdahalesi devam etmiştir. Ayarlanabilir sabit kur sistemi ile karşılaştıracak olursak bu sistemde para otoritelerinin piyasaya müdahalesinde herhangi bir resmi ölçü bulunmamaktadır, oysaki ayarlanabilir sabit kur sisteminde para otoritelerinin döviz piyasalarına müdahalesi kurların alt ve üst sınırlarına ulaşması halinde gerçekleşmektedir.

Dalgalı döviz kuru sisteminde müdahalelerin özellikle para otoriteleri arasındaki döviz arz ve talep durumlarına göre gizli kararlar ile yapılması büyük zararlara sebep olabilecek kur dalgalanmaları meydana getirebileceği için bu sistemde kur riski de artmaktadır.

Kur riski; Uluslararası firmaları, bankaları, portföy yatırımcılarını ilgilendirir. Bu günkü yarı dalgalanan yarı sabit kur sisteminde uluslararası firmalar, bankalar ve

bireysel yatırımcılar gerçekte veya kağıt üzerinde kur değişmelerine bağlı olarak büyük ölçüde gelir oynamalarına tanık olmaktadır.

2.3.1. Değişken Kur Sistemini Savunan Görüşler

Değişken kur sistemini savunan görüşler temelde piyasa mekanizmasının yaralarına işaret etmekte olup piyasa çözümlerinin daima hükümet kararlarından üstün olduğunu belirtirler.

a) *Ulusal Paranın Gerçek Değeri:* Hükümetlerin belirledikleri kurlar çoğunlukla ulusal parayı aşırı değerlendirir. Oysa değişken kur sistemlerinde kurlar gerçek denge değerini bulur. Bu da uluslararası ekonomide optimum kaynak dağılımının sağlanmasına yardımcı olur.

b) *Dış Denge:* Bu sistemlerde bir döviz talebi fazlası kurlarda yükselmeye, bir arz fazlası da kurlarda düşmeye yol açarak dengesizliği otomatik biçimde giderici sonuç doğurur. Serbest değişken kur sistemindeki bu otomatik denkleştirme mekanizmasına karşılık sabit kur sistemlerinde dış denkleştirme hükümet kararlarına bağlıdır.

c) *Dış Rezerv İhtiyacı:* Sabit kur sistemlerinde kur istikrarını sağlamak için döviz rezervlerine gerek vardır. Oysa bu sistemde dış denge kendiliğinden sağlandığından dış rezerve de gerek kalmaz.

d) *İç Ekonomik Politikalar:* Serbest değişken kur sistemleri otomatik kur değişimleri yolu ile dış denge sorununu çözümlerler. O bakımdan hükümetler dış

dengenin bozulma endişesi olmadan maliye ve para politikaları ile iç ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesine çalışabilirler.

e) *Dış Şoklar*: Yurt dışından kaynaklanan bir enflasyon veya deflasyon karşısında, kurlar derhal gerekli uyumu sağlayıp ekonomiyi bu kontrol dışı faktörlerin etkisinden korurlar. Sabit kur sistemlerinde dış şokların ülkeyi etkilemesi daha kolay olur.

f) *Kurlarda Ufak Değişmeler*: Dalgalı kur sistemlerinde kurlar arz ve talebe göre her an ufak uyumlar yaptığı için sabit kur sistemlerinde olduğu gibi, uzun süreler sonunda yapılacak büyük oranlı bir kur değişikliğine gerek kalmaz. Böylece ekonomi büyük kur ayarlamalarının şokundan kurtulmuş olur.

g) *Bürokrasiye Gerek Olmaması*: Değişken kur sistemi fiyat mekanizmasına dayalı, basit ve uygulaması kolay bir sistemdir. Kurlarla ilgili olarak hükümetin karar almasına ve denetimde bulunmasına gerek yoktur. Dolayısıyla sistem bürokrasiyi önlemektedir¹¹.

2.3.2. Serbest Değişken Kur Sistemine Karşı Görüşler

Serbest değişken kur sistemleri özellikle uygulayıcı çevrelerin eleştirilerine uğramıştır.

a) *Dış Ticaret ve Mali Akımları Caydırma*: Sürekli değişen kurlar uluslararası ekonomik belirsizlik doğurarak riskleri artırmakta bu da uluslararası ticari ve mali akımları engelleyici etki yapar. Gerçi kur riskine karşı vadeli piyasalarda korunma

olanağı vardır. Ama bu önemli bir maliyeti gerektirir. Ayrıca bazı ülkelerde bu piyasalar henüz kurulmamıştır.

b) Yurt İçi Enflasyonu Artırma: Değişken kur sistemleri enflasyonu hızlandırır. Çünkü kurlar yükselince hammadde ve gıda maddelerinin fiyatı yükselir. Bu da ücretleri ve sanayide maliyetleri artırır. Oysa kurlar düşünce ücretlerde ve öteki girdilerde bir düşme olmaz. Dolayısıyla döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkisi tek yönlüdür; bu da artış doğrultusundadır (ratchet effect).

c) Esnekliklerin Düşük Olması: Döviz kurlarındaki ufak bir değişimin dış dengeyi sağlayabilmesi için döviz arz ve talep esnekliklerinin yüksek olması gerekir. Bu esnekliklerin değerinin yüksek olmadığı durumlarda belirli bir dış dengesizliği giderebilmek üzere çok büyük kur değişmelerine gerek vardır.

d) İstikrar bozucu Spekülasyon: Sabit kur sistemini savunanlar değişken kur sisteminin istikrar bozucu spekülasyona yol açacağını, bunun da kurlardaki istikrarsızlığı hızlandıracağını belirtirler. Karşı görüşte olanlar ise, bu sistemde spekülatörün davranışlarının istikrar bozucu değil istikrar sağlayıcı olacağını belirtir ve serbest değişken kur sisteminde spekülasyonun hiç bir zaman sabit kur sistemindeki kadar risksiz olmadığına işaret ederler.

Bu tartışmalardan kesin bir sonuca ulaşmak güçtür. Ancak, 1973'den sonraki dönemde 1960'lardaki gibi büyük mali istikrarsızlıkların yaşanmamış olması bu sistemin sakıncalarının sanıldığı kadar büyük olmadığına bir kanıt olarak öne

¹¹ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 15-16.

sür÷lmektedir. Bununla birlikte, üstünlükleri ne olursa olsun sınır tanımayan bir değişken kur sistemi hükümet ve iş çevrelerinde pek az destek görür. O yüzden uygulamada değişken kur sistemini düzenlemek için çeşitli sistemler ortaya atılmıştır. Aslında bu sistemler sabit kur sistemi ile değişken kur sistemleri arasında bir uzlaşma niteliğindedir. Çünkü, her iki sistemin bazı üstün yönlerinin alınmasından oluşturulmuşlardır¹².



¹² SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 16-17.

Bölüm II

3. KUR RİSKİNİN FARKLI AÇILARDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Uluslararası ticari ve mali işlemlerle uğraşan firmalar daima kur değişmelerinin etkisi altında bulunurlar. O yüzden de bir kur riski ile karşı karşıyadırlar.

Kur etkisine açık olma (foreign exchange exposure) ile kur riski (foreign exchange risk) birbiri ile ilişkili kavramlar olmakla birlikte, farklı anlamlara gelirler. Öncelikle bu anlam farklılığına açıklık getirmek gerekir.

Bir işletmenin her türlü faaliyeti döviz kurlarındaki değişmelerin dolaysız etkisi altında değildir. Örneğin iç piyasaya yapılan satışlar ulusal para cinsinden borçlanmalar bu türden sayılır. Oysa diğer bir grup faaliyetler vardır ki bunlar kurlardaki değişmelerden doğrudan doğruya etkilenirler. İhracat, ithalat, döviz cinsinden borç ve alacaklar da bu gruba örnek gösterilebilir.

Kur riski ise, döviz kurlarında beklenmedik bir değişimin işletmenin gelir ve giderlerinde ya da genel olarak nakit akımlarında yol açtığı değişiklikler olarak tanımlanır. Diğer bir deyişle risk kur etkisine açık olan mali değerlerdeki değişmeleri ifade eder.

Döviz cinsinden ticari ve mali faaliyette bulunan firmalar birinci derecede kur etkisine açıktırlar. Bununla birlikte, tüm faaliyetlerin iç piyasaya yönelik olsa bile ithal mallarının rekabeti ile karşılaşan firmalarda kur etkisinin dışında kalamazlar.

İç piyasa için üretim yapan bir ayakkabı firmasını ele alalım. Malını iç piyasada pazarlamakta ve girdilerini yine buradan sağlamaktadır. Ayrıca söz konusu piyasada ithal malı ayakkabı satışı yapılmakta olsun. Bu koşullar altında, döviz kurları değıştikçe yerli üretici firmanın nakit akımları da değışir. Diyelim ki ulusal para rakip firmaların parası karşısında değer kazanmış olsun. Bu durumda, fiyatları düşeceği için bir kısım müşteriler yabancı ayakkabılara kayacaklardır. Bu da yerli firmanın satışlarının ve dolayısıyla nakit girişlerinin azalması demektir. Özetle, sanıldığıının tersine piyasanın çok geniş bir kesimi kur değışmelerinin etkisine açık bir durumdadır.

Kur etkisi ile kur riski arasındaki farklılık konusunda vurgulanması gereken bir nokta da şudur. Kur riskinin ancak kur etkisi altındaki firmalar için söz konusu olacağı doğrudur. Fakat döviz kurlarındaki her değışme de bir kur riskine yol açmaz. Kur riski ancak döviz kurlarında öngörülmeven değışmeler karşısında söz konusudur. Çünkü, eğer kur değışmeleri önceden tam olarak tahmin edilebiliyorsa piyasa kendiliğinden gerekli uyumları sağlayacak, dolayısıyla bunun nakit akımlarında doğuracağı etkiler sürpriz olmayacaktır¹³.

Kur riski, başka bir deyişle döviz kurlarında gelecekte ortaya çıkacak değışmelerle sermaye kaybetme riski, paraların dalgalanmaya bırakılması ve aynı

zamanda uluslararası ticari ve mali faaliyetlerin genişlemesi ile büyük bir artış göstermiştir. Bir karar birimi, döviz pozisyonu açık olduğu zaman başka bir değişle döviz cinsinden alacak ve borçlarının bakiyesi sıfır değilse kur riski ile karşı karşıyadır. Eğer döviz alacakları döviz borçlarının üzerindeyse bu karar biriminin uzun ya da alacaklı döviz pozisyonuna sahip olduğu söylenebilir.

Bir firmanın dolar cinsinden varlıkları, dolar borçlarını aşıyorsa, doların değer kazanması halinde bundan kazançlı çıkacaktır. Tabiki bu kazanç reel olmasa da muhasebe kayıtları açısından bir kazanç sözkonusu olacaktır; doların değerinin düşmesi halinde de bir zararın sözkonusu olacağı muhakkaktır. Döviz borçları döviz alacaklarından fazla ise kısa veya borçlu döviz pozisyonundan sözedilebilir. Ancak sonuçta döviz pozisyonu ister uzun isterse kısa olsun firmalar hep bir kur riski ile karşı karşıyadır. Öte yandan döviz alacakları ve borçları eşit ise döviz pozisyonunun kapalı olduğu söylenir. Bu durumda bir kur riski mevcut olamaz.

3.1. ULUSLARARASI TİCARETTE KUR RİSKİ

Toplumların gelişme süreci boyunca ülkeler arasında kurulan iş bölümü dünya ülkelerini ekonomik bakımdan birbirine bağlar ve karşılıklı olarak birbirlerine muhtaç duruma getirir. Bu gün hiç bir ülkenin öteki ülkelerle ticaret yapmadan tek başına ekonomik yaşamını sürdürmesine imkan yoktur. Dış ticarete mal ve hizmetlerin ülkeler arasında dolaşımı bazı sınırlara bağlıdır. Bu mal ve hizmetlerin

¹³ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 136-137.

fiyatı da dövizle tespit edilir.¹⁴ Döviz işlemlerinin uygulanmak zorunluluğu nedeni ile dış ticaret ilişkilerinde kur riski her zaman karşılaşılan bir problemdir. Kur riskinin doğması döviz pozisyonunun açık olmasından kaynaklanmaktadır. Fiilen kur riskinin meydana gelme sebebi ise döviz alacak ve borçlarının yabancı para, vade ve tutar bazında birbirine eşitlenememesinden doğmaktadır.

İhracatçı ve ithalatçı açısından açık pozisyonların doğurduğu kur riskini bir örnekle önlemeye çalışalım; bir Alman ihracatçının üç ay sonra ödenmek üzere 200.000 \$ değerinde bir satış anlaşması yaptığını, ihracat anlaşmasının yapıldığı gün Dolar/Mark spot kurunun $1\$ = 2 \text{ DM}$, ödemenin gerçekleştiği gün spot kurunun 1.80 DM'a düştüğünü yani bir doların mark karşısında 0.20 mark ucuzladığını varsayalım Bu durumda ihracatçı sözkonusu ihracat sonucunda satış anlaşmasının yapıldığı günkü cari kurlar bazında elde edeceği gelire kıyasla 40.000 mark zarar yüklenmiş olacaktır. Eğer aynı ihracat alacağında dolar %10 değer kazanmış olsaydı ($1\$ = 2.20 \text{ DM}$), O durumda ihracatçı 40.000 mark kur karı elde etmiş bulunacaktır. Aynı döviz kuru döviz kuru değişimleri varsayımı ile 200.000 dolar değerinde üç ay sonra ödenmek üzere mal ithal eden bir Alman ithalatçı için,İhracatçıya kıyasla tersi bir durum meydana gelecek ve dolar kurunun %10 oranında düşmesi halinde 40.000 mark ucuza ithalat gerçekleştirilmiş, %10 oranında artması durumunda da 40.000 mark fazla ödeyerek kur zararı yüklenmiş olacaktır.¹⁵

¹⁴ AREN, Sadun. "100 Soruda Para ve Para Politikası" Gerçek Yayınevi, Kasım-1994, s. 85

¹⁵ YILDIZ, Rifat, a.g.k., s.21-22.

3.2. BANKA SEKTÖRÜNDE KUR RİSKİ

Ticari bankalar uluslararası ekonomik işlemlerde birinci derecede rol oynarlar. Uluslararası ticareti finanse eder ve borçlara karşı güvence verirler. Çeşitli ülkelerdeki firmalara ve hükümet kuruluşlarına kredi sağlarlar. Döviz işlemlerini yürütmek için farklı yabancı paralar cinsinden fonlar bulundururlar. Uluslararası bankacılık hizmetleri çerçevesinde ayrıca işlemlerini sabit kurlara bağlamak isteyen şirketlere de vadeli sözleşme olanağı sunarlar.

Özetle bankaların uluslararası bankacılık çerçevesinde sağladıkları hizmetler aşağıdaki gibi belirtilebilir:

- İhracat ve ithalatın finansmanı (geleneksel uluslararası bankacılık faaliyeti),
- Anında ve vadeli döviz işlemleri ve para opsiyonu ticareti yapmak,
- Yerel para ile yabancılardan mevduat kabul etme ve yabancılara kredi açma,
- Yabancı para ile mevduat açma ve kredi verme (euro para piyasası işlemleri),
- Uluslararası kredi sendikasyonları düzenlemek veya mevcut sendikasyonlara ödünç verici olarak katılmak,
- Euro tahvil ve yabancı tahvil yükleniminde bulunmak (underwriting), orta ve uzun vadeli kredi sağlamak,

- Yabancı proje finansmanına katılma,
- Müşterilerine (çok uluslu şirketler dahil) mali konularda bilgi ve nakit yönetimi hizmetleri sunmak
- Yabancı bir ülkede yerel banka olarak kredi-mevduat işlemleri yapmak ve tüm bankacılık hizmetlerinde bulunmak.

Uluslararası bankacılık hizmeti veren bankaların bir kısmı zaten çokuluslu işletme durumundadır. Ancak, uluslararası bankacılık hizmeti verebilmek için bankanın doğrudan doğruya yabancı ülkelerde tesis kurmuş olması da gerekmez. Kendi ülkesindeki merkezinden de bu hizmetleri sağlayabilir¹⁶.

Bankacılığa dayalı uluslararası finansal faaliyetler değişik işlem tipleri dikkate alınarak açıklanabilir. Birincisi bankanın ülke dışındaki vatandaşlarıyla yaptığı, kendi paraları cinsinden belirlenmiş finansal işlemlerdir. Örneğin bu işlemler, ülkeleri dışındaki Amerikan vatandaşlarının Amerikan bankalarındaki dolar mevduatlarından veya dolar kredilerinden kaynaklanabilir. İkincisi bankanın ülke dışındaki vatandaşlarıyla yaptığı, yabancı para cinsinden belirlenmiş finansal işlemlerdir. Bu işlemler, değişik finansal merkezlerdeki bankaların ülke dışındaki vatandaşlarıyla yaptığı değişik para birimleri ile belirlenmiş mevduat veya kredi işlemleridir. Sonuncusu ise bankanın ülkesindeki vatandaşlarıyla yaptığı yabancı para cinsinden belirlenmiş finansal işlemlerle ilgilidir. Örneğin bu işlemler, Kanada

¹⁶ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 316-317.

vatandaşlarının Kanada bankalarındaki Amerikan dolarına göre belirlenmiş mevduat veya kredi işlemlerinden doğmaktadır¹⁷.

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. Demek ki kambiyo piyasası her şeyden önce bir bankalar arası piyasadır. Bankaların, müşterileriyle tek tek yaptıkları işlemlerle ilgili piyasa perakendeci piyasa olarak adlandırılır¹⁸. Bankalar uluslararası ödemelerin gerçekleştirilmesinde yani farklı ülkelerdeki fonların transferlerini gerçekleştirmede rol üstlenirler. Bu transferler bankaların kambiyo piyasalarında işlem yapmalarını gerektirmektedir. Yurt dışındaki muhabir bankalarda bulunan hesapları sayesinde bankalar aralarında döviz alım-satımı yaparlar ve bu dövizler, herhangi bir şekilde fonların fiziki hareketi ile değil bankalararası transferler ile tedavül eder.

Bankalar, vadeli döviz teslimi veya akımı taahhüdünde buldukları zaman müşterilerinin kur risklerini de üstlenmiş olurlar. İlke olarak, bankalar döviz pozisyonunda kalmazlar. Bazı ülkelerde bankacılık yasaları spekülasyon bir şekilde kur pozisyonu almayı yasaklar.

¹⁷ EKREN, Nazım, “ Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği”, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 282 Ankara, s. 110

¹⁸ PLIHON, Dominique, “Döviz Kurları”, BOLAK Mehmet, LEVENT Haluk, TOKDEMİR Ertuğrul, İletişim Yayınları, s. 11-12.

Kredi sunmada veya fon kullanmada kullanılan para birimleri aynı olmadığından bankalar açısından kur riski ortaya çıkmaktadır. Bankalar farklı zamanlarda döviz piyasasında alım ve satım yapacağından döviz kurlarındaki değişme ihtimali işlemlerin yönünü ve şeklini etkilemektedir. Kullanılan para birimlerinin farklı oluşu ve uluslararası kredinin belirlendiği para biriminde de dalgalanma söz konusu olduğu için kur riski ortaya çıkmaktadır. İthalatçılar ve ihracatçılar kur riskinden korunmak amacıyla alacakları veya borçlarının vadesine uygun olarak bankalardan döviz kredisi almaktadırlar. Bankalar açısından bir taraftan vadesiz döviz pozisyonları azalırken, diğer taraftan vadeli döviz pozisyonları artacağından ihracatçıya ve ithalatçıya verilecek döviz kredileri aynı etkiyi sağlayacaktır. Böylece banka müşterilerine sağladığı döviz kredisi sonucu, vadesiz pozisyonlarda eksi, vadeli pozisyonlarda artı pozisyon açıkları oluşacaktır, yani kur riski ile karşılaşacaktır.

3.3. İŞLETMELERİN SERMAYE HAREKETLERİNDE KUR RİSKİ

Uluslararası sermaye hareketlerinde döviz bazındaki alacak ve borçlar ihracat ve ithalat alacak ve borçlarına benzer şekilde kur riski taşırlar. Yurtdışında faiz hadlerinin yüksek olması veya ülke parasının devalüe edilme ihtimalinin belirmesi, ülkeden önemli ölçüde kısa vadeli sermaye çıkışına yol açar. Böylece ülkenin ödemeler bilançosu açıkları büyür ve milli paranın dış değerinde düşmeler olur.

