

1890 – 1914 Altın Para Sistemi

1914 – 1930 Altın para sistemine geri dönüş çabaları

1930 – 1944 Buhran Dönemi (Ekonomik Milliyetçilik)

1944 – 1973 Bretton Woods Sistemi

1973 Sonrası – Günümüzdeki durum

1. ALTIN PARA SİSTEMİ

Parasal işlemlerin altın üzerinden yapıldığı sistemdir.

Dış açık → Altın çıkışı → Para arzı daralır → Fiyatlar düşer → İhracat düşer → Dış açık giderilir.

I.Dünya Savaşı nedeniyle sisteme ara verilmiştir. Savaş sonrasında 1930'a kadar sisteme dönülmeye çalışılmıştır. Ancak ülkeler arasındaki enflasyon farklılıkları aynı pariteden sistemin uygulanmasına izin vermemiştir.

2. 1930 – 1944 ARASI DÖNEM

Bu dönemde ekonomik ve siyasi milliyetçilik dünya ekonomisine hakim olmuştur. Her ülke kendi çıkarını korumak amacıyla hareket etmiştir. Buna "komşuyu yoksullaştırma politikası" denir. Yine bu dönemde rekabetçi devalüasyonlar yapılmaktadır. Amaç; dış ticareti ülke lehine çevirmektir.

3. BRETTON –WOODS Sistemi (IMF Sistemi – Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi)

II. Dünya Savaşı sonrası BW kasabasında yapılan toplantılar sonucunda ortaya çıkmıştır. Keynes (İngiltere) dış borcu olan ülkelerin lehine, White (Amerika) ise gelişmiş ülkelerin lehine olan birer program hazırlamışlardır. IMF ve Dünya Bankası'nın kurulduğu toplantının sonucunda White'ın önerisi kabul edilmiştir.

- Dolar altına bağlanmıştır. 1 ons altın (31 gr) = 35 ABD Doları
- Dolar ve altın arasında tam konvertibilite vardır.
- Her ülke parası dolara bağlanmıştır.
- +- % 1 dalgalanma marjı kabul edilmiştir.
- % 10'u aşan devalüasyonlar IMF'nin iznine tabi tutulmuştur.

Bunun sonucunda Dolar rezerv parası, müdahale parası ve değer standardı gibi işlevler kazanmıştır. Federal Rezerv Bankası ise dünya Merkez Bankası gibi olmuştur. Ve Sistemin ABD'ye en büyük getirisi; ABD'ye ithalatını para basımı yoluyla finanse etme şansını tanınmasıdır.

*** Dış piyasalardaki dolar rezervi > ABD'nin altın rezervi olursa sistem aksar.

Sistemin Dezavantajı :

- ABD dış açıkları artarsa Dolardan kaçış başlar ve sistem aksar.
- ABD hiçbir şekilde devalüasyon yapamaz ve dış açığını da bu yolla kapatamaz.

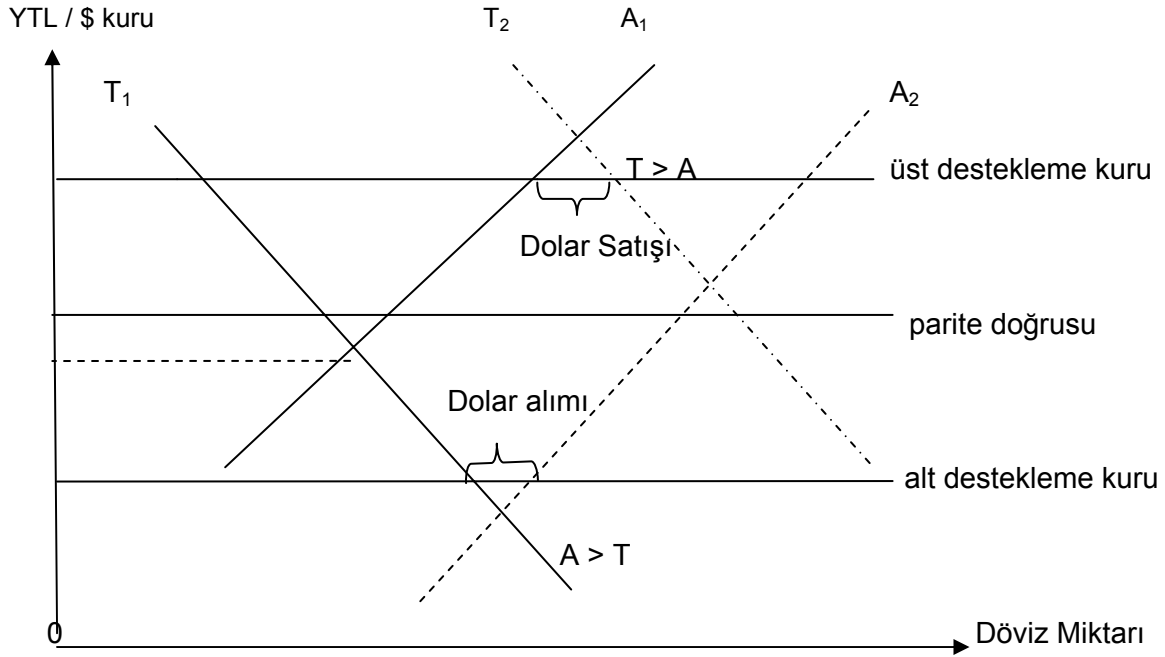
Sistemin İşleyişi :

- 1950'li yıllarda dünyada Dolar kıtlığı olduğu için sistem başarıyla yürütülmüştür.
- 1960'lı yılların ilk yarısında ABD'nin dış açıklarının artmasıyla dünyadaki dolar rezervi artmış ve dolara olan güven azalmıştır.
- Sistemi işletebilmek için ABD ve Avrupa ülkeleri Altın Havuzu'nu oluşturmuşlardır.
- Ancak bu da başarılı olmayınca Dolar – Altın paritesi “ikili yapı” halini almıştır. Dolar ve altın arasındaki parite hem resmi otorite tarafından hem de piyasa tarafından belirlenmektedir. Altının piyasa fiyatı arz – talep koşullarına göre belirlenmektedir.
- ABD doları devalüe etmek isterken, Japonya, Almanya ve Fransa gibi ülkeler karşı çıkmıştır.
- Ağustos 1971'de Camp David kararları alınmıştır. Buna göre; ithalatta gümrük tarifeleri arttırılmış, yerli tüketim vergileri azaltılmış ve ABD ithalatını azaltıp dış açıklarını gidermeye çalışmıştır.
- Aralık 1971'de Smithsonian Anlaşması yapılmıştır. Buna göre; Dolar diğer ülke paralarına göre % 9 oranında devalüe edilmiştir. Altın karşısındaki değeri ise 1 ons altın = 38 \$ olarak değiştirilmiştir. Dolar – Altın konvertibilitesi kaldırılmıştır. Dalgalanma sınırı +-%2,25'e yükseltilmiştir.
- Ancak dolardan kaçış ve diğer ülke paralarına yönelme devam etmiştir.
- Risksiz spekülasyonlar yaşanmıştır.
- Şubat 1973'te dolar ikinci kez devalüe edilmiştir.
- Kendi paralarına karşı olan aşırı talebi karşılayamayan Batı Avrupa ülkeleri 1-16 Mart tarihleri arasında borsalarını kapatmışlardır. Bu arada dolar diğer paralara karşı % 5 ve altına karşı (42,2 dolar) devalüe edilmiştir.
- 16 Mart tarihinde Avrupa ülkeleri paralarını dalgalanmaya bırakmışlardır.
- Sistem bu tarihte fiilen çökmüştür.

Sistemin Yıkılma Nedenleri :

- Dış denkleme sorunu : Ülkeler dış açıklarını kurlar yoluyla kapatamadıkları için sorun olmuştur. Devalüasyon ise IMF'nin iznine bağlıdır.
- Likidite sorunu : Dünya likiditesi dolar ve altına bağlıdır. Altın arzı sınırlı olduğu için, gerçekte dünya likiditesi ABD'nin insiyatifine kalmıştır.
- Güven sorunu : ABD dış açıklarının artması, dolara olan güveni sarsmış ve dolar – altın konvertibilitesi aksamıştır.
- Senyoraj sorunu : Bu kazancın tamamını ABD'nin elde etmesi diğer ülkeleri rahatsız etmiştir.

Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi (Grafikle Anlatım)



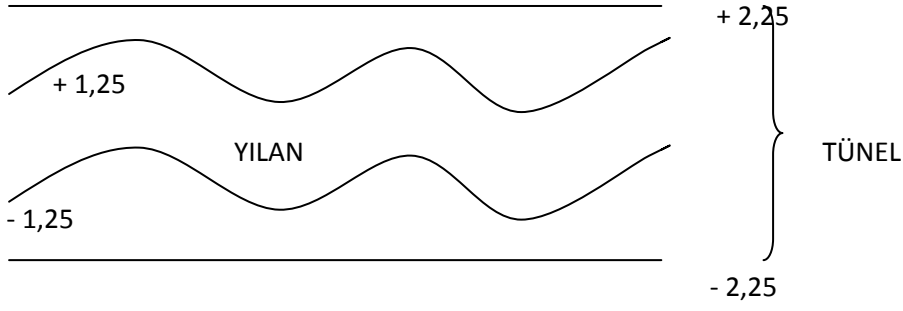
1 \$ = 2.00 YTL ve dalgalanma marjı +- % 1 olarak belirlenmiştir. Üst destekleme kuru : 2.02 YTL, alt destekleme kuru: 1.98 YTL'dir. Parite kuru 2.00 YTL'dir. Üst destekleme noktasında uzun süre direnen para devalüe edilecektir. Müdahale ise ancak elde tutulan rezervler kadar mümkündür.

Bretton Woods Sistemi'nin Eleştirilen Tarafları :

- Rezerv miktarına sınırlama getirilmemesi ödemeler dengesi fazla veren ülkelere herhangi bir yükümlülük getirmemiştir.
- Sistemin enflasyonu ithal edici nitelikte olması. ABD dolar rezervi artınca ithalatı ve ticaret ortağının ihracatı artmaktadır. Diğer ülkenin dolar rezervinin azalması, o ülkedeki dolara karşılık ulusal para arzının artmasına neden olur. Para arzı artışı da enflasyona yol açmaktadır.
- Altın rezervlerinin biriktirilmiş olması maliyetli bir likidite artışı yaratır. Dolar yerine altın rezervi tutulduğunda faiz gelirinden mahrum kalınmaktadır.
- Sistemin sabit kura dayanmış olması, sadece bir ülkeye (ABD'ye) serbestçe para politikası uygulama imkanı tanımıştır.

Bretton Woods Sistemi ve Avrupa'daki Durum

Avrupa Topluluğu ülkelerinin ulusal paralarının dolara karşı dalgalanma sınırı Smithsonian anlaşması ile +- % 2,25'e çıkarılmıştır. Kendi ülke paraları arasındaki dalgalanma sınırını ise +-%1,125 olarak belirlemişlerdir. Bu sisteme "tüneldeki yılan" adı verilmektedir. Aralık 1971 ve Mart 1973 tarihleri arasında uygulanmıştır. Mart 1973'te borsalar açıldıktan sonra Avrupa ülkeleri paralarını dolara karşı serbest dalgalanmaya bırakmışlardır ve sisteme son vermişlerdir. Bu tarihten sonra ise Tünelsiz Yılan adını almıştır.



