

T. C.
ULUDAG UNIVERSITESI SOSYAL BILIMLER
ENSTITUSU

İŞLETME ANA BİLİM DALI

SWAP İŞLEMLERİ VE TÜRKİYE'DE UYGULAMA

DANIŞMAN: Prof. Dr. ALİ CEYLAN

Hazırlayan: SERPİL USLU

1994 , BURSA

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

I C I N D E K I L E R

Sayfa

| | |
|--|----|
| Giriş | 1 |
| 1. BÖLÜM EURO CURRENCY PİYASALAR | |
| 1.1. EURO CURRENCY KAVRAMI | 5 |
| 1.2. EURO CURRENCY PİYASALARIN DOĞUŞ VE GELİŞİMİ ...: | 5 |
| 1.3. 1973 SONRASI GELİŞMELER VVE PAZARIN BOYUTLARI ..: | 11 |
| 1.4. EURO CURRENCY PİYASALARDA HAKİM PARALAR | 14 |
| 1.5. EURO CURRENCY MERKEZLER | 15 |
| 1.6. EURO CURRENCY PİYASALARIN KAYNAĞI | 18 |
| 1.7. EURO CURRENCY PİYASALARDA FAİZ ORANLARI | 20 |
| 2. BÖLÜM SWAP KAVRAMI, SWAP İŞLEMLERİNİN GELİŞİMİ VE UYGULAMALARI | |
| 2.1. SWAP NEDİR ? | 24 |
| 2.2. SWAP İŞLEMLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ | 25 |
| 2.2.1. ilk Swap Sözleşmeleri | 27 |
| 2.3. SWAP PİYASASI'NIN GELİŞİMİ | 29 |
| 2.4. SWAP PİYASASI KATILIMCILARI | 31 |
| 2.4.1. Son Kullanıcılar | 31 |
| 2.4.1.1. Şirketler | 32 |
| 2.4.1.2. Devletler ve Acentaları | 33 |
| 2.4.1.3. ihracat Kredisi Veren Acentalar | 34 |
| 2.4.2. Aracılar | 34 |
| 2.5. SWAP İŞLEMLERİNDE GENEL KOŞULLAR | 35 |
| 2.5.1. Taraflar | 36 |
| 2.5.2. Miktarlar | 36 |
| 2.5.3. Para Birimleri | 36 |

| | |
|---|----|
| 2.5.4. Vadeler | 37 |
| 2.5.5. Yenileme | 37 |
| 2.5.6. Fiyatlama | 37 |
| 2.5.7. Gelecekteki Zorunluluklar | 37 |
| 2.5.8. Komisyon | 37 |
| 2.5.9. Diğer masraflar | 38 |
| 2.5.10. Belgeler | 38 |
| 2.5.11. Yasal Düzenlemeler | 38 |
| 2.6. SWAP İŞLEMLERİNE GECİŞ, PARALEL BORÇLANMALAR VE BACK-TO-BACK KREDİLER | 38 |
| 2.7. SWAP İŞLEMLERİNİN TÜRLERİ | 46 |
| 2.7.1. Para Swap'ı | 46 |
| 2.7.1.1. Farklı Para Birimleri Üzerinden Sabit Faizden Sabit Faize Para Swap'ı | 50 |
| 2.7.1.2. Aynı Para Birimleri Üzerinden Değişken Faizden Değişken Faize Para Swap'ı | 52 |
| 2.7.1.3. Farklı Para Birimleri Üzerinden Değişken Faizden Değişken Faize Para Swap'ı | 55 |
| 2.7.1.4. Farklı Para Birimleri Üzerinden Sabit Faizden Değişken Faize Para Swap'ı | 56 |
| 2.7.1.5. Para Swap'ının Ekonomik Yönü | 58 |
| 2.7.2. Faiz Swap'ı | 59 |
| 2.7.2.1. Faiz Swap'ına Bir Örnek | 65 |
| 2.8. GLOBAL (KÜRESEL) SWAP PİYASASI | 68 |
| 2.9. DİĞER SWAP TÜRLERİ | 71 |
| 2.9.1. Mal Swap'ı | 71 |
| 2.9.2. Kokteyl Swap | 74 |
| 2.9.3. Amortize Edilmiş Swap'lar | 74 |
| 2.9.4. Aktif Swap'lar | 76 |

| | |
|---|----|
| 2.9.5. Tek Bir Sabit Faiz ödemeli Swap İşlemi | 77 |
| 2.9.6. Gecikmeli Swap işlemi | 79 |
| 2.9.7. Basamaklı Swap | 79 |
| 2.10. SWAP DEPOLAMALARI | 79 |
| 2.11. SWAP OPSİYONLARI | 80 |
| 2.12. FORWARD PİYASALARDA SWAP İŞLEMLERİ | 84 |
| 2.12.1. Arbitraj Amacıyla Yapılan Swap'lar | 87 |
| 2.12.2. Pozisyon Riskine Karşı Yapılan Swap'lar | 89 |
| 2.13. SWAP VE RİSK OLGUSU | 90 |
| 2.13.1. Kredi Riski | 90 |
| 2.13.2. Pozisyon Riski | 91 |
| 2.13.3. Şeffaflık (Yazılı Delil) Riski | 92 |
| 2.14. SWAP İŞLEMLERİNİN ETKİNLİKLERİ | 92 |
| 2.14.1. Swap Anlaşmaları Yoluyla Kur Riski Yönetimi: | 92 |
| 2.14.2. Borç Yönetiminde Faiz Swap'ının Kullanılması | 94 |
| 2.14.3. Sabit Oranlı Fon Maliyetlerini Azaltmak için Faiz Swap'ının Kullanılması | 95 |
| 2.14.4. Vade Yönetiminde Faiz Swap'ının Kullanılması | 96 |
| 2.14.5. Ticari Korunma | 98 |
| 2.14.6. Aktif Ve Pasif Mevcutların Korunması | 98 |
| 2.14.7. Swap Pazarlarının Tamamlayıcı Pazar Olma özelligi | 99 |
| 2.15. SWAP FİNANSMANINDA İKİNCİL PİYASA | 99 |

3. BÖLÜM

SWAP İŞLEMLERİNİN TÜRK FİNANS KESİMİNDEKİ DURUMU VE GELECEĞİ

| | |
|---|-----|
| 3.1. TÜRKİYE'DE SWAP İŞLEMLERİ | 103 |
| 3.2. TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU SİSTEMLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ | 104 |

| | |
|---|-----|
| 3.3. TÜRKİYE'DE SWAP İŞLEMLERİNE GEÇİŞ VE MERKEZ BANKASI KARARLARI | 106 |
| 3.4. IMF KONVERTİBİLİTESİ VE TÜRKİYE | 109 |
| 3.4.1. Konvertibilite Kavramı | 109 |
| 3.4.2. IMF Konvertibilitesi | 111 |
| 3.4.3. Türkiye'de Konvertibilite | 113 |
| 3.4.4. 32 Sayılı Karar Ve Swap İşlemleri | 114 |
| 3.5. SWAP İŞLEMLERİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ AÇISINDAN ÖNEMİ | 119 |
| 3.5.1. Türkiye'nin Dış Borçlanmaları Açısından Swap İşlemlerinin Önemi | 120 |
| 3.5.2. Türkiye'de Para Ve Sermaye Piyasasının Gelişimi Açısından Swap İşlemlerinin Önemi .. | 120 |
| 3.5.3. Türkiye'de Bankalar Açısından Swap İşlemlerinin Önemi | 122 |
| 3.5.4. Türkiye'de Şirketler Açısından Swap İşlemlerinin Önemi | 123 |
| GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ | 125 |
| YARARLANILAN KAYNAKLAR | 131 |

GİRİŞ

1972 yılında Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle döviz kurlarının sürekli değişiklik göstermesi sonucu, mali kuruluşlar büyük ölçüde kur riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Ayrıca, uluslararası para piyasalarındaki faiz oranı dalgalanmaları da faiz riskini gündeme getirmiştir. Sabit faizle borçlanmanın zorlaştığı 1980'li yıllarda, faiz ve kur riskinden korunmak büyük önem kazanmıştır.

Bununla beraber, piyasaların düşük maliyetli fakat yüksek kazanç olasılığı olan mali araç arayışı, piyasada işlem yapan kişi ve kuruluşları yeni mali araçlar aramaya yöneltmiştir. Böylece, piyasalarda ilk ortaya çıkan türev ürünler Forward, Swap, Future ve Opsiyon'lardır.

Yeni bir finans tekniği olan SWAP, döviz piyasalarındaki kur dalgalanmaları ve bu dalgalanmaların doğurduğu kur riskini ortadan kaldırmak veya azaltmak için kullanılan mali bir araçtır.

Riski azaltmada oldukça önemli bir yöntem olan "Swap" işlemleri, son yıllarda çok geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Günümüzde swap piyasasında görülen bu büyüme, uluslararası mali piyasaların gelişiminde büyük etki yaratmıştır.

Swap piyasası, farklı para birimlerini ve mali

enstrümanları kapsayan piyasalar arasında bir köprü görevi görmektedir. İşletmeler, Swap işlemleri ile borçlarını yeniden değerlendirmek için bir araç sağlamakta, para cinsinin ve enstrüman tipinin nispi bir avantaj sağladığı yerlerden borçlanma imkanına sahip olmaktadır. Böylece, tasarruflar en verimli şekilde kullanılabilecekleri alanlara kanalize edilmektedir. Bu da taraflara önemli ölçüde maliyet tasarrufu sağlamaktadır. İç piyasalardaki istikrarsızlık dönemlerinde Swap'ın önemi daha da artmaktadır. Böylece, potansiyel kullanıcılar, diğer finansal araçlarla karşılanamayan isteklerini, karşılayabilme olanığı kazanmaktadır.

Çalışmamız üç ana bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde, Swap işlemlerine geçilmeden önce, bu işlemlerin oluşmasına zemin hazırlamış olan Euro Currency Piyasalar üzerinde durulmuştur. Euro piyasalar kavramı olarak açıklandıktan sonra, bu piyasaların doğuş ve gelişimi, nedenleri ile birlikte açıklanmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde, ilk olarak Swap kavramı açıklanmakta ve bir finansman tekniği olarak Swap'ın doğuşu ve gelişimi ele alınmaktadır. Daha sonra, Swap'ın türleri, kullanış amaç ve uygulamaları konusunda bilgiler verilmektedir.

Üçüncü bölümde, Türkiye'de pek uygulanamayan Swap

işlemlerin, ülkemiz açısından geçmişi ve geleceği hakkında bilgiler verilmektedir.

Bonuç bölümünde ise, Türkiye,de Swap tekniğinin uygulanabilmesi için alınması gerekli tedbirler üzerinde durulmuştur.



1. BÖLÜM

EURO CURRENCY PİYASALAR

1. EURO CURRENCY PİYASALAR

1.1. EURO CURRENCY KAVRAMI

Euro currency, ulusal sınırlar dışında, ulusal para otoritelerinin düzenlemelerinden bağımsız her serbest değişimi olan para birimini ifade etmektedir. (1),

Diğer bir ifade ile, dolaşım yerleri kendi ülkeleri dışında olan bütün göçmen paralar, Euro currency olarak adlandırılabilir. (2)

Bu tanımlara göre, bir Almanın elinde bulunan Japon Yen'i Euro-Yen ve benzer şekilde bir Amerikan şirketinin İngiltere'deki yardımcı kuruluşunun kasasındaki dolarlar, Euro-Dolar olarak adlandırılmaktadır.

1.2. EURO CURRENCY PİYASALARIN DOĞUŞ VE GELİŞİMİ

Euro piyasalar, milyarlar tutarında Euro-dolar, Euro-mark gibi "devletsiz" paraların gün boyunca dünyanın her yöresinde hemen hemen tümüyle yasal düzenlemelerden bağımsız olarak dolaştıkları bütünleşmiş bir para ve sermaye sistemidir. (3)

Euro piyasaların doğuşu, ikinci Dünya Savaşı

1)ERSAN, ihsan: Euro Pazarlar ve Türkiye, Finans ve Finansal Kurumlar Enstitüsü yayını, No:2, Formül matbaası, İstanbul, 1979, s.8.

2)ERGİN, Feridun: Uluslararası Ödemeler, Eko-eloktronik ofset, İstanbul, 1978, s.9.

3)ERSAN, ihsan: a.g.e., s.9.

sonrası gerçekleşmeye başlamıştır. II. Dünya Savaşı sonrası Doğu bloku ülkeleri A.B.D.'ye yapılan dışsatımlardan elde ettikleri döviz gelirlerini, merkezi Londra'da bulunan Moskow Narodny Bank ile merkezi Paris'te bulunan Banque Commerciale pour l'Europe du Nord adlarındaki iki Sovyet bankasına yatırmışlardı.

1950'li yıllarda soğuk savaşın giderek kendini hissettirmesi üzerine, dolarlara el koyulur endişesiyle Sovyet hükümeti bu iki bankanın New York bankalarındaki dolar mevduatlarını çekip Avrupa bankalarına yatırmalarını öngörmüştür. Sözü geçen bu iki bankayı diğer bankalar izlemiş ve Amerikan bankalarından daha yüksek faiz veren Avrupa bankalarına doğru hızlı bir dolar akımı başlamıştır. (4)

Euro piyasalarının doğuş ve gelişimi uluslararası ekonomik düzeyde belirli bir değişimin sonucudur. Önde gelen ulusal ekonomilerce başvurulan bir takım yasal önlemler bu pazarların ortaya çıkış ve gelişimlerinde etkin olmuştur.

Özellikle iki ülke yani, İngiltere ve A.B.D. bu yasal önlemlere başvuran ülkeler olmuşlardır. Yüzyılın başından beri bu iki ülke Dünya ekonomisine yön vermişlerdir. Bu önlemler, ülkeler bazında şöyle

4) ERGİN, Feridun: a.g.e., s.22.

sıralanabilir. (5)

1. İngiltere: Bu ülkede döviz işlemlerini 1947 tarihli Döviz Kontrol Yasası düzenlemektedir. Sürekli ödemeler, açıkları ve bir dizi sterling krizinden sonra Harold Mac Millan Hükümeti sterling'in "Sterling Alanı" dışında ticaretin finansmanında kullanımını kısıtlamıştır.

Bunun üzerine, İngiliz bankaları dünya ticaretinin finansmanı için dolara yönelmek zorunda kalmışlardır. İngiliz otoriteleri ulusal paranın kullanımını sınırlarken, diğer yabancı paralar ve dolar üzerinde hiçbir sınırlama getirmemeleri, Euro-piyasalarda İngiliz bankalarının ve bir finansal merkez olarak Londra'nın önem kazanmasına neden olmuştur.

2. A.B.D.: Amerikan para otoritelerinin almış oldukları yasal önlemler Euro piyasaların doğuş ve gelişimi açısından büyük öneme sahiptir.

Amerikan para otoritelerinin almış oldukları önlemleri pazar üzerindeki etkileri açısından iki açıdan incelemek mümkündür.

2.a. Ulusal Bankacılık Sistemini Düzenlemeye

Yönelik Önlemler:

Bu ayrımda Euro piyasaların doğuş ve gelişimleri açısından iki ayrı düzenleme kazanmaktadır.

2.a.a. Q Düzenlemesi: Q düzenlemesi, Amerikan bankalarının vadeli mevduata ödeyebilecekleri tavan faiz oranını belirleyen yasal bir düzenlemedir. 1933 yılından beri süresiz mevduata ödenen faiz oranı bu yasal düzenleme ile sınırlandırılmıştır.

Bu sınırlama A.B.D. dışında dolaşan dolarlar, yani Euro-dolarlar için geçerli değildir. Mevduatın bir Amerikan bankasının Avrupa'daki şubesinde bulunması bile durumu değiştirmemektedir.

Bu yasal düzenleme ülke dışında dolar birikimini özendirici olmuş, mevduat sahipleri Q düzenlemesi ile belirlenen sınırlara ulaşıldığında birikimleri için daha çekici seçenekler arama yoluna gitmişlerdir. Avrupa bankaları ve Amerikan bankalarının dış şubeleri tarafından mevduata ödenen yüksek faiz, bu açıdan oldukça özendirici olmuştur. Bu durum Euro dolar mevduatının artmasına neden olmuştur.

2.a.b. M Düzenlemesi: Bu yasal düzenleme Amerikan bankalarının yasal karşılıklarını düzenlemektedir. Bu düzenleme 1969 yılına değin Amerikan bankalarının yabancı bankalar ve dış şubeleri ile olan ilişkilerinde uygulanmamıştır.

M düzenlemesi ile Amerikan bankalarının dış şubelerine tanınan bu ayrıcalık, ülke dışına kaçan doların, Amerika içinde kullanabilme olgusunu

açıklamaktadır. Belirtildiği gibi bu yasal düzenlemeye göre Amerikan bankalarının Avrupa'daki şubeleri dolar cinsinden hesaplar için karşılık ayırma zorunda değildirler. Bu nedenle, dış şube hesabın tümünü ana merkeze devretmekte, bu sonuncusu da yatırılan fonların tümünü kullanma olanağına kavuşmaktadır. Aynı hesabın ilk olarak Amerika'daki ana merkezde açtırılması durumunda, banka yasal karşılık ayırma zorunluluğu nedeniyle yatırılan fonların tümünü kullanamamaktadır.

M Düzenlemesi, bir yerde Amerikan bankalarının dış şubelerince mevduata ödenen yüksek faizleri açıklamaktadır.

Bu gelişmeler sonucunda ulusal pazarlarda büyük bir fon sıkıntısı içine düşen Amerikan bankaları, devamlı müşterilerine kredi açabilmek için, Avrupa'daki kendi şubelerinden ve ticaret bankalarından borçlanmak zorunda kalmışlardır.

Amerikan bankalarının başlattıkları bu takım, pazarda faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda Amerikan Merkez Bankası 1969 yılının Eylül ayında M düzenlemesini yeniden ele almak zorunda kalmıştır.

Getirilen yeni değişiklikler ile Amerikan bankalarının kendi şubeleri de dahil olmak üzere yabancı ülkelerdeki bankalara olan borçları için karşılık

ayırılmaları zorunlu tutulmuştur.

**2.b. Sermaye Çıkışını Önlemeye Yönelik
Düzenlemeler:**

Euro piyasalarının doğuş ve gelişimine büyük katkısı olan ikinci grup düzenleme, A.B.D.'nin ödemeler dengesini düzeltme ve ülke dışına sermaye çıkışını önleme amacıyla geliştirilmiştir. Bu yasal düzenlemeler temel olarak üçe ayrılmaktadır.

1. Kredi sınırlaması,
2. Doğrudan dış yatırımların kontrollü,
3. Faiz dengeleme vergisidir.

Ülkelerin para piyasasını kontrol gelişmeleri, sonuç olarak piyasayı aynı para açısından iki parçaya ayırmıştır. Bunlar "(Yerel) piyasa" ve "Euro currency" piyasalardır.

Yerel piyasa; Belli bir dövizin, kendi ülke sınırları içinde ve o dövize ait yasal düzenlemeler çerçevesinde borç alınması veya borç verilmesi işlemlerinin gerçekleştirildiği piyasalardır. Bu piyasada taraflar, ilgili ülke merkez bankası, kamu ve ticari bankalardır. (6)

Bütün bu makro gelişmelerin yanında "gelir

6) AKKUM, Tulin: "Vadeli Döviz İşlemleri ve Türkiye Uygulamaları", İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış yüksek lisans tezi, 1991, s.3

vergisinin yüksek olmasından dolayı , ülkelerinde karlarını vergilendirmek istemeyen üçüncü kişiler ve şirketler kazançtan daha az vergi alınan güvenli yerler aramışlardır. Böylece vergi cenneti olarak adlandırılan ülkelere sermaye yönelimi Euro currency piyasalarının gelişimine katkıda bulunmuştur. (7)

1.3. 1973 SONRASI GELİŞMELER VE PAZARIN BOYUTLARI

Bilindiği gibi, 1973 yılından sonra petrol fiyatları birkaç kat artmış, petrol üreten ve bundan gelir sağlayan ülkelerin ellerinde büyük bir fon birikimi olmuştur. Arap ülkelerinin, petrol ihracından sağladıkları bu paraların büyük bir kısmını Euro piyasalara yönettikleri, bu piyasaların boyutlarını genişletmiştir.

Dünya ekonomisinin yeni dengeler aradığı sözkonusu günlerde Euro piyasalar ilk ciddi sarsıntı ile karşılaşmıştır. Uluslararası kambiyo pazarlarındaki istikrarsızlık, pazarda faaliyet gösteren bankaların yeterince denetlenmemeleri ve yeni "petrol zenginlerinin" fonlarını kısa vadeli mevduat şeklinde bulundurma eğilimleri gibi etmenlerden kaynaklanan bu devreyi Herstatt bankasının iflası simgelemektedir.

7) KELLEÇİ, Hilmi: "Off Shore Piyasalar", İ.U. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek lisans Tezi, 1984, s.3

"Herstatt iflası" Euro pazarlara olan güveni büyük ölçüde sarsmıştır. 1974 yılının Mayıs ayının son günlerinde Federal Alman para otoriteleri küçük bir Alman bankası olan Bankhaus I.D. Herstatt'ın yaklaşık \$ 200 milyon tutarındaki döviz kaybı nedeniyle iflasını duyurmuşlardır. iflasın nedeni bankanın büyük tutarlarda gelecekteki kur (forward exchange) üzerinden döviz işlemlerine girişmesidir.