Ülkeden büyük ölçüde sermaye çıkışı olursa, geçici olarak döviz kontrolüne başvurulur.¹⁹

Sermaye hareketlerine çeşitli örnekler verebiliriz. Kısa süreli yatırım fonunu yurt içinde ve yurt dışında kullanabilme alternatiflerine sahip bir yatırımcıyı ele aldığımızda, yurt dışı faiz oranının (döviz cinsinden) yurt içi faiz oranından daha yüksek olması durumunda (Örneğin %5) yatırımcı fonlarını yabancı menkul değerlere yatırarak faiz oranı farkı kadar kâr elde etmek isteyecektir. Ancak yatırımcı bu yatırım süresinde yabancı parayı tekrar milli paraya çevirmek istediğinde milli paranın değer kazanması durumunda kur zararına uğrayabileceğini de düşünmelidir. Çünkü bu durumda yatırımcının % 5'lik faiz karı azalacak, kur değişim oranının % 5'lik kur farkının üzerinde olması durumunda yatırımcının teşebbüsü zararlı sonuçlanacaktır. Döviz bazında yapılan yatırımlarda, ilgili dövizin milli paraya karşı yatırım süresi sonuna kadar değer kaybetmesiyle kur riski ortaya çıkacağından korunma araçlarının kullanılması gerekmektedir.

Diğer bir örnekte; döviz bazında alınmış, düşük faizli kredi borçlarını ele alırsak, borçlunun borçlandığı andaki ilgili dövizin milli para değeri ile kredinin ödendiği andaki değerini gözönünde bulundurması gerekir. Kredi süresi sonunda döviz kurunun yükselme ihtimali hesaplanacak olursa, bu durumda kur riskine karşı korunma araçlarını kullanmak gerekir.²⁰

¹⁹ KARLUK S. Rıdvan, "Uluslararası Ekonomi Teori Politika Sistem Kurumlar", Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, s.337.

²⁰ YILDIZ. Rıfat, a.g.k., s. 31-32.

3.4. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER AÇISINDAN KUR RİSKİ

Çok uluslu şirketler:yabancı ülkelerde gerçekleştirdikleri üretimi, o ülkelerden elde ettikleri karları ile yine aynı yerlerde çalıştırdıkları personel sayısı bir bütün olarak, gerçekleşen toplam üretim, toplam karlar ve çalıştırılan toplam personel içinde önemli bir yer tutan şirketlerdir. Bu tür şirketlerde; şirketin sermaye payları ve üretim faaliyetleri birden çok ülkeye dağılmıştır. Ana şirket, sistemin amaçları ve faaliyetlerinin kontrolünü sağlar, karar alma merkezi olarak faaliyet gösterir. Ana şirkete bağımlı bağlı şirketler çeşitli ülkelerde bulunmakta, üretim ve pazarlama fonksiyonlarını birarada gerçekleştirebilmektedir.

Bir çok ülkede faaliyet gösteren çok uluslu şirketler temelde şu iki politikayı güderler. Bunlardan birincisi; bir ülkede üretilen malların ana şirketin bağlı olduğu ülkeye veya diğer ülkelere ihracı. İkincisi ise; üretimde kullanılacak girdilerin ana şirketten veya diğer bağlı şirketlerden ithali politikasıdır. Şirketin çok uluslu olma niteliği arttıkça yani farklı ülkelerdeki bağlı şirket sayısı arttıkça bağlı şirketler arasında dış ticaret şirketlerine ve ana şirketten bağlı şirketlere yapılan ihracat miktarı da artacaktır. Dolayısıyla ana şirket ve diğer ülkelerde faaliyet gösteren bağlı şirketler arasında döviz transferleri sözkonusu olacak ve bunun sonucunda çok uluslu şirketler açısından kur riski doğuracaktır.

3.4.1. Muhasebe Riskleri

Hemen hemen bütün ülkelerde 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 bir takım yanlışlıklara düşme ya da şüpheli sonuçlara ulaşma riski ile karşı karşıya kalabilirler. Diğer bir ifade ile ana şirketin ülke parası cinsinden gösterilen varlıkları, yükümlülükleri, gelirleri, harcamaları ile yabancı ülkelerdeki bağlı şirketlerin yabancı para cinsinden olan hesaplarının konsolidasyonun da ana şirketin bilançosu için esas aldığı para birimine çevirme esnasında kur riski ortaya çıkar. Farklı ülkelerde faaliyet gösteren bağlı şirketlerin, her bir muhasebe kalemi ilgili ülke parası ile ana şirket parası arasındaki cari kur üzerinden işleme tabi tutulmaktadır. Böylece ana şirketin bulunduğu ülke parasının bağlı şirketin bulunduğu ülke parası karşısında değer kazanması sonucu “Muhasebe kur zararı” tersi durumda da “Muhasebe kur karı” ortaya çıkacaktır.

3.4.2. İşlem Riskleri

İşlem döviz pozisyonu farklı paralarla yapılan ticari ve mali işlemlerden doğar. Uluslararası alanda faaliyet gösteren şirketler için söz konusu olan bir risktir. Döviz kuru değişikliklerinden kaynaklanan veya şirket bilançosunun değerlendirildiği para cinsi dışındaki paralar üzerinden yaptığı işlemler neticesinde oluşan nakit kaybıdır. İşlem riski yabancı paralar üzerinden yapılan kredili satış ve alışlar, borç alınan verilen fonlar, yabancı para cinsinden gelecekte sonuçlanacak anlaşmalar vb. durumlarda ortaya çıkmaktadır.

İşlem riskleri karşısında çok uluslu şirketler dinamik bir kur yönetimi tarzı uygulamak durumundadırlar. Bu uygulama tarzı, firmanın ticari faaliyetlerine bağlı

ödemelerinin şartlarını, kur riskini ortadan kaldıracak ve hatta bazı durumlarda kazanç sağlayacak şekilde değiştirme tarzı olup farklı biçimlerde uygulanabilir.

Yabancı para bazındaki alacak veya borçlarda ortaya çıkabilecek -ki en çok rastlanan- işlem riskine örnek verecek olursak; İngiltere'den Amerika'ya 40 gün vadeyle mal ihraç eden ve karşılığında 500.000 \$ elde etmeyi bekleyen bir İngiliz firmasının bu işlemi gerçekleştirdiği dönemde 1 £ = 1.26 \$ olduğunu varsayalım. Bu durumda firma 500.000 \$'a karşılık 396.825 £ tahsil edecektir. 1 £ = 1.40 \$ olduğu durumda İngiltere'deki ihracatçı 357.143 £ tahsil edecektir. İkinci durumda ihracatçı (396.825-357.143=39.682) 39.682 £ eksik tahsilat yapacaktır. 1 £ = 1.1 \$ olduğu durumda ise satıcı 454.545 £ elde edecektir. Kurlardaki değişimin kâr-zarar üzerindeki etkisi işlem riskini ortaya koymaktadır.

Ana şirket ve bağlı şirketler arasındaki işlemler neticesinde döviz transferleri sözkonusu olacaktır ve sonuçta tüm bu işlemler ana şirket kayıtlarına yansıtılacaktır. Bir bağlı şirketin aynı döviz bazında negatif açık pozisyonu ile diğer bağlı şirketin pozitif açık pozisyonu ana şirket kayıtlarında birbirlerini telafi etmek suretiyle eşitlenecektir. Fakat sözkonusu açık bağlı şirket için kur riski taşıyacaktır. Yine iki bağlı şirketin birbirleriyle kredi alışverişinde bulunmaları ve kur değişmeleri neticesinde birinin zarar ve diğerinin kâr etmesi ana şirket hesaplarında denkleşmiş gibi görölse de kur değişikliğinden zarar eden bağlı şirket zararını vergi matrahından düşebileceğinden zarar eden bağlı şirketin vergi sonrası gelirinin artması sonucunda ana şirketin yıl sonu hesaplarının etkileneceği gözönünde tutulmalıdır. Çok uluslu şirketlerin kendileri dışındaki kuruluşlarla yapacağı mali ve ticari ilişkilerinde kur

riski taşıyacağı muhakkaktır. Bu nedenle çok uluslu şirketler kur riskinden korunmak için gerekli teknik ve araçlardan faydalanmak durumundadırlar.

3.4.3. Ekonomik Risk

Ekonomik risk bir şirketin belirli paralara ve parasal çevrelere olan taahhütleri neticesinde ortaya çıkmaktadır.

Döviz kuru dalgalanmaları piyasalarda mal ve hizmetlerin fiyatlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Örneğin; bir ihracatçı sözleşmeyi ithalatçının ülke parası cinsinden fatura edilmek üzere yapmışsa ihracatçı ulusal para cinsinden gelecekteki bu alacağının ne kadar olacağını bilemez, sadece tahmin edebilir. Ters bir durumda ise ithalatçı ödeme gününde ne kadar ödeyeceğini bilemez. Bu ikinci durumda risk ithalatçıya yüklenmiş gibi görünür. Tek bir satış için yukarıdakiler doğrudur ancak, ihracatçının malını pazarlayabileceği piyasa tek ise ihracat yaptığı ülkenin parasının devalüe edilmesi veya ülke parasının revalue edilmesi daha sonraki satışlarda dolaylı bir kur riski ile karşılaşmasına sebebiyet verecektir. Yine yalnızca iç piyasada üreten ve satan bir firma bile parası devalüe edilen diğer bir ülkenin satıcısının yoğun bir ithalat rekabeti yaratması durumunda fiyat dalgalanmalarından etkilenecek ve ekonomik risk ile mücadele etmek zorunda kalacaktır.

BÖLÜM III

4. KUR RİSKİNDEN KORUNMA TEKNİK VE ARAÇLARI

Döviz piyasaları kısa dönem için objektif göstergeler olduğundan, uzun dönemler için karar unsurunu içeren tekniklerin kullanılmasını gerektirir. Ancak bu büyük ölçüde, beklenen kur değişmelerine ve yürütülen ticari faaliyetlerin niteliğine bağlıdır. Örneğin; kurlardaki değişimin yönü önceden hemen hemen belirli ise rizikodan korunmak için bir işlem yapmaya gerek duymayabilir. Diyelim ki ulusal para sürekli değer kaybediyorsa ve bunun yaklaşık oranı da biliniyorsa, ticaret erbabı gelir ve maliyet hesaplarını ona göre yapma durumunda olduğundan ayrıca bir işleme gerek olmayabilir. Ancak belirsizliğin, dolayısıyla rizikonun yüksek olduğu dönemlerde güvence sağlayıcı bu tür işlemlere talep artar²¹. Söz konusu korunma araçlarını etkileri itibariyle genel iki grupta ele alınabilir.

4.1. KUR RİSKİNİ ÖNLEYİCİ ve KUR RİSKİNİ AZALTICI KORUNMA ARAÇLARI

Bu grupta yer alan araçlar; dış ticaretin milli para ile yapılması, dış ticaret anlaşmalarında döviz tercih hakkının kullanılması, döviz kurlarının sigorta edilmesine yönelik resmi kurumlarla anlaşma yapılmasıdır.

²¹ SEYİDOĞLU, Halil, "Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama", Güzem Yayınları, No: 2, İstanbul, 1988, s. 249.

Bu tür araçların amacı ya meydana gelecek riskin etkisinin sınırlı kalmasını sağlamak ya da riskin hemen başlangıçta meydana gelişini önlemektir.

4.1.1. Dış Ticaretin Ulusal Para İle Yapılması

Dış ticaret sözleşmesinin ulusal para cinsinden ödenmesi şartıyla yapılması, kur riskinin önlenmesi açısından ithalatçı ve ihracatçı için en uygun yollardan biridir. Bu uygulama sonucu dış ticaret alacak ve borçlarının döviz cinsinden olmaması kur riskini ortadan kaldırmakta ve ilgili firmanın hesaplarının daha sağlıklı olmasını sağlamaktadır.

Milli para üzerinden yapılan bir dış ticaret anlaşması ilgili taraf açısından yurt içi ticaret özelliğini taşır. Bu ticarete ilgili taraf açısından herhangi bir döviz değişimi olmadığından maliyetlerin hesaplanması ve ithalat veya ihracat fiyatlarının belirlenmesinde kolaylık olacaktır. Ayrıca bir ihracatçının alacağını milli para cinsinden tahsil edebilmesi veya ithalatçının borcunu kendi milli parası cinsinden ödeme imkanına sahip olması, ödemelerde söz konusu masrafların (döviz alış, satış vs. komisyonlar) daha az olması nedeniyle kârlı sonuçlar doğurabilecektir.

4.1.2. Döviz Tercih Hakkı

Bu uygulama biçiminde sözleşmede belirlenecek tercihe söz konusu olan dövizlerle sözleşmeye esas olan para arasındaki kurlar, tahsilatın vade günü dikkate alınarak önceden tespit edilmektedir. Döviz tercih hakkını, ihracattan veya döviz kredisinden doğacak bir alacağın sözleşmeye esas olan dövizden başka dövizlerle de tahsilini mümkün kılacak şekilde taraflar arasında belirlenmesi ortaya çıkarmaktadır.

İhracatçı kendi milli parası bazında yaptığı ihracat anlaşmasına ayrıca iki ayrı döviz tercih hakkını da kabul ettirebilir. Böylece kur riskini ortadan kaldırmakla beraber ayrıca tercih edilen dövizlerin milli para karşısında değer kazanmaları durumunda kur kârı da elde ederler. Örneğin bir ABD'li ihracatçının 300.000 USD alacağına kur riskini döviz tercih hakkı ile azaltmak istediğini düşünelim. Tercih edilen dövizler Avustralya Doları ve Alman Markı olsun, vadesi geldiğinde ihracat bedelinin tahsilinde 1 USD=1.30 Avustralya Doları ve 1 USD=1.48 DM olarak kabul edelim ve ABD'li ihracatçı alacağına karşılığı olarak vadesi geldiğinde 300.000 USD, 390.000 Avustralya Doları ve 444.000 DM gibi üç tercih hakkına sahiptir. Ancak vade gününde Amerikan Dolarının %15, Avustralya Dolarının da %10 değer kaybettiğini ve markın değerinin sabit kaldığını kabul edersek 1 USD=1.22 Avustralya Doları ve 1 USD=1.26 Alman Markı'na eşit olacaktır. Böylece, ihracatçı tahsilatın Alman Markı ile yapılmasını tercih ederse 444.000 DM karşılığında 352.381 USD elde ederek 52.382 USD kur kârı sağlamış olacaktır.

4.1.3. Döviz Kuru Sigortası

Kur sigortası uygulaması da kur risklerine karşı diğer bir korunma aracıdır. Burada amaç; sözleşme dövizindeki değer değişmelerinin meydana getireceği kayıpları önlemektir. Özellikle ihracatı teşvik politikası olarak döviz kuru sigortası bazı ülkelerde benimsenmektedir. Örneğin; Almanya'da 1972'den beri uygulanmakta olan kur sigortası sisteminde kur garantisi vadesi iki yılı aşan döviz alacakları için uygulanmakta ve %3'ün üzerinde olan kur zararlarının tümü ödenmekte. Avusturya'da ise ihracat gelirlerinde zaman sınırlaması olmadan, ihracat

finansmanı kredilerinin ve direkt yurtdışı yatırımlarının taşıdıkları kur riskleri sigorta edilmektedir. Ancak her ne kadar döviz kuru sigortası bazı ülkelerde farklı şekillerde uygulanmakta ise de, uluslararası ticarete genel bir kullanım alanına henüz sahip değildir. Çoğunlukla diğer korunma araçlarının kullanılmadığı durumlarda, örneğin; yatırım malları ihracatının uzun zamana bağlı olması veya ithalatçının talep ettiği anlaşma dövizinin kullanılmayan bir döviz olması gibi özel nedenlerle devreye sokulmaktadır²².

4.2. KUR RİSKİNİ TELAFİ EDİCİ ARAÇLAR

Kur risklerine karşı kullanılacak tüm yöntemlerin fon idaresinin ayrılmaz parçası olduğunu belirtmek gerekir. Kur risklerine karşı kullanılabilen belli başlı araçlar şunlardır.

4.2.1. Eşleştirme (Matching)

Kur risklerine karşı şirketlerin kullandığı en yaygın ve en önemli yöntem, aynı para cinsinden borçları ile alacaklarını dengeye getirmektir. Şirketler, kısa yada uzun dönemli krediler ve depolar aracılığı ile bu dengeyi kasıtlı olarak etkileyebilirler. Mevcut döviz hesapları aracılığıyla kısa süreli dengesizlikler düzenlenebilir. Özellikle belirli dönemlerdeki döviz borçlanması, doğrudan bir kontratın sağladığı döviz kuru belirginliği ile likidite yaratılmasına bir araya getirmekte kullanılabilir²³.

²² YILDIZ, Rifat, a.g.k., s. 61-67.

²³ MTO Yayınları, "Kur Risklerinin Kontrolü", No: 422, Ankara, s. 15-16.

4.2.2. Çok Yönlü Yayılma (Multilateral Netting)

Çok yönlü yayılma (ya da şirket içinde yayılma) büyük şirketler gruplarının değişik para cinsleri üzerinden grup içinde yapacağı işlemleri azaltma amacıyla kullanabileceği bir tekniktir. Şirket aynı cinsten alacaklar ile borçlarını karşılaştırmak yerine, hem alacak hem de borç olmak üzere şirket gruplarının çeşitli paralarını, bunları daha sonra yabancı bir döviz piyasasında pazarlayacak olan bir kliring merkezinde bir araya getirerek, şirket gruplarına esas alınan para cinsi üzerinden ödemede bulunur. Kullanım alanı şirketin dış işlemleri ve işlem yaptığı para cinsleri ile sınırlı olduğundan çokuluslu büyük şirketler için elverişli bir tekniktir. Ancak grubun teknik merkezi olan finansman dairesi ile diğer gruplar arasında çok iyi bir iletişim sistemi kurulması gerekir.

4.2.3. Hızlandırma ve Geciktirme (Leading And Lagging)

Ödemelerin yapılacağı para cinsinin değer kazanacağı yada kaybedeceği görüşüne göre şirketler, döviz kuru değişimlerine bağlı olan risklerini hızlandırabilir veya geciktirebilirler. Hızlandırma ve geciktirme, ödemenin mutlaka yapılacağı varsayımı ile, bir şirketteki alacak veya borçların karşı şirketle değişimi şeklinde olur.

Konsolide grup içinde şirketler aynı amaçları paylaştıkları için hızlandırma ve geciktirme yöntemi bağlı kuruluşlar arasında sıkça uygulanır. Örneğin: borçlanmanın pahalı ve zor olduğu ülkelerde yerleşik yan kuruluşlara yapılacak

ödemelerin hızlandırılması şirketler grubunun nakit akımının rahatlamasını ve daha elverişli bir ortamda borçlanmasını sağlar.

4.2.4. Vadesiz Döviz İşlemleri (Spot Currency Transactions)

Vadesiz döviz işlemlerinde döviz alım-satım kurları arasındaki farkı dikkate almadan o günkü döviz kuru üzerinden aynı gün veya takip eden ikinci gün sonuna kadar yapılan spot piyasa operasyonu sonucu pozisyonun denkleştirilerek kur riskinin telafî edilmesi yöntemidir.

Spot piyasalar (veya anında teslim piyasaları) ve vadeli teslim piyasaları (forward) olmak üzere döviz piyasaları ikiye ayrılır. Spot piyasalar dövizin hemen (en geç iki gün içinde) teslimi ile yapılan alım- satım işlemlerinden meydana gelir. Vadeli teslim piyasalarında ise dövizin sözleşmenin yapılmasından 30,60 veya 90 gün gibi bir süre sonra teslim edilmek üzere alım satımı söz konusudur.