Tüneldeki Yılan

Tünelsiz Yılan sistemi ise 1979'a kadar devam etmiştir. 1979'da Avrupa Para Sistemi'ne geçilmiştir. Sistemin temeli Avrupa Para Birimi'ne (ECU) dayanmaktadır. ECU, tüm üye ülke paralarını içeren bir para sepetidir. Ancak sepetin %50'sini Mark ve Frank oluşturmaktadır. Ülkelerin altın ve dolar rezervlerinin %20'lik kısmı Avrupa Para Fonu'na devredilir ve onun karşılığı olan ECU Merkez Bankası hesaplarına kaydedilmektedir. Her üye ülkenin ulusal parasının belli bir ECU değeri belirlenir. Ülke paralarının ECU'ya karşı % 0,75 dalgalanmasına izin verilmiştir.

1992'deki Avrupa Döviz Krizi'nden sonra Parasal Birliğin kriterleri belirlenmiştir ve Maastricht Kriterleri açıklanmıştır.

Maastricht Kriterleri

- Enflasyon oranı; en düşük 3 ülke ortalamasının en çok 1,5 puan üstünde olabilir.
- Faiz oranı; en düşük 3 ülke ortalamasının en fazla 2 puan üstünde olabilir. Buradaki faiz, bankalararası işlemlerde geçerli olan uzun vadeli faizdir.
- Kamu açıkları (bütçe açığı) GSYİH'nın % 60'ını aşmamalıdır.
- Son devalüasyonun en az 2 yıl önce yapılmış olması gerekmektedir.
- Buna bağlı olarak Euro 1999'da sanal, 2002'de ise fiili olarak uygulamaya geçmiştir.

Euro'nun Etkileri

- Ülke paralarının birbirlerine dönüştürülme maliyeti kalkmıştır.
- Kur riski ortadan kalkmıştır. Kur riskinden kaçınmaya yarayan araçlar AB içindeki öneminin kaybetmeye başlamıştır.
- Avrupa ticaret hacmi artmıştır.
- Yabancı sermaye girişindeki artış ile üretimde, vergi gelirlerinde artış ,faiz oranlarında ise düşüş yaşanmıştır.

Euro'nun 3.ülkelere etkisi ise; gelişmiş bir sermaye piyasası oluştuğu için bu ülkelerin daha düşük maliyetle borçlanma olanağı sunmasıdır. Ancak bu ülkelere olan gerçek etki euro / dolar paritesiyle belirlenir. Euro'nun değer kazanması Türkiye'nin ihracatını arttırıcı bir unsurdur.

Bretton Woods Sistemi Sonrasında ABD'deki Durum

1974'te petrol fiyatları artışı etkisiyle dolar bir süre değer kazanmıştır. 1977'den sonra doların tekrar değer kaybetmeye başlaması ile 1980'de Reagan hükümeti tarafından Arz Yanlı Ekonomi Politikası açıklanmıştır. Üretimin teşvik edilmesi, vergi oranlarının düşürülmesi ve oluşan kamu açıklarının borçlanmayla finansmanını öngörmektedir. Ancak bu da yüksek faizlere yol açmıştır. Yüksek faiz ise dışarıdan sermaye girişini arttırmıştır. Böylece dolar aşırı değerlenmiştir. Buna tepki gösteren Almanya, Japonya, Fransa ve İtalya ile ABD arasında 1985'te Plaza Anlaşması imzalanmıştır.

Buna göre; ABD yüksek faiz politikasından vazgeçecek ve Japonya ise dış ticaret fazlasını ticaret yoluyla eritecektir. Böylece ABD Doları'nın değeri sadece FED'in değil, bütün dünya merkez bankalarının sorunu olmuştur.

DÖVİZ PİYASASI

Özellikleri :

- Alıcı ve satıcılarının karşılaşmalarının gerekli olmadığı bir piyasa türüdür.
- Organize bir piyasa değildir.
- Evrensel piyasalardır, iletişim araçları sayesinde 24 saat açıktır.
- Herkes bilgiye ulaşabildiği için fiyatlar birbirine çok yakındır.
- Tam rekabet piyasasına en yakın piyasa türüdür.
- Piyasa yapıcılığı (market-maker) rolü vardır.
- Müşteri taleplerine uygun olarak işlemler yapılır.

İşlevleri :

- *Satınalma gücü transferi* : Tasarrufların fona, fonların da yatırıma dönüşmesiyle gerçekleşir.
- *Kredi sağlama* : Dış ticaretteki akreditif işlemi örnek gösterilebilir.
- *Risikten kaçınma (hedging)* : Forward, futures ve hedging işlemleri yapılır.

Aracı kurumları :

- Ticari bankalar
- Banka dışı araçlar : döviz büfeleri, gayriresmi piyasa

Vadelerine göre döviz piyasası türleri :

- *Spot Piyasa* : Dövizin hemen yada en geç 2 işgünü içinde teslim edildiği piyasadır.
- *Vadeli (forward) piyasa* : Bugünden dövizin cinsi, miktarı, vadesi ve döviz kuru belirlenir. Vade tarihinde sözleşme uygulanır. Sözleşmeden vazgeçme hakkı yoktur.

Bazı tanımlar :

Döviz : Yabancı para cinsinden düzenlenmiş her türlü ödeme aracıdır. Nakit dövize “efektif” adı verilir.

Döviz kuru : Bir birim yabancı para birimi karşısında satın alınabilen ulusal para miktarını gösterir.

1 \$ = 1.45 YTL → Dolaysız kur, Avrupa usulü, Enserten kur

1 YTL = 1 / 1.45 \$ → Dolaylı kur, Amerikan usulü, Serten kur

Kur marjı (spread) : Alış ve satış kuru arasındaki farktır.

$$Kur\ marjı = [(Satış\ kuru - Alış\ kuru) / (Alış\ kuru)] .100$$

Marj Etkileyen Faktörler:

- Piyasa derinliği (işlem hacmi) fazla ise marj daralır.
- Beklentiler olumlu ise marj daralır.
- Panik dönemlerinde marj genişler.
- Döviz efektif ise marj genişler.
- Bankaların döviz pozisyonları marjı etkiler.

Çapraz kur : Kurların ortak dolar paydası cinsinden hesaplanmasıdır. N ülke para birimi varsa;

$$Döviz\ kuru\ sayısı : n.(n-1) / 2$$

Döviz arbitrajı : Herhangi bir ürünün fiyatının fiyat farkından yararlanma işlemidir.

Arbitraj türleri

1. İki Uçlu Arbitraj (Yer Arbitrajı)

İki farklı piyasada aynı anda oluşan fiyat farklılıklarından yararlanma işlemidir.

New York : 1 \$ = 1.45 YTL İstanbul : 1 \$ = 1.44 YTL

Böyle bir durumda ucuz piyasadan dolar alıp, pahalı piyasada dolar satışı yapılır. Böylece İstanbul'da dolar talebi artarken, New York piyasasında dolar arzı artacaktır. Bu iki zıt etkinin sonucunda kurlar eşitlenir.

2. Üç Uçlu Arbitraj (Dolaylı – Dolaysız Kur Farkından Yararlanma)

1 \$ = 2.50 YTL ve 1 € = 2 \$ ise 1 € = 5.00 YTL olması gerekir. Ancak herhangi bir nedenden dolayı 1 € = 4.00 YTL olarak ilan edilmişse ve örnek olarak elimizde 4.00 YTL varsa;

- 4.00 YTL ile 1 € alınır,
- 1 € ile 2 \$ alınır,
- 2 \$ ile 5.00 YTL alınır.
- Sonuç olarak 1.00 YTL kazanç sağlanır.

BANKALAR VE DÖVİZ PİYASASI

Banka ve müşterisi arasındaki döviz işlemlerine “perakende döviz piyasası “ denir. Bu işlemler sonucunda oluşan döviz rezervlerine göre kendi aralarında yaptıkları döviz işlemlerine ise “interbank piyasa – toptan piyasa” adı verilir. Türkiye’deki döviz piyasasını 3 başlık altında toplayabiliriz:

- TCMB Döviz ve Efektif Piyasası
- Bankalararası Piyasa
- Serbest Piyasa

Merkez bankası gözetiminde piyasa yapıcılığı rolünü üstlenen bankalar 10.30 – 15.30 saatleri arasında saat başı döviz kurlarını bildirirler. 15.30’da ise ilan edilen 6 kurun aritmetik ortalaması alınır.

İnterbank piyasasında bankalar dolaysız olarak bilgi ekranlarında görülen kurlar üzerinden işlem yaparlar. Ayrıca dealerla aracılığıyla banka adı gizli tutularak işlem yapılabilir.

Bankalar Merkez Bankası ile de işlem yaparlar. Ancak burada MB aracı ve garantör rolündedir. Bir bankadan aldığını diğerine satar.

Bankaların döviz pozisyonlarında artış olması fazla pozisyonda olduklarını gösterir. Tersi de eksik pozisyon olarak adlandırılır. Her ikisi de açık pozisyon olarak tanımlanır ve her ikisi de risk taşır.

Fazla durumunda döviz kuru düşerse rezervlerin değerinin düşmesi riski vardır.

Eksik durumunda ise döviz kuru artarsa borçların yükünün artması riski vardır.

DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

1. Sabit Kur Sistemi

- a. Belli bir paraya yada para sepetine bağlı bir kur
- b. Belli bir para biriminin olmadığı sistem
 - i. Resmi dolarizasyon
 - ii. Para kurulu
 - iii. Parasal birlik

2. Dalgalı Kur Sistemi

- a. Yönetimli Dalgalanma
- b. Serbest Dalgalanma

3. Ara Sistemler

- a. Sürünen pariteler
- b. Geniş marjlı pariteler
- c. Kayan pariteler

1. SABİT KUR SİSTEMİ

Sabit kur sisteminin avantajı; piyasada belirsizliklerin ve spekülasyonların olmamasıdır. Dezavantajı ise; ülkenin parasını bağladığı ülkenin konjonktürüne göre daralma yada genişleme sürecine girme riskinin bulunmasıdır. Ayrıca bu sistemde ülke bağımsız para politikası izleyememektedir.

1.1. Resmi Dolarizasyon

Yabancı para biriminin resmi para birimi olarak kabul edilmesidir. Dış piyasalarda güven yaratacağı için daha az maliyetle borçlanmayı sağlar. Dezavantajı ise ülkenin senyoraj gelirini ortadan kaldırmasıdır.

1.2. Para Kurulu

Merkez Bankası yerine parasal işlemleri yürüten kuruldur. Ülkeye döviz girişi olduğunda para arzını arttırır. Yerli para karşılığı kadar yabancı para olmasını sağlar. Dezavantajı; bağımsız para politikası uygulanamamasıdır. Avantajı; para basımının kısıtlanmasıyla enflasyonun önlenbilmesidir.