Bankacılık çevreleri büyük ölçüde döviz işlemleri ile yaşayan bankanın 2 milyar D.M. mevduat bazının ve 77 milyon D.M. tutarındaki toplam sermayesinin oldukça üstünde olan 5 milyar D.M.'lik bir sözleşmenin bu sonu hazırladığında birleşmektedirler. Doların ileride değer kazanacağı umuduyla yılın ilk aylarında büyük partilerde dolar alımına girişen banka, aynı dönemde doların D.M. karşısında yaklaşık olarak %15 oranında değer yitirmesi üzerine büyük bir kayba uğrayarak faaliyetini durdurmak zorunda kalmıştır.

Bu olay, uluslararası bankacılık çevrelerinde bir çök yaratmıştır. Bu çökün nedeni, bankalar arasındaki karşılıklı ilişkiler ve güven sorunudur.

Herstatt bankasını New York'daki Franklin National ve üç büyük Avrupa bankasının izlemesi üzerine, para otoriteleri konuya eğilmek zorunda kalmışlardır. Alman Merkez Bankası, bankaların döviz cinsinden varlıkları ve

borçları arasındaki farkı sermayelerinin %20'si ile sınırlamış ve devamlı döviz pozisyonu bildirimini istemişlerdir.

Amerikan Hazinesi, banka ve kurumlar için yeni raporlama yöntemleri getirirken, Japonya Merkez Bankası Herstatt olayını öne sürerek Japon bankalarının Euro piyasalarındaki işlemlerini sınırlama yoluna gitmiştir.

Bu gelişmeler, pazarda mevduat faiz oranlarında yaklaşık olarak %2'lik bir artışa yol açmış ve geçici bir durgunluk yaşanmıştır. Dünya ekonomisine yön veren ülkelerin merkez bankalarının mevduat sahiplerini korumaya yönelik yaklaşımları, pazarda yitirilen güvenin kısa sürede yeniden kazanılmasına yol açmış ve 1975 sonrası bir canlanma yaşanmıştır.

Günümüzde Euro-piyasaların büyüklüğüne ilişkin çeşitli görüşler vardır. Bu konuda değişik rakamlar öne sürülmektedir. Bu farklılıkların nedeni istatistiki veri yetersizliği ve çift kayıt işlemidir.

Euro-para mevduatlarının büyük bir bölümü bankalararası mevduat şeklindedir. Bir bankanın aktifinde yer alan mevduatın karşılığı, bir diğer bankanın pasifleri içindedir. Bir diğer deyişle aynı tutar, her iki bankanın hesaplarında da ayrı olarak gösterilmiş ve böylece iki kez hesaplanmıştır. Bu nedenle, pazarın büyüklüğü belirlenirken biri brüt

diğeri net olmak üzere iki farklı kavramdan söz edilmektedir. Uluslararası Ödemeler Bankası verilerine göre, 1978 sonu itibariyle Euro piyasaların net büyüklüğünün \$ 348 milyar dolaylarında olduğu ortaya konmaktadır. (8)

Tablo-1, 1988-1991 yılları arasındaki Orta vadeli Yabancı banka kredileri hakkında bilgi vermektedir.

| TABLO 1 | | | | |
|---|-------|-------|-------|---------------------------|
| Orta Vadeli Yabancı Banka Kredileri (Milyar \$) | | | | |
| | 1988 | 1989 | 1990 | Ocak-Ağustos 1990 1991 |
| Euro kredi : | 116.2 | 114.5 | 119.3 | 73.7 61.8 |
| Foreign kredi: | 9.3 | 6.6 | 2.2 | 1.4 1.1 |
| Toplam : | 125.5 | 121.1 | 121.5 | 75.1 62.9 |

1.4. EURO CURRENCY PİYASALARDA HAKİM PARALAR

Euro currency piyasalarda ABD doları hakim para görünümündedir. İşlemlerin %70 gibi büyük bir yüzdesi bu para ile yapılmaktadır. (9)

Euro currency'lerin gelişim seyrine bakıldığında II. Dünya savaşı ve Bretton Woods sabit kur para sisteminin yıkılmasından sonra, dolar şiddetle aranan uluslararası bir para birimi haline gelmiştir. Savaşın yıkıcı etkileri, Avrupa ülkeleri sermayelerinin büyük ölçüde tahribi, üretim güçlerinin azalması biçiminde

8) ERSAN, İhsan: a.g.e., s.

9) APAK, Sudi: Uluslararası Finansal Teknikler, Emlak Bankası Yayını, Eylül, 1992, s.60

kendini göstermiştir. ihracat olanakları oldukça azalan Avrupa ülkeleri, tüketim ve yatırım malları için savaş sonunun güçlü ülkesi ABD'ye yönelmişler ve böylelikle dolara artan bir talep yaratmışlardır. Bunun sonucu olarak, dolar aranan bir para durumuna gelmiştir. (10)

Doların hakim para olmasının bir kaç sebebi daha şöyle sıralanabilir. (11)

1. Dolar, başlıca uluslararası rezerv paradır. Döviz piyasasında merkez bankaları tarafından parasal müdahale için ana araçtır.
2. Amerikan para piyasası ve bankacılık sisteminin genişliği ve Amerikan dış yatırımlarının büyük boyutlarda olması nedeniyle doların önemi artmıştır.
3. Petrol dahil uluslararası ticarete temel olarak, dolar esas alınmaktadır.

Bütün bu sebeplerden dolayı dolar bir anlamda Euro currency kavramıyla özdeşleşmektedir. Tablo-2 de bu konudaki anlatılanları doğrulamaktadır. (12)

1.5. EURO CURRENCY MERKEZLER

Euro currency merkez denilince ne anlaşılmalıdır? Bir tanım vermek gerekirse, Euro currency merkez, ulusal para dışında finansal olanaklar sunan bir merkezdir. Bu

10)ERSAN, İhsan: a.g.e. , s.15

11)KELLEÇİ, Hilmi: a.g.e. , s.9

12)APAK, Sudi: a.g.e. , s.61

| Tablo-2 Yabancı Banka Kredilerinin Paralara Göre Dağılımı | | | | | |
|--|-------|-------|-------|------------------------|-------|
| | 1988 | 1989 | 1990 | Ocak - Ağustos 1990 | 1991 |
| US Dolar | 64.2 | 70.0 | 57.9 | 61.4 | 81.9 |
| Sterling | 17.3 | 11.3 | 17.9 | 7.2 | 3.0 |
| ECU | 3.3 | 4.9 | 8.9 | 12.8 | 5.0 |
| DM | 2.8 | 3.5 | 6.9 | 9.2 | 2.4 |
| Yen | 6.1 | 5.3 | 1.7 | 1.9 | 1.8 |
| İsv. Frangı | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| Diğer | 0.3 | 4.6 | 6.6 | 7.4 | 5.7 |
| TOPLAM | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

tanıma göre, bir finansal merkezin Euro currency merkez özelliğini kazanabilmesi için, ulusal pazar ile ilişkili olmayan mal ve hizmetler üretmesi gerekmektedir. Örneğin vergi ayrıcalığı, rahat bir çalışma ortamı, yabancılara ait taşınır değerlere yatırım olanağı ve yeni finansal araçlar gibi. (13)

Şu anda Dünya'da mevcut olan Euro currency merkezler de bu imkanları sunmaktadır. Buralarda döviz kontrollü ve vergilendirilmenin akıllı bir biçimde kullanılmasıyla iç piyasa ve uluslararası piyasa ayırımı yapılmaktadır. Örneğin, Panama'da yurt içerisindeki mükellefler adil vergilendirilirken, yabancı sermaye karları vergilendirilmemektedir.

Ancak, bu finansal merkezlerde vergilendirme ve döviz kontrolünün olmaması, merkezlerin oluşumu

13) ERSAN, İhsan: a.g.e. , s.28

açısından şartlar değildir. Bunların yanında, bölgesel altyapı da büyük önem taşımaktadır. Bu merkezlerde iyi bölgesel hukukçular, muhasebeciler, bankerler ve uzman kadroların varlığı, gelişmiş bankalar, iyi bir kamu taşımacılığı, ulaşım imkanları, iyi bir telekomünikasyon ve posta servisi bulunmalıdır. (14)

Bütün bu açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, Euro currency ticaretinin yapıldığı finansal merkezlerin kendine ait bir takım özellikleri vardır. Bu özellikler, bir bütün olarak, özetle şöyle sıralanabilir.

1. Politik riskin olmayışı,
2. Euro currency mevduatlarının fiyatlarını etkileyecek yasal düzenlemelerin olmayışı,
3. Euro currency'lerde içeri ve dışarı herhangi bir düzenlemenin olmayışıdır.

Görüldüğü gibi piyasa, fonların en avantajlı yerlere aktarımını sağlayan, yasal herhangi bir düzenlemenin olmadığı bir piyasadır. Piyasaya giriş çıkışlardaki bu rahatlık ve likiditenin bolluğu, rekabetin yoğunlaşmasına ve kar marjlarının düşmesine yol açmıştır. Yani, bu piyasalar tam rekabet ortamına en fazla yaklaşıldığı yerlerdir.

Euro currency, iletişim araçları üzerine kurulmuş bir piyasadır. Bütün bu düzenlemeden uzak görünüme

karşın, kendi içinde tutarlılığı olan ve karşılıklı güvene dayanan bir piyasadır.

1.6. EURO CURRENCY PİYASALARININ KAYNAĞI

Euro currency piyasalarının en önemli kaynağı, ilgili para biriminin yatırıldığı ülkedeki mevduattır. Başka bir deyişle, bir mevduat yurt dışında ilgili paranın paranın kullanılmadığı bir ülkedeki bankaya yatırıldığında Euro currency olarak adlandırılmaktadır. Piyasa bankalararası bir piyasa olup, işlemler bankalar arasında yapılmaktadır.

Bu piyasada para yaratılması iki şekilde olabilir:

1. Bir ülkenin parası alınarak başka bir ülkedeki bankaya mevduat olarak yatırılabilir.
2. Mevduatlar farklı ülkedeki Euro bankalara transfer edilebilir.

Euro currency piyasası bankalararası bir piyasa olmasından dolayı bir bankaya yatırılan mevduat aynı zamanda bir başka mevduat için kaynak oluşturmaktadır.

Bu bakımdan zincirleme bir etkiyle piyasa büyümektedir.

(15)

Bankalar toplamış oldukları mevduatı kredi olarak verirler. Euro currency piyasalarının en önemli finansal araçlarının başında da Euro Krediler gelmektedir. Euro Kredilerin temel özelliklerini şöyle sayabiliriz.

1. Kredilerin vadesini iki ile on yıl arasında

değişmektedir. Özellikle son yıllarda pazardaki likidite bolluğu vadelerin uzaması yolunda bir eğilim yaratmıştır.

2. Kredi büyüklükleri, genellikle \$ 500.000, \$ 100 milyon ve üstü olmaktadır. Son yıllarda \$ 1 milyarlık "jumbo" kredilere oldukça sık rastlanmaktadır.

3. Özellikle üç yılın üstündeki Euro krediler için dalgalı faiz geçerlidir.

4. 7-8 yıl vadeli bir Euro kredide, kredibilitesi yüksek borçluların ödedikleri faiz yaklaşık + $\frac{3}{4}$ dolaylarındadır. Kredibilitesi iyi olmayan borçluların ise yaklaşık % 2-3 dolaylarında bir "spread" ödemeleri gerekmektedir.

5. Euro kredilerde çoğunlukla kullanılan para birimi, Amerikan dolarıdır. Son yıllarda D.M. ile verilen krediler önem kazanmaktadır.

6. Euro kredilerde bir güvence koşulu gerekli değildir. Buna karşın özellikle kredi değerliliği yüksek olmayan az gelişmiş ülkelere verilen krediler bu genel koşulun dışında bırakılmıştır.

Görüldüğü gibi, Euro kredinin maliyeti büyük ölçüde o para birimli mevduata banka tarafından ödenen faize bağlıdır. (16)

1.7. EURO CURRENCY PİYASALARDA FAİZ ORANLARI

Euro currency piyasalarda mevduat faiz oranları, ulusal para politikalarıyla yakından ilgilidir.

Mevduat sahipleri açısından , bu pazarların özendirici olmasının nedeni, mevduata ödenen yüksek faizdir. Mevduat sahipleri Euro piyasaların seçeneği olarak, ulusal para ve sermaye pazarlarını görmektedirler. Bu nedenle, uluslararası döviz pazarlarında gelişmeler, Euro piyasalara yansımaktadır. Örneğin; Amerikan Mevduat Belgelerine (CDs) verilen faiz oranları ile Euro dolar faiz oranları arasında bir bağlantı bulunmaktadır. Faiz oranlarındaki gelişme birbiriyle bağlantılıdır. Çünkü ikisi de ABD'deki ulusal para politikasından etkilenmektedir. Fakat Euro dolarda karşılık oranı olmadığından, faiz oranları doların döviz piyasasındaki değerine bağlı, fakat ondan yüksek oranlarda seyretmektedir. (17)

Euro bankaların kredilerinin kaynağı ulusal bankalar gibi topladıkları mevduattır. Bu mevduatın büyük bölümü de bankalararası mevduat şeklindedir. Bankalar, vadesi bir yıla kadar uzayan bu mevduata bir faiz oranı ödemektedirler. Bankaların ödedikleri bu faiz oranı LIBOR (London Interbank Offered Rate) olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir deyişle, Londra interbank

17)APAK, Sudi: a.g.e. , s.62

faiz oranıdır. LIBOR, Euro kredi maliyetlerinin hesaplanmasında ilk çıkış noktasını oluşturmaktadır. (18) Tablo-3'de libor faiz oranları gösterilmektedir.

| Tablo-3 (LIBOR) | | | | | | |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (8 Kasım 1991) | | | | | | |
| | Gecelik | 7 Gün | 1 Ay | 3 Ay | 6 Ay | 1 yıl |
| Offer: | 10.625 | 10.625 | 10.500 | 10.375 | 10.250 | 10.875 |
| Bid : | 9.000 | 10.250 | 10.375 | 10.250 | 10.125 | 10.625 |

Bankalar, topladıkları mevduatı kredi olarak vermektedir. Böylece, bankalar bir dönüşüm riski üstlenmektedirler. Bu nedenle bu risk karşılığında, bankalar LIBOR'un üzerine bir ek faiz -spread- talep etmektedirler.

Spread, krediyi alana göre de değişmektedir. Çünkü, bankalar krediyi alanın riski fazla ise spread yükselmekte tersi durumda da düşmektedir. Bu durumda, kredi bazı borç alanlar için pahalı bazıları içinse ucuz olmaktadır. Bunun sonucu olarak, kaynağın ucuz olduğu piyasadan borçlanan bir kurum, bu borçla swap işlemine girerek kendisi için pahalı olan bir piyasadan dolaylı olarak ucuza borçlanabilme olanağına kavuşmaktadır. (19) Tablo-4'de Uluslararası banka

18) ERSAN, İhsani a.g.e. , s.52
19) APAK, Sudi: a.g.e. , s.62-63

kredilerine uygulanan spread oranları hakkında bilgi verilmektedir.

| Tablo-4 Uluslararası Banka Kredilerinde Spread | | | | | |
|---|------|------|------|--------------|------|
| | 1988 | 1989 | 1990 | Ocak-Ağustos | |
| | | | | 1990 | 1991 |
| OECD Ülke. : | 31 | 54 | 51 | 60 | 79 |
| D. Avrupa : | 30 | 49 | 50 | 50 | 138 |
| Kalkınan Ül. : | 65 | 68 | 60 | 57 | 71 |
| Diğer : | 42 | 32 | 66 | 77 | 176 |
| Genel Averaaj : | 35 | 56 | 52 | 59 | 79 |



2. BÖLÜM
SWAP KAVRAMI, SWAP İŞLEMLERİNİN GELİŞİMİ
VE UYGULAMALARI

2. SWAP İŞLEMLERİ

2.1. SWAP NEDİR ?

İngilizce kökenli Swap kelimesinin Türkçe karşılığı "takas" veya "değiştirme" dir. Finansal açıdan Swap, farklı kaynaklardan borçlanan iki veya daha fazla tarafın, faiz ve ana para ödemelerinden kaynaklanan nakit akışı yükümlülüklerini değiştirmesi, şeklinde tanımlanabilir. (1)

Döviz riski açısından swap ise, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri minimize etmek amacıyla geliştirilen bir mali tekniktir.

Başka bir deyişle, Swap cari (peşin) piyasada bir alım karşın, vadeli piyasada satışı yada tam tersi anlamına gelmektedir. Bu bakımdan swap işlemi kurlardaki bir değişim sonucu döviz kaybı veya kazancı oluşturmaz. (2)

Swap işlemi, farklı kuruluşların farklı mali piyasalardaki değişik kredi değerliliğine bağlı olarak farklı kredi şartları ile karşı karşıya kalmalarıdır. Böylece, bu farklılıklardan swap işlemine taraf olan işletmelerin her birinin yararına olacak şekilde istifade etmeleridir. (3)

1) KUHN, Robert L. : Investment Banking, Harper and Row Publishers, New York 1989, s.339

2) ALPEREN, Sumru : "Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Kuru Riski Yönetimi", (Basılmamış yüksek lisans tezi, M.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü), İstanbul 1992, s.59

3) APAK, Sudi : a.g.e. , s.63

2.2. SWAP İŞLEMLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

1944'de kabul edilen Bretton Woods para sisteminin amacı, kısa dönemli kur dalgalanmaları karşısında sabit kurları muhafaza etmektir. Böylece, döviz kurlarındaki değişimin uzun dönemde ve ödemeler bilançosunun sürekli açık ve fazla vermesi durumun da sözkonusu olacağı kabul edilmiştir. Öte yandan, döviz kurlarında bir değişiklik olduğunda, devalüasyon yapılması gerekmektedir.

Bretton Woods sisteminin temel karakteri, yabancı para otoriteleri tarafından tutulan ABD dolarının, ABD hükümeti tarafından sabit bir fiyat üzerinde altına çevrilebilmesidir. Öte yandan ABD dışındaki hükümetler, kendi paralarının dolara karşı fiyatını, yani hangi fiyattan dolara çevrilebileceğini saptayabilmektedirler. İşte, bu özellik nedeniyle Bretton Woods sistemine, "Altın Döviz Standardı" denilmiştir. Sistemde altın nihai rezervdir ve rezerv olarak tutulan paralar, doğrudan veya dolaylı olarak altınla değiştirilebilmektedir.

Sistemde, her ülkenin parasının dolara çevrileceği bir oran saptanmıştır. Saptanan oran, zaman zaman ve ancak ödemeler bilançosundaki temel dengesizlikler karşısında değiştirilebilecekti. Ancak sistemde, özellikle, kısa vadeli dalgalanmalar karşısında dolara göre belirlenen döviz kurlarının % 1 oranında

dalgalanmasına da izin verilmiştir. Bu açıdan sisteme "Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi" denilmektedir.

Uluslararası Para Fonu, Bretton Woods sistemini yönetmek için kurulmuştur. Fonun görevi; sistemin kurallarına uyulmasını sağlamaktır. Sistemde IMF'nin görevide şu şekilde belirlenmiştir.

1. Kısa dönemde ülkelerin, döviz kurlarını saptadıkları düzeyde tutmalarını sağlamak,
2. Geçici ödeme açıklarıyla karşılaşan ülkelere ödünç vermek, böylece ülkenin parasını korumasına yardım etmek,
3. Üye ülkeler, geçici önlemlerle ödemeler bilançosu açıklarını gideremiyorsa, ve döviz kurlarını değiştirmek istiyorlarsa, danışmanlık görevi yapmaktır.

Bretton Woods sisteminin başlıca üç sorunu olmuştur.

1. Döviz kurlarını sabit tutarken, uluslararası gelir ve ödemelerdeki kısa vadeli dalgalanmaları gidermek için yeterli rezerv sağlanması,
2. Gelir ve ödemelerin uzun dönem trendlerine göre döviz kurlarının ayarlanması,
3. Spekülatif krizlerin kontrolüdür.

Bu sorunları bünyesinde taşıyarak Bretton Woods sistemi yaklaşık 20 yıl oldukça iyi işlemiştir. Daha sonra sistemin zayıflıklarını yansıtan, giderek artan şiddette

bir dizi kriz ortaya çıkmıştır. Sonuçta, sistem 1972 yılı sonlarında çökmüştür. (4)

1972 yılında yıkılan Bretton Woods' sabit kur sisteminin ortadan kalkmasıyla, serbest döviz kuru sistemine geçilmiştir.

Bu sistemin ardından serbest döviz kuru sistemine geçilmesi, vadeli döviz işlemlerinde döviz kuru riskini ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle, swap tekniği ilk olarak döviz piyasalarında kullanılmaya başlanmıştır. Swap, daha sonra para ve sermaye piyasalarında borçlanma maliyetlerini azaltan bir finansman tekniği olarak kullanılmaya başlanmıştır.

2.2.1. İLK SWAP SÖZLEŞMELERİ

Resmi olmayan ilk swap sözleşmesi, XVI. yüzyılda Genoese Banker'inin Antwerp para piyasası yoluyla İspanya'ya altın vermesi ve karşılığında gümüş almasıyla yapılmıştır. (5)

Swap yöntemi, XX. yüzyılda peşin ve vadeli döviz piyasaları arasında bir köprü oluşturmuştur. Swap, bugünkü anlamda ilk kez 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından paranın satılıp, vadeli olarak geri satın alınmasıyla gerçekleştirilmiştir.

işletmeler arasında ve işletmelerle bankalar

4) PARASIZ, ilker: Para Banka ve Finansal Piyasalar, Bursa, 1985, s.438,440,446

5) HENDERSON, Schuyler, PRICE, John: Currency and Interest Rate Swaps, Second edition, Butter Woods London, 1988, s.1

arasında swap tekniğinin kullanılması 1950'lerden sonra ortaya çıkmıştır. (6) Günümüzde özellikle kambiyo kontrolü uygulayan ve/veya paraları diğer paralar karşısında değer kaybeden ülkelerdeki işletmelerin diğer ülkelerdeki işletmelerle olan ticari ilişkilerinde swap finansman tekniği yaygın olarak kullanılmaktadır.