Örneğin; yaptığı ithalatın finansmanı için üç ay sonra teslim kaydıyla dolar talep eden bir Alman işadamı, o günkü cari kur üzerinden mark karşılığı dolar satın alarak bunları üç ay saklayacaktır. Ancak bir faiz geliri elde edeceği için bu dolarları atıl tutmaktansa, ABD'de bir bankada açtıracağı üç aylık vadeli mevduat hesabına yatırabilir. Böylece hem bir faiz geliri elde edecek hem de vade dolduğundan kullanıma hazır dolarlara sahip olacaktır. Ancak bu kimse bu fonları dolara çevirtmeyip mark cinsinden Almanya'da bir bankaya yatırsaydı, Almanya'da uygulanan faiz oranına göre bir faiz geliri elde edecekti. Eğer ABD'deki üç ay vadeli faiz oranı Almanya'dakinden daha yüksekse, vadeli doların maliyeti spot kurdan bu

farkın tutarı kadar düşük (iskontolu) eğer faiz oranı düşükse bu fark kadar daha yüksek (primli) olacaktır.²⁴

Döviz kurlarının 1970'lerin başından itibaren dalgalanmaya başlaması kur riskini de arttırmıştır. Bu risk belirsizliğin ürünü olarak ortaya çıkmıştır. Bunun sonucu olarak dövizle muamele yapanların kendilerini ortaya çıkabilecek risklere karşı koruma araçlarına ihtiyaçları olmuştur. Finansal piyasalarda bu araçları ihdas etmekte gecikmemiş; zamana ve istikrarsızlığa bağlı risklerin büyük bir kısmı bu yolla ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Finansal piyasa ve kurumların geliştirmiş olduğu bu korunma araçları; vadeli işlemler, gelecek işlemleri, opsiyonlar ve swap muameleleridir.²⁵

4.2.5. Vadeli Piyasa (Vadeli Döviz İşlemleri)

Vadeli döviz işlemlerinin yapıldığı piyasaya vadeli döviz piyasası, bu piyasada yapılan işlemlere de vadeli döviz işlemleri denir. Bu piyasa ticari faaliyette bulunanlara olduğu kadar arbitraj ve spekülasyon yapanlara da yarar sağlar²⁶.

Forward piyasaları ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak herhangi bir malın (döviz, faiz, tarımsal ve metalurjik ürün vb.) vadesi, miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemleri içerirler. Döviz forward anlaşmaları spot işlemler için uygulanan valör tarihini aşan döviz alım-satımları ile ilgilidir. Bilindiği gibi spot döviz işlemlerinde dövizler, anlaşmanın yapıldığı

²⁴ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 144,244-245

²⁵ ERTÜRK, Emin. "Döviz Ekonomisi", Der Yayınları, No:146, İstanbul 1994, s. 79.

tarihten iki iş günü sonra teslim edilirler. Forward işlemleri, spot valörden daha kısa süreler içinde olabilirler (short dates). Forward döviz kurları, market- maker bankalar tarafından 1 yıla kadar her an verilebilmektedir. Ancak iki yıla kadar forward işlem düzenlenmesi de mümkündür²⁷.

Vadeli döviz işlemleri, merkez bankaları arasında, merkez bankası ile kredi bankaları arasında, kredi bankalarının kendi aralarında, kredi bankaları ile işletme veya şahıslar arasında yapılabilmektedir.

Vadeli döviz işlemleri (forward işlem) herhangi bir dövize dönüştürülecek bir paranın gelecekte ödenmesi demektir. Bu değişim, bağlantının yapıldığı tarihte belirlenmiş olan, doğrudan veya dolaylı döviz kuru üzerinden, daha sonraki bir tarihte gerçekleştirilmektedir. Bu işlemde kullanılan “forward” oran, prim veya iskonto şeklinde ortaya çıkan ve özde faiz değişikliğinden kaynaklanan farklılığı ifade etmektedir²⁸.

Vadeli döviz ticaretinde üç esasın belirlenmesi gerekmektedir.

- a- Değiştirilmesi söz konusu olan dövizin tutarı (vadeli döviz ticareti tutarı)
- b- Değişmenin yapılacağı zaman (vadeli döviz ticaretinin vadesi)
- c- Değiştirilmesi söz konusu olan dövizlerin karşılıklı değişim oranı (vadeli döviz kuru)²⁹

²⁶ ERTÜRK. Emin, a.g.k., s. 79.

²⁷ KIRIM, Arman, Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ocak 1991, s. 33.

²⁸ EKREN. Nazım, a.g.k., s. 21.

²⁹ YILDIZ Rıfat, a.g.k., s. 68-69

Örneğin; Türkiye ile ABD arasında ticari işlem yapan ithalatçı ve ihracatçıları ele alalım. İstanbul'daki bir ithalatçının ABD'den 10.000\$ tutarında mal siparişinde bulunduğunu ve ödemenin 180 gün sonra gerçekleşeceğini varsayalım. Sipariş verildiği anda döviz kuru 1\$=93.000 TL.. ise bu durumda ithalatın sipariş verildiği anda firmaya maliyeti 930 milyon TL.'dir. Ancak malların ithal edileceği tarihe kadar geçecek süre içinde TL.'nin dolar karşısında olabilecek bir devalüasyonu ithalatçıyı zarara sokacaktır. Örneğin TL. 1\$=100.000 TL olacak biçimde değer kaybederse, aynı ithalatın maliyeti 1 milyar TL. Olur.

Vadeli piyasa işlemleri ile kur riskini önlemek isteyen ithalatçı, bankadan 180 gün sonra teslim kaydıyla 10.000\$ satın alır. (o anda gelecekte teslim piyasasında 6 ay vadeli kur 1\$=100.000 TL. Olsun) Bu durumda sözleşme süresi dolduğunda ithalatçı 1 milyar TL. Ödeyerek 10.000\$ alacak ve ithalatın bedelini bununla ödeyecektir.

Vadeli sözleşme ithalatın maliyetini bir miktar arttırır. Ancak bu tür sözleşmelerin kendisine çok önemli bir yararı vardır. Bu yarar kur değişikliği riskini ortadan kaldırmasıdır. Yani vadeli satış sözleşmesi yaptıktan sonra kurlardaki değişim ithalatçıyı ilgilendirmez, kur değişikliklerinden kesinlikle korunmuş olur.

Bu işlemin tersi, kuşkusuz ihracatçı içinde sözkonusudur. Yine İstanbul'dan ABD'ye mal satan ve 6 ay sonra kendisine 10.000\$ ödeme yapılacak olan ihracatçının durumunu ele alırsak, bu süre içinde TL.'nin dış piyasa değerinin yükselmesi (revalüasyon) durumunda bu kişinin eline geçecek TL. gelirinin azalması sözkonusudur. Örneğin, cari döviz kuru, 1\$=100.000 TL.'den, 1\$= 93.000 TL'ye

düşerse bu kişi 70 milyon TL. Zarar uğrar. O nedenle söz konusu ihracatçı 180 gün sonra elde edeceği 10.000\$'ı vadeli teslim kaydıyla satar. Eğer 180 gün vadeli döviz kuru sözleşme süresi dolduğunda 97.000 TL. ise 10.000\$ karşılığında ihracatçıya 970 milyon TL. ödenir. Böylece sözleşme tarihinden ödeme tarihine kadar, kurlardaki değişmeye karşı güvence saptanmış olur³⁰.

Vadeli döviz işlemlerinde temel mantık, değerini kaybedeceği beklenen döviz vadedi bir sözleşmeyle elden çıkarmak, değeri yükselecek olan döviz de bugünden sözleşmeye bağlayarak elde etmektir. Ancak bunu yapacaklar piyasa faiz hadlerini gözardı edemezler. Mesela biri ihracatçı diğeri de ithalatçı olan iki ticaret erbabı düşünelim; ihracatçı bedelini üç ay sonra tahsil edeceği bir ihracattan elde edeceği dövizleri kur riskinden nasıl koruyabilir. Eğer bu ihracatçı bir Türk ise eline geçecek daha fazla TL ile ilgilenecektir. Doların yada başka yabancı bir paranın TL karşısında değer kaybetmesi onun zararınadır. Bunun önüne geçebilmek için üç ay sonra elde edeceği dövizlerini vadeli olarak satmak, yani vadeli TL almaktır. Aynı durumdaki bir ithalatçı ise bunun tersini yapar. Yapacağı ithalat döviz ödemelerinin kendisine maliyetini riskten korumak için vadeli TL satar ve vadeli döviz alır. Vadeli döviz piyasasını değil de para piyasasını kullanırlarsa, peşin kaynaklarını faize yatıracak vadesi gelen ödemelerini, bu kaynak ve nemalarıyla ödeyeceklerdir. Eğer döviz piyasalarındaki değer düşüklüğü para piyasalarındaki faiz geliriyle eşitleniyorsa bu kura parite kuru denir. Ancak vadeli işlemler para piyasası

³⁰ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 247-248.

işlemlerinden daha pratiktir³¹. Örneğin ABD'den 10.000 dolarlık bir ithalat gerçekleştirecek olan Türk firması, kurun yükselme riskine karşı bankasına giderek vadeli piyasa kurlarını öğrenecek ve 4 ay sonrasına 10.000 dolarlık satın alma sözleşmesi yapacaktır. O anki spot piyasada 1 \$=70.000 TL'dir. Eğer 4 ay sonraki vadeli kur 80.000 TL ise ve aradaki 10.000 TL'lik farkı da ithalatçı para piyasasında 4 aylık TL yatırımıyla elde ediyorsa risk ortadan kalkmış olacaktır. Bu işlemin tersini de ihracatçı yapar.

4.26. Gelecekte İşlem Piyasaları (Future İşlemleri-Currency Futures)

Gelecekte işlem piyasaları veya future işlemleri yine sabit kur sisteminin yıkılmasından sonra rastlar. Future işlemlerinde muameleye konu olan dövizler sınırlı olduğu gibi muamelelerin hacmiyle ilgili asgari sınırlar da vardır. Bu sınırların, döviz kurlarındaki yükselme (veya düşmesi) durumunda aşılması (veya altına düşülmesi) aradaki farkın muameleleri yapana ödenmesini (veya tamamlanmasını) gerektirir. Başlangıçta bir miktar veya oranda ihtiyat yatırmak da zorunludur³².

Gelecek kontratları (Futures), 1970'lerde artan enflasyonla beraber, faiz oranlarında ve döviz kurlarında dalgalanmaların finansal maliyetlerin tahminini ve kontrolünü güçleştirmesi sonucunda bu tür dalgalanmaların etkisini ortadan kaldıracak bir ürün olarak piyasaya sunuldu. Mali risk yönetimi gereksinmelerinden doğan ve genel olarak spekülasyon ve risk yönetimi amacıyla kullanılan gelecek

³¹ ERTÜRK. Emin, a.g.k., s. 81-82.

kontratları ilk kez 1972 yılında CME (Chicago Mercantile Exchange) tarafından forward döviz işlemlerine alternatif olarak gerçekleştirildi³³.

Tanım olarak futures kontratı, belirli nitelikteki ve belirli miktardaki bir dövizin veya malın önceden belirlenmiş bir tarihte, yine önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden gelecekteki teslimini hükme bağlayan yasal bir sözleşmedir. Futures sözleşmeleri bir takas odası aracılığıyla, organize piyasalarda yürütülür ve bu piyasalardaki standartlaşmış sözleşmeler alınıp satılır. Takas odalarıyla birlikte sistemin güvencesini sağlayan ve aracı kurumlara yatırılması gereken nakit deposit ya da güvence parasına “marjin” adı verilmektedir. Alım satım işleri bu borsalarda “pit” (çukur) adı verilen platformlarda “yüksek sesli pazarlık” (Open Outcry) yöntemiyle yapılır.

Vadeli işlemlerde iki taraf gelecekte belli bir tarihte yapılacak ticaret koşulları üzerinde bugünden bir anlaşmaya varmaktır. Tersine, spot işlemlerde, alışverişler anında yapılmaktadır.

Vadeli işlemin niçin yapıldığını daha iyi anlamak için örnekten hareket edelim. Bir bakır madenimiz olsun ve daha fazla bakır çıkarmak için yeni makine monte etmeyi düşünelim. Gelecek yıl firmamız daha fazla bakır cevheri çıkaracaktır. Çıkarılacak cevherler bakırı ayrıştıracak başka bir firmaya satılacaktır.

O andaki bakır fiyatları gözönüne alındığında, bakırın çıkartılması ve işlenmesi sırasında karşılaşılabilecek maliyetler rahatlıkla karşılanabilmektedir. Burada

³² ERTÜRK, Emin, “Döviz Ekonomisi”, Der Yayınları, No:146, İstanbul 1994, s. 81-82.

sorun bakır çıkartan firmanın bunu cevheri ayrıştırarak firmaya o anda satış yapmamasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla eğer gelecekte bakırın fiyatı düşerse, firmamız kâr elde etmek bir yana zarar edebilir. Bu durumda firmamızın gelecekte karşılaşacağı zarar riskini ortadan kaldırmak için bugünden gelecekte kabul edecekleri bir fiyat üzerinden alım-satım işleminin yapılması gerekir.

Böyle bir vadeli işlem iki tür sorun yaratmaktadır. Birincisi firmamızın çıkaracağı cevheri satın alacak bir kişi ya da firma bulunmayabilir.

İkinci sorun vadeli işlemlerin bir kredi riski içermesidir. Örneğin bakır fiyatlarının düşmesi durumunda eğer cevheri ayrıştırıcı firma sözünü tutmak zorunda kalırsa zarara uğrayacaktır.

Bakır işleyen firmanın taahhüdünden vazgeçme riskini minimize etmek için bazı önlemler alması gerekir. Aynı şey karşı firma için de geçerlidir³⁴.

Vadeli işlemlerin maliyetini azaltmak için bulunmuş bir temel yöntem gelecekteki sözleşmelerdir. Örneğin, belli bir işleyici firmayla vadeli anlaşmaya girmek yerine, bir firma broker'ından bakırını metal üzerine ihtisaslaşmış New York Mal Borsası'nda (COMEX) satmasını isteyebilir.

Gelecekteki sözleşme satıldığı zaman, herhangi bir özel alıcı yerine COMEX'le alışverişe girilmektedir. Kuşkusuz alışveriş, her satıcı için bir alıcının alacağını ortaya koymaktadır. Satıcı kimin alıcı olacağını bilemez. Eğer alıcı borcunu ödeyemezse COMEX bu sözleşmenin yerine getirileceğini garanti eder.

³³ Bankacılar Dergisi, "Özel Bölüm", Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No: 7, 1992, s. 50.

Gelecekteki alışverişler vadeli işlemlerin önemli bir sorunu olan alışveriş yapılacak taraf bulma işini alıcı ve satıcıların biraraya geldikleri organize bir piyasa sağlayarak çözmektir. Potansiyel alıcı satıcı sayısını artırmak için sözleşmeler standartlaştırılmıştır. Her bir sözleşme belli standart miktarda mal, standart zamanda ve standart bir yerde teslim edilmektedir. Gelecekteki fiyatlar her standart tarih için (gelecekteki bakır için Mart, Haziran, Eylül ve Aralık) kote edilmektedir. Anında teslim durumları için istenen fiyata spot fiyat denilmektedir.

Potansiyel satıcı ve alıcılar içinde hem hedgeler hem de spekülâtörler yer alır. Hedgerlar sözkonusu malla ilgili olarak gelecekte karşılaşılabileceği riske karşı tavır alan kişilerdir. Örneğin üreteceği bakırla ilgili olarak kayıplı alacağını bekleyen üretici gelecekte satış yaparak bundan kurtulabilir. Eğer bakır fiyatları düşerse üretici gelecekte sermaye kazancı elde edecektir ve bu kazanç bakır üzerindeki kaybı dengeleyecektir.

Diğer hedging yapanlar ise, örneğin bir elektrik motoru yapımcısı, bakıra sahip olmaktan çok gelecekte bakır satın alma eğiliminde olacaktır. Çünkü bunlar bakır fiyatlarındaki bir yükselişten üzüntü duyacak ve gelecekte bakır satın alarak pozisyonunu garanti altına alacaktır. Elinde mal (bakır) bulunanın pozisyonu uzun pozisyonudur. Maldaki uzun pozisyon gelecekte kısa pozisyon ise gelecekteki uzun pozisyonla yani gelecekte satın alarak dengelenecektir.

Hedging yapanların tersine spekülâtörler söz konusu malla ilgili olarak pozisyona girmemektedir. Spekülâtörler gelecekte çıplak pozisyon olarak metalin

³⁴ PARASIZ, İlker, YILDIRIM, Kemal, a.g.k., s. 329-330.

fiyat hareketleri üzerinde bahse girmek ister (maldaki zıt bir pozisyonla dengelenmemektedir). Örneğin bakır fiyatlarının gelecek Martta 160 birime yükseleceğine inanıyoruz. Şimdiki Mart ayı fiyatına göre gelecekteki 130 birim olan fiyatta gelecek kontrat satın alındığında, eğer her şey beklediğimiz gibi olursa gelecekte bakır satın alarak kâr elde edeceğiz.

Mart geldiğinde eğer bakır fiyatları beklediğimiz gibi 160 birim olarak gerçekleşirse her kilo bakır için o andaki bakır fiyatıyla daha önce kabul ettiğimiz fiyat arasındaki 30 birimi kâr edeceğiz. Tersine eğer mart ayında fiyat daha önceden kabul ettiğimiz 130 birimin altında kalırsa, bu kez zarar edeceğiz.

Spekülatörler mal fiyatına ilişkin yeni bilginin mümkün olduğunca hızlı bir şekilde gelecekteki fiyatlara yansıtılmasını sağlamaya yardım eder. Örneğin; savunma harcamalarında beklenen kesintileri gelecek yıl bakır talebinde önemli bir düşüşün olacağı gündeme getirir. Bunun üzerine spekülatörler gelecekteki sözleşmeleri acele olarak satmak isteyeceklerdir. Spekülatörlerin bu satışları gelecekteki fiyatı yeni enformasyon çerçevesinde spot fiyatın ne olacağı konusunda yapılacak en iyi tahminin düzeyine indirecektir.

Gelecekteki sözleşmeler yalnızca maden ve tarımsal ürünlere yönelik değildir. Hazine bonoları, Eurodolarlar yabancı dövizler (Japon yeni, Alman markı) ve menkul kıymetler gelecekteki sözleşmelere konu olmaktadır³⁵.

³⁵ PARASIZ, İlker, YIDIRIM, Kemal, a.g.k., s. 330-331.

Geleneksel vadeli döviz işlemleri ile futures işlemleri arasında üç önemli fark vardır:

1. Geleneksel vadeli işlemler, iki tarafın, sözleşmedeki başlıca hususları (tutar, vade ve işlemin kuru) aralarında tespit ettikleri tezgah üstü piyasalarda oluşurken, futures işlemler, bir takas odası aracılığıyla organize piyasalarda yürütülür ve bu piyasalarda standartlaştırılmış sözleşmeler alınıp satılır. Takas odasının hissedarları genellikle mali aracilar (kuruluşlar) ve finansal merkezin belli başlı kurumlarıdır. Takas odasının başlıca rolü, piyasanın iyi işlemlerini ve işlemlerin kontrolünü sağlamaktır.

Sözleşmelerin standartlaştırılması, bu sözleşmelerin hem miktarına ve hem de vadelerine ilişkindir. Genellikle bu vade, bitim tarihi mali merkeze göre farklılaşabilen üçer aylık dönemler halindedir. Miktar açısından ise örneğin, Chicago'da International Money Market'de (Uluslararası Para Piyasası), 125.000 DM, 12.500.000 Japon Yeni, 250.000 Fransız Frangı veya 62.500 Sterlin alınıp satılır. Bir benzetme yapmak gerekirse, klasik vadeli işlemlerin "ısmarlama elbiseyi" akla getirmesine karşılık, futures sözleşmeleri bir çeşit "hazır elbise" olduğu söylenebilir.

2. İkinci olarak operatörler (yani kambiocular; müşteri emirlerini bir merkezde toplayan, eşlenen emirlerin işlemini yapan, döviz arz-talep fazlalarını döviz piyasalarına aktaran bireylerdir), bu sözleşmeleri, ancak

kısmen öderler. Operatörlerin ödediği bu miktar, gerçekleşen işlem miktarının %2 ila %5'i arasında değişen bir depozito, bir çeşit teminat bedelidir. Böylece operatörler, önemli bir kaldıraç etkisinden yararlanırlar. Futures piyasalarının ve özellikle dövizle ilgili futures piyasalarının spekülasyona çok elverişli olma özelliğini açıklayan kısmen bu yönüdür.

3. Geleneksel vadeli işlem piyasasındaki işleyişin aksine, futures sözleşmelerinin çoğunda fiili bir döviz teslimi sözkonusu değildir. Sözleşmeler daha ziyade, vadesi gelmeden önce ters yöndeki bir işlemle "kapatılır". Dövizle ilişkin futures piyasaları, sözleşme "kağıtlarına" dayanır³⁶.

Futures piyasalarının tezgahüstü vadeli işlemlere oranla üç üstünlüğünden bahsedebiliriz.

1. Bu piyasalar özellikle konulmuş sıkı kurallara uyulmasını sağlayan takas odalarının oynadığı jandarma rolü sayesinde daha büyük bir güven temin ederler.
2. Organize vadeli piyasalar, likidite yönünden büyük bir avantaja sahiptirler. Standartlaşmış sözleşmeler alım satımı yapan çok sayıda aracının gerek fiili olarak, gerekse her türlü iletişim aracı vasıtasıyla belli bir merkezde yoğunlaşmış olması, her an çok yüksek tutarlar için

³⁶ PLIHON, Dominique, a.g.k., s. 31-32.

bile ilan edilen fiyatlar üzerinden alım satım için bir muhatap bulunmasına imkan sağlar.