1.3. Parasal Birlik

Yakın coğrafyada yer alan ve ekonomik durumları birbirlerine yakın olan ülkelerin tek bir para kullanımına geçmeleri ile oluşturdukları birliktir. Başarı koşulu; üretim faktörlerinin de serbestçe dolaşabilmesidir. Çünkü dış açıklar devalüasyon yoluyla giderilemez.

A ülkesinde dış açık varsa; Toplam harcamalar ↓ → üretim ↓ → istihdam ↓

B ülkesinde dış fazla varsa; Toplam harcamalar ↑ → üretim ↑ → istihdam ↑

A ülkesinden B ülkesine doğru işgücü transferi olur.

2. DALGALI KUR SİSTEMİ

2.1. Yönetimli Dalgalanma

Merkez Bankası'nın gerektiğinde kurlara müdahale ettiği sistemdir.

2.1.1. **Temiz Dalgalanma** : Paranın dış değerinin ayarlanması amacıyla yapılan müdahaledir.

2.1.2. **Kirli Dalgalanma** : Ticaret ortaklarına karşı rekabet avantajı kazanmak amacıyla yapılan müdahaledir.

2.2. Serbest Dalgalanma

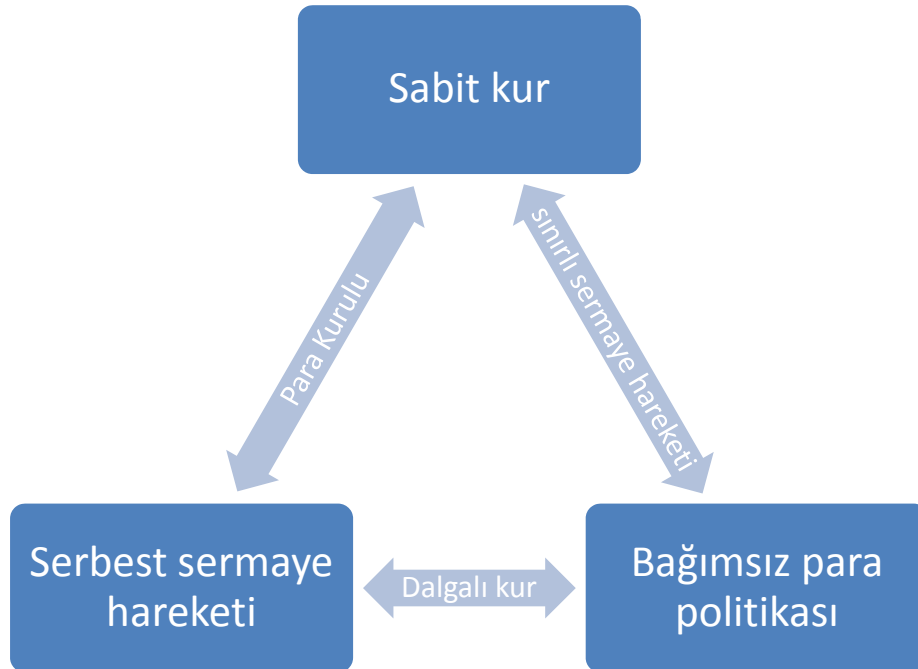
Döviz kurunun hiçbir müdahaleyle karşılaşmadan arz – talep dengesine göre belirlenmesidir.

Dalgalı Kur Sisteminin Avantajları :

- Kur arz – talebe göre belirlendiği için ulusal paranın gerçek değeri ortaya çıkar.
- Dış denge kendiliğinden sağlanır.
Dış açık \rightarrow döviz talebi \uparrow \rightarrow kur \uparrow \rightarrow ithalat pahalalanır \downarrow \rightarrow ihracat ucuzlar \uparrow \rightarrow açık \downarrow
- Döviz rezervlerine ihtiyaç azalır.
- Bürokrasiye ihtiyaç azalır. Sabit kurdaki gibi mevcut dövizin kimlere dağıtılacağı sorunu yoktur.
- Kurlarda ufak değişmelerle denge sağlanır. Şok etkisi yapan devalüasyonlara ihtiyaç olmaz.

Dalgalı Kur Sisteminin Dezavantajları :

- Spekülasyonlara açıktır.
 - İstikrar bozucu spekülasyon : Kurlar artarken döviz alımı yaparak kurların olması gereken denge noktasından giderek uzaklaşması durumudur.
 - İstikrar sağlayıcı spekülasyon : Kurlar artarken döviz satımı yapılarak kurların denge noktasına yaklaşmasına yardım edilmesi durumudur.
- Günlük kur değişimleri ticaret ve yatırımlarda belirsizlikleri çoğaltır.
- Kurlardaki artış ithal girdilerini pahalılaştırır. Önce ithal mallarının, sonra diğer bütün malların fiyatı artar. Yurtiçi enflasyonu arttırıcı etkisi vardır.



- *Para arzı \uparrow \rightarrow Gelir \uparrow \rightarrow İthalat \uparrow \rightarrow Dış açık \uparrow \rightarrow Sabit kur varsa Kur değişmez.*
- *Döviz arzı \uparrow \rightarrow Ulusal para arzı \downarrow \rightarrow Faiz (r) \downarrow \rightarrow Sermaye çıkışı \uparrow \rightarrow Dış açık \uparrow*

3. ARA SİSTEMLER

3.1. Sürünen Pariteler

Enflasyon veya faiz oranı gösterge kabul edilip, buna göre döviz kurları belirlenir. Ülke parasının sınırlı ölçüde değer kaybına izin verilir. Kurları Merkez Bankası ilan eder. Türkiye’de 1999 – 2000 arasında uygulanmıştır.

3.2. Geniş Marjlı Pariteler

Döviz kurları sabit bir parite etrafında ama geniş bir bant içinde dalgalanır.

3.3. Kayan Pariteler

Ayarlanabilir kur sistemine ilaveten döviz kurları önceden ilan edilen miktarlarda veya sık sık belirlenen denge döviz düzeyine ulaşıncaya kadar sürekli değiştirilmektedir.

Kurların Belirlenmesinde Etkili Olan Faktörler

- Ödemeler dengesi
- Enflasyon oranları (satınalma gücü paritesi) : Buna göre, döviz kuru iki ülkenin enflasyon oranları farkını yansıtacak şekilde değişir.
- Faiz oranları : Genelleştirilmiş Fisher Etkisi’ne göre reel faiz getirileri ülkeler arasında eşittir. Değilse, eşitlik sağlanana kadar sermaye hareketleri devam eder.
- Politik istikrar
- Para ikamesi modeli

Kurları Belirleyen Yöntemler

- **Kitchen Sink Yöntemi** : Döviz uzmanlarının ekonomik, politik ve psikolojik etmenlere bakarak oluşturduğu istatistiksel modellerle desteklenen bir yöntemdir.
- **Momentum – Charting** : Bilgisayar bazlı bir tahmin yöntemidir.
- **Döviz kuru politikaları** : Hükümetlerin belirledikleri kurların ilan edilmesidir.

ULUSLARARASI FİNANSTA TEMEL PARİTE KOŞULLARI

- Satınalma Gücü Paritesi
- Faiz Paritesi
- Genelleştirilmiş Fisher Etkisi
- Uluslararası Fisher Etkisi
- Vadeli Döviz Kuru Paritesi

1. SATINALMA GÜCÜ PARİTESİ

Tam rekabet piyasasının geçerli olduğu, taşıma maliyetlerinin ve işlem giderlerinin olmadığı ideal bir ortamda her ekonomik varlığın tek bir fiyatı vardır. Buna “tek fiyat kanunu” denir. Bu kanuna dayanan satınalma gücü paritesi ise tüm malların fiyatları ile döviz kurları arasında ilişki kurmaktadır.

1.1. Mutlak Satınalma Gücü Paritesi

Ülkelerin denge döviz kurlarına göre birbirine dönüştürülmüş fiyatlar genel düzeylerinin tüm ülkelerde aynı olmasını ifade eder. Diğer bir ifadeyle belli bir mal sepetinin bir ülkedeki fiyatının, cari döviz kurlarına göre ifade edildiğinde dünyanın her yerinde aynı olacağı anlamına gelir.

Anında teslim kuru S , yurtiçi fiyat endeksi P_d ve dış fiyat endeksi P_f ile gösterilirse;

Mutlak satınalma gücü paritesi ; $P_d = S * P_f$ şeklinde yazılabilir.

Ancak iki ülkedeki mal fiyatlarını karşılaştırmada endeksleri kullanabilmek için her iki ülkenin kullandığı endekslerde benzer mal ve hizmetlerin yer alması gerekmektedir. Yukarıdaki formüle dayanarak anında teslim kurunu şu şekilde gösterebiliriz :

$$S = P_d / P_f$$

Bu formüle dayanarak, yurtiçi fiyatlar yurtdışı fiyatlardan ne derece yüksek ise (düşük ise) döviz kuru da o ölçüde yüksek (düşük) olacaktır. Diğer bir ifadeyle herhangi iki ulusal para arasındaki değişim oranı, ilgili ülkelerin genel fiyat düzeylerinin oranına eşittir.

Ancak ülkelerin fiyat endekslerine kattıkları ürünlerin farklı olması, bazı ürünlerin uluslar arası ticarete konu olmaması, hükümetlerin kısıtlamaları, tarifeler gibi nedenlerle her zaman çok sağlıklı sonuçlar elde edilemeyebilir.

1.2. Nisbi Satınalma Gücü Paritesi

Mutlak satınalma gücü paritesinden farklı olarak; belirli bir anda döviz kurunun ne olduğu ile ilgili değil, belli bir başlangıç yılını hareket alarak kurların nasıl değişeceğini açıklamaya çalışır. Nisbi satınalma gücü paritesine göre; belli bir dönemden diğer bir döneme döviz kurundaki değişme, bu dönem boyunca iç ve dış fiyat artış oranları arasındaki farka eşittir.