II. Dünya savaşından sonra, döviz kurlarının aşırı dalgalanması ve bazı ülkelerin döviz sıkıntısı çekmeleri nedeniyle, 1962'de Federal Reserve Bank ile bazı Avrupa ülkelerinin Merkez bankaları arasında swap anlaşmaları imzalanmıştır. Merkez Bankalarının swap anlaşmalarıyla fon sıkıntılarını gidermelerinden sonra, gökuluslu şirketler diğer ülkelerdeki kuruluşlarıyla yaptıkları paralel borçlanmalarda (Paralel Loan) swap finansman tekniğini kullanmışlardır.

Resmi olarak ilk swap işlemi, 1977'de "Continental Illinois Limited" şirketinin "Consolidated Goldfields" adına, İngiliz Sterlini/Amerikan Doları üzerinden 10 yıl vadeli para swap'ı işlemini gerçekleştirmesiyle ortaya çıkmıştır. Bu swap işleminden sonra Morgan Guaranty ve Banque Paribas'ın düzenledikleri ve Venezuela hükümetinin Caracas raylı sisteminin inşasında Fransız

6) ALBAYRAK, Cemil: "Faiz ve Döviz Riskinden Korunma Amacı Swap tekniği", Maliye Yazıları, (24 Mayıs- 24 Haziran) 1990, s.50

Frangı ihtiyacını karşılamak için, vadeli dolar sattığı ve karşılığında Fransız Frangı aldığı swap işlemi gerçekleşmiştir. Ancak swap işlemlerinin kullanımını ve gelişimini hızlandıran swap sözleşmesi, 1982'de Dünya Bankası ile IBM arasında yapılan swap işlemidir. (7)

Yukarıda saydığımız tüm bu gelişmelerden sonra swap piyasası, 1987'de "Uluslararası Swap Aracıları Birliği" nin kurulmasıyla yeni bir biçim almıştır. Bu swap birliği ile birlikte swap işlemleri standart hale getirilerek, standart belgeler kullanılmaya başlanmıştır. (8)

2.3. SWAP PIYASASININ GELİŞİMİ

Swap piyasalarının oluşumuna, mali piyasaların kurumsal ve yapısal açıdan farklılık göstermeleri, sermaye hareketlerine ve döviz işlemlerine getirilen yasal kısıtlamalar, bu kısıtlamaların ulusal piyasadan borçlanma maliyetini arttırması gibi belli başlı nedenler sebep olmuştur. Bazı sermaye piyasalarına girişin imkan dahilinde olmayışı ve bu piyasalara swap yöntemi ile dolaylı girişin mümkün olmasında bu nedenlerden biridir. Swap işleminin oluşumuna neden olan, mali piyasaların kurumsal ve yapısal açıdan

7) HENDERSON, Schuyler; PRICE, John; a.g.e. , s.4.

8) "The guide to international Capital Markets" ,
Euromoney Publications, London, 1989, s.206.

farklılıklarını şu şekilde sıralanabilir. (9)

1. Belirli döviz fonlarına erişebilme yeteneği veya erişim güçlükleri;
2. Değişken faizli fon sağlayabilme yeteneğine karşın, sabit faizli fon bulmada karşılaşılan zorluklar;
3. Belirli bir döviz üzerinden elde edilebilen ihracat ve diğer kredilerin varlığı ve/veya farklı döviz cinsinden fon edinme zorunluluğu;
4. Belirli bir piyasada birincil borçlanma için gerekli likiditenin bulunamaması;
5. Bazı piyasalarda erişilebilen vadelerin kısalığıdır.

Swap piyasalarının gelişimindeki en önemli adımlardan biri, swap'ın bir para piyasası enstrümanı olmaktan çıkarak bir kredi piyasası aracı haline gelmeye başlamasıdır. (10)

Swap piyasalarının gelişimi önceleri döviz swap'larının ortaya çıkmasıyla olmuştur. Ancak daha sonraları döviz swap'ları önemlerini yitirmeye , buna karşılık faiz swap'ları giderek artan bir biçimde önem kazanmaya başlamıştır. Böylece, swap teknikleri çoğalmış

9) KIRIM, Arman: "Döviz ve Faiz Swap'ları", TBB yayını, Sayı:2, Temmuz, 1990, s.30.

10) GÜMÜŞELİ, Saniye: "Swap Piyasaları", Kalkınma Dergisi, T.C. Kalkınma bankası Yayını, Haziran 1991, s.48.

ve karmaşıklaşmıştır. Faiz ve Döviz Swap'larının yıllara göre işlem hacmi aşağıdaki Tablo-1'de verilmiştir.

| Tablo 1 | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| Faiz ve Döviz Swap'larının işlem Hacmi | | | | | | | |
| | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
| Faiz Swapı : | -- | 5 | 20 | 80 | 140 | 200 | 542 |
| Döviz Swapı: | 5 | 15 | 25 | 40 | 75 | 120 | 162 |
| (milyar \$) | | | | | | | |

Kaynak: SMITH, Clifford; SMITHSON, Charles W.; WILLFORD, D. Skyes: The Managing Financial Risk, (The institutional Investories in Finance), Harper Business, 1989

2.4. SWAP PİYASASI KATILIMCILARI

Swap piyasası katılımcıları, son kullanıcılar (end-users) ve aracılar (intermediaries) olarak ikiye ayrılabilir. Son kullanıcılar, ekonomik ve mali nedenlerle faiz veya döviz riskini azaltmak amacıyla swapla ilgilenirler. Bir aracı (veya satıcı) ise, komisyon ücreti almak, ticari kar elde etmek için swap işlemine girer. Uygulamada bazı kuruluşlar, her iki tarafta göstermektedirler.

2.4.1. SON KULLANICILAR

Günümüzde swap piyasasında son kullanıcılar çok çeşitli kuruluşlardan oluşmaktadır. Dünyanın çeşitli yerlerindeki, bankalar, şirketler, tasarruf sendikaları, sigorta şirketleri, devlet kurumları, uluslararası

teşkilatlar ve devletler, swap piyasasında son kullanıcı olarak görülmektedir.

Genel olarak, son kullanıcılar, swap piyasasından aşağıdaki faydaları sağlamaktadırlar.

1. Düşük maliyetli finansman,
2. Yüksek getirili aktifler elde etmek,
3. Faiz ve döviz kuru risklerine karşı korunmak,
4. Kısa süreli aktif pasif yönetimi stratejilerini uygulamak.
5. Spekülasyon yapmak. (11)

2.4.1.1. ŞİRKETLER

Şirketleri, belirtilen nedenlerin dışında, swap işlemlerine yönelten nedenler de vardır. Doların İngiliz sterlini karşısında prim yapması ve swap işlemlerinin doların prim yapmasını önlemesi ve yabancı yatırımcıları döviz kuru riskine karşı koruması olmuştur. Swap, şirketler için doğrudan bir finansman tekniği olmamakla birlikte, şirketlerin borç yapılarını değiştirebilen bir teknik haline gelmiştir.

Şirketlerin swap piyasasında yer almalarının bir başka nedeni, kredi maliyetlerinin finansal piyasalara olan kredi talebine bağlı olmasıdır. Çünkü, bazı dönemlerde sermaye piyasalarında ticareti yapılan fon kaynakları kredi değeri yüksek şirketler sermaye piyasalarından fon sağlarken aynı zamanda kredi

değerliliği düşük şirketleri bu piyasalardan çıkarabilmektedirler. Bu nedenlerden dolayı kredi değerliliği düşük şirketlerin, swap finansmanı yoluyla fon sağlamalarında, işbirlikçilerin ortaya çıkması, şirketlerin, swap piyasasında yer almalarını sağlayan önemli bir unsurdur.

2.4.1.2. DEVLETLER VE ACENTALARI

Kendi hesapları için swap ürününü kullanan son kullanıcılar arasında ilk olarak, devletler ve onlara bağlı acentalar gelmektedir. Merkez bankaları, faaliyetlerinden ayrı olarak, devletler bütçe açıklarını kapatmak için etkili bir method olan swap'ı kullanmaktadırlar.

Yeterli kredi değerliliği bulunmayan devletlerin, sermaye piyasalarından sabit faiz oranlı borçlanma olasılığını arttırabilmeleri için, birçok fırsat mevcuttur. Bilindiği gibi, kredi değerliliği düşük devletlerin değişken faiz oranı üzerinden borçlanma imkanları vardır. Devletler, faiz swap'ı işlemlerinde bankaların aracılıklarından faydalanabilirler. Böylece, değişken faiz oranıyla borçlanan devletler, bu borçlarını swap yoluyla sabit faiz oranlı borç haline dönüştürebilirler.

Borçlanma ihtiyaçları olan devletler sadece değişken faiz oranıyla finansman ihtiyaçlarını karşılayamazlar. Bu nedenle, farklı sermaye piyasalarını

kullanmak gereklidir. Değişken faizden değişken faize swap, işlemi devletlere borç pozisyonlarını daha iyi yönetmek için bir fırsat yaratmaktadır.

2.4.1.3. İHRACAT KREDİSİ VEREN ACENTALAR

ihracat kredisi veren acentaların temel fonksiyonu kendi ülke paraları dışında diğer ülkelerin para birimlerinden borç vermeleridir. Bu nedenle, acentalar talep edilen para birimleri üzerinden sabit faiz oranlı fonlarını arttırmak amacıyla olabilmektedirler.

ihracat kredisi veren acentalarda, ihracat kredisi yoluyla fon sağlayan şirketler, swap yoluyla bir para birimi üzerinden sabit faiz oranlı borçlarını, başka bir para birimi üzerinden sabit faiz oranlı borç haline dönüştürebilmektedirler. Ayrıca, şirketler, faiz oranı düşük para birimi üzerinden borçlandıklarında, bu borçlarını swap mekanizmasıyla talep edilen başka bir para birimi üzerindeki borç maliyetini azaltmak için bir karla satılabilmektedir.

ihracat kredisi veren acentalar swap işlemini bir risk yönetim aracı olarak da kullanabilirler. (12)

2.4.2. ARACILAR

Swap piyasasının gelişme yıllarında aracılardan çoğu sadece iki swap tarafını bir araya getirip, swap

12) HENDERSON, Schuyler; PRICE, John: a.g.e. , s.11

anlaşması düzenlemişlerdir. Genişleyen piyasa hacmiyle birlikte, katılımcı potansiyeli de artmıştır. Bu nedenle aracılar, sadece swap komisyonculuğu işini kredi riski içerdiğinden dolayı isteksizce kabullenmişlerdir. Bu durum, büyük ticari ve yatırım bankalarının swapların karşılıklı denkleştirmesini gerçekleştiren aracılık rolünü üstlenmeleri için bir fırsat yaratmıştır. (13)

Bankaların swap piyasasında yer almalarının bir diğer nedeni, birçok merkez bankasının kendi yetkileri altında faaliyet yapan bankaları, değişken faiz oranıyla borçlanmaları için zorlamaları olmuştur.

Aracılar swap işlemlerinde bir risk yüklenmeden komisyoncu veya düzenleyici olarak faaliyette bulunmuşlardır. Ayrıca bazı yatırım bankaları, swap işlemlerine aracı olarak katılmışlardır.

Amerikan ve Japon ticaret bankaları kendi ülkelerindeki hukuksal düzenlemeler nedeniyle, kendilerine yasaklanmış olan menkul kıymet faaliyetlerini genişletmek için swap finansman tekniğini kullanmışlardır.

2.5. SWAP İŞLEMLERİNDE GENEL KOŞULLAR

Swap işlemi, belirlenen vadeye ve şartlara uymayı karşılıklı olarak kabul eden, en az iki taraf

13) GÜMÜŞELİ, Saniye: a.g.m., s.48

gerektirmektedir. Swap işlemlerinin koşulları, tarafların ticari ihtiyaçları, döviz kontrolleri ve çeşitli hukuksal düzenlemelere göre değişkenlik gösterebilir. Swap işlemlerinin genel koşulları; taraflar, miktarlar, para birimleri, vedeler, yenileme, fiyatlama, gelecekteki zorunluluklar, komisyon, diğer masraflar, belgeler ve yasal düzenlemelerle ilgili koşullardan oluşmaktadır. (14)

2.5.1. TARAFLAR

Bir swap işleminin tarafları, son kullanıcılar, aracılar ve komisyoncular olabilir. Aynı zamanda bir swap işlemi bunların tümünü kapsayabilir.

2.5.2. MİKTARLAR

Swap işlemlerine konu olan para tutarı, 10 milyon \$ ile 100 milyon \$ arasında değişmektedir. Diğer para birimleriyle yapılan swaplarda da bu tutarlara eşit paralar kullanılmaktadır.

2.5.3. PARA BİRİMLERİ

Swap işlemleri farklı konvertibl para birimleri arasında düzenlenebilir. En çok kullanılan para birimleri, Amerikan Doları, Avustralya Doları, İngiliz Sterlini, Alman Markı, İsviçre Frangı ve Japon Yeni'dir.

14) HENDERSON, Schuyler; PRICE, John; a.g.e., s.40-42

2.5.4. VADELER

Swap işlemleri genellikle orta vadeliidir. Vade 3-10 yıl arası bir süreyi kapsamaktadır. Vadenin daha da uzun olması mümkündür.

2.5.5. YENİLEME

Swap işlemleri tek bir vadede geri ödenebilen anapara miktarlarını içerir. Fakat ardarda yapılan swap işlemlerinin yenilenmesi imkan dahilindedir.

2.5.6. FİYATLAMA

Faiz swap'ı fiyatlaması, sabit faizle borçlanma maliyeti, değişken faizle borçlanma maliyeti ve kredi değerliliği ile ilgili piyasa şartlarına bağlıdır.

2.5.7. GELECEKTEKİ ZORUNLULUKLAR

Faiz swap'ı işlemlerinde taraflar, değişken faiz oranı veya sabit faiz oranıyla hesaplanmış tutarların satılmasına veya her iki faiz tutarının şartlı olarak üçüncü bir tarafa satılmasına razıdırlar.

Para swap'ı işlemlerinde taraflar, önceden tesbit edilen yöntemle veya gerekli şarta uygun bir hesaplama yöntemiyle hesaplanmış borç tutarlarının satılmasını kabul ederler.

2.5.8. KOMİSYON

Komisyon oranını belirleyen unsur, kredi değerliliğidir. Aracılar tarafından yapılan ilk swap işlemlerinde her yıl için aracılarn komisyonu

0.0010-0.0025 arasında değişmiştir. Komisyon aynı zamanda alış ve satış fiyatları arasındaki, fark olarak da bilinir. \$ birimli faiz swap'ı için komisyon oranları 0.0005-0.0010 arasında değişmektedir. Diğer para birimleri üzerinden yapılan swap işlemlerinde komisyon oranları, borçluların kredi değerliliklerine bağlıdır.

2.5.9. DİĞER MASRAFLAR

Swap işleminin düzenleyicisi komisyonuyla birlikte diğer bütün masraflarını swap işleminde yer alan taraflardan tahsil eder.

2.5.10. BELGELER

Swap işlemlerinde standart belgeler kullanılmaktadır.

2.5.11. YASAL DÜZENLEMELER

Yasal düzenlemeler, tarafların ikamet ettikleri devletlerin yasalarına göre belirlenir. Uluslararası finansal düzenlemeler ve ödemelerin yapıldığı yerler, yasal düzenlemelerle belirlenmektedir.

2.6. SWAP İŞLEMLERİNE GEÇİŞ, PARALEL BORÇLANMALAR VE BACK-TO-BACK KREDİLER

İlk swap'ların temeli "paralel borçlanma" ve "back-to-back" kredi sözleşmeleriyle atılmıştır. Daha sonraları, bu işlemlerin yerlerini döviz ve faiz swap'ları almıştır.

1972 yılında Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla,

uluslararası şirketler, döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Sabit döviz kuru sisteminin ortadan kalkmasıyla, faiz oranlarının dalgalanması gözle görülür bir artış göstermiştir. Bu nedenle, firmalar için, deniz aşırı önemli faaliyetlerinde ve karşılıklı kredi ilişkilerinde, bu artışın etkisi kendini göstermiştir. (15)

Karşılıklı kredi ilişkilerinde, farklı ülkelerdeki şubeler, birbirlerini likidite yönünden destekleyerek ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. (16)

Paralel krediler, merkezleri iki farklı ülkede yer alan çokuluslu şirketlerin, mevcut döviz kurları üzerinden birbirlerine kendi ülkelerinin para birimleri cinsinden borç vermesini ve bu borçların kararlaştırılan vade sonunda geri ödenmesini içerirler. Söz konusu borçlara, üzerinde mutabık kalınmış faiz oranları uygulanır ve ana paralar vade sonunda, yine başta anlaşılmış olan spot kur üzerinden karşı tarafa geri ödenir. (17)

Karşılıklı veya Paralel borçlanmayı en kolay şekilde bir örnekle açıklanabilir.

Kuzey Denizi'nde petrol bulunmasından önce, Başka

15) SMITH, Clifford; SMITHSON, Charles; WILLFORD, Skyes: The Managing Risk, Harper business, 1988, s.201.

16) DAS, Sasyajit: ManagementOfCurrencyRisk, Euromoney Publications, Boris Antl, Vol:1, 1990, s.263.

17) KIRIM, Arman: a.g.m. , s.30.

bir deyişle 2. Dünya Savaşı yıllarında sterlin konvertibilitesi zayıf bir paraydı. Bu nedenle, Sterlin'in değerini yükseltmek için, İngiliz Merkez Bankası sterlin'in dış kullanımı üzerine kontrol koymuştur. Bu tedbirlerin nedeni; ABD'de yatırım yapmak isteyen bir İngiliz firmasının bu yatırımı yapabilmek amacıyla dolar elde edebilmesi için prim ödemesi gerekmiştir.

Bu şartlar altında finans uzmanları, "bu dünyada, dolar finansmanına ihtiyacı olan Britanya şirketleri olduğu gibi sterlin finansmanına ihtiyacı olan Amerikan şirketleri olmalıdır. İki tarafa da faydalı olmak şartıyla dolar ve sterlin arasında bir takas düzenlenemez mi?" şeklinde düşünmüşler ve cevap aramışlardır. Sonuç olumlu olmuştur ve böylece karşılıklı paralel borçlanma kavramı olarak doğmuştur.

Temel noktalara bağlı kalmak şartıyla böyle bir borçlanma mekanizmasının nasıl çalıştığını şöyle gösterebiliriz. Örneğin, Britanya Şirketi British Petrol (BP)'nin ABD'deki şubesi, ABD'deki yatırımını finanse etmek için dolara ihtiyacı olsun. Öte yandan, düşünelim ABD şirketi IBM'in Britanya şubesi var Britanya'daki yatırımını finanse edebilmek için sterlin'e ihtiyacı olsun. (Sterlin'in cari piyasada 1,80 \$ olsun.)

BP'nin ABD'deki uzantısının yatırım yapması için gerekli dolar sermayeyi prim ödemediği elde edebilmesi

için IBM'le aşağıdaki anlaşmayı yapmıştır. BP, IBM'in Britanya uzantısına 10 milyon sterlin borç vermeyi kabul ederken, buna karşılık olarak IBM, BP'nin ABD uzantısına 18 milyon dolar borç vermeyi kabul etsin. Bu karşılıklı paralel borçlanma Şekil-1'de gösterilmiştir. Karşılıklı paralel borçlanma normalde 5 yıldan 10 yıla gibi sabit vadeye sahiptir ve bu tür borçlanma "füze borçlanma" (bütün anaparanın vade sonunda ödendiği durumlar) olarak tanımlanır. (18)

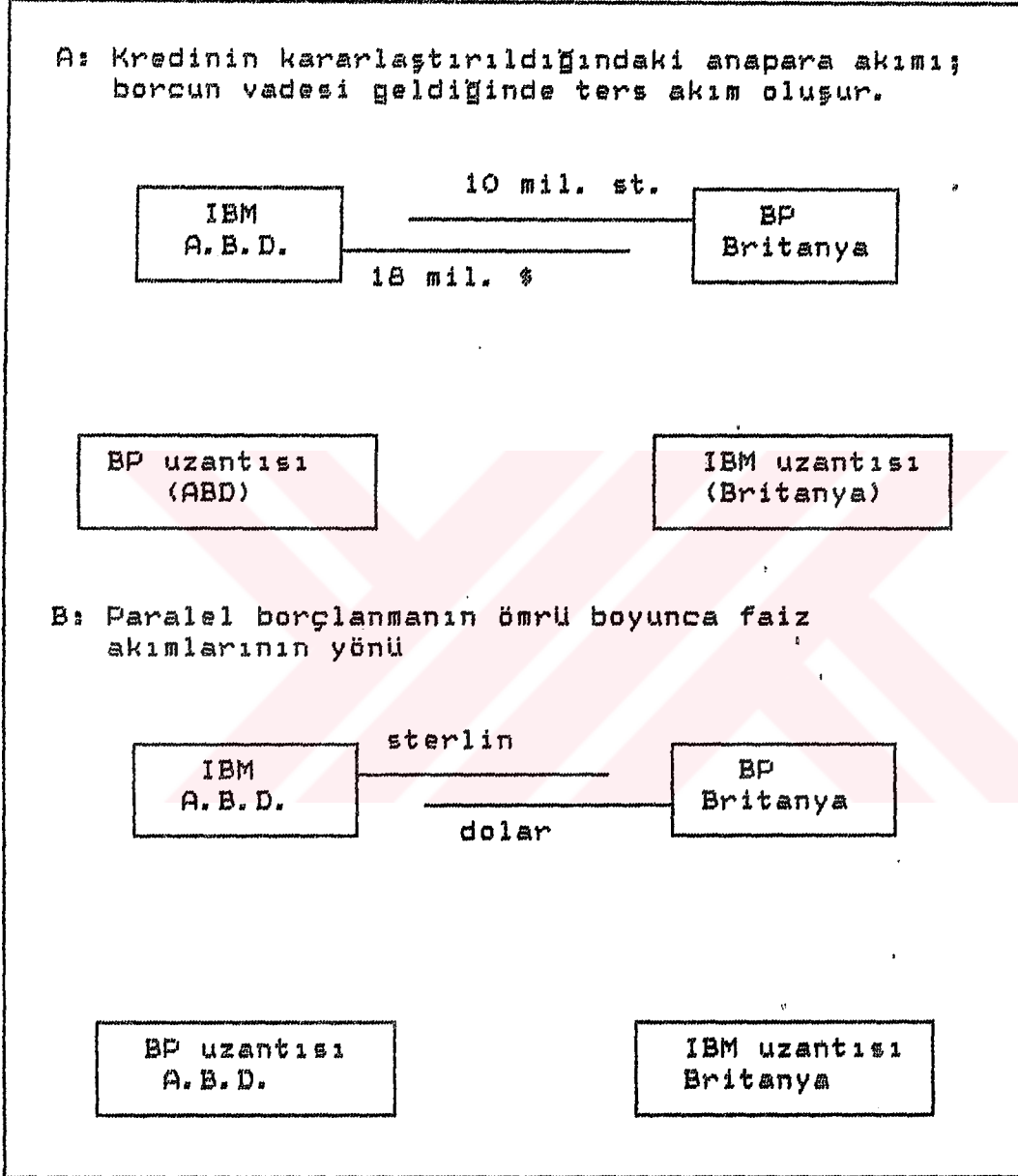
Karşılıklı kredi ilişkilerinde faiz oranları, diğer ticari değişimlerde kullanılan döviz gibi, oransal bir şekilde ilgili ülkenin idari faiz oranları her iki ülke arasında görüşme konusu olacaksa da, yine de bu oranlar her iki ülkede kabul gören oranlardan pek de farklı olmayacaktır.