3. Futures tekniğinin üçüncü avantajı, sahip olduğu esneklik ve düşük maliyettir. Yatırımcıya aktif bir kur riski yönetim politikası sürdürme imkanı verir. Zira takas prosedürü ona, dilediği anda zıt yönde bir işlem yaparak pozisyonunu kapatma imkanı tanır³⁷.

4.2.7. Döviz Opsiyonları

Döviz ve faiz opsiyonları, 1970'li yılların ortasından itibaren firmaların ve bankaların artan ölçülerde karşılaştıkları döviz kuru ve faiz risklerini ortadan kaldırmak amacıyla geliştirilmiş olan risk yönetim (hedging) ürünleri arasında önemli bir yer tutmaktadırlar.

Bugün en popüler, finansal riski önleyen araç türlerinden biri opsiyonlardır. İlk defa 1973 yılında A.B.D. Chicago Ticaret Odasında bağlı olarak opsiyon borsası kurulmuş ve hacmi hızla büyüyerek yeni borsaların açılmasına neden olmuştur. 1985'ten itibaren Londra'da da opsiyon borsası resmen faaliyete geçmiştir³⁸.

Tanım olarak opsiyon, satın alan tarafa herhangi bir ürünün fiyatı bugünden sabitlenmek koşulu ile bu ürünü ileri bir vadede satın alma yada satma hakkını veren bir anlaşmadır. Opsiyonu satın alan taraf belirli bir fiyat üzerinden söz konusu ürünü

³⁷ PLIHON, Dominique, a.g.k., s. 32-33.

satın alma yada almama keyfiyetini elde etmekte, öte yandan opsiyonu satan taraf karşı talep ettiğinde bu ürünü başlangıçta belirlenmiş olan fiyat üzerinden teslim etme yükümlülüğünü üstlenmektedir. Görüldüğü gibi opsiyon satın alan taraf bir hak ya da keyfiyet elde etmekte, satan taraf ise bir yükümlülük altına girmektedir. Örneğin bir kişi Eylül teslimi bir sterlin alma opsiyonunu her bir sterlini 1.7000 dolar üzerinden satın almış ve bunun karşılığında opsiyonu satan tarafa 3.20 cent pirim ödemiş ise, bu durumda vade geldiğinde spot sterlin fiyatları 1.70 doların üstüne çıkmışsa opsiyon sahibi opsiyonunu kullanacak ve dövizleri opsiyon satandan alacaktır. Opsiyon satan taraf bu durumda dövizleri 1.70 üzerinden teslim etmek zorundadır. Öte yandan eğer Eylül vadesinde spot sterlin fiyatları 1.70'in altına düşmüşse opsiyon sahibi opsiyonunu kullanmaktan vazgeçecek ve gereksinmesi olan sterlinleri daha ucuza spot piyasadan temin edecektir.

Gerek vadeli teslim sözleşmeleri, gerekse borsaya bağlı gelecek sözleşmeleri, ilerde yapılacak döviz işlemine uygulanacak kuru bugünden belirleyerek kur riskini önlerler. Ama bunların hiçbirisi müşteriye sözleşme yapıldıktan sonra onu yerine getirmeme hakkı vermez. Oysa ilerdeki tarihte spot kur daha uygun ise müşteri, sözleşmeyi bir yana bırakıp o günkü spot piyasada işlem yapmak isteyebilir. Döviz opsiyonları işte bu ihtiyaçtan doğmuştur. Bu sözleşmeler hem örgütlü borsalarda, hem de borsa dışında yapılabilirler³⁹.

³⁸ BOZKURT, Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi" İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No: 4, Nisan 1988, s. 257-258.

³⁹ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 85.

Opsiyonlar: döviz, faiz, hisse senedi, hisse senedi endeksi ve emtia ürünleri üzerinden alınıp satılmaktadır. Tüm opsiyon piyasaları için ortak bazı temel opsiyon kavramları vardır. Bunlar:

a) Opsiyon satan-Opsiyon alan (Option writer-Option buyer)

Herhangi bir opsiyonu, ya da başka bir deyişle sözkonusu ürünü belirlenmiş bir fiyat üzerinden ileri bir vadede satın alma ya da satma hakkını alan tarafa opsiyon alan (Option buyer), bu hakkı satan tarafa ise opsiyon satan (Option writer) adı verilir. Opsiyon satma işlemi genelde “opsiyon yazmak” şeklinde tabir edilir.

b) Prim (Premium)

Herhangi bir opsiyon alabilmek için, opsiyon alan taraf, anlaşmış olduğu ürün miktarı için, her bir ürün başına (örneğin her bir döviz birimi, veya her bir hisse senedi başına) belli bir prim ödemek zorundadır. Primler borsalarda peşin olarak ödenir ve opsiyon kullanılsın ya da kullanılsın, primler hiçbir zaman geri ödenmezler.

c) Alma (Call) ve satma (Put) opsiyonları

Opsiyon satın alan kişi, belirli bir ürünün belli bir miktarını ileri bir vadede almak ya da satmak isteyebilir. Örneğin, bir Amerikalı ihracatçı İngiltere’ye yapmış olduğu üç ay vadeli bir ihracatın bedelini sterlin üzerinden anlaşmış olsun. Bu durumda ihracatçının karşı karşıya olduğu risk, sterlinler karşılığında üç ay sonra eline bugünkünden daha az dolar geçmesi olasılığıdır. Bu riski ortadan kaldırmak için firma, üç ay vadeli bir sterlin satma opsiyonu (Put option) satın alabilir. Vade

geldiğinde sterlinler değer kazanmışsa opsiyon kullanılmaz ve sterlinler spot piyasadan satın alınır. Kısaca, bir satma opsiyonu (Put option) opsiyon sahibine belirli bir ürünün belirli bir miktarını ileri bir vadede başlangıçta anlaşılmış olan fiyat üzerinden satma hakkını, öte yandan alma opsiyonu (Call option) söz konusu ürünü vadesinde satın alma hakkını vermektedir. Opsiyon sahibi ister satma isterse alma opsiyonu olsun, her iki durumda da opsiyon satın almaktadır ve bunun karşılığında bir prim ödemek zorundadır.

d) Kullanma fiyatı (Exercise Price, Strike Price)

Eğer opsiyonu satın alan taraf opsiyonda anlaşılmış olan fiyat üzerinden ürünleri satın almaya karar verirse bu kişi, sözkonusu opsiyonu kullanmış olur. Eğer vazgeçerse opsiyon terkedilir. Opsiyonu kullanması durumunda geçerli olacak ve başlangıçta anlaşılmış olan fiyata opsiyonun kullanma fiyatı (strike price) adı verilir. Örneğin; iki yatırımcı 1 milyon dolar için $1\$ = 1.48 \text{ DM}$ fiyat üzerinden opsiyon sözleşmesi imzalamışlarsa, işlemin kullanım fiyatı $1\$ = 1.48 \text{ DM}$ 'dir.

e) Karda, Zararda ve Başabaş Opsiyonlar (in- the- money; out- of- the- money; at- the- money options):

Piyasada belirtilen bu kullanma fiyatları, opsiyonun vadesi içinde veya sonunda kullanılması durumunda geçerli olacak olan fiyatlardır. Bugünkü spot fiyatlarla karşılaştırıldığında bazı kullanma fiyatları satın alan açısından avantajlı, bazıları ise dezavantajlıdır. Alma (call) opsiyonlarında kullanma fiyatı (KF) spot kurdan küçük olursa buna kar getiren ya da karda (in - the - money) opsiyon adı verilir. KF spot kurdan büyük olursa buna zararda (out - of - the - money) opsiyon

ve KF spot kura eşit olursa buna da başabaş (at - the - money) opsiyon adı verilir. Öte yandan satma (put) opsiyonlarında KF spot kurdan büyük olursa buna karda, küçük olursa zararda, eşit olursa başabaş opsiyon adı verilir. Kârda opsiyonlar her zaman için başabaş ve zararda opsiyonlardan daha pahalı olurlar. Ancak buna karşılık opsiyon sahibine daha yüksek bir risk korunma düzeyi sağlarlar. Opsiyon sahibi hangi kur seviyesinden itibaren korunmak ister ve opsiyona ne kadar prim ödemeye hazır ise ona göre bir kullanma fiyatı seçecektir.

f) Avrupa Opsiyonları ve Amerikan Opsiyonları:

Bir opsiyonun geçerliliğinin sona erdiği güne vade sonu (expiry date) adı verilir. Avrupa tipi opsiyonlarda opsiyonlar ancak ve ancak vade sonunda kullanılabilirler, kullanılmazlarsa iptal olurlar. Oysa Amerikan tipi opsiyonlarda opsiyon vade içinde herhangi bir anda kullanılabilir. Amerikan opsiyonları sağlamış oldukları bu esneklikten ötürü Avrupa opsiyonlarına kıyasla bir miktar daha pahalıdır.

g) Borsa Opsiyonları ve Banka Opsiyonları (Exchange - traded options, over - the - counter (OTC) Options):

Opsiyon piyasaları, belirli standart özelliklerin belirleyici olduğu borsa opsiyon piyasaları ile esnekliğin hakim olduğu banka (OTC) opsiyon piyasaları olmak üzere ikiye ayrılır. Borsa opsiyonları organize opsiyon borsalarında alınıp satılırlar. Bu opsiyonların temel özellikleri şu şekilde özetlenebilir.

i) Standartlaşma:

Borsa opsiyon kontratları belirli sabit bir miktar spot ürün içerir. Opsiyon satın almak isteyen bir kişi sözkonusu dövizin bu miktarlarından aşağı veya yukarı miktarda opsiyon alamaz ancak ve ancak bu miktarların katları kadar döviz opsiyonu satın alabilir.

Ürün miktarlarından başka opsiyon vadeleri de sabittir. Borsa döviz opsiyonları yalnızca belli başlı sağlam dövizler üzerinden satılırlar ve tüm döviz opsiyonları ABD dolarına karşıdır. Yani bir sterlin alma opsiyonunu kullandığınızda, dolar teslim eder ve bunun karşılığında sterlin satın alırsınız.

(ii) Halka Açık Fiyatlandırma:

Borsa opsiyonlarında fiyatları, yani opsiyon primleri, halka açık bir şekilde ve yüksek sesle pazarlık (Open out cry) yöntemine göre yapılır. Bu nedenle tamamen arz ve talep koşulları nihai fiyatları belirler.

(iii) Takas Merkezi (Clearing House) :

Opsiyon borsalarında sistemin güvencesi takas merkezi aracılığıyla sağlanır. Takas merkezi her alım işlemine satan taraf ve her satım işlemine de alan taraf rolünü ve böylece de karşı tarafın riskini üstlenir.

(iv) Mars Sistemi:

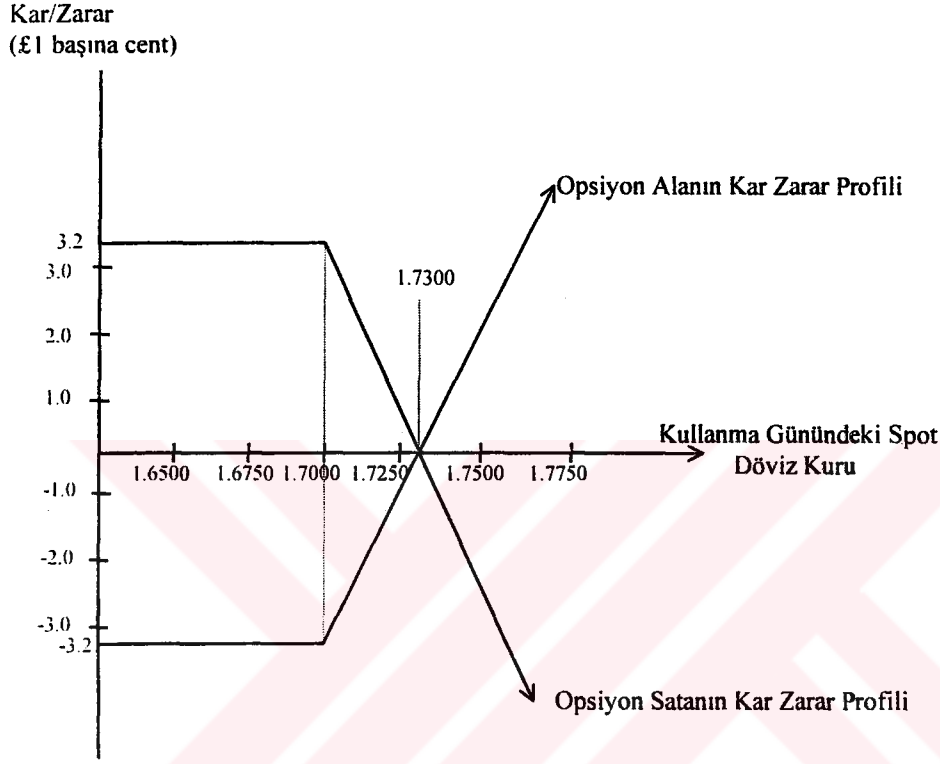
Opsiyon satın alan tarafın riski, yatırmış olduğu prim ile sınırlıdır ve ödediği bu prim karşılığında ürün teslimi veya teslim alınması işinden vazgeçme hakkını satın almaktadır. Buna karşılık opsiyon satan tarafın kazancı aldığı prim ile sınırlı oysa zarar ihtimali sonsuzdur. Opsiyon satan teslimattan vazgeçemez. Bu nedenle

opsiyon satanın yükümlülüğünü yerine getirmeme riskini ortadan kaldırmak için takas merkezi bir de pozitif (teminat) talep eder. Bu teminata “marjin” adı verilir ve hergün sonunda opsiyon satanın zarar ve kar durumları yeniden değerlendirilip (marking- to- the- market) teminatın yenilenmesi talep edilir veya bir kısmı iade edilir.

Borsa opsiyonlarına karşılık OTC opsiyonları, müşteri ile banka arasında ve bire-bir bazda karşılıklı olarak alınıp satılırlar. Yukarıda sayılan standart özelliklerin hiç biri banka opsiyonlarında geçerli değildir. OTC opsiyonlarının en temel özelliği esnekliktir. Yani miktar, vade ve kullanma fiyatları müşteri gereksinimine göre belirlenir. Vadeler daha uzundur, takas merkezi gibi bir risk üstlenici kurum yoktur. OTC döviz opsiyon piyasasında opsiyonlar dolara karşı olma zorunda değildir.

Döviz opsiyonları iki temel amaçla kullanılırlar: döviz kuru riski yönetimi (hedging) ve spekülasyon (trading). Opsiyonlar, bankaların pozisyon yönetimi, firmaların döviz yükümlülükleri ve gelirlerinin kur riski yönetimi, devletlerin döviz cinsinden borçlarının yaratabileceği kur riskini belirli bir prim karşılığında kur garantisi sağlamak suretiyle ortadan kaldırabilir.

Opsiyonları kullanmak suretiyle döviz kur riskinin nasıl yönetilebileceğini bir örnekle açıklamıştık. Bu örnek üzerinden giderek, opsiyon sahibinin ve opsiyon satanın kar/zarar profillerini aşağıdaki grafik ile gösterebiliriz.



Şekil 1- Call Opsiyonunda Kar/Zarar Profili

Örneğimizde alma (call) opsiyonunun kullanma fiyatı 1.7000 dolar ve buna karşılık ödenen prim 3.20 cent'tir. Burada ihracatçının dolar alacağını ödendiği gündeki spot kur, kâr ve zarar miktarını belirler. Opsiyon sahibi sterlinleri, 1.7000'den alma hakkını satın almış ve her sterlin için de 3.20 cent prim ödemiş olduğundan bu kişiye dövizlerin efektif maliyeti 1.7320 dolar olacaktır. Bu kur opsiyon sahibinin başabaş noktasıdır. Ancak opsiyonu kullanma veya terk etme kararı başabaş kuruna göre değil, kullanma fiyatına göre verilir. Zira prim başta ödenmiş ve elden çıkmıştır. Bu nedenle eğer kullanma gününde spot kur 1.7000'den

küçük veya eşit olursa opsiyon terk edilir, büyük olursa opsiyon kullanılır. Spot kur 1.7000'in üzerine çıktığı oranda da opsiyon sahibi net kara geçer. Kâr olanağı opsiyon alan için sınırsızdır. Durum opsiyon satan için bunun tam tersidir. Kâr her durumda 3.20 cent prim ile sınırlıdır ve 1.7000'in üzerindeki her spot kur için opsiyon satan net zarar ile karşı karşıyadır. Şekilden de görüleceği gibi zarar miktarı kuramsal olarak sınırsızdır⁴⁰.

Şimdi konuyu farklı örneklerle pekiştirmeye çalışalım;

Örnek 1)

Varsayalım ki Türk firması FIRM_TR, Amerikan firması FIRM_US'ten yedek parça ithal etmiştir. O nedenle de 60 gün içinde ona 10.000\$ ödemesi gerekmektedir. Bu dolarların TL. karşılığını sabitleştirmek için uygun tarihli bir dolar opsiyon alım ve uygulama kuru (temel fiyat) 2\$=20.000 TL.'dir. Verdiğimiz örneğe göre. ithalatçı FIRM_TR alım sözleşmesi için daha baştan $1.000 \times 10.000 = 10.000.000$ TL. prim ödeyecektir.

Eğer ödeme zamanı geldiğinde o günkü spot kur 1\$=22.000 TL. düzeyinde bulunuyorsa firma opsiyonu uygular ve 1\$=20.000 TL. fiyatından 10.000\$ satın alır. O takdirde kazancı $2.000 \times 10.000 = 20.000.000$ TL. olur ki başta ödediği prim miktarı çıkartıldıktan sonra net kârı 10.000.000 TL. olur.

Tersine, eğer sözleşmenin bitiş tarihinde kur düşmüş ve örneğin 1\$:17.000 TL. olmuşsa firma alış sözleşmesini uygulamaktan vazgeçer ve ihtiyacı olan döviz

⁴⁰ KIRIM, Arman, Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No: 5, Temmuz 1991

spot piyasadan satınalır. 10.000.000 TL. pirim ödenmiş olmasına karşın böyle hareket etmek daha avantajlıdır. Çünkü aksi durumda sırf kurdan dolayı uğranılacak kayıp 30 milyon TL. olacaktı. Oysa şimdi yalnız ödediği pirim maliyetine katlanmaktadır⁴¹.

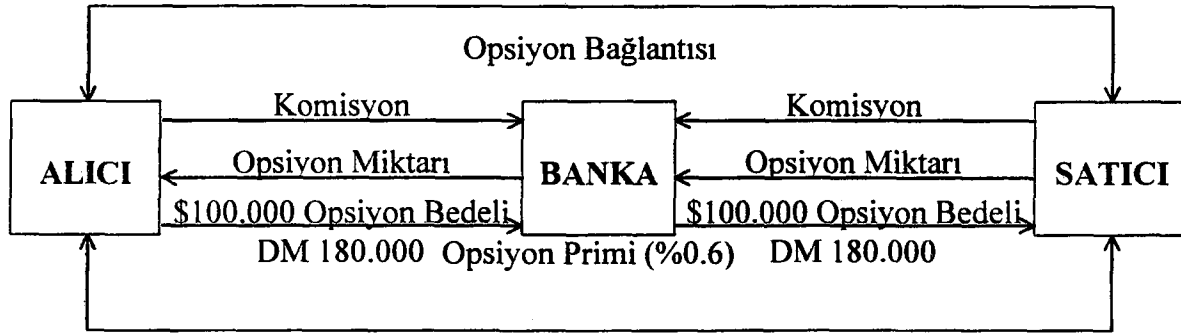
Örnek 2) Bir şirket banka aracılığıyla “call option” satın alarak ileride bir tarihte sözleşmede belirtilen 1\$= 1.80 DM’lik fiyattan 100.000 \$ satın alma hakkını kazanıyor. Karşılık olarak satıcıya 180.000 DM üzerinden % 0.6 prim ödemeyi kabul ediyor. Vade tarihine kadar dolar değer kazanıyor ve parite 1\$= 1.85DM oluyor. Bu durumda alıcı opsiyon hakkını kullanacaktır.