Diğer bir deyişle; yurtiçi enflasyon oranı yurtdışı enflasyon oranından yüksek olan ülkede döviz kuru bu fark ölçüsünde yükselir, düşük olan ülkede ise o ölçüde düşer.

$$S_1 - S_0 / S_0 = P_d - P_f$$

S_0 = İlk dönemdeki kur

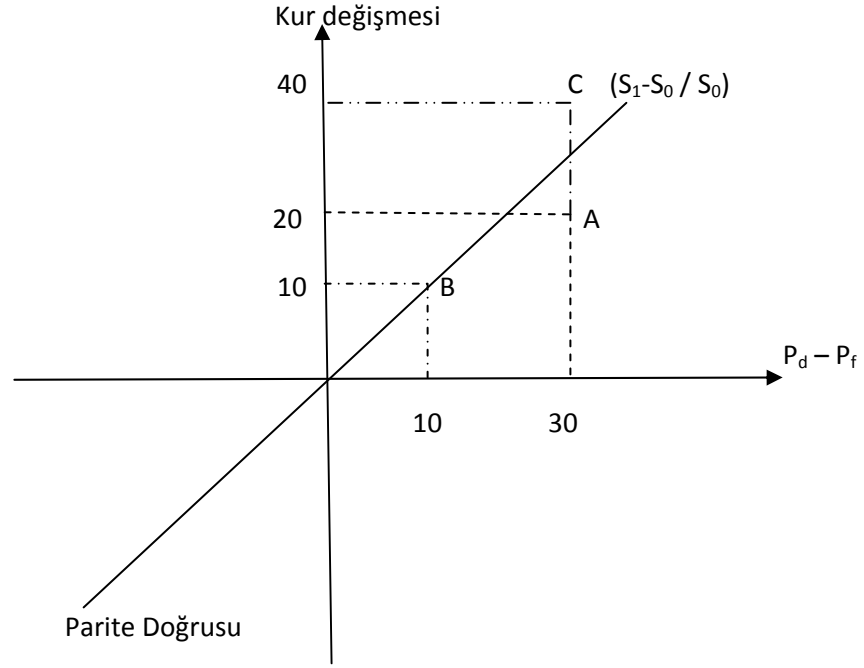
S_1 = Sonraki dönemin kur düzeyi

P_d = Yurtiçi enflasyon oranı

P_f = Yurtdışı enflasyon oranı

Örnek : 2004 yılında 1 \$ = 1.4 YTL, $P_{\text{türkiye}} = \% 15$, $P_{\text{amerika}} = \% 5$ ise 2005'te kur ne olmalıdır?

$$S_1 - 1.4 / 1.4 = 0,15 - 0,05 \quad S_1 = 1,54 \text{ YTL olmalıdır.}$$



Aşırı değerlendirme : Parite doğrusunun altındaki her noktada kurlardaki değişim enflasyon oranları farkından küçüktür. Yani TL olması kadar değer kaybetmemiştir. Bu durum ihracat üzerinde olumsuz etki yaratır. Ülkenin rekabet güzü azalır. Tersisi ise eksik değerlendirme. Ülke ulusal parası gereğinden fazla değer kaybetmiştir.

Eleştirisi : Kurlar sadece mal ve hizmet fiyatlarına bağlanmıştır. Sermaye hareketlerinin kurlar üzerindeki etkisi ihmal edilmiştir.

- Enflasyon oranlarının yüksek olduğu, sermaye piyasasının yeterince gelişmediği ülkelerde kolaylıkla uygulanır. Hiperenflasyon dönemlerinde ve dolarizasyon durumlarında nisbi satınalma gücü paritesi birebir işler.
- Nisbi satınalma gücü paritesi kuru, uzun vadede kurların izlemesi gereken yolu gösterir. Kısa vadede hemen değişim olmaz.

Nominal ve Reel Kur

SGP'den sapmaları ölçmek için reel kur endeksi kullanılır. SGP kuru geçerli olduğunda nominal kur reel kura eşit olur. Aşırı yada eksik değerlendirme durumunda iki kur farklı olur. Reel kur endeksi 1'den küçük olduğunda ülke parası aşırı değerlendirilmiş olur.

$$\text{Reel kur} = \text{Nominal Kur} \cdot P_f / P_d$$

Ş kuru	Nominal kur endeksi	TR'de TÜFE (P _d)	ABD TÜFE (P _f)	Reel kur endeksi
2004, 1.35 YTL	100	100	100	100
2005, 1.45 YTL	107	120	100	98

Nominal kur endeksi = nominal kur (cari yıl) / Baz yıl (2004) = 1.45 / 1.35 = 107

Reel kur endeksi = nominal kur .(P_f / P_d) = 107 .(100 / 120) = 98

Endeks, 100'den küçük olduğu için SGP kurunun altındadır. Yani TL aşırı değerlenmiştir.

Reel kur = Nominal kur / Reel kur endeksi

$(1.45 / 98).100 = 148 \rightarrow$ 2005'te olması gereken nominal kur değeridir.

BIG MAC ENDEKSİ

Big Mac fiyatının dünyanın her yerinde aynı olması gerektiğini savunmaktadır.

- Türkiye'de Big Mac fiyatı : 4.00 YTL
- ABD'de Big Mac fiyatı : 2.49 \$
- Kur : 1 \$ = 1.32 YTL ise;
 - TR'de Big Mac'in \$ cinsinden fiyatı : 4.00 / 1.32 = 3.02 \$
 - TR'de kurun olması gereken değeri : 4.00 / 2.49 \$ = 1.60 ytl
 - Buna göre; 1.60 – 1.32 / 1.32 = % 21 (YTL %21 oranında aşırı değerlidir)

2. FAİZ PARİTESİ

Kısa vadeli uluslararası para piyasaları arasındaki arbitrajın sonucudur. Uluslararası para piyasalarındaki faiz farkı faiz arbitrajını doğurmaktadır. Ancak karşılaştırma yapabilmek için riski aynı olan araçların karşılaştırılması gerekir. Örneğin; hazine bonusu vb.

Faiz arbitrajından yararlanmak isterken kur riskiyle karşılaşılır. Uluslararası yatırımcı dolar olan fonlarını YTL'ye çevirip hazine bonusu alırken, vade sonunda gerçekleşmek üzere bir döviz alım sözleşmesi yaparak hem faiz arbitrajından yararlanır, hem de kur riskinden kaçınmış olur. Buna "güvenceli faiz arbitrajı" denir.

Bir uluslararası yatırımcının yatırım kararını etkileyen en temel faktörler;

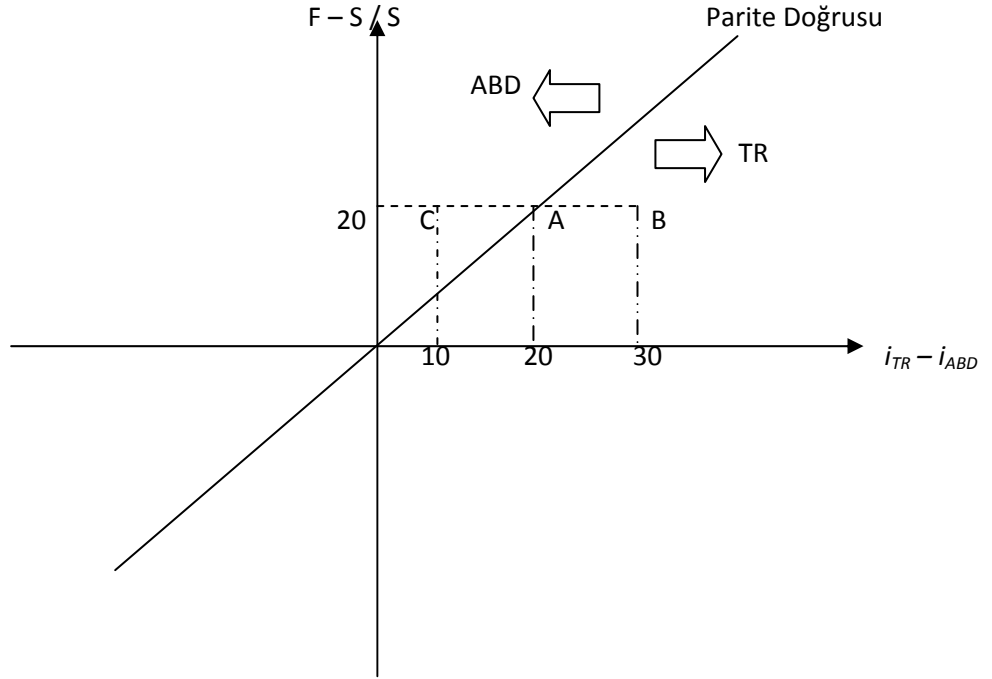
- İki ülke arasındaki faiz oranı farkı
- Ulusal paranın prim / iskontosu

$$i_{TR} - i_{ABD} = F - S/S$$

Bu parite koşulunu sağlayan vadeli kura "parite kuru" denir.

$i_{TR} - i_{ABD} > F - S/S \rightarrow$ Fonlar Türkiye'ye doğru gelir.

Arbitraj işleminin bir gereği olarak bir dönem sonra Türkiye’de faizler düşmeye başlayacaktır ve her iki ülkedeki faiz oranları eşitlenecektir.



A noktasında; Türkiye’de faiz kazancı 20 puan fazla iken YTL’nin değer kaybı da 20 puandır. Yatırımcı yatırım yapıp yapmama konusunda kararsızdır.

B noktasında; Türkiye’de faiz kazancı ABD’nin 30 puan üstünde iken YTL’nin değer kaybı 20 puan olduğu için yatırım fonları Türkiye’ye yönelir.

C noktasında; Türkiye’de faiz kazancı 10 puan fazla iken YTL’nin primi 20 puan olduğu için fonlar ABD’ye yönelir.

Örnek : Türkiye’de faiz oranı % 20, ABD’de % 5’dir. 1 \$ = 1.45 YTL iken faiz paritesini sağlayan vadeli kur ne olmalıdır ?

$$i_{TR} - i_{ABD} = F - S / S$$

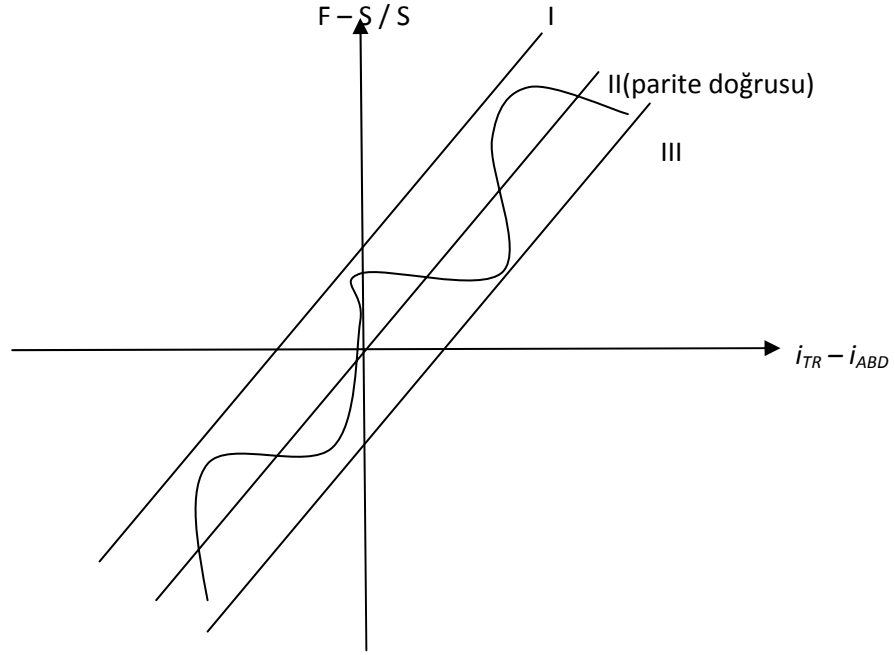
$$(0,20 - 0,05) / (1 + 0,05) = (F - 1,45) / (1,45)$$

$$F = 1.65 \text{ YTL} \rightarrow \text{Forward piyasa kuru}$$

Faiz arbitrajından yararlanmak için şu unsurların da dikkate alınması gerekir.