Karşılıklı kredi ilişkilerinde, eğer faiz oranı olması gereken noktanın üzerinde ise, ilgili oranların bu marjlar içerisinde bir yapısal değişikliğe imkan tanımaları olasıdır. Vadeler genellikle 5 yıldan 10 yıla kadar olabilmektedir. 5 yıldan az ve 10 yıldan uzun vadeler pek yaygın değildir.

Faiz ödemeleri genellikle aynı aralıklarla yapılmaktadır. Yönetimsel açıdan, paralel krediler "Kuşun" krediler olarak adlandırılırlar. Çünkü, bu tür

18) STIGUM, Marcia: The Money Market, Third Edition, Business One Irwin, Homewood Illinois, 1990, s.912, 913

Şekil-1 Karşılıklı Paralel Borçlanma



Kaynak: Marcia STIGUM: The Money Market, Business One Irwin, Homewood Illinois, 1990, s.913

kredilerde işlemin sonucunda, ana miktar olan meblağ tamamıyla ödenene kadar geçici bir amortisman hakkı tanınmaz. Böylece de, kredi ilişkisi vade açısından

tersine döner. (19)

Paralel borçlanmayı kullandığımızda iki ana problem karşımıza çıkar.

1. Tarafların Kredibilitelikleri: Tarafların sözleşmeden dolayı kazandıkları yükümlülüklerini yerine getirememeleri riskidir. Ancak kredi riskleri her iki tarafa verilen bazı haklarla yumuşatılabilir.

2. Bilanço üzerine etkileri: Ana şirketin ve şubenin bilançosu konsolide bilanço ise, paralel borçlanma bilançoyu şişirecektir. Aslında swap işlemleri bilanço dışı işlemlerdir. Onlar muhasebe ve düzenleyici amaçlar için bilançodaki elde kalandır. (20)

"Back-to-Back" (Arka arkaya) kredi ilişkileri paralel kredilerden farklı bir ilişkiyi içerir. Paralel kredilerde, riski dengelemek sözkonusu olduğu için dünyada back-to-back kredilere göre daha çok tutulmaktadır.

Bu tür kredi modelinde:

1. Çapraz bir alışveriş sözkonusudur.
2. Sadane bir tür kredi ilişkisi mevcuttur.

19) DAS, Sasysajit; a.g.e. , s.264,265

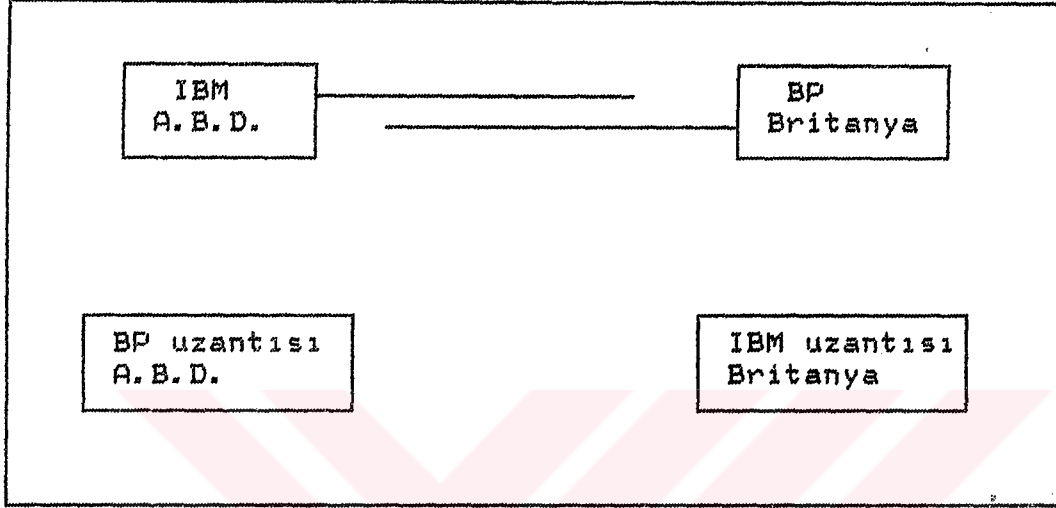
20) SMITH, Clifford; SMITHSON, Charles; WILLFORD, Skyes; a.g.e. , s.202

Dönemsel açıdan, back-to-back krediler paralel kredilere benzemektedir. Ama gift vergileme vardır. (21) Back-to-Back kredileri anlatmak için yukarıdaki BP-IBM örneğini kullanmaya devam edeceğiz. Ancak bu sefer şu varsayımla yola çıkacağız: BP ve IBM arasında yapılan anlaşmaya göre, borçlanma ilişkisi olmadan, IBM BP'ye 18 milyon \$ satacaktır. Bu parayıda BP kendisinin Amerika'daki uzantısına borç verecektir. Aynı şekilde ve eş zamanlı olarak BP IBM'e 10 milyon sterlin satacaktır. Bu parada IBM tarafından Britanya'daki uzantısına borç olarak verilecektir. Bu örnekte de varsaydığımız döviz kuru 1.80\$= 1st olup sonuç itibariyle bu iki işlemin değeri eşit olacaktır. Bununla birlikte, taraflar bu işlemle satılmış olan dolar ve sterlini aynı döviz kurundan belirlenmiş ileri bir tarihte geri almaya anlaşırlar. Takasın geçerli olduğu zaman boyutunca, ki bu gene 5 ila 10 yıl olabilir, taraflardan biri diğer tarafa belirli aralıklarla belirlenmiş olan sterlin ve dolar faiz hadleri arasındaki farka yaklaşık bir oranda net faiz ödemesinde bulunacaktır. Örneğimizde, anlaşmanın, sterlinin zayıf olduğu bir dönemde yapıldığını varsayıyoruz. Böyle olunca tabii olarak sterlin faiz haddinin dolar faiz haddinden daha yüksek olacağı varsayımı yapıyoruz. Bu şartlar altında

21)DAS, Sasyajit: a.g.e. , 265

örneğimizde faiz akışı BP'den IBM'e doğru olacaktır.

Şekil-2 Back-To-Back Kredilerin Yapısı



Kaynak: Marcia STIGUM: The Money Market, s.915

Bu tür takasta risk oldukça azdır. Çünkü tanzim etme hakkı anlaşmanın yapısında ifade edilmiştir. Öte yandan, döviz oranı riski de, paralel borçlanma olduğu gibi, düzenleyici bir madde veya şartın eklenmesiyle önlenabilir.

Bu tür kredi mekanik olarak daha kolaydır. Buna ilave olarak, anlaşmayı imzalayan taraflardan hiçbirinin bilançosuna sorumluluk veya borç yüklenmez. (22)

Bu iki yöntem özellikle sıkı kambiyo rejimlerinin hüküm sürdüğü dönemlerde oldukça yararlı bir işlev görmüştür. Ancak özellikle dokümantasyon gereklerinin karmaşıklığı; bu tür borçlarda iki ayrı kredi anlaşması

(22) STIGUM, Marcia: a.g.e. , s.914,915

yapma zorunluluğu ve bağılı olarak iki ayrı hak ve yükümlülükler dizisinin ortaya çıkması bunun yaratacağı hukuksal sorunlar; back-to-back kredilerin bilançoya dahil olması, oysa swap'ların bilanço dışı özellik taşımaları ve giderek mali piyasaların deregülasyonu ile kısıtlayıcı hükümlerin azalması, paralel ve back-to-back kredilerin önemini ve yaygınlığını azaltmış, onun yerine döviz ve giderek faiz swap'larının yaygınlaşması sonucunu doğurmuştur. (23)

2.7. SWAP İŞLEMLERİNİN TÜRLERİ

2.7.1. PARA SWAP'I

Bir para swap'ı iki ayrı döviz arasındaki değişim ile şu anda mevcut olan veya gelecekte belirlenen borç veya alacakların karşılıklı olarak dönüşümüne razı olmak şeklinde tanımlanabilir.

Dövizler arasındaki değişim sadece dövizlerin getirisi ve götürüsü ile ilgili değil, aynı zamanda o dövizlerin faiz oranlarının da değişimini gerektirir. (24)

Diğer bir tanım ise, para swap'ı genellikle faiz ve anapara ödemelerini içeren önceden belirlenmiş kurallar ve süreler içinde iki tarafın belirli miktarlarda iki

23) KIRIM, Arman: a.g.m. , s.31

24) DAS, Sasyajit: a.g.e. , s.263

farklı para birimini değiş-tokuş etme ve belli bir vade sonunda geri alınması konusunda anlaşmaya vardıkları bir mali işlemdir. (25)

Bu işlemin sonucunda, birinci taraf diğer tarafın borçlarını öderken, diğer tarafta birinci tarafın borçlarını ödemektedir. Para swap'ı faiz ödemelerini de kapsadığı için, bir para birimi üzerinden sabit faizle yapılan borçlanma, diğer bir para birimi üzerinden ödenebilir. Para swap'ı para kontrollerinin ve para blokajlarının doğurduğu paralel borçlanma ve back-to-back kredilerden kaynaklanmıştır. (26)

Bir para swap'ı işleminde aracılar her bir tarafa borç tutarlarını ödünç vermezler. Fakat gelecekte bir tarihte ana paraların değişimini sağlamak için yapılan vadeli bir döviz sözleşmesiyle borç tutarlarını her bir tarafa satarlar. Swap edilecek miktar belirli bir para birimi üzerinden hesaplanır ve bu para birimiyle diğer paranın miktarı bulunur. Periyodik ödemelerin olması durumunda para swap'ı işlemi faiz ödemelerini de kapsamaktadır ve bu ödemeler aracı tarafından yapılır. Swap işleminin aracısı faiz farkını, faiz oranının yüksek olduğu ülkenin tarafına öder.

25) GUMUŞELİ, Saniye: a.g.m. , s.48

26) DAS, Sasyajit: a.g.e. , s.265

Bir para swap'ı işleminde, "Vade sonunda gerçekleştirilen takas, başta anlaşılmış miktarlar ve döviz kuru üzerinden olacağından, geçerli döviz kuru, swap işleminin başlangıcında geçerli olan döviz kuru olacaktır"(27) Böylece döviz kuru riskine karşı korunmuş olmaktadır.

Para swap'ının yapılmasında başlıca iki amaç vardır. (28)

1. istenilen para cinsinin bulunamaması ve başka para cinsinden kredi bulunup bunun istenen cinse swap edilmesi.
2. Daha düşük faizli fon sağlama amacı: Burada istenen para cinsi yerine daha düşük faizli başka bir para cinsinden kredi temin edilir. Ve bu, istenen para cinsine swap edilir. Örneğin, İsviçre Frangı pazarında iyi tanınan bir firmaya Dolar gerektiği zaman, direkt Dolar piyasasına girmek yerine, önce kendisinin iyi tanındığı İsviçre Frangı piyasasında fon yaratıp, bunu swap etmek önemli bir maliyet avantajı sağlayabilir.

Para swap'ının kendine özgü özellikleri bulunur.

1. Para swap'ı tipik olarak 2 yıldan 10 yıla kadar

27) KIRIM, Arman: a.g.m. , s.33

28) TANAY, Ferruh: "Swap Uygulamaları", Sermaye Piyasası Bülteni, Ekim 1985, s.6

düzenlenir.

2. Para swap'ı US\$ karşılığında yapılabileceği gibi dolar dışındaki iki para ile yapmak mümkündür.
3. Para swap'larında minimum büyüklük 3 ile 5 milyon dolar arasındadır veya diğer paralar cinsinden de aynı değere eşittir. Hisse senedi çıkarma zamanlarında para swap'ı 200-250 milyon arasında olabilir. (29)

Tipik bir para swap'ı üç aşamalı olarak gerçekleşmektedir. (30)

1. Anaparanın değiş tokuş edilmesi: Swap işleminin başlangıcında iki taraf ana paraları anlaştıkları kur üzerinden (genellikle spot kur) değiş tokuş ederler.
2. Faizlerin swap süresi içinde periyodik olarak değiş tokuş edilmesi: Swap anlaşmasına göre her iki taraf swap'a soktukları paralar için karşılıklı faiz öderler.
3. Tarafların vade sonunda ana paraları birbirine iade etmesi: Para swap'ında her iki taraf swap sona erdiğinde geçerli kuru bildikleri için nihai yükümlülükler döviz riskine karşı tamamen korunmuş olmaktadır.

29) CURRENCY SWAP: DC Gardner Workbook, 1988, s.4
30) GÜMÜŞELİ, Saniye: a.g.m. , s.48

Para swap'ının para birimlerine ve faiz oranlarına göre değişik varyasyonları vardır. Bu varyasyonların tümünü bir tablo üzerinde toplayarak gösterebiliriz.

Tablo-2 Para swap'ının varyasyonları

| <u>TURU</u> | <u>FAİZLER</u> | <u>DÖVİZLER</u> |
|-------------|------------------------------------|-----------------|
| Para swapı | Sabit faizden Sabit faize | Farklı |
| Para swapı | Değişken faizden Değişken faize | Aynı |
| Para swapı | Değişken faizden Değişken faize | Farklı |
| Para swapı | Sabit faizden Değişken faize | Farklı |

2.7.1.1. Farklı Para Birimleri Üzerinden Sabit Faizden Sabit Faize Para Swap'ı

Bu para swap'ı türünde bir para birimi üzerindeki sabit faiz ödemeleri, başka bir para birimi üzerindeki sabit faiz ödemeleri haline gevrilmektedir.

Farklı paralar üzerinden sabit faizden sabit faize para swap'ı işleminde, diğer para swap'ı işlemlerinde olduğu gibi, anapara ödemeleri önceden belirlenirken döviz kurlarına göre yapılmaktadır. (31)

31) HOWCROFT, Barry; STONEY Christopher: Management and Control Of Currency and Interest Rate Risk, Woodhead Faulkner Limited, England, 1989, s.130

1984 yılında IBM ile Dünya Bankası arasında bu para swap'ı türünün ilginç bir örneği yaşanmıştır.(32) Bu işlemden Dünya Bankası, vadeleri IBM'in borcuna uyan iki gruptan oluşan %10 sabit faizli Euro-tahvil ihraç etmiş ve sonra iki taraf swap sözleşmesine girerek borçlarını swap yapmışlardır. Buna göre IBM Dünya Bankası'nın Euro-tahvil ihraçlarının gelecekteki US\$ cinsinden anapara ve faiz ödemelerini üstlenirken, Dünya Bankası'nda IBM'in isviçre Frangı ve Alman Markı cinsinden sabit faizli borcunu ödemiştir.

ÖRNEK: Borçlu A, US\$ üzerinden sabit faiz oranıyla borçlanmak istiyor. Fakat isviçre Frangı piyasasında sabit faiz oranıyla borçlanabiliyor. Borçlu B ise, SWF üzerinden sabit faiz oranıyla borçlanmak isterken US\$ piyasasından sabit faiz oranıyla borçlanabiliyor.

Bu durumda borçlu A SWF piyasasında, borçlu B ise US\$ piyasasında borçlanacaklar ve yapılacak bir swap sözleşmesiyle, A isviçre Frangı piyasasında borçlanarak elde ettiği fonları bir aracı yoluyla B'ye ödünç verecek B ise US\$ piyasasında borçlanarak elde ettiği fonları aynı aracı yoluyla A'ya ödünç erecektir. Böylece her iki taraf da istedikleri para piyasalarına girmiş

32) ERSAN, İhsan: "Swap Finansmanı Ve Türkiye", Para ve Sermaye Piyasası, Mayıs 1985, s.33

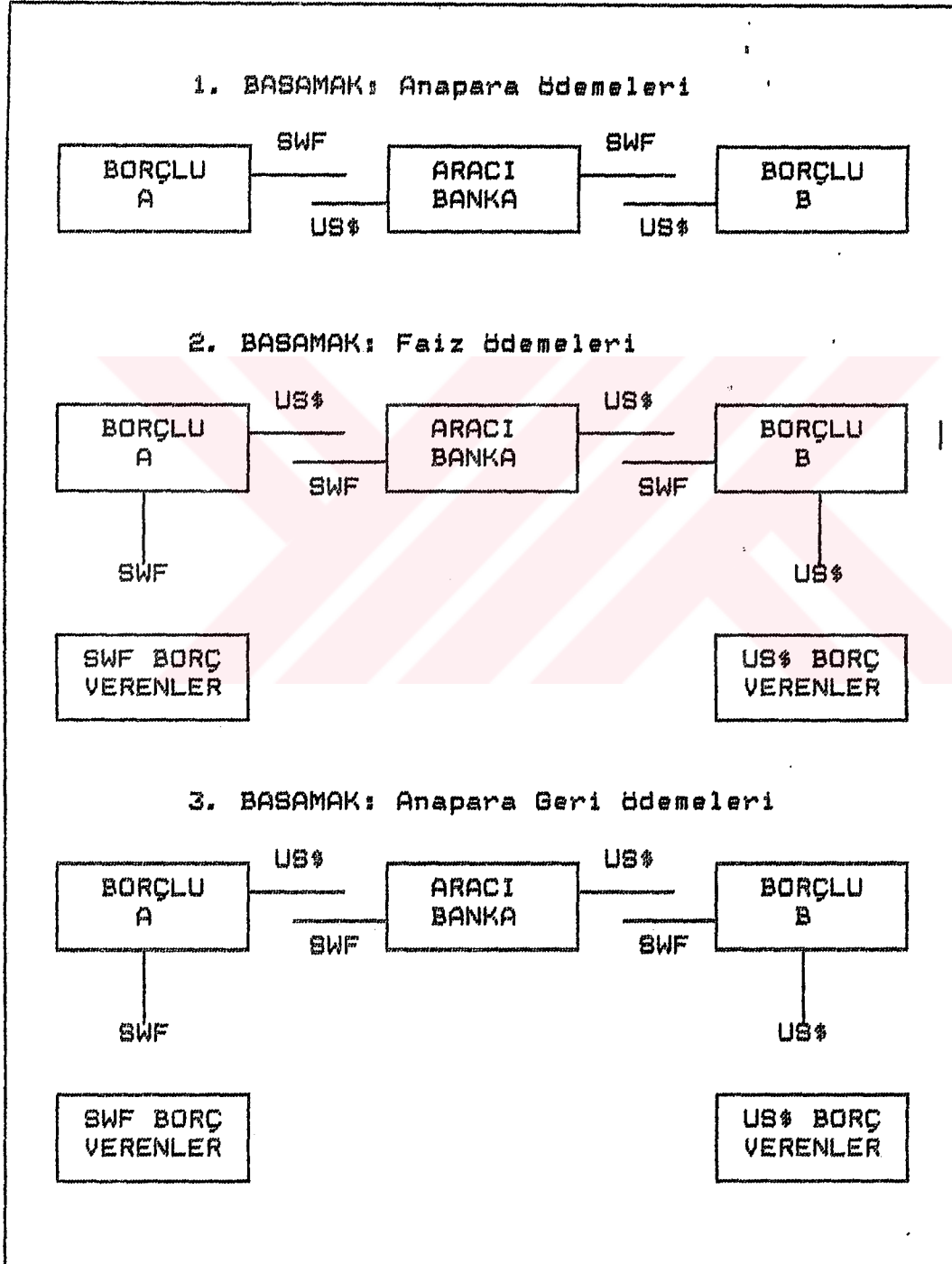
olacaklardır. Bu işlemin akışı Şekil-3'de gösterilmektedir.