- Alıcının ödediği DM= 100.000\$ x 1.80 = 180.000 DM
- Alıcının ödediği opsiyon primi= 180.000 DM x % 0.6 = 1.080 DM
- Alıcının opsiyon yapmaması durumunda 100.000 \$ karşılığında vade bitiminde spot kurdan ödeyeceği DM miktarı= 100.000\$ x 1.85=185.000 DM
- Alıcının parite karı= 185.000 DM - 180.000 DM = 5.000 DM
- Alıcının net karı= 5000 DM - 1080 DM = 3.920 DM

Alıcı doların DM karşısında değer kazanması, diğer bir deyişle markın değer kaybetmesi sebebiyle alım opsiyonu hakkını kullanmak istemiştir. Satıcı da bu isteğe uymak zorundadır. DM’nin \$ karşısında 5 fenik değer kazanmasıyla satıcı 5.000 DM

⁴¹ SEYİDOĞLU, Halil, a.g.k., s. 86-87.

zarar etmektedir. Satıcı buna karşılık sözleşmeyi satarken aldığı %0.6'lık primle net zararını 3.920 DM'ye düşürmektedir(Eğer alıcı taraf opsiyon hakkını kullanmasaydı satıcı 1.080 DM kar elde edecekti)⁴².



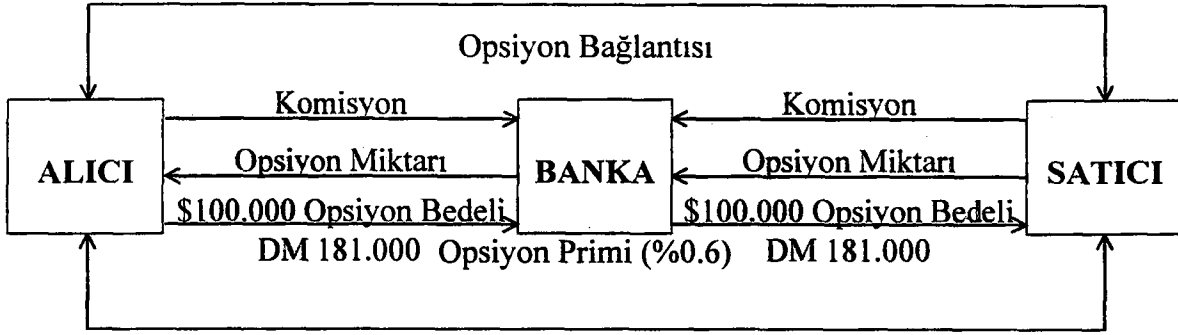
Şekil 2- Alım Opsiyonu (Call Option)

Örnek 3) Opsiyon satın alan şirket sözleşmeyle belirlenen tarihte üzerinde anlaşılmış olan 1\$= 1.81 DM'lik fiyattan 100.000\$ satma hakkı kazanıyor ve karşılık olarak satıcıya 181.000 DM üzerinden %0.6 prim ödemeyi kabul ediyor. Vade tarihine kadar \$ değer kaybediyor ve parite 1\$= 1.76DM oluyor. Bu durumda alıcı opsiyon hakkını kullanmayı uygun buluyor.

- Alıcının 1.00.000\$ ödeyerek aldığı DM miktarı= $100.000\$ \times 1.81 = 181.000 \text{ DM}$
- Alıcının ödediği opsiyon primi= $181.000 \text{ DM} \times \% 0.6 = 1.086 \text{ DM}$
- Alıcı opsiyon yapmasaydı 100.000\$ karşılığında vade tarihinde spot kurdan satın alacağı DM miktarı = $100.000\$ \times 1.76 = 176.000 \text{ DM}$

⁴² VARLIK, Levent, "Opsiyonlar", Para ve Sermaye Piyasası, Kasım 1987, Sayı 105, s. 29.

- Alıcının parite karı= 181.000 DM - 176.000 DM= 5.000 DM
- Alıcının net karı= 5.000 DM - 1.086 DM = 3.914 DM



Şekil 3- Satım Opsiyonu (Put Option)

Opsiyonu alan şirket doların değer kaybetmesi sebebiyle opsiyon satış hakkını kullanmak istemektedir. Satıcı şirket isteğe uymak zorundadır. DM'nin \$ karşısında vade tarihinde, anlaşmada belirtilen fiyata göre 5 fenik değer kazanmasıyla satıcı 5000 DM zarar etmektedir. Satıcı buna karşılık sözleşmenin satışı sırasında aldığı %0.6'lık primle net zararını 3.914 DM'ye düşürmektedir. Ancak alıcı taraf opsiyon hakkını kullanmasaydı satıcı 1.086 DM kar yapacaktı⁴³.

Opsiyon satın alan bir yatırımcının opsiyon için bir fiyat (prim) ödediğinden söz etmiştik. Fiyat opsiyon primi iki unsurdan oluşmaktadır. Bunlar:

- Opsiyonun teorik değeri
- Spekülatif prim

⁴³ BOZKURT, Ünal, a.g.k., s. 261-262.

Bu değerlerin hesaplanmasını bir örnek ile açıklamaya çalışalım

Örnek 4)

X aktif değerinin 5.500 TL'den satın alma opsiyonu fiyatı = 200 TL

X aktif değerinin 6.200 TL'den satma opsiyonu fiyatı = 700 TL

X aktif değerinin şu anki pazar fiyatı = 5.750 TL.

Opsiyonların Teorik Değeri:

$$\begin{aligned}\text{Satın alma opsiyonu için} &= \text{Aktif değer fiyatı} - \text{Opsiyonu kullanma fiyatı} \\ &= 5.750 - 5500 = 250 \text{ TL.}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Satma opsiyonu için} &= \text{Opsiyonu kullanma fiyatı} - \text{Aktif değer fiyatı} \\ &= 6.200 - 5.750 = 450 \text{ TL}\end{aligned}$$

Opsiyon fiyatının diğer unsuru olan spekülatif prim, opsiyon fiyatı ile teorik değer arasındaki farka eşittir. Yukarıdaki örnekteki satın alma opsiyonu için bu $250 - 200 = 50$ TL. satma opsiyonu için ise $700 - 450 = 250$ TL'dir.

Opsiyon satın almanın yatırımcı açısından en büyük avantajı, aktif değerin fiyatındaki belli bir orandaki değişmenin opsiyon fiyatında çok büyük oranda bir değişmeye yol açmasıdır. Burada kaldıraç faktörü etkisini göstermekte ve opsiyon fiyatını daha hızlı oranda değiştirmektedir. Bu nedenle opsiyonlar kaldıraç özelliği gösteren yatırım alternatifini olarak da bilinirler. Bunu bir örnekle açıklayalım, X aktif değeri pazar fiyatının %10 artarak 6.325 TL'ye yükseldiğini varsayalım. Bu durumda satın alma opsiyonu teorik değeri 825 TL olacaktır.

$$\begin{aligned}\text{Satın alma opsiyonu} &= \text{Aktif değer fiyatı} - \text{opsiyonu kullanma fiyatı} \\ &= 6.325 - 5.500 = 825 \text{ TL}\end{aligned}$$

Spekülatif primi sıfır olan opsiyon, teorik değerinden pazarda satılacağından opsiyonun değerinde şu andaki pazar değerine göre $\left[\frac{(825 - 250) \times 100}{250} \right] = \%230$ 'luk bir artış olacaktır. Vadesi dolmadan belirtilen türde bir artış olursa, X aktif değeri opsiyonları 825 TL'nin üstünde de işlem görebilir⁴⁴.

Örnek 5) Bir ithalatçı 1\$=47.000 TL. Fiyat üzerinden üç ay vadeli opsiyonlu dolar alma sözleşmesi imzalamış olsun. Vade dolduğunda bu dolarları satın alıp almayacağı o günkü spot kura bağlıdır. Eğer doların spot kuru 47.000 TL'nin üzerinde ise ithalatçı sözleşmenin koşullarını yerine getirecek, yani dolarları satıcıdan (veya anlaştığı bankadan) satın alacaktır. Ancak eğer o günkü piyasanın spot kuru bu fiyatın altına düşmüşse sözleşmede öngörülen satın alma işlemini yerine getirmeyecektir. Çünkü o günkü spot piyasadan doları daha düşük bir fiyattan sağlayabilecektir. Bu durumda yaptığı opsiyonlu sözleşmeden dolayı ufak bir kayba uğrayacak ancak sözleşmedeki yüksek fiyattan dolar satın almak zorunda kalmayacaktır.

Firmaların döviz opsiyonu satın almaları kendilerine şu yararları sağlar:

⁴⁴ BOZKURT. Ünal, a.g.k., s. 262-263.

- a) Firma için bir yatırım oluşturur. Zira, opsiyon sözleşmesi, döviz piyasasında meydana gelebilecek lehte gelişmelerden kâr etme imkanı sağlar.
- b) Bir sigorta aracı oluşturur. Aslında, opsiyon sözleşmeleri, son derece esnek bir kur riski yönetme aracı olup, özellikle, bir ödeme emri örneğinde olduğu gibi şarta bağlı risklere uyarlanabilir. Bu sözleşmeler, durumu, tarihi ve tutarı itibariyle belirsiz ve olası bir kur riskine karşı etkin bir korunma aracı oluşturur. Böylece, bir ihracatçı kur riskinden korunmak için döviz alacağına eşit tutarda ve ona yakın bir vadede bir veya bir çok put opsiyonu satın alabilir.

4.2.8. Vadeli Korunma Tekniklerinin Karşılaştırılması

Bankalararası piyasalar ile organize piyasalarda-futures ve opsiyon sözleşmeleri-korunma teknikleri arasında bir tercihte bulunmak için aşağıdaki hususları dikkate almak gerekir.

- a) Futures ve opsiyon sözleşmeleri piyasalarında standartlaşmış tutarlar ve vadeler sözkonusudur. Bu yüzden, bu sözleşmeler firmaların ihtiyaçlarına cevap vermeyebilirler. Oysa bankalararası piyasada mesela müşterinin kişiliğini ve risk düzeyini hesaba katarak korunmanın şartlarında ve niteliklerinde bir takım ayarlamalar yapılabilir.
- b) Esneklik yönünden futures ve opsiyon piyasaları önemli üstünlüklere sahiptir. Sözkonusu varlıkları alarak veya devrederek, korunmanın elde

edilmesi veya sona erdirilmesi (eğer piyasa yeterince likid ise) her an mümkündür. Bankalararası piyasada durum böyle değildir.

c) Bütün bunlara ek olarak, opsiyon sözleşmeleri piyasası döviz kurlarındaki olumlu değişimlerden kâr etme olanağı sağlar. Bu avantajına karşılık, ihracatçı ve ithalatçı firmalar korunmak amacıyla ödedikleri primlerle nispeten yüksek bir maliyete katlanırlar⁴⁵.

4.2.9. Swap (Döviz Ticareti)

1970'li yılların ortalarına kadar vade-gelir-maliyet üçgeni içinde az sayıda seçenek ile yürütülen fon yönetimi (Treasury Management) 1973 yılında sanayileşmiş ülkelerin dalgalı kur sistemine geçmesiyle birlikte yeni boyutlar kazanmıştır. Dalgalı kur sisteminin hemen ardından yaşanan petrol krizi para ve sermaye piyasalarını alt üst etmiştir. Faizler, döviz kurları, menkul kıymet fiyatlarındaki dalgalanmalar tehlikeli boyutlara ulaşmıştır. Hiç kuşkusuz bu gelişmeler bankaları ve firmaları kur, faiz, menkul kıymet fiyatlarındaki belirsizliklerin yarattığı riskleri kısmen veya tamamen ortadan kaldırmak amacıyla iş dünyasının gereksinmelerini, piyasa koşullarını ve beklentilerini gözönüne alarak yeni koruma teknikleri geliştirmeye yöneltmiştir.

Swap, faiz oranları ile döviz kurlarındaki değişimlerin yarattığı riskleri azaltmak, ülke, firma ve döviz bazında oluşabilecek dezavantajları asgari düzeye indirmek amacıyla geliştirilen bir finansal tekniktir. Basit olarak swap, farklı

⁴⁵ PLIHON, Dominique, a.g.k. s. 35-37.

karaktere sahip gelecekteki iki nakit akımının birbirleriyle değiştirilmesi (takas) olarak da tanımlanıyor.

Şirketlerin aktif getiri oranlarını yükseltmek, kaynak kullanım maliyetlerini düşürmek, daha etkili risk yönetimi, arbitraj ve alım-satım için kullanılan bir yöntem olan swap, ilk olarak döviz swapı olarak ortaya çıkmıştır. Ancak daha sonra döviz swaplarının önemi azalmış, buna karşılık faiz swaplarının önemi artmaya başlamıştır. Temel olarak swaplar, döviz ve faiz swapları olarak ikiye ayrılmaktadır⁴⁶.

Swap; iki taraf arasında belirli bir dövizin, diğer bir döviz karşılığında, taraflarca anlaşılan döviz kuru üzerinden ve anlaşma dönemi sonunda aynen geri ödeme koşulu ile değiştirilme işlemidir.

Swapın kelime anlamını; takas, değiştirme, birşeyi birşeyle takas etmek diye açıklayabiliriz. Swap işlemi, yükümlülüklerin alımı ve satımı işlemlerini kapsayan bir yöntemdir. Yükümlülüklerden kasıt ise, alım-satıma (değişime) konu olan ödemeler, faiz, anapara veya hem anapara, hem faiz ödemeleri olabilir. Başka bir anlatımla swap, iki taraf arasında yapılan faiz ve anapara ödemelerinin koşullarını önceden belirleyerek değişimi sağlayan bir mali işlemdir. Swapta amaç faiz oranları ile döviz kurlarında kaydedilen dalgalanmaların yarattığı riski en aza (minimuma) indirmektir.

⁴⁶ UZUNOĞLU, Sadi, "Riski Üstlenmeyin Yönetin", Ekonomik Trend Dergisi, Sayı 33, Ağustos/94, s.38-39.

Swap işlemi temelde farklı kuruluşların, farklı mali piyasalardaki değişik kredi değerliliğine bağlı olarak, farklı kredi şartları ile karşı karşıya kalmaları ve bu farklılıktan swap işlemine taraf olanlardan her ikisinin de yararına olacak şekilde istifade etmeleridir. Ayrıca mali piyasaların kurumsal ve yapısal açılardan farklılık göstermeleri de swap işlemlerinden yararlanma imkanları yaratmaktadır. Mali piyasalarda swap işlemlerine temel oluşturan farklılıkları şu şekilde sıralayabiliriz:

1. Belirli döviz fonlarına erişebilme yeteneği veya erişme güçlükleri.
2. Değişken faizli fon sağlayabilme yeteneğine karşın, sabit faizli fon bulmada karşılaşılan güçlükler.
3. Belirli bir döviz üzerinden elde edilebilecek ihracat ve diğer kredilerin varlığı ve/veya diğer bir döviz cinsinden fon edinme zorunluluğu.
4. Belirli bir piyasada birincil borçlanma için gerekli likiditenin bulunmaması.
5. Aynı şekilde bazı piyasalarda ulaşılabilen vadelerin kısalığı.

Swap kullanım alanlarını ise şu temel başlıklar altında özetleyebiliriz;

- Aktif getiri oranlarını yükseltmek,
- Kaynak kullanım maliyetlerini düşürmek,
- Risk yönetimi (Riski azaltmak),
- Arbitraj ve alım-satımdır.

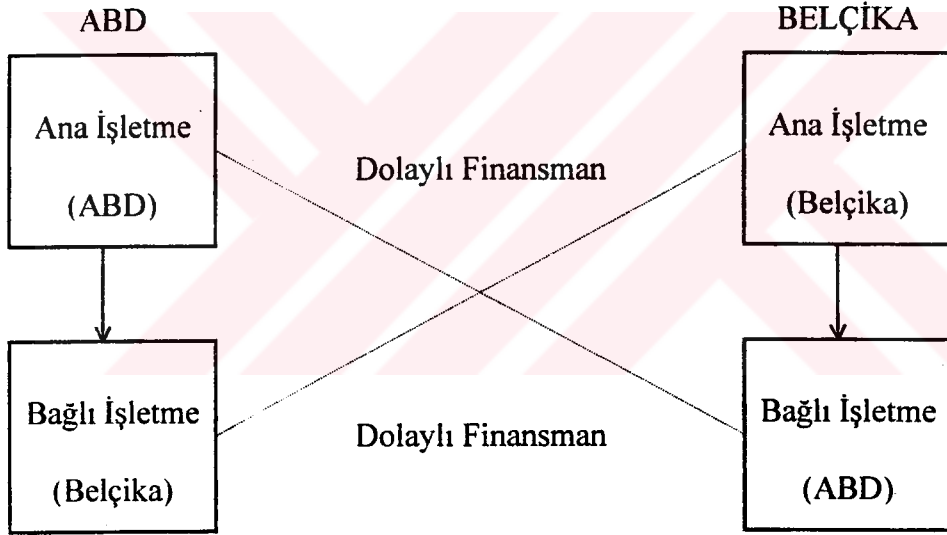
Swapları kullanıldıkları yerler ve niteliklerini gözeterek iki şekilde inceleyebiliriz;



4.2.9.1. Kullanıldıkları Yerlere Göre Swap Türleri

4.2.9.1.1. Paralel Ödünç (Parallel Loan)

Paralel ödünç, iki değişik ülkede faaliyet gösteren iki ana işletmenin bu ülkelerin paraları üzerinden birbirlerinin bağlı işletmelerine belirli tutar ve belirli süre için borç vermeleridir. Bu işlem kambiyo piyasaları dışında cereyan eder ve iki ana işletmenin döviz kuru riskine karşı korunmalarını sağlar. Aşağıdaki şekil paralel ödünç modelini açıklamaktadır.



Şekil 4- Paralel Ödünç

ABD’de kurulu ana işletmenin Belçika’da faaliyet gösteren bağlı işletmesine ödünç vermeyi istemesinin yanı sıra, Belçika’da kurulu bir ana işletmenin ABD’deki bağlı işletmesine ödünç vermeyi tasarlaması swap işleminin yapılmasına olanak verir. Bu işlemde ABD’li ana işletme Belçika işletmesinin ABD’de bulunan bağlı

işletmesine dolar, aynı anda Belçika'lı ana işletme de ABD'li bağlı işletmeye Frank üzerinden borç verir. İki döviz cinsi üzerinden verilen ödünç tutarı cari kurdan aynı değerdedir. Ayrıca karşılıklı verilen ödünçlerin vadeleri de eşittir. Böylece vade bitiminde her iki taraf da kambiyo piyasasına gerek duymadan borçlarını birbirlerine öder⁴⁷.

Paralel ödünçlerde faiz ödemeleri anlaşma yapılan dövizlere ülke içinde ödenen faizlerin birbirlerinden farkına bağlı olarak düzenlenir. Paralel ödünç işleminin bankacılık sistemine rakip olarak yapılması nedeniyle, aracılık hizmetini genellikle ticari bankalar dışında kalan finans kesimi üstlenmektedir.

4.2.9.1.2. Kredi Swapı

Kredi swapı, son yıllarda işletmelerin uluslararası faaliyetlerde kullandığı ve yabancı ülke bankaları veya merkez bankaları ile yaptıkları, vade sona erdiğinde ter yönde bir işlemle kapatılan karşılıklı döviz değişimine dayalı bir anlaşma türüdür. Özellikle II. Dünya Savaşı sonrası paraları zayıflayan ülkelerde kurulu ABD'ye ait yan kuruluşların finansmanında uygulanmıştır.

4.2.9.1.3. İhracat Swapı

İhracat yapan ve ihracatını geliştirmek isteyen ülkelerin hükümetlerince. ihracat yapan işletmelere kolaylık sağlamak üzere düzenlenen swap işlemi türüdür. Örneğin bir Arjantin işletmesi, ihracat yapacağı ülkenin banka sisteminden

⁴⁷ ALBAYRAK, Cemil. "Faiz ve Döviz Riskinden Korunma Aracı; Swap Tekniği", Maliye Yazıları Dergisi, Sayı 24, Mayıs/Haziran, 1990, s. 54-55.

ihracattan elde edeceği dövizle geri ödemek koşulu kredi alır. Alınan döviz kredisi Arjantin Merkez Bankası'na milli paraya çevrilmek üzere teslim edilir. İhracatın tamamlanması ile birlikte dış kredi de kapatılır ve anlaşma sona erdirilir. İşletmelerin ihracat swaplarını kullanmaları halinde, dış kredi için iç piyasadan sağlanan krediye oranla daha düşük faiz ödeme imkanı elde edilir⁴⁸.

4.2.9.2. Niteliklerine göre Swap Türleri

4.2.9.2.1. Faiz Swapı (Interest Rate Swap)

1980'lerin başlarından itibaren belirgin bir önem kazanarak bankaların finansal tercih analizlerini zorlayan bir faktör olan faiz swapları bankalar için libor faizli krediler, Euro-tahvil ve proje finansmanı gibi giderek yaygınlaşan bir teknik haline gelmiştir.