- İşlem maliyeti
- Uluslararası vergileme farkları (önemli olan vergi sonrası kazançtır)
- Hükümet kontrolleri ve politik riskler
- Kar fırsatlarından yararlanmada gecikmeler

Bu nedenle parite doğrusu düz bir doğru değil, bir bant (şerit) şeklindedir.



Şekildeki I ve III nolu doğrular arasında yatırımcıların arbitraj karı elde etmeleri mümkün değildir.

3. FISHER ETKİSİ

Enflasyon farkı ölçüsünde nominal faiz oranlarının da artması gerektiğini ifade etmektedir.

Nominal faiz oranı = Reel faiz oranı + Beklenen enflasyon oranı

$$i = r + p^e$$

3.1. Genelleştirilmiş Fisher Etkisi

Müdahalenin olmadığı bir dünyada reel faizler her ülkede aynıdır. Bu yüzden ilk eşitliğimizden “r” değerini çıkarabiliriz.

$$i_{TR} = r_{TR} + p_{TR}^e$$

$$i_{ABD} = r_{ABD} + p_{ABD}^e$$

$$i_{TR} - i_{ABD} = p_{TR}^e - p_{ABD}^e$$

Ülkedeki enflasyon oranı ne kadar yüksek ise nominal faiz oranları da o ölçüde yüksek olmalıdır.

3.2. Uluslararası Fisher Etkisi

Yukarıdaki eşitliği uluslararası piyasa ile ilişkilendirdiğimizde “uluslararası Fisher etkisi”ni elde ederiz. Buna göre enflasyon oranı yüksek olan ülkede nominal faiz oranı da yüksektir. Dolayısıyla ülkenin ulusal parasının da o ölçüde değer kaybetmesi gerektiğini savunmaktadır.

$$i_{TR} - i_{ABD} = p_{TR}^e - p_{ABD}^e = E(S) - S/S$$

nominal faiz oranı yüksekliği = enflasyon oranı yüksekliği = YTL'nin iskontosu / primi

Parite koşullarından sapma olduğu bir durumda aşırı kar yada zarar durumu ortaya çıkmaktadır. Uluslararası Fisher koşullarında sapma olduğunda ödünç fon bulma maliyeti ve fon yatırım getirileri uluslararası para birimleri cinsinden çok farklı olur.

TÜREV PİYASALAR

- Vadeli (forward) piyasa
- Gelecek (futures) işlemleri
- Opsiyonlar
- Swaplar

1. GELECEK (FUTURES) İŞLEMLERİ

Riskten kaçınmak amacıyla döviz, faiz, borsa endeksleri üzerinden yapılan sözleşmelerdir.

Belli bir dövizin bugünden belirlenen kur, vade ve miktar olarak alınıp satılmasını içeren sözleşmelerdir.

İlk olarak 1800'lerde ABD'de tarım ürünleri üzerine uygulanmıştır. 1970'lerden sonra döviz üzerine de gelecek sözleşmeleri yapılmaya başlanmıştır. Bretton Woods Sistemi yıkıldıktan sonra önemi ve kullanımı artmıştır. 1980'lerden sonra ise petrol krizleri nedeniyle faiz üzerindeki işlemler yoğunlaşmıştır. Türkiye'de ise 5 Şubat 2005'ten itibaren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda gelecek sözleşmeleri yapılmaya başlanmıştır.

VOBAŞ'taki Gelecek Sözleşmesi Yapılan Ürünler

- *Emtia (mal)* : Buğday, pamuk, altın
- *Döviz* : Dolar, Euro
- *Faiz* : 90 ve 360 gün vadeli Devlet İç Borçlanma Senetleri

Vadeli (Forward) İşlemler ile Gelecek (Futures) İşlemleri Arasındaki Farklar

- Forward banka ile yapılan tezgahüstü işlemlerdir. Fiyat pazarlıkla belirlenir. Futures borsada yapılan organize işlemlerdir. Herkes için tek fiyat vardır.
- Forwardda müşteri talebi esastır. Futures işlemlerde dövizin cinsi, miktarı ve vadesi gibi unsurlar borsa tarafından belirlenir.
- Forward işlemler müşteri talebine göre yapıldığı için ikincil piyasası sığdır. Futures işlemler standart sözleşmelerden oluştuğu için vade sonu beklenmeden elden çıkarılabilir. Bu da ikincil piyasasının gelişmesine imkan tanır.
- Forwardda taraflardan birisinin taahhütlerini yerine getirmeme riski vardır. Futures işlemler Takasbank ve Borsa güvencesi altındadır.
- Forwardda teminat ödemesi yoktur.

- Futures işlemlerde başlangıç ve yürütme teminatları vardır. Teminat bedeli günlük kur dalgalanması ile artar veya azalır. Bu şekilde günlük kar veya zarar ortaya çıkar.
- Futures sözleşmelerde kapanış fiyatı olarak “uzlaşma fiyatı” kullanılır. Bu fiyat, VOBAS’da son on dakika içerisinde yapılan en az on işlemin fiyat ortalamasıdır. Kapanış fiyatında oluşacak büyük ölçekli artış yada azalışlar günlük kar / zararı etkiler. Bu yüzden tek bir fiyat yerine uzlaşma fiyatı esas alınır.

Örnek : Futures kontrat büyüklüğü: 125,000 Euro, Sözleşme kuru : 1 € = 1,3 \$

- Bir gün sonra kur 1 € = 1,35 \$ olursa; sözleşmenin değeri (125,000*0,05) 6250 \$ artacaktır. Bu artış teminata eklenir ve yatırımcı isterse günlük olarak bu karını kullanabilir.
- Bir gün sonra kur 1 € = 1,22 \$ olursa; sözleşmenin değeri (125,000*0,08) 10,000 \$ azalacaktır. Bu zarar teminattan düşülecektir. Bu gibi zararlar başlangıç teminatının % 25’ine kadar düşebilir. Örneğin sözleşmede 10.000 \$ başlangıç teminatı varsa, zararlar bu teminatı en fazla 750 \$’a kadar indirebilir.

Futures İşlemlerin Yararları

- Riskten kaçınma
- Spekülasyon yapabilme
- Gelecekteki kurları tahmin etme

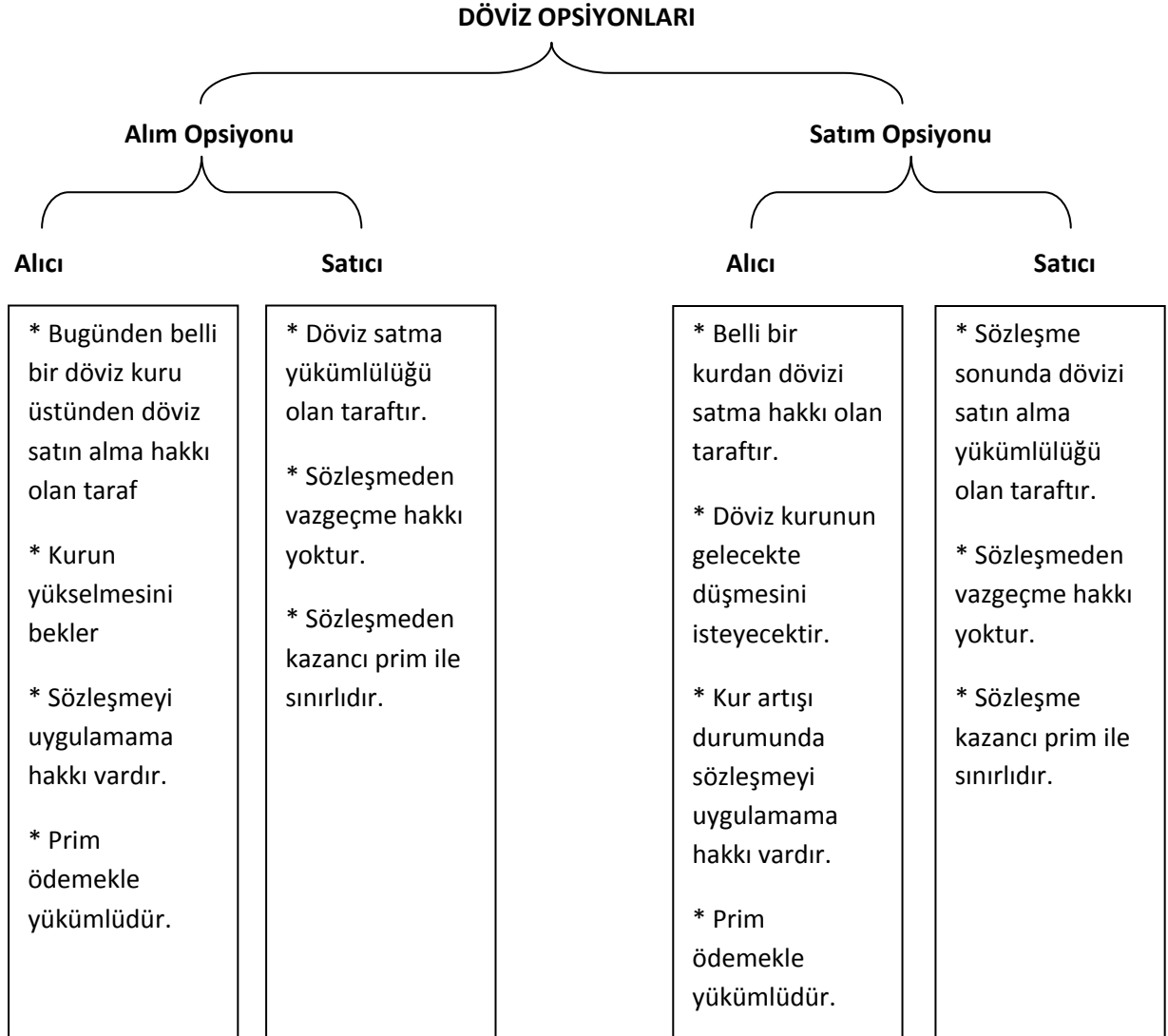
2. OPSİYON SÖZLEŞMELERİ (OPTIONS)

Belli bir kurdan belli bir dövizin alınması yada satılması “**hakkı doğuran**” sözleşmelerdir. Borsada yada bankalarda işlem yapılabilir. Borsadaki işlemler standartlık açısından gelecek sözleşmelerine benzemektedir.

Opsiyon alıcısı, piyasa kuruna bakarak opsiyonu uygulayıp uygulamama hakkına sahiptir. Sözleşmeden vazgeçme hakkı vardır. Bunun bedeli olarak sözleşmedeki primi ödemekle yükümlüdür.