2.7.1.2. Aynı Para Birimi Üzerinden Değişken faizden Değişken Faize Para Swap'ı

Swap piyasası katılımcıları önceden girilemeyen yada göreceli olarak daha küçük değişken faiz piyasalarına girebilme yollarını araştırdılar. Bunun sonucunda değişken faizden değişken faize para swap'ı ortaya çıktı. Bu swaplar bir para biriminden değişken faizli borcu olan borçluların bunu başka bir değişken faizli borca çevirebilmesine olanak sağlar. Böylece değişken faiz piyasalarındaki karşılaştırmalı borçlanma avantajlarından yararlanılmış olunur. Bu durum özellikle bu piyasaya hakim olan finansman merkezlerindeki büyük uluslararası bankalar açısından yararlıdır.

Değişken faizden değişken faize swaplar aslında vadeye kadar belli dönemler için yenilenen forward döviz kontratlarından farklı değildir. Uygulamada, bu tür swap işlemleri forward kontratlarına alternatif oluşturmaktadır. bunun nedeni, forward kontratta her yenileme döneminde alış ve satış kurları arasındaki spread ile forward spot kurları arasında oluşan net farkın net nakit akışlarına etkisinden kaçınmaktadır.

Şekil-3 Farklı para birimleriyle sabit faizden sabit faize para swap'ı



Ayrıca her iki taraf kendi yerel piyasalarında borçlandıkları ve bu borçlarını swap'a soktukları için, birbirlerinin yerel piyasada borçlanma avantajlarından da faydalanmaktadır. (33)

Uluslararası swap piyasalarında oldukça hızlı gelişen bu swap'ın yapısı faiz swap'ının ki ile aynıdır. Ancak bu teknikte, farklı temele göre hesaplanmış iki değişken faizin swap'ı yapılmaktadır. Bu swap türünde ilk olarak, LIBOR faiz oranı ile USD PRIME (34) faiz oranı değiştirilmiştir. En yaygın olanıda LIBOR-PRIME RATE Swap'ıdır. Bu swap tekniği değişken faizli, fon kaynakları arasında spread'lerin arbitrajına imkan vermektedir. (35)

ÖRNEK: Piyasa kaynaklarına göre, PRIME/LIBOR Swap'ını kapsayan ilk uygulama, bir bankalar birliğinin İrlanda ile yaptığı swap işlemidir. (36)

Bu işlemde bir Amerikan Bankası, kendisine Prime ve Libor faiz oranları üzerinden borçlanmalarda aracı olması teklif edilen bir bankalar birliği ile bir swap işlemine girdi. Bu işlemde bankalar birliğine üye

33) GUMUGELİ, Saniye: a.g.m. , s.49-50

34) PRIME: ABD'de bankaların kredi değerliliği yüksek müşterilere uyguladıkları faiz oranıdır.

35) İKTİSAT BANKASI: Swap Teknikleri Ve Uygulamaları, Yayın No:2, s.8

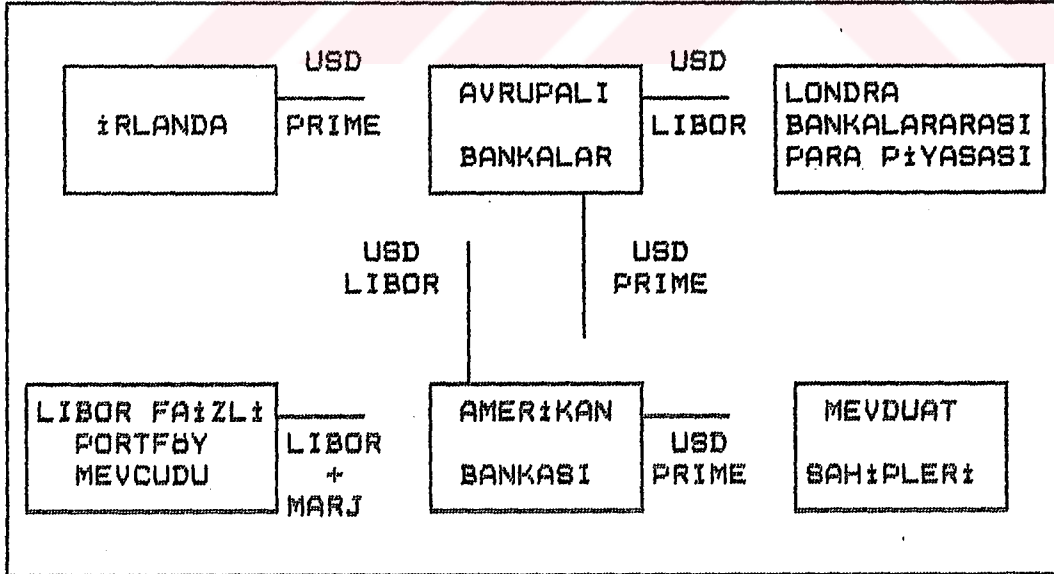
36) HENDERSON, Schuyler; PRICE, John: a.g.e., s.63

Avrupalı bankalar, Prime faiz oranlı mevcutların Libor faiz mevcutlar karşılığında sattılar. Bu işlemin sonucunda Avrupalı bankalar, direkt olarak Libor faiz oranı üzerinden borç vermeleri halinde elde edecekleri gelirden daha fazla gelir elde etmiş oldular. Bu gerçek örneğin işleyişi Şekil-4'te gösterilmiştir.

2.7.1.3. Farklı Para Birimleri Üzerinden Değişken Faizden Değişken Faize Para Swap'ı

Farklı para birimleri üzerinden değişken faizden değişken faize para swap'ı, iki farklı para birimi üzerinden, iki taraf arasında yapılan ve bir taraf diğer tarafın değişken faiz ve anapara ödemelerini üstlenirken

Şekil-4 Aynı Para Birimi Üzerinden Değişken Faizden Değişken Faize Para Swap'ı



Kaynak: HENDERSON, Schuyler; PRICE, John: Currency and Interest Rate Swaps, s.65

diğer tarafın da ilk tarafın değişken faiz ve anapara ödemelerini üstlendiği bir swap sözleşmesidir.

Bu swap türünün sağladığı kazanç, vadeli döviz piyasası yoluyla elde edilebildiğinden bu swap türü pek fazla kullanılmamaktadır.

ÖRNEK: A firması BBR (Banka bonusu getiri oranı) değişken faiz oranıyla 100 milyon AU\$ ile borçlanırken, B firması ise Libor faizli 65 milyon US\$ ile borçlanmıştır.

Swap anlaşmasına göre A firması gelecekteki ödeme günlerinde, B'nin değişken faizli borcunun faiz ve anapara ödemesini US\$ üzerinden yapacak, buna karşılık B firması ise A'nın değişken faizli AU\$ borcunun anapara ve faiz ödemesini günü geldiğinde AU\$ cinsinden ödeyecektir. (37)

2.7.1.4. Farklı Para Birimleri Üzerinden Sabit

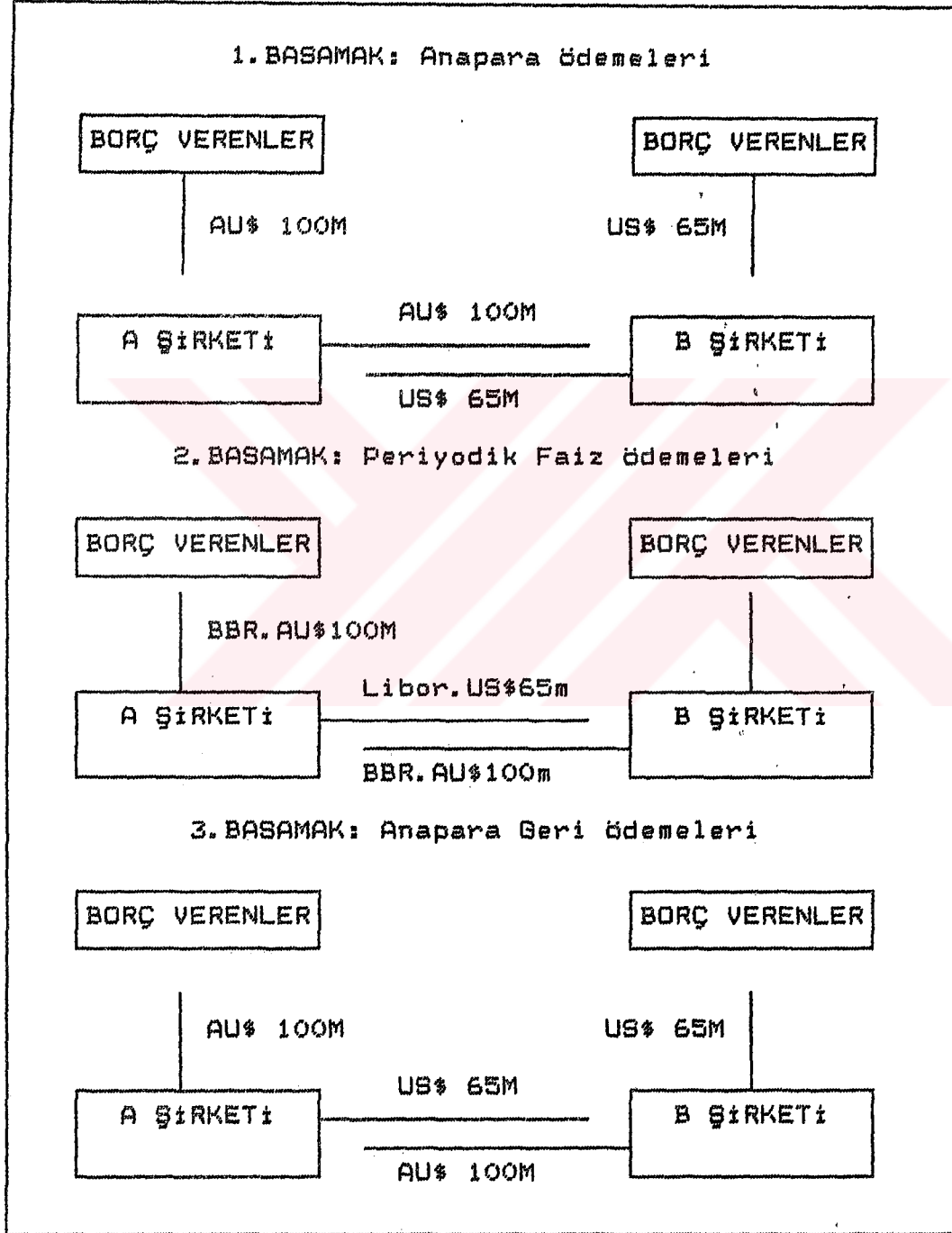
Faizden Değişken Faize Para Swap'ı.

Bu swap türü faiz swap'ı ile sabit faizden sabit faize para swap'ının birleşmesinden meydana gelmiştir. (38) Taraflardan biri bir döviz üzerinden sağladığı sabit faizli finansmanı bir başka döviz

37)DAS, Sasysajit: a.g.e., s.273

38)HOWCROFT, Barry; STONEY, Christopher: a.g.e. , s.132

Şekil-5 Farklı Para Birimleri Üzerinden Değişken Faizden Değişken Faize Para Swap'ı



cinsinden değişken faizli finansmana dönüştürür. (39)

ÖRNEK: Aşağıdaki örnekte, A firması, SWR 100 milyon 5 yıl vadeli, %6 faizli, yılda bir ödemeli borç bulabilirken, B firması, SWF 100 milyon'un US\$ eşdeğerini 5 yıl vadeli, 6 ayda bir ödemeli Libor+%1/2 faizle borçlanabilmektedir. (40)

Swap anlaşmasına göre A firması B'ye gelecekteki ödeme günlerinde, B'nin değişken faizli borcunun hem faiz ödemelerini ve hem de günü geldiğinde anapara ödemesini dolar cinsinden yapacak, buna karşılık B firması, A'nın sabit faizli SWF'ı borcunun faiz ve anapara ödemesini, günü geldiğinde SWF cinsinden ödeyecektir. Burada esasen A firması, B firması adına sabit faizli SWF'ını vekaleten borçlanmakta, öte yandan B firması, A firması adına değişken faizli dolarları yine vekaleten borçlanmaktadır.

2.7.1.5. PARA SWAP'ININ EKONOMİK YÖNÜ

Bütün swap işlemleri, farklı piyasalardaki katılımcıların farklı kar beklentileri için yaptıkları borçlanma işlemlerinin değişimi esasına dayanmaktadır. Bu işlemlerde amaç, daha az maliyetle finansman sağlamaktır.

39) KIRIM, Arman: a.g.m. , s.33

40) HENDERSON, Schuyler; PRICE, John: a.g.e., s.59

Örneğin; bir çokuluslu ana şirket olan A firması, 5 yıl vadeli, %5 sabit oranlı İsveç Fransı(SFR) bir borca girmiş olsun. Yine, A firması 5 yıl vadeli, %10.75 sabit faizli Amerikan doları(US\$) bir borca daha girmiş olsun. Diğer taraftan, B firmasında aynı piyasada iki borçlanma yapıyor. Biri, 5 yıl vadeli, %5.5 sabit faiz oranlı SFR borcu, diğeri ise yine 5 yıl vadeli, %11 sabit faiz oranlı US\$ borcudur. (41)

Bu fonların maliyeti arasındaki farklılık, para swap'ı yapılarak giderilecektir.

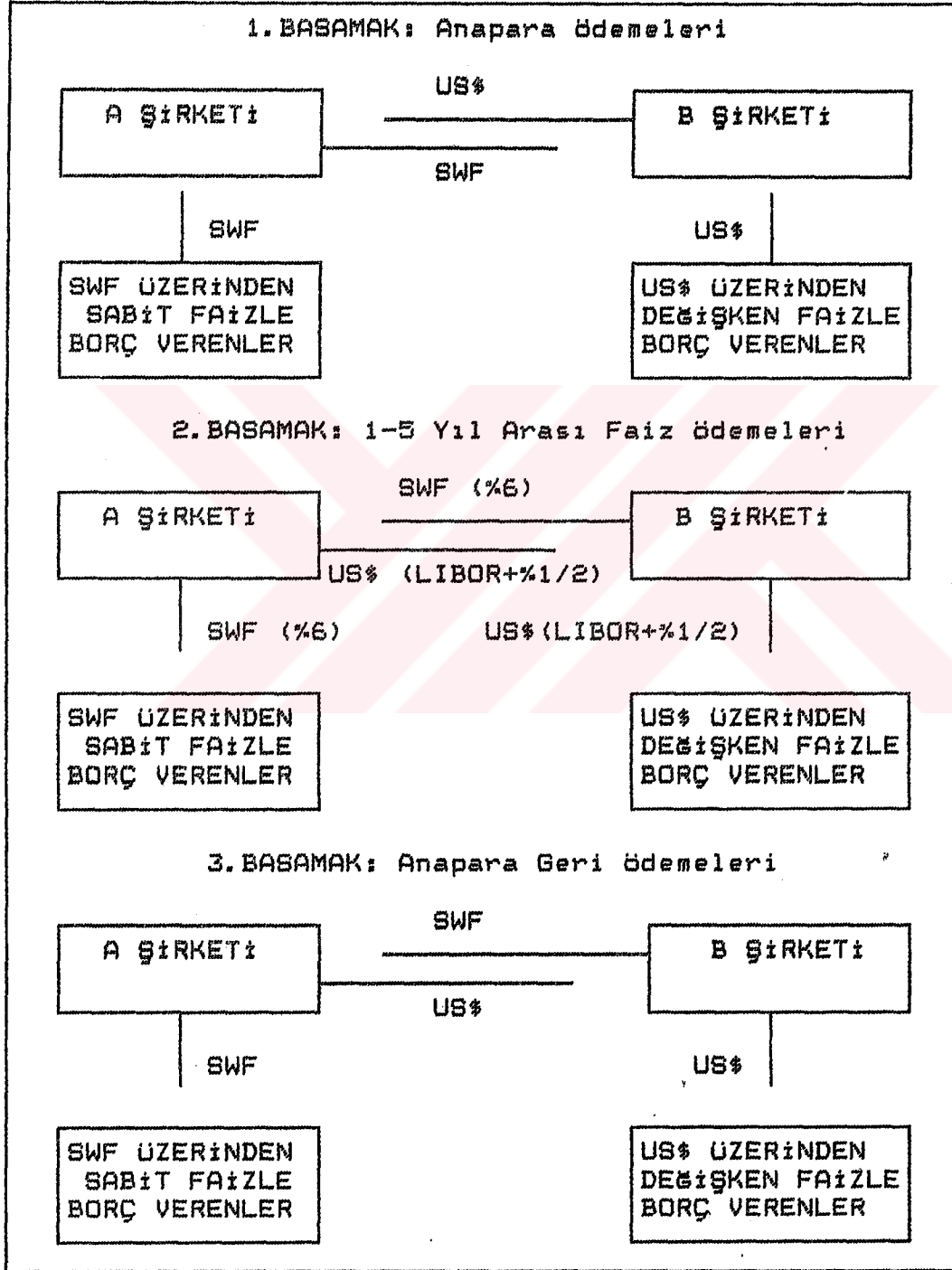
| | A FIRMASI | B FIRMASI | FAİZ FARKI |
|-------|-----------|-----------|------------|
| SFR: | % 5 | % 5.5 | % 0.50 |
| US\$: | % 10.75 | % 11 | % 0.25 |

A Firması US\$'ında artış beklerken, B firması ise SFR'de bir artış beklemektedir. Analarında para swap'ı yaptıklarında birbirlerinin anapara ve faiz ödeme yükümlülüklerini üstleneceklerdir. Bu işlemin net sonucu Şekil-7'deki gibi olacaktır. Tablo-4 bu işlemdeki fon akımı gösterilmektedir.

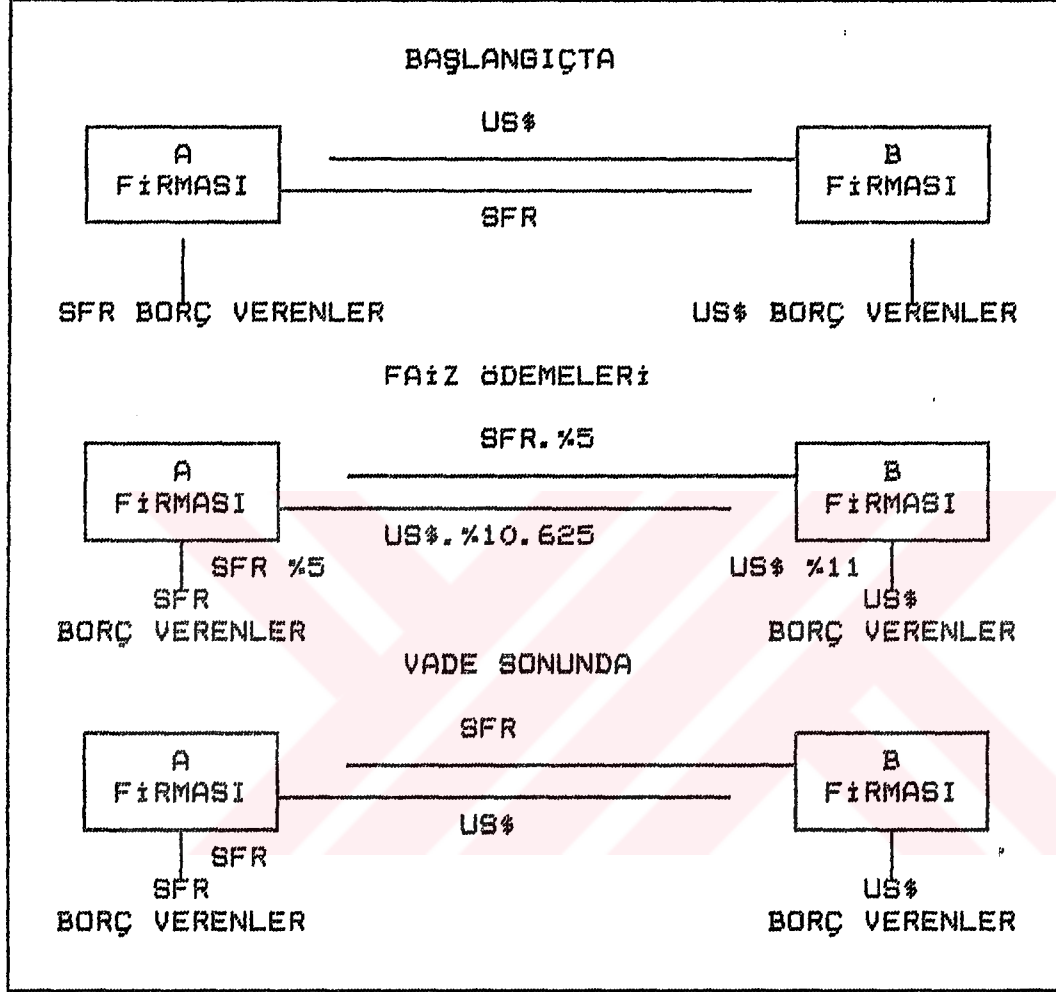
2.7.2. FAİZ SWAP'I

Faiz swap'ı iki tarafın önceden tesbit edilmiş süre içerisinde farklı faiz ödeme yükümlülüklerini değiştirmek

Şekil-6 Farklı Para Birimleri Üzerinden Sabit Faizden Değişken Faize Para Swap'ı



Şekil-7 Para swap'ı arbitraji



için yaptıkları bir işlemdir. (42) Kısacası, faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek borcun yapısını değiştirme işlemidir. (43)

Basit şekli ile faiz swap'ının temelini kredi

42) WALL, Larry; PRINGLE, John: "Alternative Explanations Of Interest Rate Swaps: A Thoretical and Emprical Analysis", **Financial Management**,

43) ERSAN, İhsan: Bankalarda Döviz Yönetimi, TBB Yayını, No:150, Ankara 1988, s.27

Tablo-3 Para swap'ındaki fon akışı

| NET MALİYETLER | A FİRMASI | B FİRMASI |
|--|-----------|-----------|
| US\$ Sabit faiz oranlı nakit çıkışı | % 10.625 | % 11 |
| US\$ sabit faiz oranlı nakit girişi | ----- | % 10.625 |
| SFR sabit faiz oranlı nakit çıkışı | % 5 | % 5 |
| SFR sabit faiz oranlı nakit girişi | % 5 | ----- |
| | % 10.625 | % 5.375 |
| Alternatif Maliyet : | % 10.750 | % 5.500 |
| KAZANÇ : | % 0.125 | % 0.125 |

değerliliği farklı iki firmanın, aynı tutarda fakat faiz koşulları değişik borçlarınının gerektirdiği ödemeleri, belli bir süre içinde değiştirmeleri oluşturmaktadır. Bu işlemde, kredi itibarı düşük olan borçlu yüksek olana bir miktar prim ödemektedir. (44)

Bir faiz swap'ı işleminde risk, diğer borçlanmalara oranla daha azdır. Çünkü, bu swap türünde ana paralar el değiştirmiyor, ayrıca ödemeler anaparalar arasındaki net fark üzerinden yapılmaktadır.