Bu swap tekniği sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize, liboru prime rate'e veya prime rate'i libora çevirmek şeklinde faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek borç ödemelerinin yapısını değiştirme işlemidir. Klasik uygulamada, aynı tutar ve vadedeki borçların faizlerini değiştirmek suretiyle swap yapılmaktadır. Bu işlemde sadece faiz ödemeleri el değiştirmekte, ana paralar değiştirilmemekte ayrıca kredi değerliliği düşük olan borçlu, kredi değerliliği yüksek olan tarafa bir prim ödemektedir.

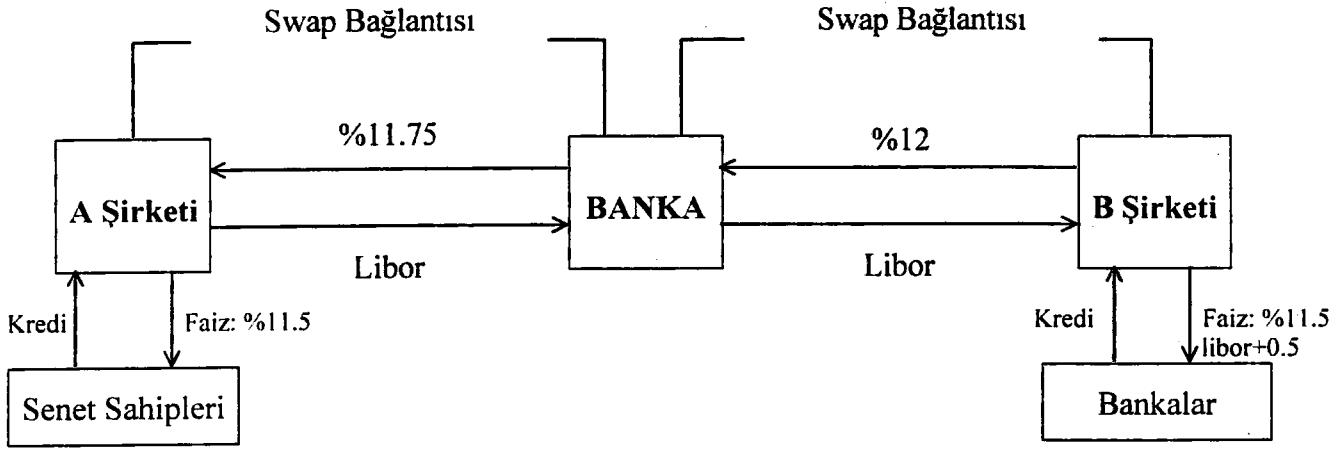
Swap işlemleri özellikle aşağıdaki dört nedene bağlı olarak yapılmaktadır.

⁴⁸ ALBAYRAK, Cemil, a.g.k., s. 55.

1. Yerel para piyasalarının yeterli yatırım imkanına sahip olmaması, girişimcilerin ellerindeki kısa vadeli fonları swapa sokmaya itmektir.
2. Girişimciler başka ülkelerdeki para piyasalarında yapılan yatırımlardan daha yüksek yatırım beklediklerinden o ülkelerde swap yapmaktadırlar.
3. Merkez bankalarının ülkelerindeki bankaların borç/özkaynak oranları ile varlık ve borçlarının vadeleri arasındaki uyuma önem vermeleri bankaları swapa yöneltmektedir.
4. Sabit faizle borçlanma imkanları sınırlı gelişmekte olan ülkelerin, ellerinde sabit faizli tahvilleri bulunan kredibilitesi yüksek borçlularla faiz swapına girerek değişken faizli borçlarını sabit baza çevirmek istemeleridir.

Aşağıda swap piyasalarında en çok kullanılan ve klasik swap olarak adlandırılan faiz swapı bir örnekle incelemeye çalışılacaktır.

A şirketi elindeki %11.5 faizli borç senedini libor faizi karşılığında %11.75' swapa sokuyor. Buna göre swapın A'ya maliyeti ($\text{libor}+11.5-11.75=$) $\text{libor}-0.25$ 'dir. B ise böyle bir senedi kredibilitesinin nispeten düşük olması nedeniyle sabit faiz olarak ancak %13'le ihraç edebilecekken, bunun yerine $\text{libor}+0.5$ ile bulduğu krediyi %12 sabit faiz karşılığında swapa sokuyor. Böylece swapın B şirketine maliyeti, $(\text{libor}-0.5) - (\text{libor}-\%12) = \%12.5$ olmaktadır. Söz konusu şirketlerin yaptığı swap işlemi aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Şekil 5- Swap İşlemi

Bu işlemin sonuçlarını şu şekilde özetlemek mümkündür:

- B şirketi, Libor + 0.50 ile bankalardan kredi alıyor. A şirketi ise böyle bir krediyi Libor + 0.25 ile yani 0.25 puan daha düşük bir faizle alabilecek durumdadır.
- Ancak kısa vadeli senet piyasasında A ve B arasında A lehine %0.25 puan olan faiz farkı, uzun vadeli piyasada (örneğin 7 yıllık) %1.5'a çıkmaktadır. Buna göre sabit faiz olarak, bu piyasada A'nın ödeyeceği faiz %11.5 iken B'nin ödeyeceği faiz %13'tür. Görüldüğü gibi bu piyasada iki şirket arasındaki faiz farkı, kısa vadeli piyasadakinden %1.25 daha yüksektir.
- Bu koşullar altında iki şirket, kendileri için daha elverişli faiz ödemesi sağlamak üzere bir bankanın aracılığıyla (bu banka tacir banka olabileceği gibi ticari banka ve yatırım bankası da olabilmektedir) swapa girmektedir.

d) Aracı banka, A'ya %11.50 faizli 7 yıl vadeli bir borç senedi ihraç etme imkanı sağlıyor. A şirketi bu borç senetlerini piyasada satıyor ve %11.5 faiz ödüyor. Diğer taraftan swap anlaşması gereğince B bankaya %12 ödüyor. Banka da bu faizin %0.25'ini komisyon olarak tahsil edip %11.75'lik bölümünü A'ya geçiriyor.

e) A, %11.75'in karşılığı olarak bankaya libor faizi ödüyor. Banka bu libor ödentisini de kısa vadeli piyasada libor + 0.5 ile borçlanan B'ye aktarıyor.

f) Bu swap işleminin net sonuçları olarak şunları söyleyebiliriz. Bankaya, işleme aracılık yaparak B'den aldığı %12 ve A'ya ödediği %11.75'in farkı olarak %0.25 kalmaktadır.

A şirketi, libor + 0.25 yerine libor - 0.25'ten 7 yıl vadeli borç senedi bulmuş olmakta ve böylece %0.5 kâr sağlamaktadır.

B şirketi de direkt olarak alabileceği %13 faizli kredi yerine sabit faiz ödemelerini satın alarak kredi maliyetini düşürmektedir. Buna göre B, başlangıçta elinde olan değişken faizli krediden yaptığı %0.5 iskontoyla ve bankaya ödediği %12 ile kredi maliyetini toplam %12.5'e indirmiş, dolayısıyla swap'tan %0.5 kâr sağlamış olmaktadır⁴⁹.

Faiz swapı maliyet avantajlarına ilaveten kuruluşlara normal yollarla kapalı olan kredi pazarlarına (kredi değerliğinin düşük olması, pazarda yeterince

⁴⁹ VARLIK, Levent. "Swap", Para ve Sermaye Piyasası, Mart-1985, s. 24-25

tanınmama veya pazardan fazla fon kullanımı gibi nedenlerle) girme imkanı sağlayan bir mekanizmadır.

4.2.9.2.2. Para Swapı (Currency Swap)

Para swapı, farklı birimlerden oluşan aynı büyüklükteki iki ayrı para paketinin vade tarihinde, orjinal para birimleri ayrı para paketinin vade tarihinde, orjinal para birimleri üzerinden ve daha önce üzerinde anlaşılmış belirli bir kur hesabıyla geri ödenmek üzere değiştirilmesidir⁵⁰.

Para swapı paralel ödünce çok benzemekle beraber ondan ayrı bir özeliğe sahiptir. Paralel ödünçte, bir ABD şirketi örneğin 20 milyon dolar bir İngiliz şirketine ödünç verirken kendisi de, aynı anda ve cari kurdan eşdeğer miktar sterlini aynı şirketten ödünç alır. Her şirket vermiş olduğu kredi için kendi ülkelerinde geçerli olan faiz oranını uygular. Bu nedenle paralel ödünçte iki faiz oranı ve iki ayrı anlaşma vardır. Birinin borcu diğerinin alacağı olarak bilançolarda yer alır. Buna karşılık para swapı şekil bakımından daha basittir. Bu işlemin tamamlanması için swapa konu olacak iki paranın belli bir kurdan, dönem sonunda tekrar geri ödenmek üzere, değiştirilmesi yeterlidir⁵¹. Para swaplarının hemen hepsinde şu işlemler yapılmaktadır.

- a) *Ana Paranın Takas Edilmesi*: Swap işleminin başlangıcında iki taraf anaparaları anlaştıkları kur üzerinden (genellikle spot kur) değiş tokuş ederler.

⁵⁰ VARLIK, Levent, a.g.k., s. 26

b) *Faizlerin Takas Edilmesi*: Swap anlaşmasına göre her iki taraf, swap ettikleri paralar için karşılıklı faiz öderler. Genellikle karşılıklı ödenen faizler aracı bir banka tarafından netleştirilir.

c) *Tarafların Anaparaları Birbirlerine İade Etmesi*: Swapın vadesi sonunda her iki taraf ana paraları birbirlerine geri verirler.

Para swapının yapılmasında başlıca iki etken vardır:

1. İstenen para cinsinin bulunamaması ve başka para cinsinden kredi bulunup bunun istenen cinsle swap edilmesi.
2. *Daha Düşük Faiz Sağlamak Amacı*: Burada istenen para cinsi yerine daha düşük faizli başka bir para cinsinden kredi temin edilir. Bu kredi istenen para cinsine swap edilir. Örneğin İsviçre Frankı pazarında iyi tanınan bir firmaya dolar gerektiği zaman direkt dolar piyasasına girmek yerine önce kendisinin iyi tanındığı İsviçre Frankı piyasasında fon yaratıp bunu swap etmek önemli maliyet avantajı sağlayabilir.

Para swaplarını sabit faizli ve çapraz para swapı olarak iki şekilde inceleyebiliriz.

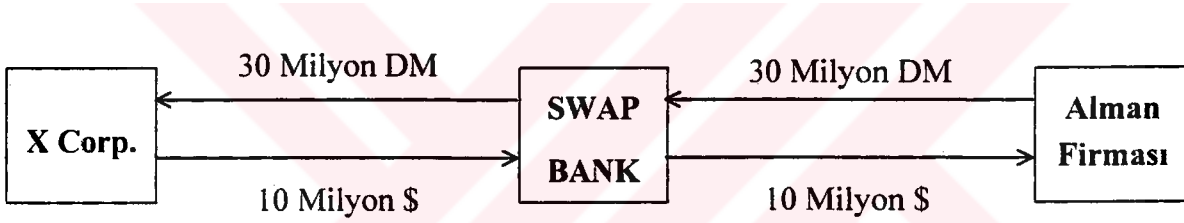
Sabit faizli para swapı tekniğini bir örnekte ele alalım;

Çok uluslu bir Amerikan şirketi olan X Corp. Almanya'daki kardeş şirketine kendi dolar kaynaklarından 10 milyon \$ kredi aktarmak istemektedir. Ama Almanya'daki şirketine dolar değil mark gerektiğinden, X Corp. bu 10 milyon \$'ı

⁵¹ ALBAYRAK, Cemil, a.g.k., s.57.

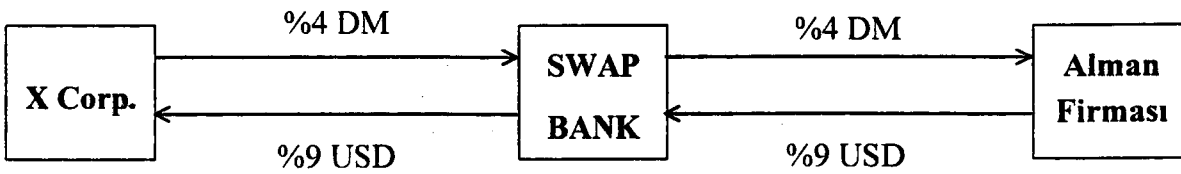
DM'ye çevirip göndermeyi tercih etmektedir. Kredinin vadesi sonunda yine 10 milyon \$ ana parayı faizi ile geri almak ve vade sonunda kur değişimi nedeniyle uğrayacağı zararı önlemek için de swap yapmaya karar verir. Bunun için Swap Bank'a müracaat eder. Swap Bank bu işlemi yapmak için elindeki DM'leri \$ ile değiştirmek isteyen Alman firması ile anlaşır ve swapı şu şekilde gerçekleştirir:

1. Anaparanın Değiş Tokuşu: Swap Bank her iki firmanın isteğini de yerine getirmek için, spot kur üzerinden ($1\$=3$ DM) 10 milyon \$ ile 30 milyon DM'yi karşılıklı swap eder.



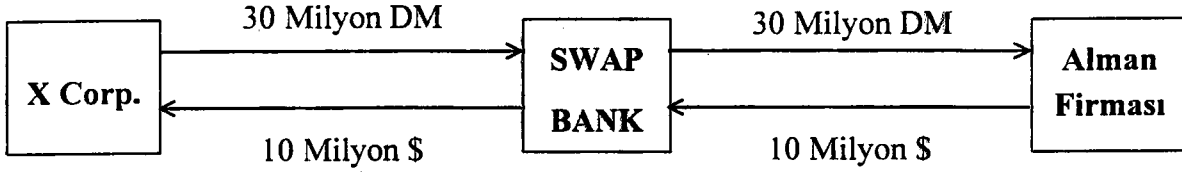
Şekil 6- Swap Başlangıcında Anaparaların Değiş Tokuşu

2. Faizlerin Değiş Tokuşu: Swap vadesi boyunca X Corp. aldığı 30 Milyon DM için, Alman firmasına %4 (DM) faiz; Alman firması da aldığı 10 milyon \$ için X Corp.'a %9 (\$) faiz Swap Bank aracılığı ile öderler.



Şekil 7- Swap Vadesi Boyunca Karşılıklı Faiz Ödemeleri

3. Vade Sonunda Anaparaların İade Edilmesi: Vade sonunda X Corp. 30 milyon DM'ı Alman firmasına, Alman firması da 10 milyon \$'ı X Corp'a iade ederler.



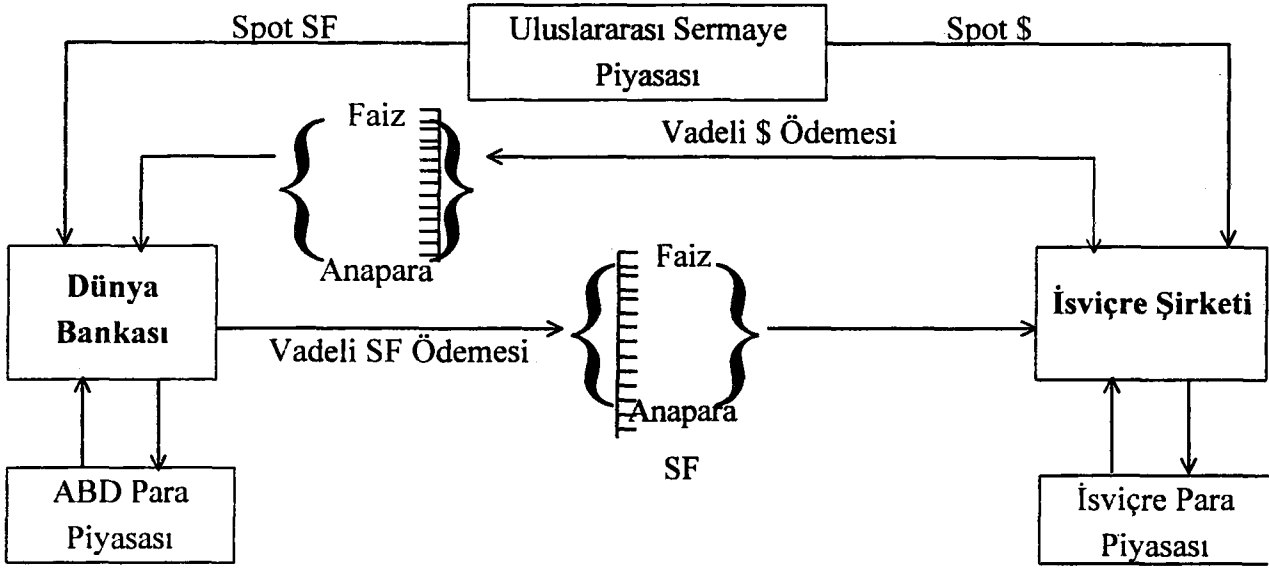
Şekil 8- Vade Sonunda Anaparaların İade Edilmesi

Bu swap işlemi sonucu her iki firma kur riskine karşı kendilerini korumuş olur⁵².

Çapraz para swapı tekniği hem faiz swapını hem de para swapını içermektedir. İşlemler aynı sabit faizli para swapındaki gibi olup tek fark sabit faizli bir paranın değişken faizli başka bir para cinsi ile değiştirilmesidir.

Çapraz para swapını açıklamak için Dünya Bankası'nın uyguladığı işlemi örnekleyelim. Aşağıdaki şekil, Dünya Bankası ve bu kuruluşla swap yapacak olan bir İsviçre şirketi arasındaki ilişkiyi göstermektedir. 1 sayılı işlem iki tarafın yapmış oldukları spot döviz alımları ile vadeli (forward) sözleşmeyi içermektedir. Bu sözleşme faiz ve anapara ödemelerini garanti etmek için yapılır.

⁵² İktisat Bankası "Swap Teknikleri ve Uygulamaları" No: 29, Özel Projeler Bölümü, İstanbul, 1992, s. 6-8.



Şekil 9- Çapraz Para Swapının İşleyişi

1. gün: Dünya Bankası, Eurodolar piyasasından 200 milyon dolarlık borçlanmayı 5 yıl vadeli ve yıllık %12 faizli tahvil çıkararak tamamlamıştır. Bu borcun bankaya maliyeti masraflarla birlikte %12.5'dir.

Bankaya Öğleye doğru, İsviçre'deki şirketin Amerika'daki yan kuruluşunun fona ihtiyaç duyduğuna dair talep gelir. Bu kuruluş kendi imkanlarıyla borçlanarak ABD'de bu fonu sağlayabilir. Ancak kendisinin bu piyasadaki kredi değerliliğinin düşük olması nedeniyle kredi maliyeti yüksek olacaktır. Öte yandan, aynı kuruluşun kredi değerliliği İsviçre'de oldukça yüksektir. İsteddiği anda, İsviçre piyasasında hisse senedi ve tahvil çıkararak gerekli fonu sağlayabilir. Ancak bu durumda frankın ilerde değer kazanmasıyla frank cinsinden borcunun dolar olarak nakit ihtiyacını karşılamada kullanmanın ters etkilerini de göz önünde bulundurmalıdır.

Bu kuruluş ABD'deki yan kuruluşun yaratacağı \$ cinsinden alacaklarını döviz kuru riskinden korumak vadeli (forward) olarak satacak bunu gerçekleştirmek için, şirket, banka ile bir vadeli döviz anlaşması yapacaktır.

Vadeli sözleşme, işbirlikçi kurumun yan kuruluşundan elde edeceği dolarları, kararlaştırılan kurdan, frank cinsinden nakde dönüştürmesinde yardımcı olur. Bu sözleşme bankanın işbirlikçi kuruluşa frank cinsinden döviz ödemesini taahhüt etmektedir. Bu swap yoluyla, banka, frank cinsinden borçlanmakla tüm giderler dahil, %6.2 maliyetle kaynak sağlamakta; işbirlikçi kuruluş da %12 maliyetle yan şirketine gerekli fonu en ucuz şekilde sağlamaktadır. Böylece bu teknik yardımı ile her iki tarafta da kendi piyasalarındaki kredi değerliliğinden faydalanarak düşük maliyetle borçlanma imkanlarını kullanmış ve düşük maliyetle borçlanarak aldıkları kaynakları birbirlerine aktarmışlardır.