Vade açısından ikiye ayrılır:

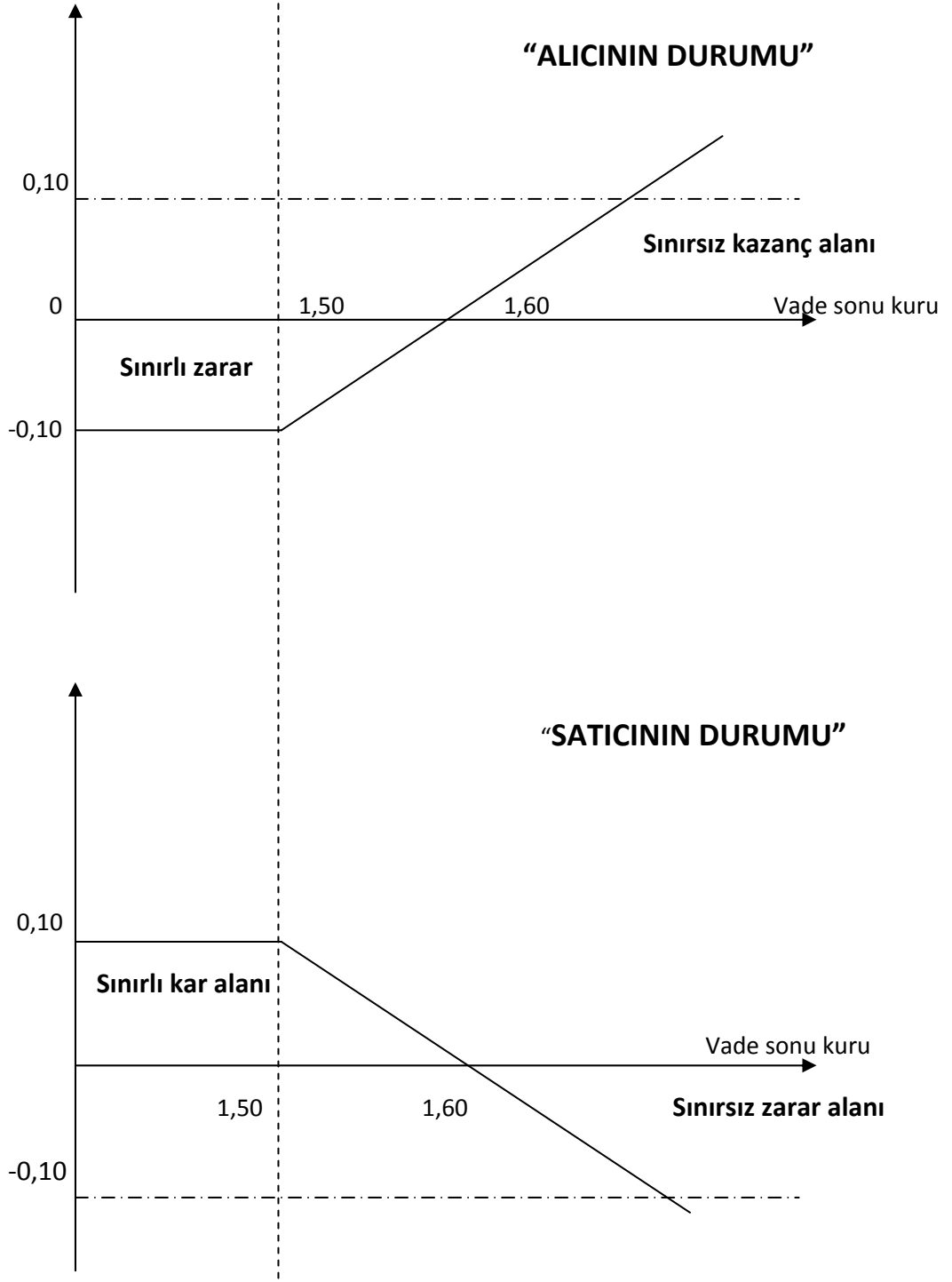
- *Avrupa usulü* : Sözleşmenin uygulanması için vade sonuna kadar beklenir.
- *Amerikan usulü* : Vade içindeki herhangi bir tarihte opsiyon uygulanabilir. Daha esnek olduğu için primi yüksektir.



Örnek : Sözleşme kuru : 1 \$ = 1.5 YTL iken kurların yükseleceği beklentisi ile primi % 10 (dolar başına 0,10 YTL) olan bir döviz alım opsiyonu sözleşmesi alınmıştır. Vade sonunda;

- Piyasa kuru > sözleşme kuru ise sözleşme uygulanır. Opsiyon alıcısı kazançlıdır.
- Piyasa kuru < sözleşme kuru ise sözleşme uygulanmaz. Sadece prim ödenir.

Sözleşmeye göre 1 \$ elde etmenin maliyeti: $1.50 + 0.10 = 1.60$ YTL'dir.(başabaş fiyatı)



Piyasa kurları vade sonunda sözleşme kurundan düşük olursa opsiyon alıcısı sözleşmeden vazgeçme hakkını kullanır. İhtiyacı olan döviz piyasadan alıp kazanç elde ederken, diğer tarafa prim ödemeye razı olur. Diğer tarafın sadece prim kadar karı olurken, alıcı kurların değerine göre sınırsız kazanç elde edebilir.

3. SWAP İŞLEMLERİ

Belirli bir miktar ve nitelikteki döviz, para, altın, mali araç, alacak, mal gibi varlıklarla yükümlülüklerin önceden belirlenen fiyat ve koşullara göre gelecekteki bir tarihte ve banka şeklinde organize olan bir piyasada değiş tokuşunu kapsayan vadeli bir işlemdir.

Swapın kullanılmasının en yaygın amacı; faiz oranı, döviz kuru ve diğer değişmelerden kaynaklanan risklere karşı güvence sağlamasıdır.

3.1. Kullanma Amaçları

- Belirli döviz fonlarına erişebilme yeteneği ve daha uygun kurdan döviz sağlayabilme olanağı
- Sabit faizli veya değişken faizli fon sağlamada karşılaşılan güçlüklerin varlığı
- Belirli bir döviz üzerinden elde edilebilecek ihracat ve diğer kredilerin varlığı ve/veya diğer bir döviz cinsinden fon edinme zorunluluğu
- Belirli bir piyasada birincil borçlanma için gerekli likiditenin bulunamaması
- Döviz kuru veya faiz oranlarının gelecekteki değişimleri üzerinden spekülasyon yapma isteği
- Bazı piyasalarda ulaşılabilen vadenin kısalığı
- Kambiyo kontrolleri ilgili problemlerden kaçınma isteği

3.2. Tarafları

Swap işlemi, fon ihtiyacı olan bir yada iki taraf ile aracılar yada bankalar tarafının oluşturduğu yapıdan oluşmaktadır. Hem maliyetinin az oluşu hem de sağladığı avantaj üstünlükleri nedeniyle faiz oranı swapının uygulama oranları genel swaplar için de % 80 oranına ulaşmaktadır. Bu durum ise swap denilince öncelikle faiz oranı swapının akla gelmesini sağlamaktadır.

3.3. Swap Sözleşmelerinin Vadeleri

Genellikle orta vadeli işlemlerdir. Vade 3-10 yıl arası bir süreyi kapsayabilmektedir. Uygulamada çoğunlukla 1 yıldan az, 1-5 yıl ve 5 yıldan fazla şeklinde ifade edilebilen 3 vade türünde swap işlemleri yapılmaktadır.

3.4. Türleri

- Döviz swapları
- Farklı ulusal para kredileri üzerindeki swapları
- Faiz swapları

3.4.1. Döviz Swapları

Anında alınan bir ulusal paranın vadeli olarak satılması şeklinde iki ayrı işlemin birbirine bağlanmasıdır. Amaç kur riskinden korunmaktır. Bankalar arasında ve bankalar ile merkez bankası arasında genellikle döviz pozisyonlarını denkleştirmek amacıyla kullanılır.

Örneğin; A bankası dolar üzerinden anında işlemlerde bir fazla pozisyon, vadeli işlemlerde ise eksik pozisyon vermiştir. Bu yüzden anında dolar satmak ve vadeli dolar alım işlemi yapmak isteyecektir. Bunu piyasadan karşılması ek maliyetlere yol açabilir. Bu yüzden Interbank piyasasında kendisinin tersi durumda ihtiyacı olan başka bir banka ile swap işlemi yapacaktır.

İşlemlerden birisi genellikle anında teslim işlemidir. Buna “anında – vadeli swap” denir. İki işlemin de vadeli olması durumunda ise “vadeli – vadeli swap” adını alır. Doların 3 ay vadeli olarak satın alınıp, 6 ay vadeli olarak satılması gibi.

3.4.1.1. Kullanım Amaçları

- Bazı kurum ve kuruluşlar borç ve alacaklarından dolayı yabancı para akışı sorunuyla karşı karşıya kalabilmektedir. Bir para biriminin uzun dönemli riskini minimum kılabilme ya da azaltmak için aynı para biriminden karşıt olarak para akışı sağlaması gerekebilir. Firmaya yardımcı olmak ve döviz riskini yönetmek amacıyla kullanılırlar.

- Döviz swapı herhangi bir para biriminden sağlanan fonun istenilen para birimine dönüştürülmesini sağlar. Ayrıca borçlular bu sayede fon maliyetlerini düşürerek düşük fon temin edebilmektedirler.

- Bazı ülkelerde tahvil piyasalarından borçlanmaları arttırmak isteyenlere karşı yasal sınırlar bulunabilmektedir. Bu tip sınırlamalarda döviz swapı istenilen para birimine kolayca değiştirilebilmektedir.

- Uluslararası şubelere sahip firmalar şubelerdeki atıl fonları kullanmak amacıyla swapları kullanılmaktadır.

3.4.2. Farklı Ulusal Para Kredileri Üzerindeki Swaplar

Bir ulusal paraya bağlı borç servisi yükümlülüğünün başka bir ulusal para üzerinden borç servisi yükümlülüğü ile değiştirilmesidir.

Firmalar kendi piyasalarından düşük maliyetle buldukları kredilerin faiz oranlarını birbirleri ile değiştirirler. Bu anlaşmalarda genellikle ana para tutarları aynı olmaktadır. Fakat aynı anda aynı ihtiyaçlara sahip firmaların birbirlerini bulmaları zor olacağı için bu işlemi genellikle bankalar gerçekleştirir. Anlaşmada genellikle cari kur esas alınır. Anaparaların eşit olması nedeniyle aslında swap sözleşmesi ile değiştirilen kredilerin anaparaları değil, bunların ilgili yabancı para cinsinden ödenecek olan faizleridir. Bu yüzden anapara miktarına “sanal değer” denilmektedir.

Örnek :

	A Firması	B Firması
\$	% 10	% 11,5
€	% 5	% 6

Firmalar daha fazla avantaja sahip olduğu para biriminden borçlanmayı seçeceği için A firmasının \$ ile, B firmasının € ile borçlanması doğru olacaktır. Ancak herhangi bir nedenden dolayı A firmasının €'ya, B firmasının ise \$'a ihtiyacı olduğunu varsayalım. Bu durumda aralarında bir swap sözleşmesi yapacaklardır. Sözleşmenin şartları şöyledir:

- A firması B firmasına \$ kredisini devreder. Karşılığında % 10,75 faiz alır.
- B firması A firmasına € kredisini devreder. Karşılığında % 5,5 faiz alır.
- Anapara tutarları: 130 milyon Euro ve 100 milyon Dolardır. Kur 1 € = 1 \$ olarak alındığından anapara tutarları eşit olmaktadır.