44) AKBUÇ, Öztin: Finansal Yönetim, 5. Baskı, Avcıol Matbaası, İstanbul 1989, s.503

Faiz swap'ı kredi aldıktan sonra firmalara bu kredilerin faizlerini istedikleri biçimde ödeme imkanı sağlamaktadır. Bu şekilde iki tarafta bu işlem sonucunda kredi maliyetlerini ucuzlatabilmektedir. Faiz swap'ı genellikle kredi değerliliği farklı iki taraf arasında yapılmaktadır. (45)

Faiz swap'ı işleminde, bir taraf, sabit faiz hesaplanmış nakit akışlarını diğer tarafa öder ve karşı tarafın değişken faiz oranıyla belirlenmiş nakit akışlarını tahsil eder.

Faiz swap'ı işlemi ilk olarak 1982'de ortaya çıkmıştır. Ve çoğunluğu Amerikan Doları üzerine yapılan Faiz swap'ı işlemleri büyük bir gelişme göstererek 1987'de 542 milyar \$'a ulaşmıştır. (46)

Faiz Swap'ının gelişme nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.

1. Faiz Oranı Farklılıkları: Banka kredisi piyasaları ve sermaye piyasaları arasındaki faiz oranı farklılıkları faiz swap'ının gelişmesine neden olmuştur. Genellikle gelişmekte olan ülkelerin firmaları uluslararası piyasalarda

45) GÜMÜŞELİ, Saniye: a.g.m. , s.50

46) SCHWARTZ, Robert; SMITH, Clifford: The Handbook Of Currency and Interest Rate Risk Management, New York Institute Of Finance, Broadway 1990, s.8-3

sabit faizle kredi bulmada, kredi değerlilikleri yeterli olmadığından zorlanmaktadır. Öte yandan yüksek kredibilitesi olan firma ve bankalar aktif portföylerine esneklik kazandırmak için değişken faizli krediyi tercih etmektedirler. Kredibilitesi düşük olan firmalar değişken faizli kredi temin ederek, bunu daha sonra kredibilitesi yüksek kuruluşlarla "swap" ederek istedikleri

gibi sabit faizli kredi haline dönüştürebilmektedirler.

2. Fon Maliyetini Ucuzlatabilmek: Bankalar, özellikle Amerikan Doları dışında diğer para birimiyle işlem yapan bankalar, tahvil ihracıyla ilgili bir swap işlemine girerek, daha az maliyetli değişken faiz oranlı amerikan Doları temin edebilmektedir. Diğer alternatifler (banka mevduatı, banka bonoları, mevduat sertifikaları) daha maliyetli olabilmektedirler. Böylece banka sabit faiz oranlı tahvil ihraç ederek, gelecekteki borçlanma imkanını ve kredi riskini korumuş olmaktadır.

3. Merkez bankalarının diğer bankaları kısa vadeli mevduatla fon temin etmek yerine, değişken faiz oranlı ve uzun vadeli fon temin etmeye yöneltmeleridir.

2.7.2.1. FAİZ SWAP'INA BİR ÖRNEK

Kredi değeri, 1. sınıf kategoride olan A şirketi ile kredi değeri daha düşük kategoride olan B şirketi faiz yüklerini hafifletmek amacıyla banka aracılığıyla (swap bank) swap'a girmektedir. (47)

A Şirketi'nin Faiz tercihi:

- A şirketinin kredibilitesi daha yüksek olduğundan sabit faizli kredi piyasasından % 11.5'den kredi temin edebilmektedir. Değişken faizli piyasadan Libor+0.25'den kredi alabilir.
- A şirketi % 11.5 sabit faizli 50 milyon US\$'ı tutarında 5 yıl vadeli kredi almıştır.
- A şirketi kredi maliyetini düşürmek için elindeki % 11.5'lik kredi faizini Libor karşılığında % 11.75'e swap'a sokuyor.

B Şirketi'nin Faiz tercihi:

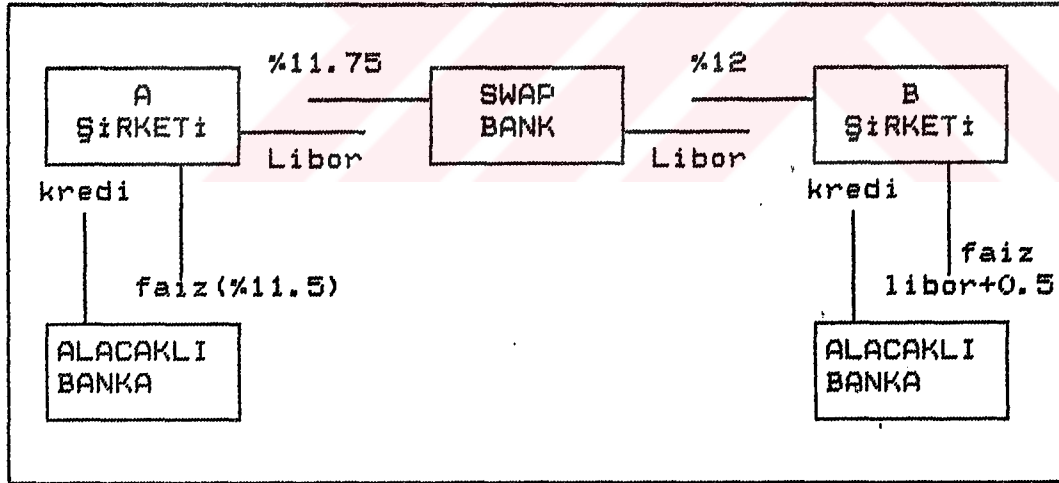
- B şirketinin kredi değeri daha düşük olduğundan uluslararası para piyasalarından sabit faizli kredi temin etmesi çok zor olmaktadır. Firmaya piyasa rayicinin üstünde % 13, sabit faiz teklif edilmiştir.
- Firma pahalı olan krediyi almaktan vazgeçip değişken faizli kredi temin etme yoluna gider.

47) GÜMÜŞELİ, Saniye: a.g.m. , s.50-51

Çünkü B şirketi gibi kredi değerliliği yeterli olmayan firmalar değişken faizli krediyi daha kolay ve uygun şartlarla temin edebilmektedirler.

- B şirketi bu durumda kendisini tanıyan bir bankadan Libor+0.5 faizli 50 milyon tutarında 5 yıl vadeli kredi temin eder.
- B şirketi de kredi maliyetini düşürmek için, aldığı kredinin libor+0.5 olan faizini % 12 karşılığında Libor fiyatına, yani spread'siz olarak swap'a sokuyor.

Şekil-8 Faiz Swap'ının Yapısı



Tablo-5'te de görüldüğü gibi A şirketi swap'a girmekle $\text{Libor} + \%11.50 - \%11.75 = \text{Libor} - 0.25$ kredi maliyeti elde etmektedir. Bu kredi maliyeti ile swap dışında temin edebileceği değişken faizli borç arasındaki fark $(\text{Libor} + 0.25) - (\text{Libor} - 0.25) = 0.50$ 'dir.

Tablo-4 Faiz Swap'ında Fon Akımı

| DİREKT FON YARATMA MALİYETİ | A ŞİRKETİ | B ŞİRKETİ | SWAP BANK |
|--|------------|-------------|-----------|
| A Şirketi'nin sağladığı sabit faizli fonlar : | (%11.5) | ----- | ----- |
| B Şirketi'nin sağladığı değişken faizli fonlar : | ----- | (Libor+0.5) | ----- |
| SWAP ÖDEMELERİ | | | |
| A Şirketi'nin değişken faiz ödemeleri : | Libor | Libor | ----- |
| B Şirketi'nin sabit faiz ödemeleri : | %11.75 | %12 | 0.25 |
| Swap Sonucunda Fon Maliyeti : | Libor-0.25 | 12.50 | ----- |
| Swap Yapılmasaydı Eşdeğer Borcu Direkt Temin Etme Maliyeti : | Libor+0.25 | %13 | ----- |
| SWAP İŞLEMİ İLE SAĞLANAN KAZANÇ : | 0.50 | 0.50 | 0.25 |

Aynı şekilde B şirketinin swapla elde ettiği kredi maliyeti $12 + (\text{Libor} + 0.50) - \text{Libor} = 12.50$ olurken; swap'a girmekle elde ettiği karda $13 - 12.50 = 0.50$ 'dir.

Bu arada Swap Bank'ta aracılık işlemiyle B'den aldığı %12'yi A'ya %11.75 olarak aktarmakta %0.25'i ise komisyon olarak kazanmaktadır.

Birçok faiz swap'ı işlemi bir aracı kuruluş yada yatırım bankası aracılığıyla yapılmaktadır. Bunlar swap işleminin her bir ayağındaki riski üstlenmekte ve katılımcılara karşı bir taraf gibi davranmaktadır.

2.8. GLOBAL (KÜRESEL) SWAP PİYASASI

Finansman politikalarının çoğu ürününde olduğu gibi fiziki piyasalarda swap işlemleri icra edilmez. Swap piyasasına katılanlar, piyasanın karakteristik özelliklerine göre farklılık gösterir. Bununla birlikte, para swap'ının gerçekleştiği piyasaya iştirak edenlerin faaliyetlerinin toplamı, klasik finansal piyasaların ilgili olduğu sermaye, para ve yabancı para piyasalarının karakteristik özellikleri konusunda bilgi vermektedir.

Nakit piyasalarda şu anda olağanüstü artış gösteren faiz veya döviz swap'ına rastlanmamaktadır. Swap'la ilgili olan işlemler fiktif olarak yapıldığından, herhangi bir yapısal (kurumsal) durum mevcut değildir.

Bununla birlikte çoğu işlemin karakteristiği şu aşağıdaki donelere bağlıdır.

Kullanılan Dövizler:

| | |
|---------------------|--------------------------|
| Amerikan Dolar | Alman Markı |
| Hollanda Guldeni | Kanada Doları |
| Avustralya Doları | Japon Yeni |
| Yeni Zelenda Doları | Avrupa Para Birimi (ECU) |
| İngiliz Sterlini | Fransız Frangı |
| İsviçre Frangı | Lüksemburg Frangı |

Vadeler:

2-10 yıl arası (Dövizin cinsine bağlı olarak)

Tutarları:

Amerikan Doları (US\$) olarak 5-200 milyon eşdeğeri

iki seviyede yani Faiz ve Para Swap'ı olarak piyasa ortaya çıkmaktadır. İki piyasa arasında fark, özellikle faiz swap'ı piyasalarda US\$'ında bir dereceye kadar, diğer dövizlerde ise, daha yoğun olmak üzere oldukça likit ve ilgili dövizin durumuna göre, oldukça iyi ticaretleşmiş bir piyasanın mevcudiyetinden kaynaklanmaktadır. Bunun aksine, döviz swap'ıyla ilgili piyasa daha az likittir ve fiyat açısından değişimin oluşturduğu nispi avantajlara neden olan ihraçlarla daha çok yapılaşmış bir piyasadır.

Bu iki swap piyasası arasındaki fark, bu iki piyasaya iştirak edenlerin karakteristik özelliklerini yansıtmaktadır. Önemli sayıda iştirakçinin katılması ve ticaret yapması sonucu faiz swap'ı piyasalarında önemli bir likit(kaynak) sağlanmaktadır. Bu durum faiz

swap'larının ne kadar esnek bir mekanizma olarak portföy yönetimi faaliyetlerinde kullanıldığını yansıtmaktadır.

Para swap'ı piyasasında ise, sınırlı (limitli) bir ikincil piyasa işlemiyle birlikte birincil piyasa işlemleri yürütülür. Son zamanlarda ikincil para swap'ı piyasası yeniden yapılanmayı ve cari borç portföylerini engellemeyi gerektirirken, nakit akışları ve yatırımlar yapıldı, para swap'ı piyasası birincil piyasaya meyilli bir görünümde olduğundan daha verimli fonların oluşmasına neden oldu.

Farkın birincil etkisi, büyümeye rağmen halen para swap'ı ile oluşturulan piyasanın faiz swap'ı piyasasında olduğu gibi istenilen yaygınlığa ulaşamamış olmasıdır. Bu durum, açık piyasa işlemlerinin yönetiminde artarak ortaya çıkan problemleri yansıtmaktadır. Özellikle, bazı dövizlerde faiz oranı riskinin çıkardığı zorluklar dikkat çekicidir.

Örneğin; bir döviz swap'ı iştirakçisi, verilen dövizdeki riskide üstlenmektedir. Bununla birlikte, piyasa yapıcı o dövizle ilgili faiz oranındaki bir hareketi kapsayamaz veya çok az müdahale yapabilir. Ancak yerel hükümetin tahvil piyasasında uyguladığı faiz oranına paralel bir hareket tarzı gösteremez. Bu durum, bir kısım döviz cinslerinde tedavül oranlarının ilgili piyasadaki faiz oranı hareketlerinden çok arz-talep

konumuna göre belirlendiğini yansıtmaktadır.

Para swap'ının gerçekleştiği piyasalar, ikincil piyasa işlemlerinin gerçekleştiği ortamlarla nispi bir ilişki içerisinde olan borç/kredi piyasalarındaki likidite durumunca yönlendirilmektedir.

Para swap'ı piyasaları her bir dövize göre en azından üç değişik şekil almaktadır.

1. Döviz birimine göre faiz swap'ı piyasası;
2. Döviz cinsine göre sabit oran ile US\$ Libor arasındaki çapraz döviz piyasası;
3. Çapraz dövizli değişken faizli piyasa.

Bu yapı, her bir swap piyasasındaki iştirakçilerin temel yapısını ve amaçlarını yansıtmaktadır. (48)

2.9. DİĞER SWAP TÜRLERİ

2.9.1. MAL SWAP'I

Bir swap, belirlenmiş değerlerdeki değişiklikleri açıklamak için hesaplanmış net para akımlarının bir değiş-tokuşudur. Bu nedenle, bir iki değeri göz önünde bulundurmaktayız. Faiz oranları ve döviz değiş-tokuş araçlarıdır. Bununla birlikte, faiz oranlarından başka değerlerle sınırlandırılmış swaplar ve döviz araçları da olasıdır. İlk olarak bir temel miktar belirlenir ve bu temel bir birime çevrilir. gelecekteki değerlerin bir bölümü nakit para birimini hesaplamakta kullanılabilir.

48) DAS, Sasyajit: a.g.e. , s.279-280

örneğin, yağ ve buğday gibi mallarla belirtilen swap imkanlarını düşünelim. Taraflar bazı ulusal temel üzerinde ve sabit dolar faiz oranını ve buğdayın A.B.D.'deki değerini kullanarak bu temelin akımlara dönüştürülmesi üzerinde anlaşabilirler. Böyle bir swap, buğdayın ilerideki fiyatının ilerideki para birimi fiyatıyla yer değiştirdiği para birimi swap'ından farksızdır. Buna ek olarak, firma buğday işinde olsa da olmasa da çekler dolar olarak ödenir, buğday değil. firmanın buğday olarak ödemeyi seçtiği bir swap'ta firma sabit yada değişken oranda herhangi bir para birimi veya mal elde eder. (59)

Günümüzde kısa vadeli organize olmuş mal piyasaları mevcuttur. oysa uzun vadeli korunma araçları yoktur. Uzun dönem mal arzı garantisi ve fiyat dalgalanmalarına karşı korunma amacıyla mal swap'ı piyasaları oluşturulmuştur. (50)

Piyasa kaynaklarına göre mal fiyatlarındaki değişimlere karşı korunmak için yapılan ilk işlemlerden biri, Alman enerji şirketlerinin, Avusturya enerji şirketlerine fon sağlaması ve Avusturya enerji şirketlerinin bu fonları, Alman enerji şirketlerine, gelecekte üretecekleri elektrikle ödemeleriyle

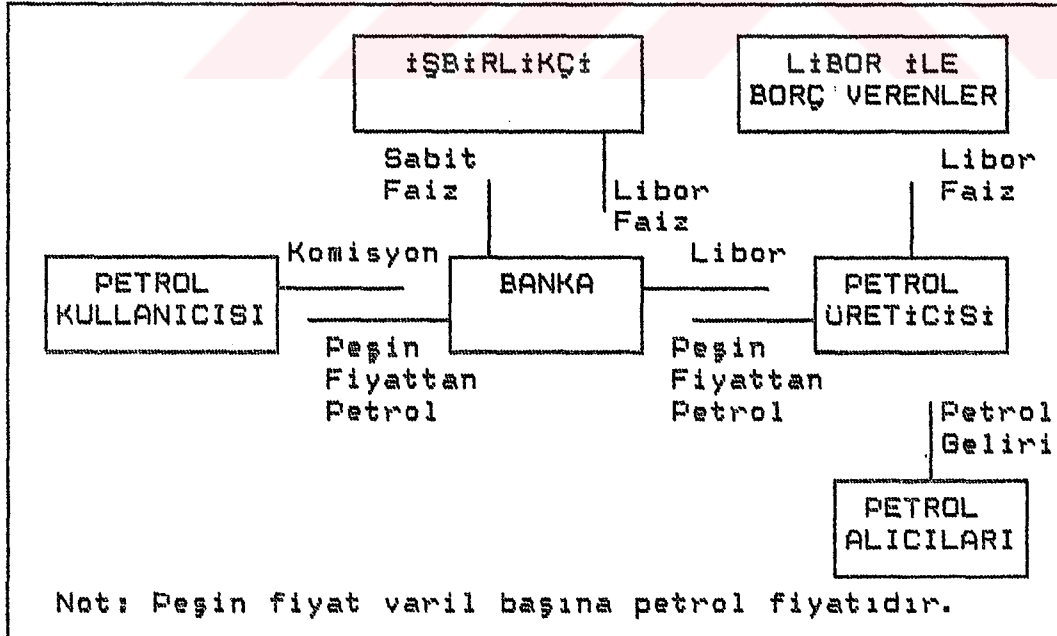
49)SCHWARTZ, Robert; Smith, Clifford: a.g.e. , s.6-7

50)KIRIM, Arman: a.g.m. , s.34.

gerçekleşmiştir. son olarak Citibank 1986'da LIBOR faizi ile petrol fiyatları arasında bir swap sözleşmesi yapmıştır. (51)

ÖRNEK: Mal swap'ı işleminde değişken faiz oranıyla borçlanmış bir petrol üreticisi borcunu gelecekte üreteceği petrole karşılamak isteyebilir. Aracı bir banka faiz swap'ı yoluyla, petrol üreticisinin değişken faiz oranlı borçlarını, sabit faiz oranlı borç haline dönüştürebilir ve banka üreticiden aldığı petrolü bir petrol kullanıcısına, sabit faiz oranlı borcun şimdiki değerine eşit miktar karşılığında satabilir. Bu mal swap'ı işleminin akışı Şekil-9'da gösterilmiştir.

Şekil-9 Mal Swap'ının Yapısı



51) HENDERSON, Schuyler; PRICE, John: a.g.e. , s.73

2.9.2. KOKTEYL SWAP

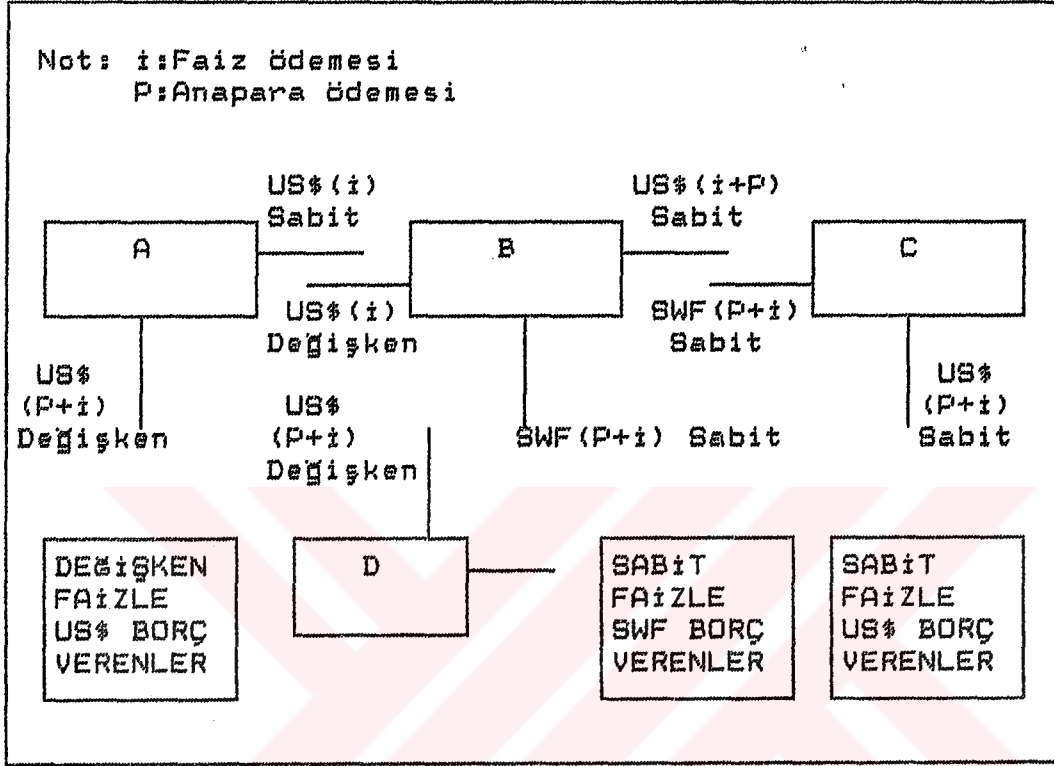
Birkaç swap türünün birleştirilmesi suretiyle yapılandırılan swap'lardır. Hem faiz hem de paraların el değiştirdiği oldukça yeni ve yaratıcı swap türüdür.