2. Gün: Daha sonra yapılan tartışmalar sonucunda, her iki taraf aşağıda yazılı vadeler üzerinde anlaşılırlar. Bir teleks ve kesin ödeme emri ile bu sözleşme kesin hale gelir.

| YIL | İŞLETMEYE SATILAN \$ | İŞLETMEDEN ALINAN SF |
|----------|----------------------|----------------------|
| Spot 0 | 49.581.046 | 99.162.091 |
| Vadeli 1 | 6.000.000 | 6.057.567 |
| 2 | 6.000.000 | 6.057.567 |
| 3 | 6.000.000 | 6.057.567 |
| 4 | 6.000.000 | 6.057.567 |
| 5 | 106.000.000 | 56.037.926 |

6. Gün: Banka 49.581.046 \$'a karşılık 99.162.091 SF spot piyasadan satın alır.

10. Gün: Banka ve İsviçre'deki şirket temsilcileri gerekli sözleşmeyi yaparlar⁵³.

Çapraz paralarda sabit faizden dalgalıya borç kaydırımı durumuna bir başka örnek verelim A şirketi %7 faizle ve faizlerini yıllık olarak ödemek koşuluyla 8 yıl vadeli 100 milyon SF borçlanmaktadır. B şirketi ise bu paranın eşdeğeri olan 40 milyon \$ (1\$=2.50 SF olduğunu kabul edersek) 6'şar aylık faiz ödemeleriyle 8 yıl vadeli olarak ve libor + 1 ile borçlanabilecek durumdadır. Bu durumda A, B'ye faiz ve anapara toplamına eşit miktarda \$ ödemeyi kabul etmiş bulunmaktadır. B ise A'nın SF üzerinden düzenlenmiş sabit faizli borçlanmasının anapara ve faiz ödemelerini frank olarak karşılayacaktır. Böylece A şirketi B için sabit faizli (%7) SF, B şirketi de A için değişken faizli (libor + 1) \$ sağlamış olmaktadır⁵⁴.

Swap işlemlerinin umulanın çok üstünde ve çok kısa sürede gelişmesi ve sonsuz uygulama imkanları yaratması bazı agresiv ticari ve yatırım bankalarının bir adım ileri giderek mevcut faiz swaplarından ikincil bir piyasa oluşturmalarına yol açmıştır. Swap işlemlerini organize eden yatırım bankalarının aldıkları komisyon birincil piyasadaki rekabet sonucu %12,5'lara düşerken ikincil piyasada %50'ye çıkabilmektedir.

⁵³ VARLIK, Levent, a.g.k., s. 26

Bu piyasada, bir swap işleminin sonucu düşük sabit faizli borç temin etmiş bir şirket bir prim karşılığı bu borcu bankaya satmaktadır. Banka da bunu ya gelir elde etmek için kendine saklamakta (düşük sabit faiz ödemediği ve karşılığında yüksek değişken faiz aldığı için) ya da bir kâr marjı ile başka bir şirkete satabilmektedir⁵⁵.

4.2.10. Döviz Kredileri

Döviz kredisi kullanan sanayicilerin, sürekli artan kurlar sonucunda karşılaştıkları geri ödeme zorlukları ve maliyet artışlarına ek olarak, döviz kredilerinin kur riski taşımaları veya bu kredilerin nihai (gerçek) maliyetlerinin kredi alacak olanlar tarafından başta kestirilememesi bazı önemli sorunlara neden olmaktadır⁵⁶. Aşağıda ihracatçının ve ithalatçının döviz kredisi kullanarak veya vererek döviz riskinden korunması örnekle izah edilecektir.

İhracatçılar uluslararası piyasalardan ve yerli bankalardan döviz kredisi alabilme imkanına sahiptirler. Burada önemli olan dövizin tutar ve vade açısından açık pozisyonunun şartlarına uygun olmasıdır. İhracat sözleşmesini takip eden 3 ay sonra 100.000 \$'lık ihracat bedelini tahsil edecek bir Alman ihracatçısını ele alalım. Doların mark karşısında değer kaybedeceği ihtimalini dikkate alan ihracatçı, kur riskini telafi edebilmek için alacağına şartlarına uygun 100.000 \$ kredi alacak ve bunu spot piyasada marka dönüştürecektir. Doların üç aylık faiz oranının %3 ve markın üç aylık faiz oranının %2 olduğunu düşünelim İhracatçının faizi peşin

⁵⁴ ALBAYRAK, Cemil, a.g.k., s.58-60.

⁵⁵ İktisat Bankası Yayınları, a.g.k., s. 10.

⁵⁶ Ekonomik Rapor, "Yatırım Kredilerinde Döviz Kuru Riski", Nisan 1993

ödemeli olarak elde edeceği 97.000 \$ karşılığında spot piyasadan alacağı (1 \$=2 DM) 194.000 DM'ı %2'den üç aylık faiz geliri elde etmek üzere bir bankaya yatıracaktır. Böylece ihracatçı üç ay sonraki 100.000 \$'ını kur riskine karşı korumak suretiyle şimdiden $(194.000 \times 1.02=)$ 197.880 DM elde etmiş olacaktır.

Döviz kredisi almak suretiyle alacağını kur riskine karşı koruyabilen ihracatçıya kıyasla ithalatçı ise ,döviz borcu tutarında spot piyasadan döviz alımında bulunur ve bu döviz borcun vadesine uygun bir şekilde faiz karşılığında bankada tutar. Vade sonunda da döviz mevduatıyla ithalat borcunu ödeyerek kur riskini telafi etmiş olur.

Örnek olarak ithalat sözleşmesini takip eden üç ay sonra 200.000 DM borcu olan bir ABD'li ithalatçıyı ele alalım. Doların mark karşısında değer kaybedeceğini varsayan ithalatçı spot piyasadan 1 DM=0.50 \$ karşılığında mark satın alacak ve bunu %2'den (yıllık %8) faiz ile üç ay vadeli olarak bankaya yatıracaktır. Böylece ithalatçı spot piyasadan mark satın alarak kur riskine karşı korunmayı gerçekleştirmiş, bu markı faiz karşılığında bankaya yatırarak da korunma masrafını azaltmış olmaktadır⁵⁷.

Döviz kredisi vererek kur riskine karşı korunma politikasının maliyet açısından değerlendirilmesinde “alternatif maliyet” yaklaşımı dikkate alınarak, faiz karşılığı yatırılan paranın başka şekilde daha yüksek gelir getirip getiremeyeceği araştırılabilir.

⁵⁷ YILDIZ, Rifat, a.g.k., s. 80-82.

Ancak halen yürürlükte olan çeşitli uygulamalar sonucunda ortaya çıkan aksaklıklar bulunmaktadır. Bunlar;

- a) Kendi olanaklarıyla veya iç kredilerle yatırım malı ithal eden sanayiciler kur riskinden kurtulabildikleri halde, kalkınma-yatırım bankalarınınca uzun vadeli kredilerle değerlendirilmeye layık görülen projeler uzun yıllar kur riskini taşımak durumunda kalmaktadırlar.
- b) Yurt dışından alınan krediler ile sağlanan dövizler ithalatçılara sabit kurlar ile satıldığı halde, aynı dış kuruluşlardan alınan proje kredileri, döviz riski ile birlikte yatırımcıya devredilmektedir.
- c) Cari kambiyo mevzuatı, ihracatçı firmaların Türkiye'ye getirmek zorunda buldukları dövizleri kısa bir müddet içinde bankalara satışını gerekli bulmaktadır. Başka bir ifade ile, firmalar uzun vadeli döviz borçlarını aktiflerindeki döviz mevcutları (veya alacakları) ile dengeleme olanağına sahip bulunmamaktadırlar. Böylece, dövizle borçlanmanın etkilerini bertaraf edecek bir yöntem kullanılamamaktadır⁵⁸.

⁵⁸ Ekonomik Rapor, "Yatırım Kredilerinde Döviz Kuru Riski", Nisan 1993.

BÖLÜM IV

5. TÜRKİYE'DEKİ GELİŞMELER AÇISINDAN KUR RİSKİ VE KORUNMA ARAÇLARI

Döviz piyasalarında kamunun her türlü müdahalesi kambiyo rejimi içinde gerçekleştirilir. Bu müdahaleler özel ve tüzel kişilerin bizzat ya da bankalar aracılığı ile yurt içinde ya da yurt dışında gerçekleştirdikleri döviz alım satımlarına yönelmiştir. Kambiyo rejiminin araçları bazen bellidir, bazen de diğer müdahale araçları ile iç içe geçmiş haldedir. Ancak kambiyo rejiminin temel amacı dış ödemelerde dengeyi sağlamak ve korumaktır.

Türkiye'de serbest kambiyo uygulaması Cumhuriyetin ilanından 1929 yılına kadar devam etti. 1567 sayılı kanunun yürürlüğe girdiği 1930 yılından bu yana da sabit kur esasına dayanan bir kambiyo rejimi, bazı değişikliklerle devam etmektedir. Bu rejim içinde ilk resmi kur ayarlaması 1931 yılında yapılmış, bu ayarlardan sonra uzunca bir dönem TL'nin resmi değeri sabit tutulmuştur. Ancak çeşitli miktar kısıtlamaları, primli kurlar vs. gibi uygulamalarla hayli karmaşık bir katlı kur sistemi ve kambiyo rejimi izlenmiştir.

II. Dünya Savaşı sonrasında yıkılmış Avrupa ekonomilerinde başgösteren ödeme güçlükleri tüm ülkeleri olduğu gibi Türkiye'yi de etkilemiş, 7 Eylül 1946'da %116 oranında bir devalüasyon yapılmıştır. Ancak yine de sonraki yıllarda TL'nin resmi değeri uzun müddet ısrarla sabit tutulmuş ve onikişer yıl aralarla 1958'de %320, 1970'de %66 oranında devalüasyon yapılmıştır. Sonraları daha sık

ayarlanılan kurlar yine de yetersiz kalınca 1 Mayıs 1981'den başlayarak Merkez Bankası kurları günlük olarak belirlemeye başlamıştır. 1984 yılı başından itibaren de yeni kambiyo rejimi içinde bankalara günlük ilan edilen kurların belirli oranlarda altında ve üstündeki fiyatlarla döviz alım satımı yapma özgürlüğü getirilmiştir. Sonunda da bankalararası serbest döviz piyasası kurulmuş ve denge kurları bu piyasada belirlenmeye başlamıştır⁵⁹.

Görülüyor ki Türkiye, 1980 yılından bu yana içe dönük ekonomi politikasından köklü bir sapma yaparak daha liberal ve dışa dönük bir strateji izlemeye başlamıştır. Ülkenin döviz getirisinin artırılması ve ödemeler bilançosu dengesinin sağlanma amacı büyümede itici sektörün dış ticaret sektörü olarak görülmesini sonuçlandırmıştır. Dış ticarete yönelerek dışa açılan bir ekonomi doğal olarak açık ekonomi haline gelmektedir. Açık ekonomi ise dış dengesizliklerden kolay etkilenen ekonomidir. Ancak, eğer dışa açılan ekonomide ithalat ve ihracat talebinin fiyatlara, sermaye hareketlerinin de faiz oranlarına duyarlılığı yüksek ise dış dengesizliklerden etkilenme derecesi azalır.

Türkiye'nin 1980'den itibaren başlayan dışa açılma atılımında ihracat ve ithalatının GSMH içindeki payının yükseldiğini görmekteyiz. Sonuç olarak aktif kur politikası uygulamasının teşviklerle beraber dışa açılma hamlesini başlatma da katkısı olduğunu söyleyebiliriz⁶⁰.

⁵⁹ _____, "İstikrarlı Kalkınma ve Yeniden Sanayileşme İçin Ekonomik Çözümler", TUSİAD, Yayın No: T/89/7/129, s. 43-44.

⁶⁰ KALAYCIOĞLU, Semia, a.g.k., s. 187.

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 kararlarıyla ithal ikâmesi yoluyla sanayileşme stratejisini terk etmiş ve ihracata yönelik sanayileşme stratejisini uygulamaya başlamıştır. Diğer bir ifade ile Türk ekonomisi, dünya ekonomisi ile bütünleşmek için, yeni politikalarla ihracatı çok yönlü olarak teşvik etmekte ve ithalat liberalizasyonunu artırmaktadır. Bunların etkisiyle Türkiye'nin dış ticaret oranı, 1980 öncesi ve sonrası beşer yıllık dönemler kıyaslamasında ikinci dönemde iki misline yükselmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak finans sektöründe de dışa açılmalar ve dış kredi (döviz kredisi) kullanım imkanları eskiye kıyasla hızlı bir artış göstermiştir. Ayrıca yeni dönemde günlük ayarlanabilen sabit kur sistemi uygulaması ve döviz işlemlerinde nispeten serbestlik getirilmesi kur değişmelerinin önemini Türk dış ticaret ve finans sektöründe faaliyet gösteren işletmeler açısından artırmıştır.

Türk ekonomisinin dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecine girmesi bu sektörlerde faaliyet gösteren firmaların döviz işlemlerinin artmasına yol açmıştır. Bunun sonucu olarak söz konusu firmaların uluslararası piyasalarda rekabet durumlarını korumak ve kuvvetlendirmek için döviz kuru değişmelerinin maliyetler üzerindeki olumsuz etkilerini önlemeye yönelik tedbirleri araştırmak gereği ortaya çıkmaktadır.

Döviz yönetimi gerçekte kendine özgü kuralları olan, bilgi, beceri ve uzmanlık gerektiren bir alandır. Konvertibilitiyi ve döviz borsasını amaçlayan ülkelerde bu doğrultuda adımlar atılması gerekmektedir. Herşeyden önce dövizin özü itibariyle duyarlılığı ve spekülasyona açıklığı gözardı edilmemelidir. Günlük kur

ayarlamalarının döviz arz ve talebinin otomatik göstergelerine göre değil, karaborsa kurlardaki gelişmelere, Merkez Bankası'nda biriken döviz miktarına, iç ve dış piyasadaki enflasyon oranları ile gelecekteki kur ve fiyat artış beklentilerine göre yapılması şu aşamada Türkiye'de gerçekçi bir kur politikası izlenmediğinin göstergeleridir.

1994 yılında yaşanan ekonomik krizin nedeni Merkez Bankası'nın lirayı değerlendirmeye yönelik politikalarıdır. Dövizde önemli dalgalanmalar olmuyor, bu nedenle de dövizle borçlanmak ciddi bir risk taşıyordu. Bu nedenle bankalar döviz pozisyonlarını açık tutarak, dışarıdan sağladıkları dövizleri içeride yüksek faizle kamuya satıyorlardı. Ancak bu tatlı kazanç dönemini bitiren döviz paniğinde, bankacılık sektörü üç bankayı, "zaiyat" vermiştir. Merkez Bankası'nın izleyeceği kur politikaları bu nedenle bankalar açısından farklı bir önem taşıyordu.

Ekonomi yönetimi 1995 başında dozu yüksek sıcak para politikasına geçmiştir. Döviz kurları enflasyonun çok altında tutuldu ve Türk lirası ciddi bir biçimde reel değer kazandı. Türk lirasının bu şekilde değer kazanması ihraç mallarının dünya piyasalarındaki rekabet gücünü azaltmıştır. Bu durum ithal mallarını Türkiye'de üretilen mala karşı aynı oranda ucuzlamasına yol açmıştır ve ithalatta artış başlamıştır.

Bu durumu ekonomi yönetimi de gördü ve Temmuz 1995 Merkez bankası kurları daha hızlı artmaya başladı. Piyasalar tereddüde düştü ve dövize beklenilenin üstünde bir talep gelmeye başladı. Merkez Bankası bu durum karşısında geri adım attı ve kurları bir süre için yine yavaşlattı. Daha sonra Ağustos ayında yurtdışından

hızlı bir borçlanma süreci yaşandı. Bankalar sendikasyon kredisi arayışı içine düştüler. Uluslararası piyasalarda hava olumluya dönüştü. Türkiye'ye yüklü bir kredi girişi oldu. Dövizler Merkez Bankası'na satılmaya başlanınca Merkez Bankası bu döviz satışlarını fırsat bilip kurları bir miktar yukarı çekebilmek amacıyla dövize piyasaya kıyasla daha iyi fiyat verdi.

Piyasada döviz boldu ve bu strateji bir süre daha devam ettirilebilirdi ama bu seferde ise IMF karıştı ve 7 Eylül operasyonunu ekonomi yönetimine empoze etti. Dış borçlanmadan kaynaklanan yüklü miktarda dövizin piyasaya girdiği bir anda başlatılan 7 Eylül operasyonunun ilk amacı, likiditeyi kontrol altına almak, faizleri yükseltmekti. Sonuçta bankalar dövizleri ucuz fiyattan satmak zorunda kaldılar. Doların Eylül başındaki fiyatı 48.000 TL. iken 19 Eylül günü 47.650 TL. civarındaydı ve dolar 15-20 içinde %1 kadar nominal değer yitirmişti. Bu da ihracatın eline %1 oranında daha az TL. geçmesi demekti. İhracatçılar mallarını Türkiye'de üretiyorlar. Bu üretimin bir kısım hammaddesi dışarıdan geliyor ancak üretimde kullanılan emek ve diğer bazı girdilerin kaynağı Türkiye. Bu girdileri satın alan ihracatçı, ödemelerini TL. olarak yapıyor. İhracatçı tarafından satın alınan Türkiye kaynaklı mal ve girdilerde enflasyon etkileniyor ve fiyatları diğer mallar gibi yükseliyordu. Neticede ihracatçının maliyeti enflasyonla birlikte artmaktaydı. Örneğin Eylül enflasyonun %4,8'e çıktığını varsayalım. Bunun 18 güne tekabül eden kısmı %2,9 eder. Bu durumda ihracatçının maliyetleri Eylül ayı içerisinde %2,9 artarken, bu operasyonla eline geçen TL. miktarı da %1 oranında azalmıştır.

Bunların ikisini toplayacak olursak ihracatçının 2-3 hafta içinde en az %4 oranında bir darbe yediğini görüyoruz⁶¹.

Kur riskinden korunma teknik ve araçlarına dair uygulamalara gelince; T.C. Merkez Bankası 16 Temmuz 1985 tarihinde aldığı bir kararla kendisi ile ticari bankalar arasında swap işlemlerini belirli koşullar içinde başlatmıştır. Merkez Bankası talimatına göre swap işlemleri en fazla bir ay süreli ve Merkez Bankası alış kuru üzerinden yapılabilecektir. Döviz için uluslararası para piyasalarında uygulanan faizler esas alınacak, TL için ise faiz oranları zaman zaman değişen koşullara göre Merkez Bankası'na tespit edilecektir.

Merkez Bankası'nın swap işlemlerini başlatmasındaki amacın hem bankaların ellerindeki dövizleri satmadan TL temin etmelerini sağlamak hem de bankaları swap işlemlerine alıştırmak olduğu söylenebilir. Ayrıca TL'nin konvertibiliteye geçişini kolaylaştırmak ve uluslararası piyasalarda aranan para olmasını sağlamak için bir adım olarak da nitelendirilebilir.

Vadeli döviz alım-satım işlemlerine gelince; Ülkemizde 17/7/1984 tarihinde Merkez Bankası genelgesiyle uygulamaya konulan ve sadece ithalat ve ihracat işlemleri için geçerli olan vadeli döviz alım-satım işlemleri, TL'nin devamlı değer kaybetmesi nedeniyle özellikle ihracatçılar tarafından ilgi görmemiştir.

Bu arada Merkez Bankası 27/7/1985 tarihinde yayınladığı genelge ile bankalararası vadeli döviz alım-satımına müsaade etmiştir. Söz konusu döviz alım

⁶¹ NEFTÇİ, Salih, "Döviz Kurları ve ihracatçı", Hürriyet Gazetesi Ekonomi Sayfası, 20 Eylül 1995.

satımlarında vade azami 3 ay ile sınırlandırılmış, döviz TL kurunun ilgili bankalar arasında serbestçe tayin edileceği belirtilmiştir.

Merkez Bankası 24 Aralık 1995 seçimleri öncesinde dolara yönelen talebin önünü kesebilmek için vadeli döviz işlemlerine (forward) başvurmuştur. Forward piyasası Merkez Bankası tarafından 1995 yılının Kasım ayında ani bir kararla ve yalnız kendisinin vereceği şekilde çalışmaya başlamıştır. Bankalar ilk şokun ardından Merkez Bankası ile çoğu 1 Şubat vadeli olmak üzere, birçok kontrat imzalamışlardır. Böylece iki ay sonrası için belirli bir fiyattan dövizini garantileyen finans piyasalarının ateşi, önemli ölçüde düşmüştür. Bunun faturasının 3-4 milyar dolar olduğu belirtiliyordu. Aradan geçen süre içinde hızla rezerv yitiren Merkez Bankası, bir anda kaybettiği dövizini geri toplamaya başladı. Böylece forward piyasası Türkiye’de dövizde “vadeli müdahale” yöntemi olarak belleklerde kaldı. Ancak, Merkez Bankası, tek fiyat açıklayan kaynak olarak başlattığı forward işlemlerini tüm finans piyasasına yaymaya kararlı⁶².