A firmasının durumu

- Kredi faizi ödemesi : - % 10
- Swap sözleşmesi yükümlülüğü : + % 10,75 (B'den alacak)
- Swap sözleşmesi yükümlülüğü : - % 5,5 (B'ye ödeyecek)
- Net durum : % 4,75

B firmasının durumu

- Kredi faizi ödemesi : - % 6
- Swap sözleşmesi yükümlülüğü : + % 5,5 (A'dan alacak)
- Swap sözleşmesi yükümlülüğü : - % 10,75 (A'ya ödeyecek)
- Net durum : % 11,25

A firması ilk durumda Euro ile borçlanmış olsaydı % 5 faiz ödemek zorunda kalacaktı. Ancak swap sözleşmesi sonunda Euro kredisi için ödemesi gereken faiz oranı % 4,75 olarak gerçekleştiği için % 0,25 tutarında bir faiz kazancı sağlamıştır.

B firması ise ilk durumda Dolar ile borçlanmayı seçseydi % 11,5 ile borçlanacaktır. Swap sözleşmesinden sonra Dolar ile borçlanmanın maliyeti % 11,25 olduğu için B firması da % 0,25 oranında bir kazanç sağlamıştır.

Swap sözleşmesi sonunda her iki firma da ortaya çıkan karı eşit paylaşmışlardır. Ancak ortaya karın çıkması yada eşit paylaşılması gibi bir zorunluluk durumu yoktur.

3.4.3. FAİZ SWAPI

İki firmanın aynı ulusal para cinsinden sağlamış oldukları kredilerle ilgili faiz yapılarının aralarında değiştirilmesidir. Ulusal para swaplarından ayrılan en önemli özelliği; sözkonusu firmaların aynı ulusal para ile borçlanmış olmalarıdır. Faiz swapını para swapından ayıran özellik ise; faiz swapında anaparanın ne başlangıçta ne de vade sonunda değiştirilmemesidir. Sadece faizler karşılıklı olarak değiştirilmekte ve böylece risk de sadece faiz ödemeleri ile sınırlandırılabilir. Faiz swapının para swapına göre uluslararası piyasada daha çok rağbet görmesinin nedeni budur.

Krediler, faiz yapıları bakımından sabit yada değişken faizli olabilirler. Sabit faizli kredilerin faiz oranları, kredinin vadesi boyunca değiştirilmez. Değişken faizli kredilerde ise faiz oranları piyasadaki gelişmelere bağlı olarak her altı ayda bir yeniden güncellenir. Değişken oranlı faizler genellikle LIBOR'a eklenen bir faiz marjı ile belirlenir.

SWAP İŞLEMLERİNDE KARŞILAŞILAN RİSKLER

- **Kredi Riski**

Kredi riski bir borca ait anapara ve faiz ödemelerinin, borçlunun borç / öz sermaye oranına, şirketin üretim gücüne ve ekonomik koşullarına bağlı olarak yapılamama olasılığıdır. Swap işleminde kredi riski ise, tarafların yükümlülüklerini yerine getirememeye ihtimalidir.

- **Likidite Riski**

Swap kapsamında anlaşmaya varılan ödemelerin vadeye uygun olarak yerine getirilememeye olasılığıdır. Ancak likidite riski, sözkonusu işletmenin likidite zorluklarıyla karşılaşması durumunda ortaya çıkmaktadır.

- **Güvence Riski**

Genel olarak swap işlemlerinde hiçbir güvence istenmemektedir. Ancak tarafların kredibilitesindeki aşırı dengesizlik nedeniyle güvence sözkonusu olabilmektedir. Bu anlamda yeni risk grupları da oluşabilmektedir.

- **Taraf Bulamama Riski**

Bir bankaya yada aracı kuruma başvurulduğunda ihtiyaç duyulan swap işlemi için karşı taraf bulunamayabilir.

ULUSLARARASI MALİ PİYASALAR

Mali piyasa, tasarruf fazlasına sahip olan kişi ve kurumlar ile tasarruf ihtiyacı olan kişi ve kurumların bir araya gelmesine aracılık eden piyasalardır.

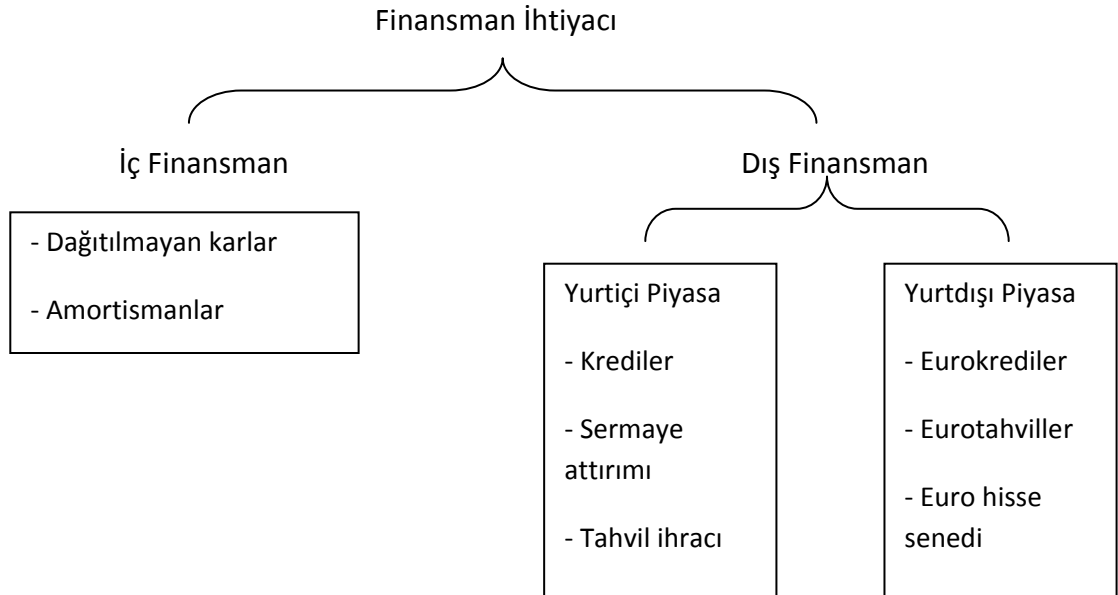
Genel özellikleri, fon arz edenlerle fon talep edenleri karşılaştırmak, menkul kıymetlere likidite sağlamak ve menkul değerlerin fiyatını oluşturmak şeklinde ifade edilebilir.

En genel ayırımıyla para ve sermaye piyasaları olarak iki ana başlığa ayrılabilir. Vadesi bir yıla kadar olan fonların ödünç alınıp verildiği piyasalar para piyasası, bir yıldan uzun vadeli fon işlemleriyle ilgili piyasalara da sermaye piyasası adı verilir.

Para piyasasının temel aracı kurumu bankalardır. Bankalar tasarruf fazlasına sahip kişilerden topladıkları mevduatları fon ihtiyacı olan kişilere doğru yönlendirirler. Firmalar kısa süreli fon gereksinimlerini karşılamak amacıyla öncelikle yerel para piyasalarını kullanırlar. Bunların yetersiz olduğu durumlarda da uzun vadeli kredi olanakları sunan uluslararası piyasalara yönelirler.

Uluslararası para piyasası, banka kredilerinin ve öteki kısa süreli fonların yurtdışında kullanılmak üzere yabancılara arz edilmesini temsil etmektedir. İşletmelerin öncelikli olarak başvurdukları yerel kredi kaynakları içinde ticari banka kredileri ve finansman bonoları en yaygın iki türdür.

Yabancı para piyasalarında en çok kullanılan finansman kaynakları ise europara ve eurotahvillerdir.



Tahvilin getirisi = Piyasa değerindeki artış + Faiz getirisi

Hisse senedi getirisi = Piyasa değerindeki artış + Temettü (kar payı)

1. EUROPARA (EURODOLAR) PİYASALARI

Europara piyasası, bir ulusal paranın onu çıkartan ülke sınırları dışında oluşan piyasasına verilen isimdir. 1920'lerden sonra Londra'ya karşı New York piyasasının önemi artmaya başlamıştır. 1950'lerin sonunda Avrupa Topluluğu'nun kurulması, Batı Avrupa'da konvertibilitenin sağlanması gibi nedenler yatırımların büyük ölçüde Avrupa'ya doğru akmasına neden olmuştur. Avrupalı şirketlerin fon kullanımlarını arttırmaları 1960'ların başlarında Amerikan Hükümeti'ni bir dizi tedbir almaya zorlamıştır.

Ödemeler bilançosundaki açıkların önemli boyutlara ulaşması ve resmi altın stoklarının büyük ölçüde erimesi sonucunda Kennedy hükümeti "Faiz Eşitleme Vergisi"ni yürürlüğe koymuştur. Bu vergi, yabancı firmaların tahvil ihracı yoluyla Amerika piyasasında fon bulmalarını neredeyse imkansız hale getiriyordu. Bu uygulamadan sonra şirketler Amerika bankalarından kredi talep etmeye başladılar. Fonların bu kez kredi olarak yurtdışına çıkışını engellemek amacıyla "Gönüllü Dış Kredi Kısıtlama İlkeleri" adı altında yeni bir kısıtlama getirilmiştir.

Bu tür kısıtlamalar New York'un mali piyasalardaki etkinliğinin zayıflamasına neden olmakta ve eurodolar piyasasının doğmasına ve gelişmesine neden olmuştur. Diğer bir etken ise Rusya'nın Soğuk Savaş döneminde dış ticaretinin finansmanı için ayırdığı dolar fonlarını Amerika bankaları yerine Avrupa bankalarına yatırmayı tercih etmesidir.

Londra piyasasında dolar üzerinden mevduat ve kredi işlemlerine ödenen faiz oranlarının Newyork piyasasına göre daha uygun olması eurodolarların çekici bir mali kaynak olmasını sağlamıştır. Aradaki bu maliyet farkı ise Amerikan Federal Rezerv bankasının yurtiçindeki banka sistemi üzerine koyduğu ve Regulation Q adı verilen düzenlemelerden kaynaklanmıştır. Buna göre Amerikan bankaları 90 günden daha kısa süreli mevduatlara dahi faiz ödeyebilmektedir. Ayrıca Regulation Q düzenlemeleri Amerikan bankalarının mevduata uygulayabileceği faiz oranının da üst sınırını belirlemektedir. Böylece sabit masrafları Amerikan bankalarına göre daha düşük olan İngiliz bankaları önemli bir avantaj elde etmişlerdir.

1960'ların başında İngiltere'de ve Avrupa'da bazı bankaların dolar cinsinden mevduat kabul etmeleri ve bu dolarlar ile kredi vermeleri ile ortaya çıkmıştır. İlk zamanlarında bu piyasaya eurodolar piyasası denilmiş, ancak zamanla diğer sağlam paralar cinsinden de benzer işlemlerin yapılmasıyla Europara piyasası kavramı daha yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Avrupa kıtası dışında da bir takım europara piyasaları oluşmuştur. Örneğin; Bahamalar, Singapur, Bahreyn gibi. Bu para piyasalarını ifade etmek için kıyı ötesi anlamına gelen "off-shore market" ifadesi kullanılır. İlgili paraların yurtiçi piyasaları ise "on-shore market" olarak adlandırılır.