ÖRNEK: Üç swap türünü kapsayan ve bir aracın bankayla yapılan bir swap işlemi Şekil-10'da gösterilmiştir. Birincisi, faiz swap'ı yoluyla kredi değerliliği düşük olan borçlu (A), değişken faiz oranlı borçlarını sabit faiz oranlı borç haline dönüştürebilir. ikincisi, kredi değerliliği yüksek olan (C), farklı paralar üzerinden sabit faizden sabit faize para swap'ı işlemi yoluyla, örneğin sabit faizli US\$ borcunu sabit faizli SWF borcu haline dönüştürebilir. Üçüncüsü, kredi değerliliği yüksek olan bir başka borçlu (D), farklı paralar üzerinden sabit faizden değişken faize swap işlemi yoluyla, örneğin sabit faizli SWF borçlarını değişken faizli US\$ borcu haline dönüştürebilir. Bu işlemde yer alan diğer tarafın (B) rolü, bir aracı ve düzenleyici olmaktır.

2.9.3. AMORTİZE EDİLMİŞ SWAP'LAR

Bu swap işleminde faiz swap'larındaki tahmini ve döviz swap'larındaki gerçek anapara swap'ın ömrü boyunca belirlenmiş tarihlerde ve miktarlarda azalır. Bu türün

Şekil-10 Kokteyl Swap'ının Yapısı



Kaynak: Schuyler HENDERSON; John PRICE: S.69

tipik bir swap yapısında borcun vadesi örneğin yedi yıl olup, ilk iki yıl "grace" olarak kabul edilip herhangi bir anapara ödemesi talep edilmez. Ancak bundan sonra her altı ayda bir kalan anaparanın onda-biri azaltılır. (52)

Görüldüğü gibi, anapara miktarı swap sözleşmesi boyunca amorti edilir. Bu tür swap işlemi vade boyunca korumaya alınmış borçlanma durumlarında kullanılır ve borç miktarı taksitler halinde ödenir.

52) KIRIM, Arman: a.g.m. , s.34

2.9.4. AKTİF SWAP'LARI

Swap'lar genelde yükümlülüklerin faiz bazını dönüştürmek amacıyla kullanılmaktadır. ancak geçtiğimiz bir kaç yıl içinde, aynı swap teknikleri aktifleri de dönüştürmek amacıyla kullanılmaya başlamıştır. Aktif swap'ları bir aktifle bir swap'ı birleştirmek suretiyle yapılmaktadır. Diğer adıda Sentetik swap'lardır. (53)

Bilançonun pasifinde yer alan kaynakların aksi tarafta yer alan cari değerlerle ilgili olarak yapılan işlemler, portföy yatırımı yapan yöneticilere faiz oranlarından ve paranın değişimi ile yapay da (sentetik) olsa teminat şartlarının oluşturulamadığı durumlarda hem elde edilen getirinin kazanılması ve hem de portföy çeşitlendirilmesine gidilmesi hakkını vermektedir.

Aktif swap'ı, ya sabit faizli bir durumdan değişken faizli duruma, ya değişken faizliden sabit olana, yada bir döviz cinsine göre sabit faizli durumdan, bir başka döviz birimine göre sabit yada değişken bir biçimde yapılmaktadır. Bu durum şekil-11'de bir örnekle gösterilmeye çalışılmıştır.

Bir sonraki örnekte ise, FRNs'lere (FRN; Amerikan libor faizine endeksli, değişken faiz oranlı şirket senetlerini içerir.) olan talep ile finansal kuruluşlar -özellikle bankalar-değişken faize göre fonlanabilen

şirket varlıklarında karşılaşılabilen bir açıklık ile sanki bir vekil gibi rol almaya başlamışlardır.

Bu geleneksel duruma rağmen, Aktif Swap'ları özel nitelikli işlemlerdir ve son zamanlarda teminata bağlanmış varlıkların olduğu piyasalar gelişme göstermişlerdir. Piyasa genellikle iki şekilde işlemlere bağliyerek sabit bir faiz oranı vasıtasıyla ABD Dolarının değişken bir faizden sabit bir ihracı sağlanır. Aktif swap'ını içeren teminatlandırılmış varlık dolaşımına ilk örneklerden birisi, İtalyan Cumhuriyeti tarafından ihraç edilen 204 milyon US\$'lık ECU senetlerinin Banque Paribas Capital Markets tarafından işleme tutulmasıydı. (54)

2.9.5. TEK BİR SABİT ÖDEMELİ SWAP İŞLEMİ (ZERO COUPON SWAP)

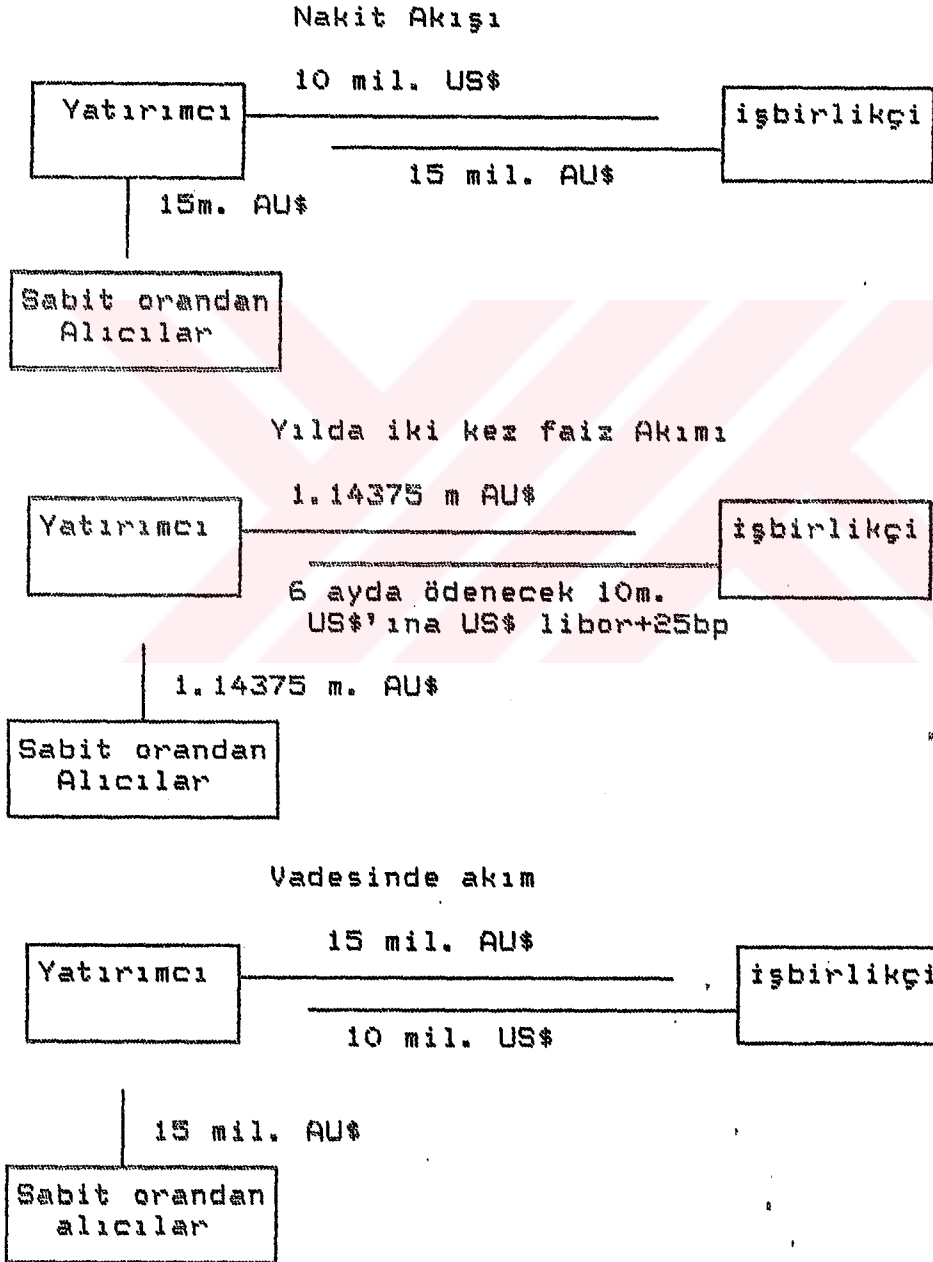
Tek bir sabit faiz ödemeli swap işleminin yapısı, basit bir swap işleminin yapısıyla benzerdir. Bir taraf swap sözleşme süresi boyunca düzenli olarak değişken faiz ödemelerini yaparken, diğer taraf sözleşme süresi boyunca sadece tek bir sabit faiz swap'ı işleminin süresi boyunca normal olarak yapılan bütün sabit faiz ödemelerinin birleşmesini yansıtabilmektedir.

54)DAS, Sasyajit: a.g.e., s.277-279

Şekil-11 Aktif Swap'ı

Not: Yatırımcının Avustralya tahvil \$'ının değişimiyle karşılığında ABD \$'ı kazandığı varsayılmaktadır.

Tahvilin tutarı: 15 m. A\$
 Dönemi: 3 yıl
 Faiz oranı: % 15.25
 Amortisman: sıfır
 Cari çapraz kur: 1.50A\$/1.00US\$



2.9.6. GECİKMELİ SWAP İŞLEMİ

Swaplar genellikle sözleşmenin imzalanmasını izleyen yedi gün içinde başlamış olurlar. Ancak bazı durumlarda müşteri, imzalamamış olduğu swap'ın daha ileri tarihte başlamasını isteyebilir. Bu tür başlangıcı gecikebilen swap'lar pek çok döviz üzerinden alınabilmekle birlikte, bunların fiyatları diğer swap'lara göre daha yüksektir. (55)

2.9.7. BASAMAKLI SWAP

Sözleşme süresi boyunca nominal tutarları artan swap işlemleri basamaklı swap olarak adlandırılmaktadır. Bu tür swap işlemi genellikle, tesis süresi bir kaç yılı kapsayan büyük yatırım projelerinin güvence altına almak için kullanılmaktadır.

2.10. SWAP DEPOLAMALARI

Başlangıçta tüm swaplar birebir eşleme mantığıyla üretilmiş olmakla birlikte zamanla ve özellikle ABD piyasasında yeni hedging tekniklerinin gelişmesi ile birlikte US\$ faiz-swap piyasasında açık pozisyonlu swap işlemleri yaygınlaşmaya başlamıştır. SWAP DEPOLAMASI adı verilen bu yöntemde, swap işlemini kabul eden taraflardan biri, swap'ın diğer ayağını, ileride kapatmak amacıyla bir süre açık bırakmakta, fakat aynı anda bu açık pozisyonu hedge etmek amacıyla tahvil veya

futures piyasalarında telafi edici bir swap bulununcaya dek koruma işlemlerine başvurmaktadırlar.

Açıktır ki, bir karşı taraf bulunabilmesi durumunda swap işlemi yapabilme kısıtını kaldırması nedeniyle, swap depolaması yöntemi swap piyasalarının son yıllarda oldukça hızlı gelişmesini açıklayan önemli unsurlardan birisidir. (56)

Uluslararası mali piyasalarda swap piyasasını yönlendiren Citibank, Bankers Trust, Morgan Guaranty, Solomon Brothers gibi büyük kuruluşlar swap işlemlerini karşı tarafı bulmadan gerçekleştirmektedirler. Müşterilerinin istediği anda karşı taraf bulma zorluğu bu bankaların swap işlemlerini karşı tarafı bulmadan gerçekleştirmelerine neden olmaktadır. (57)

2.11. SWAP OPSİYONLARI

Döviz kurunda oluşan dalgalanmaların yaratacağı riskli durumu ortadan kaldırmak için sık kullanım bulan yöntemlerden biri de döviz opsiyonlarıdır. Döviz opsiyonları; yabancı paraların önceden belirlenmiş bir tarih ve fiyat üzerinden alınıp satılma hakkı olarak tanımlanabilir. Opsiyon hakkının kullanılmasında belirleyici kişi alıcıdır. Satıcı opsiyon hakkını kullanmak istemesi durumunda bu isteği yerine getirmekle yükümlüdür. Alıcı opsiyon hakkını kullanmak karşılığında satıcıya, satıcının olası zararını gidermek amacıyla

56) KIRIM, Arman: a.g.m. , s.31

57) GÜMÜŞELİ, Saniye: a.g.m. , s.51

"Opsiyon Primi" adı altında bir prim ödemekle yükümlüdür. Opsiyonun kullanılıp kullanılmadığına bakılmaksızın, prim geri ödemesi yapılmaz. (58)

Opsiyon piyasaları ortak piyasalar olduğu ve kullanılan dil İngilizce olduğu için kullanılan tüm terimler İngilizce olarak türemiştir. Opsiyonlar iki biçimde karşımıza çıkar: (59)

1. Alım (Call) opsiyonu: Bir opsiyonu belirli bir fiyatın altına satın alma hakkı.

2. Satım (Put) opsiyonu: Bir opsiyonu belirli bir fiyatın üzerine satma hakkı.

Swap Opsiyonları ise; müşteriye belirli koşulları olan bir anlaşmaya belirli tarih arasında gidebilme opsiyonu imkanını verir. Tüm döviz opsiyonlarında olduğu gibi burada da peşin prim ödemesi söz konusudur. (60) Swap

Opsiyonları, swap içinde bir seçenektir. Swap opsiyonlarının çoğu sermaye piyasasının ürünü olup orta veya uzun dönemli tahvil ve menkullerin sürümünden ortaya çıkmaktadır. (61)

Swap opsiyon işlemleri, swap işlemlerinin bir kombinasyonu olarak karşımıza çıkar. Swap opsiyon işlemleri 1985'ten beri Euro piyasalarda özellikle

58) VARLIK, Levent: "Opsiyonlar", Para ve Sermaye Piyasası, Nisan 1988, s.25

59) CINGILLI, Mesude: "Opsiyon Piyasaları ve Türkiye'deki Gelişmeler", Kalkınma Dergisi, T.C. Kalkınma Bankası Yayını, Sayı:41, Ankara, Ekim 1992, s.22

60) KIRIM, Arman: a.g.m. , s.34

61) STIGUM, Marcia: a.g.e. , s.918

teminat amacıyla iyice yerleşmiştir. Swap opsiyonları içine dahil edebileceğimiz türler şöyledir: (62)

1. Vadesi kısaltılabilir swaplar:

a) Eğer swap işleminin sabit faiz alacaklısı, önceden tesbit edilmiş vadeyi kısaltabiliyorsa, "Callable" swap denir.

b) Eğer swap işleminin sabit faiz ödeyicisi önceden tesbit edilmiş vadeyi kısaltabiliyorsa bu tür swap işlemine de "Puttable" denir.

2. Süresi Uzaltılabilir Swap: Swap işlemlerinde

tarafından birinin önceden tesbit edilmiş vadeyi uzatma hakkının olduğu swap işlemidir.

Bu teknik, Citicorp, Sumitomo Bank, Banque Nationale de Paris, birkaç Amerikan sermaye kuruluşu ve Kanada bankaları tarafından piyasaya çıkarılarak geniş kullanım kazandı. 1988'de swap opsiyonlarının hacmi 31 milyar \$'ı bulmuştur. Borç arayanlar yeni bir finans türüne kavuşmuşlardır. (63)

Swap Opsiyonunu (swaptions) daha iyi anlamak için bir örnek verebiliriz.

ÖRNEK: Varsayalım ki bir Amerikan işletmesi piyasaya 7 yıllık menkul sürmek istemektedir. Bunun yanında 5 yıl içinde sona erdirme özelliği (call feature) ekleyerek oranların düşmesi ihtimaline karşı kendi sermaye maliyetini düşürmüş olacaktır. Bu durumda

62) DAS, Sasyajit: a.g.e. , s.274

63) MC GOLDRICK, BETH: "Swaptions Have charms For Investors.", Euromoney Publications, April 1989, s.49

örneğimizdeki işletmenin 7 yıllık para için ödemesi gereken oran 10 bp kadar olacaktır. Tabii bu çok fazla değil, ama tipik bir yatırımcı özellikle Amerıka'da böyle alım (call) opsiyonunun değerini tayin edecek sofistike analiz metodlarına sahip değildirler. Böyle bir yatırımcı şöyle bir mantıkla hareket edecektir; "Hernekadar bu 7 yıllık bir menkul senet ise de 5 yıl içinde de süresi sona erebilir. Ben bu arada 10 bp fazladan kazanç elde ediyorum; eğer bu menkulleri süresinden daha erken geri çağırırlarsa ben o zaman başka bir şeylere yatırım yapabilirim."

Varsayalım ki bizim söz konusu şirket 5 yıl içinde geri çağırma özelliğiyle 7 yıllık menkul veya ticari anlamda değerli olan belgeyi piyasaya sürmektedir. Bunu takiben sabitten dalgalanan orana doğru olan takas yapmaktadır. Doğrudan olabilecek 7 yıllık takas durumunda, kendilerinin eline geçebilecek sabit oran Hazine + 70 olabilecek. Ancak takası 5 yıldan sonra döndürülecek veya sona erecek şekilde yapmaktadır ve elde edeceği sabit oran Hazine + 70 değil Hazine + 90 olacaktır. başka bir deyişle, geri döndürülebilecek veya erken sona erebilecek menkulleri piyasaya sürdüğünde almış olduğu opsiyonu Swaption olarak satarak kendisinin bunun için ödeyeceğinden daha fazla olarak 10 bp elde eder. Bu ise kendisinin sermaye maliyetini bu miktar kadar düşürecektir.

Bir tarafın swaption yapmasının tek sebebi sermaye

maliyetleri değildir Diğer bir sebep ise elde olan ve belirli bir zaman boyutunda değerlendirilemeyecek olan varlık (aktif) veya borcun vadeye bağlanarak kullanılabilmesini sağlamaktır. Son olarak spekülasyonlar, faiz oranları üzerinde açık bir şekilde spekülasyon yapmak amacıyla swaption alıp veya satmak isteyebilir.(64)

2.12. FORWARD (VADELİ) PİYASALARDA SWAP İŞLEMLERİ

Euro currency piyasalarda ticaret spot ve forward piyasalarda yapılmaktadır. Cari kur üzerinden işlem yapılan spot piyasada cari kur ülkenin ödemeler dengesiyle doğru orantılı olarak değer kazanmakta veya kaybetmektedir. Ayrıca mevsimlik hareketler ve parasal dalgalanmalarda paranın cari kurdaki durumunu etkileyen faktörlerdir. Forward piyasalar ise paranın vadeli piyasa değerinin geçerli olduğu piyasalardır.(65)

Forward piyasalar, ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak herhangi bir malın (döviz faiz, tarımsal veya metalürjik ürün vb.) vadesi, miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemleri içerirler.(66) Görüldüğü gibi, Bu piyasadaki işlemler paranın gelecek değeri üzerinden yapılmaktadır. Cari kurlardaki dalgalanmalar paranın forward değerinin önem

64)STIGUM, Marcia: a.g.e. , s.919

65)APAK, Sudi: a.g.e. , s.66

66)KIRIM, Arman:"Mali Risk Yönetimi Açısından Forward Döviz Piyasaları", Bankacılar, TBB Yayını, Temmuz 1991, s.33

kazanmasına yol açmaktadır. Bu iki piyasa oranları arasındaki zincir görevini de swap oranları görmektedir. (67)

Swap işlemine temel olan da swap oranıdır. Yani swap oranı bir değişim oranı değil, değişim araçları arasındaki farkla ilgilidir. Bir başka deyişle değişime konu olan iki para arasındaki faiz farkının bir fonksiyonu olarak karşımıza çıkar. Swap oranı şu şekilde hesaplanır. (68)

"Vadeli ve vadesiz döviz farkının vadesiz kura bölümünün 100 ile çarpılması şekline elde edilmektedir. Böylece ilgili vadeli kurun vadesine göre swap oranı da belirlenmiş olmaktadır.

Döviz piyasasında siyasi, ekonomik ve sosyal duruma göre kurlar değişmektedir. Bu bakımdan bir paranın spot piyasadaki fiyatı forward piyasadakinden düşük (iskonto) veya yüksek (prim) olabilir.

Swap oranının faiz farkına eşit olama durumunda herhangi bir kar durumu doğmaksızın kur riskinden doğan belirsizlik engellenmiş olur.