Merkez Bankası’nın 27 Kasım 1995’de açıkladığı ilk vadeli kurlardan sözleşmeleri yerine getirmesiyle, erken seçim sonrası devalüasyon beklentileri ile yükselişe geçen döviz belirli bir istikrara kavuşmuştur. Merkez Bankası’nın vadeli dolar alım-satımı (forward) işlemlerin başlaması bankalar arası döviz piyasasında kurların dalgalanmasını azaltmıştır.

⁶² SENER, Nedim, “Vadeli İşlemlerin Tüm Finans Piyasasına Yayılmak”, Sabah Gazetesi, Ekonomi Sayfası, 1995.

18 Ekim 1996 tarihli ve 22781 sayılı Resmi Gazetede Altın Borsası vadeli işlemleri ve opsiyon piyasası yönetmeliği yayımlanmıştır. Bu yönetmeliğin amacı, İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'nda işlem görecekt altına ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile bu sözleşmelerin işlem esaslarını, vadeli işlemler ve opsiyon piyasasına üyelik şartlarını belirlemek ve bu sözleşmelerin güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında alım-satımının yapılmasını sağlamaktır. Yönetmeliğe göre borsada altına ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ihdas edilebilir.

Vadeli işlemler ve opsiyon piyasasında üye olmanın şartları şunlardır:

- 1- Sermaye piyasası kurulundan (S.P.K.) vadeli işlem sözleşmelerinin alım-satımına aracılık yetki belgesi almış olmak,
- 2- Borsa Yönetim Kurulu'nca piyasa üyeliğine karar verilmiş olmak,
- 3- İstanbul Altın Borsası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Üye olmaktır.

Sözleşmelerin alım-satımı yoluyla alınan pozisyonlar ve sınırları aşağıdaki gibidir.

Uzun Pozisyon

Vadeli işlem sözleşmesinin alımı yoluyla sahip olunan uzun pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satın alınması ile yükümlü olmaktadır.

Alım satıma konu olan opsiyon sözleşmesinin alım sözleşmesi olması durumunda, sözleşmenin alımı yoluyla sahip olunan uzun pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satın alınması hakkına sahip olmaktır. Alım satıma konu olan opsiyon sözleşmesinin satım sözleşmesi olması durumunda sözleşmenin alımı yoluyla sahip olunan uzun pozisyon sözleşmesinin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satma hakkına sahip olmaktır.

Kısa Pozisyon

Vadeli işlem sözleşmesinin satımı yoluyla sahip olunan uzun pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satılması ile yükümlü olmaktır.

Alım satıma konu olan opsiyon sözleşmesinin alım sözleşmesi olması durumunda, sözleşmenin satımı yoluyla sahip olunan kısa pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satılması ile yükümlü olmaktır. Alım satıma konu olan opsiyon sözleşmesinin satım sözleşmesi olması durumunda sözleşmenin satımı yoluyla sahip olunan kısa pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan alınması ile yükümlü olmaktır.

Ters İşlem Yoluyla Pozisyon Netleştirilmesi

Ters işlem, aynı vade özelliklerine sahip sözleşme türü bazında çeşitli teslimat vadelerinde ara toplam olarak sahip olunabilecek pozisyon üst sınırları Borsa Yönetim Kurulu'nca belirlenir.

Para Birimi

Borsa'da alıcı ve satıcının talebine göre Türk lirası veya Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenen döviz cinsleri üzerinden alım-satım yapılabilir.

Kurtaj

Müşteriler tarafından piyasa üyelerine gerçekleşen işlemlerin tutarı üzerinden azami sınırı Borsa Yönetim Kurulu'nun önerisi, SPK tarafından onaylanan tarifeye göre "kurtaj" ödenir.

Borsa yetkili elemanları Borsa üyelerinin, ücret ve gider karşılıklarının düzenlemelere uygun olarak alınıp alınmadığını ve diğer hususlarda üyelerin defter ve kayıtlarını inceleme yetkisine sahiptirler.

Vadeli İşlem Sözleşmelerinde Teslimat

Takas Merkezi, üye bazında olmak üzere, son işlem günü sonunda üyelerin açık pozisyon durumlarını gösteren bir rapor hazırlar. Takas Raporu sonucuna göre kısa pozisyonda olanlara teslim gününden önce belirenmiş olan tarihte teslimat yapmaları için uyarıda bulunur. Bunun üzerine, uyarıyı alanlar teslimatta bulunma niyetlerini takas üyeleri vasıtasıyla Takas Merkezi'ne bildirirler. Teslimatta bulunma bildiriminde takas üyesinin unvanı, numarası, düzenleme tarihi, müşteri adına mı kurum adına mı olduğu ve diğer hususlar yer alır.

Teslimatta bulunma niyetini bildirmeden önce sözleşmeye konu teşkil eden altın ise Takas Merkezi'ne, döviz ise Takas Merkezi'nce belirlenmiş bankaya teslim edilmesi ve karşılığında depo makbuzunun alınması gerekir.

Teslimatta bulunma bildirimindeki vadeye sahip uzun pozisyonlardan en eski tarihte açılmış olanı teslimat bildirimini takas üyeleri vasıtasıyla uzun pozisyon sahibine bildirilir. Uzun pozisyon sahibi teslimi kabul etmek zorunda olup başkasına transfer edemez.

Ödemeyi yapmış olan uzun pozisyon sahibi takas üyesine, teslim gününde en geç saat 14.00'e kadar Takas Merkezi vasıtasıyla depo makbuzu verilir. Sıra numaralı olan depo makbuzunda altının ayarı, rafineri adı, dövizin ise depo edildiği kurumun adı cinsi ve miktarı bulunur. Depo makbuzunun el değiştirmesiyle teslimat sürekli tamamlanmış olur.

Opsiyon Sözleşmelerinde Teslimat

Altın veya dövize dayalı opsiyon sözleşmelerinin teslimi konusunda söz konusu sözleşme türünün Borsa Yönetim Kurulu tarafından ihdası sırasında aksi belirtilmemişse süreç uygulanır.

a) Opsiyon sözleşmelerinde teslimat süreci iki şekilde başlayabilir.

1) Herhangi bir opsiyon sözleşmesinin belirlenmiş işlem görme süresi içerisinde uzun pozisyon sahibinin herhangi bir anda "Opsiyon Kullanma Talebi"ni Takas Merkezi'ne göndermesi taraflar için teslimat yükümlülüklerine tamamlama sürecini başlatır.

2) Aksi halde vade sonu gelene kadar kullanılmamış olan opsiyon sözleşmelerine ilişkin olarak, eğer pozisyon, yapılan son güncelleştirme işlemleri sonrasında artı net bakiye veriyorsa Takas Merkezi tarafından hatırlatıcı mahiyette uzun pozisyon sahibine hazırlık uyarısı gönderilir. Uzun pozisyon sahibinin opsiyon kullanım talebini Takas Merkezine göndermesi durumunda Takas Merkezi tarafından belirlenen yonteme uygun olarak söz konusu talep aynı opsiyon sözleşmesi türünde herhangi bir kısa pozisyon sahibine intikal ettirilir.

b) Eğer opsiyon sözleşmesi alım hakkına ilişkinse kısa pozisyon sahibi takas üyesi sözleşmeye konu teşkil altın ve ya dövizi sözleşme üzerinde ifade edilen fiyattan satmak amacıyla teslimat süresi içinde Takas Merkezine teslim eder. Opsiyon sözleşmesi satım hakkına ilişkinse kısa pozisyon sahibi takas üyesi sözleşmeye konu teşkil altın ve ya dövizi sözleşmede belirtilen fiyatı baz alınarak hesaplanan nakit tutarını Takas Merkezi nezdinde hesaben ya da Borsa Yönetim Kurulu tarafından tespit edilmiş olan bir başka ödeme yöntemi vasıtasıyla bulundurur.

c) Opsiyon sözleşmesi alım hakkına ilişkinse kısa pozisyon sahibi takas üyesi sözleşmeye konu teşkil eden altın ve ya dövizin sözleşmede belirtilen fiyatı baz alınarak hesaplanan nakit tutarını Takas Merkezi nezdinde hesaben ya da Borsa Yönetim Kurulu tarafından tespit edilmiş olan bir başka ödeme yöntemi vasıtasıyla bulundurur. Opsiyon sözleşmesi satım hakkına ilişkinse uzun pozisyon sahibi takas

üyesi sözleşmeye konu teşkil eden altın ve ya dövizi sözleşme üzerinde ifade edilen fiyattan satmak amacıyla teslimat süresi içinde Takas Merkezine teslim eder.

Görülüyor ki kur riskinin yüksek olduğu ülkemizde bu riskten korunma teknik ve araçları ancak Merkez Bankası'nın izni ve kararları doğrultusunda uygulanabilmektedir. Bu nedenle uluslararası para piyasaları ile bütünleşme sağlanamamakta, döviz rejimi gerçekçi şekilde tespit edilememektedir.



6 . SONUÇ

Döviz kurları bir taraftan , enflasyon, para arzı, bütçe açıkları, dış ticaret açıkları gibi ekonomik, öte taraftan toplumsal, siyasal ve psikolojik faktörlerden etkilenmektedir.

Döviz kurları belirlenirken ulusal paraların yurt içi ve yurt dışı alım gücünün eşitlenmesi amaçlanır. Yurt içi ve yurt dışı enflasyon oranı arasındaki fark ortadan kalkınca döviz kuru gerçek değere ulaşmış olacaktır. Ülkeler arası enflasyon oranı farkları göz önünde bulundurulmadan hesaplanan döviz kuru döviz giriş ve çıkışlarının ülkeler arasındaki dengesiz dağılmasına neden olmaktadır. Enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde döviz kurlarının gerçek değerden düşük tutulması ulusal paranın aşırı değerlenmesine ve döviz getirici işlemlerin aleyhine, döviz kaybettirici işlemlerin lehine bir durum yaratmaktadır.

Döviz kurunu belirleyen etkenler ülke yöneticilerini ilgilendirdikleri kadar ithalat, ihracat ve turizm gibi döviz işlemi gerektiren işlerle uğraşan kişi ve kurumları da yakından ilgilendirmektedir. Ülkeler iktisadi politikalarını belirlerken, kalkınma planlarını yaparken, ithalat ve ihracat hedeflerini saptarken gelecekte döviz kurlarının ne olacağını tahmin etme ihtiyacı duyacaklardır.

Döviz kurunu belirleyen faktörler tek başına anlamlı sonuçlar vermemektedir. Yurt içi fiyatlarda meydana gelen değişimler yurt içi yurt dışı faiz farklarının bir sonucu ortaya çıkan sermaye hareketlerini; piyasadaki likidite miktarı, temel yabancı dövizlerde dalgalanmalar ve beklentiler bir bütün olarak değerlendirildiğinde döviz kurlarını belirlemektedirler. Bunların yanı sıra özellikle dövizin bir yatırım aracı olarak talep edilmesi dövizin fiyatının belirlenmesinde etkin olabilmektedir. Bankaların ise döviz kotasyonlarını açıklarken baz aldıkları temel üç veri; Merkez bankası referans kurları, piyasalardaki arz-talep ve bankanın içsel dinamikleri uygulanacak döviz politikasının ülkenin temel makroekonomik politikaları ile uyum içinde olması gerekmektedir.

Düşük enflasyon yüksek kalkınma hızını ve yeni iş yaratma kapasitesini artıran politikalar kur politikasını da istikrar aracı yapmaktadır. Bir ülkenin dışa açılması o ülke ekonomisinde yapısal değişiklikler yaratır. Bu anlamda istikrar bozucu değişkenleri nütürölize etmek için ekonomi politikalarının çok daha aktif, esnek ve duyarlı olması gerekmektedir. Türkiye'nin sahip olduğu en önemli sorun; harcama-gelir dengesizliğini ve bu dengesizliği besleyen parasal gelişmenin yarattığı enflasyondur. Bu enflasyonist ortam bir an evvel köklü bir biçimde kontrol altına alınmalıdır. Bu temel politikalar altında kur politikasının temel amacı ihracat artış hızını ithalat artış hızının üstüne çıkarmak olmalıdır.

Eğer bu gerçekleşmezse dış ticaret açığı büyüyecektir. Ancak sürekli üretim artışı olmadan İhracatın bu üretim artışı olmadan ihracatın bu amacı gerçekleştirilmesi düşünülemez.

Kur politikası bu amaç yolunda mutlaka ek önlemlerle desteklenmelidir. Bütün yükü döviz fiyatına bindirmek çözüm değildir. İhracatı artırmak için kurdan önce yapısal ve talebe yönelik politikaların gözden geçirilmesi gerekmektedir. En önemli temel göstergelerden olan ödemeler dengesini de yalnızca kur politikası ile yönlendirmek akılcı bir yöntem değildir.

Türkiyede döviz kuru, ihracatı teşvik edecek, ekonomisini dışa karşı makul ölçülerde koruyacak dış ödemeler hesaplarının cari işlemlerini gerçekten dengeye getirecek bir denge kuru düzeyinde

olmalı ve gelecekte de bu politika devam ettirilmelidir. Döviz kuru ekonomideki enflasyon oranında artırılarak ekonomide iç fiyatlar ve dış fiyatlar arasında akılcı bir bağlantı tesis edilmelidir. Döviz kurunun enflasyonun biraz üstünde ayarlanarak bir miktar az değerlenmiş seviyede tutmak Türkiyenin dışa daha hızlı açılmasında ekonomisine zarar vermeden liberasyon hareketlerini devam ettirmesine olanak verir ve ihracatla döviz getiren muameleri teşvik için birtakım özel teşvik tedbirlerinede başvurulmasına da ihtiyaç bırakmaz.

Son yıllarda yaşanan faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki hızlı değişimler, geleceğe yönelik beklentilerde birçok belirsizliklere yolaçmaktadır.

Uluslar arası ticari işlem hacminin büyümesi ve döviz kuru uygulamasında liberalizasyona geçilmesi, bankaların ve uluslar arası faaliyetleri olan kuruluşların döviz kuru riskinden zarar görmelerine yolaçmaktadır. Finansal riskten korunma veya korunmama konusunda farklı eğilimler görülür. Bazı kuruluşlar döviz kuru ve faiz oranlarındaki değişikliklerle nakit akışlarındaki belirsizlikleri minimize ederek azaltabileceğini savunurken, bazılarıda uzun vadede kazanç ve kayıpların kapatılabileceği görüşündedirler. Ancak riskin yönetilmesinin bu sorun için en dengeli yöntem olacağı açıktır.

Türkiyede bilgi ve deneyim eksikliği ile mevzuat ve alt yapı yetersizliği risk yönetimi tekniklerine olan talebin fiili talebe dönüşmesini engelleyici faktörler olarak sıralanabilir. Ayrıca finans piyasalarında gözlenen istikrarsızlığın da kur riskini telafi edici tekniklerin gelişmesinde ciddi bir engel olduğu görülmektedir. Bu tekniklerin ülkemizde genel ekonomi ve finans sektörünün performansına bağlı olarak gelişme göstermesi beklenmelidir. Döviz yönetimi tekniklerinin çok iyi tanınması, uygulayıcıların uygulama ile ilgili bilgi ve deneyimler kazanması, elemanların mevzuat konusunda bilgilendirilmesi ve alt yapı eksikliklerinin giderilmesiyle bu tekniklerin döviz ve para piyasalarında kullanılmasını kolaylaştıracaktır.

Bankalar; döviz alma, satma, piyasada aracırolü üstlenme, farklı para ve sermaye piyasaları arasında arbitraj işlemi yapma, yabancı para birimleri ile mevduat kabul etme, kredi verme, döviz tahminlerinde bulunma ve yabancı para portföyü yönetme gibi işlemlerle kapsamlı bir faaliyet gerçekleştirmektedirler.

Bankalar bu faaliyetlerde bulunurken piyasa koşullarının sürekli değişmesi sonucu döviz ticaretinde zararlarla karşılaşma tehlikesini bertaraf etmek için de riskten korunma araç ve tekniklerini kullanmalıdırlar.

Şirketlerin ve bankaların sağlıklı gelişimi, birazda kur riskine karşı korunma stratejilerini mali ve yönetsel planlarına dahil etmelerine bağlıdır. Bu arada bankaların bu teknikleri uygulamaya başlayıp şirketlere de bunların faydalarını aktarmak için ciddi pazarlama çalışmaları yapmalarına ihtiyaç vardır.

KAYNAKLAR

KİTAPLAR

AREN, Sadun, "İstihdam Para ve İktisadi Politika" Savaş Yayınları, Kasım 1984

AREN, Sadun, "100 Soruda Para ve Para Politikası" Gerçek Yayınevi, Kasım-1994

BOZKURT. Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi" İktisat Bankası Eğitim
Yayınları, No: 4, Nisan 1988

EKREN, Nazım, " Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği", Türkiye İş Bankası
Kültür Yayınları No: 282 Ankara

ERTÜRK, Emin, "Döviz Ekonomisi", Der Yayınları, No:146, İstanbul 1994

KARLUK S. Rıdvan, "Türkiye Ekonomisi", Beta Yayınları, İstanbul, 1995

KARLUK S. Rıdvan, "Uluslararası Ekonomi Teori Politika Sistem Kurumlar",
Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, s.337.

PAMUKÇU, Ali Bülent, "Döviz Kuru Riski Cilt," Güryay Matbaası, İstanbul, 1984

PARASIZ İlker, YILDIRIM Kemal, "Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama",
Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994

PLIHON, Dominique, "Döviz Kurları", BOLAK Mehmet, LEVENT Haluk,
TOKDEMİR Ertuğrul, İletişim Yayınları

SEYİDOĞLU Halil, "Uluslararası Finans" Güzem Yayınları No: 8, İstanbul 1994

SEYİDOĞLU, Halil, "Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama", Güzem

Yayınları, No: 2, İstanbul, 1988

YILDIZ, Rifat, "Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine

Karşı Korunması", TİBAS. Kültür Yayınları, No:23, Ankara

ARAŞTIRMA ve RAPORLAR

Bankacılar Dergisi, "Özel Bölüm", Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No: 7, 1992

Ekonomik Rapor, "Yatırım Kredilerinde Döviz Kuru Riski", Nisan 1993

İktisat Bankası, "Swap Teknikleri ve Uygulamaları" No: 29, Özel Projeler Bölümü,
İstanbul, 1992

KIRIM, Arman, "Bankacılar Dergisi", Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 4,
Ocak 1991

KIRIM, Arman, "Bankacılar Dergisi", Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No:
5, Temmuz 1991

Milletlerarası Ticaret Odası Yayınları, "Kur Risklerinin Kontrolü", No: 422, Ankara

TUSİAD, "İstikrarlı Kalkınma ve Yeniden Sanayileşme İçin Ekonomik Çözümler",
Yayın No: T/89/7/129

MAKALALER

KALAYCIOĞLU Sema, "Türkiye'de Dışa Açılma Sürecinde Döviz Piyasalarının Durumu" İktisat ve Maliye Dergisi, Ağustos 1988

ERSAN İhsan, "4 Şubat Kararları, Konvertibilite ve Türkiye", Para ve Sermaye Piyasası, Haziran 1988

EKREN Nazım, "Uluslararası Bankacılığa Matematiksel Bir Yaklaşım" Para ve Sermaye Piyasası, Ağustos 1988

VARLIK, Levent, "Opsiyonlar", Para ve Sermaye Piyasası, Kasım 1987, Sayı 105

UZUNOĞLU, Sadi, "Riski Üstlenmeyin Yönetin", Ekonomik Trend Dergisi, Sayı 33, Ağustos/94

ALBAYRAK, Cemil, "Faiz ve Döviz Riskinden Korunma Aracı; Swap Tekniği", Maliye Yazıları Dergisi, Sayı 24, Mayıs/Haziran, 1990

VARLIK, Levent, "Swap", Para ve Sermaye Piyasası, Mart-1985

NEFTÇİ, Salih, "Döviz Kurları ve İhracatçı", Hürriyet Gazetesi Ekonomi Sayfası, 20 Eylül 1995.

SENER, Nedim, "Vadeli İşlemlerin Tüm Finans Piyasasına Yaymak", Sabah Gazetesi, Ekonomi Sayfası, 1995.

13 Ekim 1996 Tarih 22791 Sayılı Resmi Gazete, "İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği"

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