Bu piyasaların gelişimi sözkonusu paraların yurtiçi ve europiyasalardaki değerleri üzerinde bir rekabet yaratmıştır. Aynı zamanda europara piyasalarında da çeşitli paraların bulunması bu paralar üzerindeki faiz farklılıklarını minimum düzeylere indirici etkide bulunmaktadır. Diğer yandan yatırımcılara da hem ulusal piyasada hem de europara piyasasında yatırım yapma tercihini sunmaktadır.

Europara mevduatı kabul eden bankalara Eurobank adı verilir. Bankaları “euro” niteliği onların milliyetini değil, normal faaliyet yerlerini belirtir. Bu tür mevduatları kabul eden bankalar genellikle sanayileşmiş büyük bir ülkede faaliyet gösteren çokuluslu bankaların şubeleridir. Europara mevduatları genellikle vadesi bir günden bir yıla kadar değişebilen geleneksel vadeli mevduat hesapları biçimindedir. Bunlar belli bir vadeye sahip, vade süresince faiz oranları sabit ve devredilmez niteliktedir. İşlemin taraflarından birisi mutlaka bir banka (eurobank) diğer tarafı ise başka bir ticari banka, büyük bir özel şirket, bir ülke hükümeti veya merkez bankası olabilir.

Hiçbir ülkenin yetki alanı içinde kalmaması ve hükümet müdahalelerinden uzak bir biçimde arz ve talebe göre faiz oranlarının belirlenmesi bu piyasanın en önemli özelliğidir.

Gelişme Nedenleri

- Büyük miktarların el değiştirdiği toptan piyasalar oldukları için ölçek ekonomilerine izin verirler.
- Tüm müşterileri güvenilir oldukları için denetim veya mevduat sigortası gibi ek maliyetlere gerek yoktur.
- Özel vergi avantajı taşıyan yerlerde bulunur.
- Mevduat faizleri yüksek, kredi faizleri düşüktür.
- İşletmenin kolayca ulaşabildiği ve tüm ülke paraları ile işlem yapabildiği, bürokrasiyi minimuma indiren bir piyasadır.

2. EUROTAVİL PİYASALARI

Eurotavil piyasası europara piyasasının uzun vadeli karşılıklarıdır. Burada da bir ulusal para cinsinden fakat o parayı çıkartan ülke dışındaki piyasalardan borçlanılmasıdır. Ayrıca borcun bağlı olduğu bu para borçlanılan ülkenin ulusal parası da değildir.

Eurotavil borçlarının iki önemli özelliği vardır. Birincisi, bunların bir uluslararası kredi sendikasyonu yükümlülüğü altında çıkarılmalarıdır. İkinci olarak da aynı anda birden çok ülkede satışa sunulan borç araçlarıdır. Örneğin TC Maliye Bakanlığı'nın dolar üzerinden çıkarttığı tahvillerin Almanya, Fransa ve İtalya'daki yerleşik bankalar tarafından kendi piyasalarında satılması gibi.

Eurotavil çıkararak kredi sağlayanlar arasında çok uluslu şirketler, yurtiçi büyük işletmeler, hükümetler, yerel yönetimler, kamu iktisadi kuruluşları ve uluslararası kalkınma

bankaları önemli bir yer tutmaktadır. Çıkarıldıkları ülkelere göre farklı isimler almaktadırlar. Yankee (ABD), Samuray (Japonya), Matador (İspanya) vb. gibi.

Özellikleri

- Taşıyana kayıtlı çıkarılırlar.
- Senedin üzerinde onu çıkaran firmanın adı, ünvanı, faiz oranı, nominal değer, vade tarihi ve sendikasyonu oluşturan banka ve kurumların isimleri gibi bilgiler yer alır.
- Bağı oldukları ulusal paranın çıkarıldığı ülkede satılamazlar.
- Uzun vadeli olması ile europa piyasalarından, tahvil ihraç ederek borçlanması yöntemi ile de orta vadeli eurobanka kredilerinden ayrılmaktadır.
- Eurotahvil ihracının % 70'i swap işlemlerinden oluşur.

Avantajları

- Arz koşullarının yurtiçi tahvillere göre daha esnek olması
- Firmalar için kredi derecelendirmesi yaptırma zorunluluğunun bulunmaması
- Borsaya kayıt zorunluluğu vardır.
- Piyasanın hızı yüksektir.
- Tahvillerin taşıyana kayıtlı olması ve vergi stopajına tabi olmaması.

Türleri

- **Sabit Faizli Eurotahviller:** Sabit kuponlu, belirli vadeli ve vade sonunda tüm anaparanın geri ödenmesini gerektirecek biçimde düzenlenmiş tahvillerdir. Nominal değerleri genellikle 1000 ile 5000 dolar arasında değişir. Vadeleri ise 3,5,7,10 yıl olmaktadır.
- **Değişken Faizli Eurotahviller:** Kupon ödemeleri değişken oranlı bir temele göre ve tipik olarak altı ayda bir ödenir. En yaygın uygulama; kuponların LIBOR'a sabit bir marj uygulanarak belirlenmesidir.
- **Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller:** Ödeme ve fiyat özellikleri yönünden sabit faizli tahvillere benzerler. Ancak vadesi içinde hisse senedi başına sabit bir fiyattan hisse senedine dönüştürülme olanakları vardır.
- **Paralel Tahviller:** Konsorsiyum içinde farklı ülkelerde faaliyet gösteren bankalardan her biri bazen kendi ulusal paraları cinsinden ihraç edilmiş tahvilleri eşanlı olarak ulusal piyasalarında pazarlayarak borçlanmak isteyen şirketlere fon temin edebilirler.

Uygulanışı

Tahvillerin ihraç edilmesi için bankalar bir sendika oluştururlar. Bankalar konsorsiyumu ya da kredi sendikasyonu denir. Konsorsiyumda yer alan bankalar kendilerine tahsis edilen miktarda tahvilleri müşterilerine pazarlarlar. Burada 2 yöntem kullanılmaktadır:

- **Tam Yüklenim:** Bankalar müşterilerine satamadıkları tahvilleri kendileri satın alarak şirketin fon ihtiyacını karşılarlar.

- **Kısmi Yüklenim:** Bankalar ellerindeki tahvillerin satışı için bütün imkanlarını kullanırlar. Ancak satılmayıp ellerinde kalan tahvil miktarı ne olursa olsun herhangi bir yükümlülük altına girmezler.

Kredi sendikasyonunu oluşturmada önceleri “**Avrupa Yöntemi**” adı verilen sistem uygulanmaktaydı. Buna göre diğer katılımcıları bulmak, faiz, vade vs. gibi koşulları belirlemek gibi görevleri üstlenen bir öncü banka bulunuyordu. Ancak bu yolla sendikasyonun oluşturulması birkaç haftadan uzun sürüyordu. Üyelerin bir araya getirilmesi oldukça zor bir süreçti.

Bu zorlukları aşmak amacıyla sendikanın hacmi daraltıldı ve teklifler daha çok kurumsal yatırımcılara yöneltildi. **Satınalma yöntemi** adı verilen bu yöntemde koşullar öncü yönetici tarafından belirlenerek tahvil ihraç edecek olan kuruma önerilir. Borçlanacak olan kurumun da red ya da kabul etmesi ile süreç tamamlanır. Bu yöntemde öncü yöneticiler borcun büyük kısmını ya da tamamını kendi satın alır.

Çokuluslu şirketler, ulusal hükümetler ve kamu iktisadi teşebbüsleri uzun vadeli kredi sağlamak amacıyla yabancı piyasalarda tahvil ihracına yönelmektedirler.

Diğer yandan, stopaj vergisinin yokluğu ve hamiline kayıtlı olması gibi özelliklerden dolayı özel ve tüzel kişiler, emeklilik ve yatırım fonları ile sigorta şirketleri de yabancı tahvil yatırımlarına ilgi duymaktadırlar.

Europara ve Eurotahvil Arasındaki Farklar

- Europara para piyasası işlemi olduğu için kısa vadeli ve ticaretin finansmanına yöneliktir.
Eurotahvil ise sermaye piyasası aracı olduğu için uzun vadeli ve yatırım projelerinin finansmanına yöneliktir.
- Europara işlemlerinde taraflardan birisi yada her ikisi de bankadır.

Eurotahvil ise banka dışı finansman kaynağıdır. Bu nedenle güven ve kredi notu önemlidir. LIBOR + spread şeklinde belirlenir.

3. SENDİKALI BANKA KREDİLERİ (SENDİKASYON KREDİLERİ)

Eurokrediler, bankaların içinde buldukları ülkenin ulusal parasının dışındaki ülke paraları ile açtıkları kredilerdir. Büyük işletmelere, özel kurumlara, egemen devletlere veya uluslararası kuruluşlara sağlanabilir. Europara piyasasında faaliyet gösteren bankalar topladıkları kısa süreli euromevduatları çoğunluğu orta vadeli olan euro krediler olarak geri dağıtırlar.

1960’ların sonlarında eurotahvillerin değişken faiz uygulamasına cevap vermemesi nedeniyle eurokrediler ortaya çıkmıştır. Faiz yapısından dolayı faiz riski ödünç alan tarafa devredilmiştir.

Ülkelerin içinde buldukları ödemeler bilançosu krizleri ve dış borç ödeme güçlükleri dönemlerinde eurokrediler de aynı oranda etkilenmektedir. Hatta kimi dönemlerde durma noktasına gelmiştir. Son yıllarda eurokredilerde ortalama işlem hacmi yükselmiş ve işlemlerin daha büyük oranlarda köprü kredisi ve destekleme kolaylıkları şeklinde verildiği görülmektedir. Ayrıca kredilerin vadesi 1992’de ortalama 6 yıl iken 2000’de 3 yıla kadar gerilemiştir.

Eurokredilerin Avantajları:

- Uluslararası finans kaynaklarına ulaşım olanağı sağlama
- Kaynağı çeşitlendirme ve büyük hacimli krediler: 200-500 milyon dolar
- Hız ve esneklik: 4-6 hafta arasında tamamlanır.

Euro-Kredi Sendikasyonunun Oluşumu:

Kredi sendikasyonları, aynı ödünç alıcıya kredi vermek üzere bir araya gelen banka ve mali kurumların oluşturduğu bir topluluktur. Sendikadaki banka sayısı 5-10 ya da daha fazla olabilir. Bankalar arasında yasal bir bağlılık yoktur. Koşulları belirleyen uluslararası anlamda kabul görmüş öncü bir yönetici vardır. Ödünç alıcı tarafından seçilir. Daha sonra şartlar üzerinde anlaşma sağlandıktan sonra kredi sözleşmesi imzalanır. Anlaşmanın imzalanmasından birkaç hafta sonra mali piyasada bir duyuru yayınlanır. Duyuruda anlaşma ile ilgili bilgiler yayınlanır.