Swap bir paranın diğer bir para ile aynı gün içinde ileride satın almak üzere değişimi yoluyla gerçekleşir. Swap işlemi gelecekte ortaya çıkacak riskli durumu ortadan kaldırmak için kendi başına yeterli bir döviz

67)APAK, Sudi: a.g.e. , s.66

68)YILDIZ, Rifat:"Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması" T.C. İş Bankası Yayını, No: 293, Ankara 1988, s.19

ticareti ürünüdür. Bu işlemler dört biçimde karşımıza çıkar. (69)

1. Spot kurdan vadesiz piyasada döviz alımı karşılığında aynı dövizin vadeli piyasada satılması.
2. Vadeli olarak döviz alımı karşılığında vadesiz piyasada satımı.
3. Vadeli döviz alımı karşılığında daha uzun vadeli döviz satımı
4. Vadeli döviz satılması ve buna karşılık olarak da daha uzun vadeli forward döviz alımı.

Uygulamada genellikle birinci ve ikinci işlemler aynı firmalar arasında yapılmaktadır. Yani bir firma bir diğerine vadesiz piyasada döviz satmakta ve bunu daha sonraki bir tarihte vadeli kur üzerinden geri almaktadır. Döviz satan firmanın karşısında döviz satıcısı konumunda bulunan firma ise vadesiz piyasada satmakta ve bunu daha sonraki bir tarihte vadeli kur üzerinden geri almaktadır. Böyle bir anlaşmada karşılıklı iki firma arasında dövizler değiştirilmektedir. Firmalar arasında vadeli kur önceden belirlendiğinden ve döviz pozisyonunda söz konusu vadelerde herhangi bir değişiklik yaratılmaksızın döviz değişimi yapıldığından risk ortadan kaldırılmaktadır.

69) UNAY, Vecdi: Bankacılık Ve Dış Ticaretin Finanse Edilme Usulleri, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş., Yayın No: 6, İstanbul 1989, s.14.

Paralar arasındaki faiz farkı ise swap primi olarak düşük faizli krediyi alan ortağın eline geçecektir. Düşük faizli para uluslararası piyasada prim kazanır. Yüksek faizli para ise iskontoya uğrar. Faiz Farkından dolayı direkt olarak kar elde etmek amacıyla düşük faizli paraya yatırım yapmaya "Faiz arbitrajına Yönelik Swap" denir. Böyle bir anlaşmada döviz kurundaki dalgalanmalardan doğacak riskten korunulurken aynı zamanda bir kar oluşacaktır.

Yukarıda saydığımız üç ve dört numaralı işlemler de iki firma arasında karşılıklı olarak yapılmaktadır. Bu durumda da firmalar arasında değişik vadeler arasında değişimi sözkonusu olmaktadır. Yukarıdaki bir ve ikinci işlemin birlikte yapılmasında benzer bir prim sözkonusudur. Bu prim yine düşük faizli parayı satın alanın eline geçecektir. Gerek vadeler arasındaki farklar swap yapımı gerek ise vadeli piyasalarda karşılıklı swap işlemleri iki tarafa ihtiyacı olan para açısından hem kredi sağlama olanağı vermekte hem de kur riskinden korunulmuş olmaktadır. Kredi sağlamak amacıyla swap işlemlerinde uluslararası fon piyasasında oldukça sık rastlanmaktadır. Ayrıca pozisyon riskine karşı yapılan swaplar da mevcuttur.

2.12.1. ARBİTRAJ AMACIYLA YAPILAN SWAP'LAR

Arbitraj işlemleri swap ve faiz oranına bağlı olarak değişmektedir. Faiz farkı ile swap oranı arasındaki fark büyüklüklerden hangisi avantajlı ise

oraya yatırım yapılmakta ve dövizden veya faiz gelirinden dolayı kar sağlamaya çalışılmaktadır. Örneğin; faiz farkı swap oranından büyük olduğunda; yatırımcı yüksek faiz getirisinden yararlanmaya çalışılacaktır. Düşük faiz ile borçlandığı X parasını (Aşama 1) spot piyasadan Y parası cinsine dönüştürecektir ve bu parayı yüksek faizle yatıracaktır. (Aşama 2) Daha sonra bir swap işlemiyle Y parasını primle yeniden X cinsine dönüştürecektir. (Aşama 3) Tablo-6'dan da görüleceği gibi yatırımcı faiz farklılığından yararlanırken aynı zamanda kur riskinden kurtulmak için ters işlem yapmıştır. Böylece en ufak bir kur riski olmadan kar sağlanmıştır.

Tablo-5

| GELİR | GİDER |
|---|--|
| (Aşama 2) y parası cinsinden faiz geliri % 11 | (Aşama 1) X parası cinsinden faiz borcu - % 8 |
| | (Aşama 3) swap oranı % 2.5 |
| | % 10.5 |
| | Kar % 0.5 |
| <hr/> | <hr/> |
| % 11 | % 11 |

Tersi durumda, yani faiz farkının swap oranından küçük olduğunda ise yatırımcı döviz geliri elde etmeye çalışacaktır. Bunun için de yatırımcı birinci aşamada faizi yüksek olan X parasından borçlanacaktır. (Aşama 1)

Bu parayı spot piyasada Y parası cinsine dönüştürecek. Y cinsine dönüştürdüğü borçlandığı vade ile yatırarak faiz geliri elde edecektir. (Aşama 2) Daha sonra bu parayı aynı vadeli bir swap işlemiyle X parası cinsine dönüştürecek. Burada faiz oranları arasındaki marjdan küçük olan primden yararlanarak bir döviz geliri elde edecektir.

Tablo-6

| GELİR | GİDER |
|--|---|
| (Aşama 2) Y parası cinsinden faiz geliri % 8 | (Aşama 1) X parası cinsinden faiz gideri - % 11 |
| (Aşama 3) swap oranı - % 3.5 | % 11 |
| | Kar % 0.5 |
| <hr/> % 11.5 | <hr/> % 11.5 |

Görüldüğü gibi bu iki arbitraj işleminde de bir risk söz konusu olmamaktadır.

2.12.2. POZİSYON RİSKİNE KARŞI YAPILAN SWAP'LAR

Yatırımcı yaptığı döviz işleminden dolayı bir açık pozisyon kur riski ile karşı karşıyadır. Bunun için bu riski hedge etmek amacıyla ters işlemlerle bir swap işlemi yaparak bu riski yok etmek ister. Bu işlemde döviz kar veya zararı yoktur. Her iki tarafta nötr durumdadır. Çünkü swap'ın bir ortağı faiz geliri ile swap oranı giderini, diğer ortağı ise swap oranı geliri ile faiz

oranının nispi düşüklüğünü dengeleyecektir. Görüldüğü gibi bu davranış şekli diğerinden farklı olarak kar amacıyla değil korunma amacına yöneliktir. Bu işlemi yapan yatırımcılar gelecekteki kur belirsizliklerine karşı kendilerine bir çeşit sigorta güvencesi sağlamaktadırlar. (70)

2.13. SWAP VE RİSK OLGUSU

Swap pazarının hızlı gelişimi risk olgusunda beraberinde getirmiştir. Bir risk yönetim aracı olmasına karşılık swap özü itibariyle yeni riskler doğurmaktadır. (71) Riskler, swap piyasasındaki son kullanıcılar, aracı, brokerların swap işlemlerini yerine getirirken şekillenir. En az risk taşıyan brokerlar için bile iki tarafın belirlediği ücretin ödenmemesi durumu sözkonusudur. Swap işlemlerinin yapılması esnasında ortaya çıkan belli başlı risk türleri şöyledir.

2.13.1. KREDİ RİSKİ

Kredi riski, bir borca ait anapara ve faiz ödemelerinin, borçlu tarafından belirli ekonomik koşullara bağlı olarak yapılamaması ihtimalidir. Bir swap sözleşmesinde, sözleşmedeki tarafların yükümlülüklerini yerine getirememelerinden dolayı ortaya

70) APAK, Sudi: a.g.e. , s.66-68

71) ERSAN, ihsan: Bankalarda Döviz Yönetimi, TBB Yayını, No: 150, Ankara 1988, s.30

çıkan bir kredi riski vardır. (72)

Kredi riski faiz swap'ında aracı banka üzerindedir. Bu nedenle banka tarafların yükümlülüklerini yerine getirme güç ve yeteneklerini gerçekçi bir biçimde belirlemelidir. Swap işlemleri kredi değerliliği yüksek taraflarca yapıldığında, kredi riskinin düşürülmesi mümkün olacaktır. (73)

2.13.2. POZİSYON RİSKİ

Swap'ın taşıdığı diğer önemli bir risk de, pozisyon riskidir. Pozisyon riski, faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki değişimlerden meydana gelir. Zarar da vardır, kar da. Eğer faiz oranları ve döviz kurları zararlı yani istenmeyen bir biçimde artarsa, zarar söz konusudur. Fakat istenilen bir biçimde seyrederse o durumda ise kar vardır demektir. Burada anlattıklarımızdan anlaşılacağı gibi, pozisyon riskinde üç ana temel durum vardır.

1. Pozisyon riski faiz ve döviz kurundaki düzenli değişimlere bağlıdır.
2. Pozisyon riski olumlu yada olumsuz olabilir.
3. Pozisyon riski ileride sınırlandırılmaz. (74)

Pozisyon riskini belirlemede kullanılan temel yöntem çeşitli kur ve faiz senaryoları ışığında

72) BANK OF ENGLAND QUARTERLY BULLETIN: Printed by Burrup Mathiesson Company Limited, February, Vol: 27, No:1 s.69

73) ERSAN, İhsan: a.g.e., s.30

74) BANK OF ENGLAND QUARTERLY BULLETIN: a.g.e., s.69

hipotetik bir swap yenileme maliyetinin belirlenmesidir. (75)

2.13.3. ŞEFFAFLIK (YAZILI DELİL) Riski

Bu risklerin yanısıra, diğer bir risk şeffaflık (transparency) riskidir. Bu konuda problemler swap'ların yasal muamelesi, vergilendirilmesi ve muhasebe kayıtlarının tutulmasında ortaya çıkar. Swap piyasası, ISDA'nın kurulmasıyla piyasayı oluşturanlar arasında kabul görmüş bir swap sözleşmesini geliştirmiştir. ISDA faiz ve para swap'ı sözleşmesi yasal koruma, anlaşmalar ve swap piyasası tanımları için standarttır. Son yıllarda swap finansman teknolojinin hızlı gelişimi ve yeni swap tekniklerinin ortaya çıkması standart belgelerin kullanılmasını engellemektedir. Aynı zamanda bu yeni gelişmeler yasal belirsizlikleri ortaya çıkarmaktadır. (76)

2.14. SWAP İŞLEMLERİNİN ETKİNLİKLERİ

2.14.1. SWAP ANLAŞMALARI YOLUYLA KUR Riski YÖNETİMİ

Kur riski yönetim aracı olarak swap işletmelerce oldukça yaygın bir kullanım alanına sahiptir. Swap özellikle Birinci Dünya Savaşı sonrasında döviz ödemelerinde darboğaza giren ülkelerde kullanılmıştır. Banka dışı işletmelerin kendileri ve bankalar arasında swap uygulanabilmektedir. Bu yöntemin uygulamada yaygın

75) ERSAN, İhsan: a.g.e. , s.30

76) BANK OF QUARTERLY BULLETIN: a.g.e. , s.70

bir yere sahip olmasındaki temel neden faiz oranlarının ve döviz kurlarının şiddetli ve sürekli dalgalanmalara maruz kalmasıdır. (77)

Swap ticaretinin finansal bir risk yönetim aracı olarak kullanılması ülkemizde 1985'ten sonra başladı. Fon yöneticilerinin swap işlemleri yoluyla sağladıkları geçitli yaralar sözkonusudur. Bunları şöyle sıralayabiliriz:

1. Swap yoluyla atıl durumda bulunan dövizlerin yüksek maliyetlerinden döviz pozisyonu yaratmaksızın kurtulmak mümkündür. Yüksek maliyeti bulunan dövizler swap yoluyla düşük maliyetli dövizlere dönüştürülebilirler. Dolatısıyla dövizlerin kur farkından doğacak riskinden korunmuş olunur.
2. Uzun vadeli döviz alacak ve borçları kur riskine açık durumdadır. Uzun vadeli alacak ve borçların kur riskinden korunmasında swap taktiği etken bir rol oynamaktadır.
2. Swap anlaşmaları vadeli anlaşmalara karşı vadeli anlaşma yapma imkanı tanıdığından bu anlamda da döviz kurunda oluşabilecek dalgalanmalardan doğacak zararı engellemektedir.
3. Swap, anlaşmaya taraf olanlara direk borç alımına gitmeden kredi sağlama olanağını tanır.

4. Açık durumda olan döviz pozisyonlarının denkleştirilmesini sağlar. (78)

5. Yurt içinde para arzının artmasına neden olmadığından enflasyonist bir etki doğurmaz. (70)

Swap işlemleri yukarıdaki yararlarından da anlaşılacağı gibi kar elde etmek amacıyla yapılmamaktadır. Kısa süreli finansman ihtiyacını döviz pozisyonunda herhangi bir değişiklik yaratmaksızın gidermektedir. Swap işlemi vadesiz piyasayla vadeli piyasayı birbirine yaklaştırmaktadır. Buna bağlı olarak da döviz kurunda oluşacak dalgalanmaların oluşturduğu risk de engellenebilmektedir.

2.14.2. BORÇ YÖNETİMİNDE FAİZ SWAP'ININ KULLANIMI

Faiz swap'ı işlemleri borç yönetimi açısından oldukça faydalıdır. Finansal yöneticiler, şirketlerinin borç yapılarını değiştirmek için faiz swap'ını kullanabilirler. Örneğin, bir firmanın borç yapısı optimal olmayabilir. Çünkü, yüksek sabit faiz oranlı borçları fazladır. Bu durumda bu şirket değişken faiz oranıyla borçlanarak sabit oranlı borçlarını ödeyebilir. Bununla beraber, yeniden finansmanla sağlanan maliyet, faiz swap'ının maliyetinden oldukça fazladır. Bundan başka, yeniden finansmanda firmanın taahhütlerinden dolayı bazı kısıtlamalar dolayı bazı kısıtlamalar

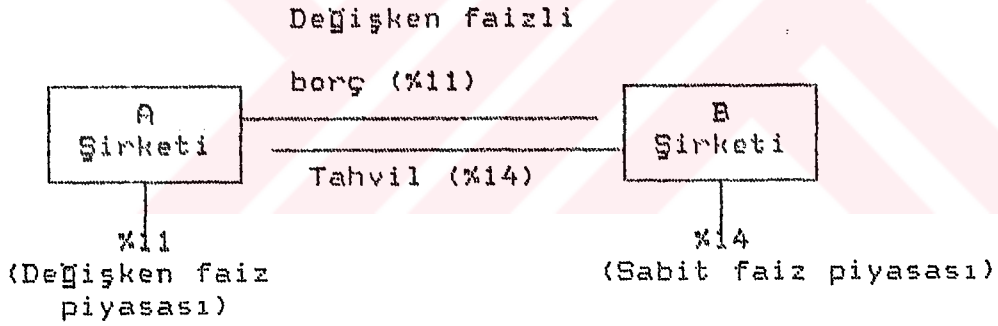
78) ERSAN, İhsan: "Döviz Pazarında Fon Yönetimi", Para ve Sermaye Piyasası, Sayı: 95, Mayıs 1987, s. 35-36

79) ALBAYRAK, Cemil: a.g.m., s. 53

olabilir.

Aşağıdaki örnek bize faiz swap'ını borç yönetiminde nasıl kullanacağımızı göstermektedir.

Örneğin, bir şirket %14 sabit faiz oranlı 5 yıl vadeli, 50 milyon \$'lık tahvil ihraç etmiş olsun. Bu durumda şirket bir Faiz swap'ı işlemine girerek bunu değişken faize dönüştürebilir. Faiz swap'ının sonucunda net değişken faiz maliyeti %11 olsun. Böylece, işletme faiz swap'ına girerek, yüksek maliyetli borcunu ucuzlatmıştır. Bu ekonomik işlemin sonucunda %3 maliyet tasarrufu sağlanmış olacaktır. Bu işlem aşağıdaki şekil kısaca gösterilmiştir.



2.14.3. SABİT FAİZ ORANLI FON MALİYETLERİNİ AZALTMAK İÇİN FAİZ SWAP'ININ

Faiz swap'ı işlemi, bir şirketin uzun vadeli sabit faiz oranlı borç maliyetinin azaltılmasında kullanılabilen oldukça faydalı bir araçtır. Değişken faiz oranlı piyasaların her ikisinde de, kredi değerliliği düşük olan borçlu, kredi değerliliği yüksek olan bir borçlunun ödemek zorunda olduğu faizden daha

fazla faiz ödemek mecburiyetinde kalmaktadır. Bu faiz oranı farklılıkları, faiz swap'ı piyasası yoluyla bir arbitraj fırsatı yaratmaktadır. Bu nedenle sabit faizden değişken faize swap işlemi, uzun vadeli şirket tahvilleri piyasası ve kısa vadeli banka kredisi piyasası arasındaki faiz oranı farklılıklarının yarattığı avantajlardan yararlanmak için geliştirilmiştir.

2.14.4. VADE YÖNETİMİNDE FAİZ SWAP'IN KULLANILMASI

Farklı şirketlerin fon ihtiyaçları ve farklı piyasa koşulları, A.B.D.'de ve diğer ülkelerdeki mevduat kuruluşlarının farklı bilanço kompozisyonlarında bulunmalarına neden olmaktadır. Örneğin, A.B.D.'de finansal şirketlerin uzun vadeli ve sabit faiz oranlı aktifleri (örneğin, ipotekli borç senetleri) ve kısa vadeli borçları (örneğin, mevduat sertifikası) vardır. Diğer tarafta Avrupalı finansal şirketlerin kısa vadeli aktifleri ve uzun vadeli borçları olabilir. Şirketlerin aktif ve pasif kompozisyonlarındaki bu farklılıklar, bilançolarındaki mevcutların vadelerinin farklılığından kaynaklanmaktadır.

Yukarıda anlattığımız nedenlerden ötürü yapılacak bir faiz swap'ı işlemi ekonomik bir mekanizma sağlayarak finansal şirketlerin bilançolarındaki mevcutların vadelerinde bir azalma olduğunda veya faiz oranı riskinde meydana gelebilecek bir artıştan kazanç

sağlamalarına imkan tanımaktadır.

Vade yönetiminde faiz swap'ının kullanılmasına örnek olarak, A.B.D.'de "Student Loan Marketing Association" (Sallie Mae. Öğrenci sermayesini Pazarlama Birliğinin) uygulamalarını ele alabiliriz. Sallie Mae'nin ABDde değişken faiz oranlı bir portföyü vardır. Bu portföy uzun vadeli menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Bunun karşılığında Sallie Mae'nin bilançosunda borç ve alacak vadelerini karşılaştıramama problemi vardır. Sallie Mae'nin işbirliği yaptığı Avrupalı finansal şirketlerin sabit faiz oranlı fon elde edebildiklerini fakat değişken faiz oranıyla borçlanmayı tercih ettiklerini varsayalım. Bu durumda iki taraf arasında da yapılacak bir faiz swap işlemiyle, Sallie Mae, periyodik olarak hazine bonusu iskonto oranı veya LIBOR oranı üzerinden hesaplanacak değişken faiz tutarını finansal şirketlere ödeyecek, finansal şirketlerde önceden tesbit edilen sabit faiz oranı üzerinden hesaplanacak faiz tutarını Sallie Mae'ye ödeyeceklerdir. Bu işlemin sonucunda finansal şirketler değişken faiz oranlı borçlarını sabit faiz oranlı borç haline dönüştürürlerken Sallie Mae, sabit faiz oranlı borçlarını değişken borç haline dönüştürmektedir. Sonuç olarak taraflar faiz swap'ı işlemiyle bilançolarındaki borç-alacak vadelerin karşılaştıramama riskini

azaltmaktadırlar. (80)

15.5. TİCARİ KORUNMA

Bir korunma tekniği olarak konvertibl paralardan oluşmuş kısa vadeli döviz piyasası, çok büyük ve likittir. Ayrıca bu piyasada faiz oranı ve döviz kuru farklılıkları çok büyüktür. Bu nedenle döviz kurunun sık sık değiştiği ülkelerde kısa vadeli döviz piyasası, döviz işlemlerinde riski minimize eden bir mekanizmadır.

Bir para swap'ı işlemi, karşılıklı bir para swap'ını içeren uzun vadeli bir döviz sözleşmesini kapsamaktadır. Aynı zamanda para swap'ı işlemi uzun vadeli korunma için duyulan ihtiyaca cevap verebilmektedir.

2.14.6. AKTİF VE PASİF MEVCUTLARIN KORUNMASI

Para swap'ı işlemleri, şirketlerin aktif ve pasif mevcutlarının korunması için de kullanılabilir. Kurlardaki değişmeler, ulusal para birimi üzerinden borçları olan uluslararası şirketlerin beklenen kazançları azaltabilmektedirler. Bu nedenle, uluslararası şirketler para swap'ı işlemlerini kullanarak, borçlarını ve alacaklarını döviz kuru riskine karşı koruyabilmektedirler.

(80) BICKSLER, James ; CHIEN, Andrew A. : "An Economic Analysis of Interest Rate Swaps", The Journal of Finance, Vol: XLI, No: 3, July 1986, s. 649-651

2.14.7. SWAP PAZARININ TAMAMLAYICI PAZAR OLMA ÖZELLİĞİ

Swap pazarı, pazar iştirakçilerine kaçırmış pazarlardan dolayı olan boşlukları doldurmaları için fırsat tanıyarak mali pazarların bütünleşmesine yardım eder. Swap pazarı tarafından doldurulan en seçkin boşluk, faiz oranlarındaki uzun vadeli pazardır. Son günlere kadar mevcut olan uzun vadeli faiz oranı anlaşmaları yoktu. Fakat, faiz oranı swap'ı bir dizi uzun vadeli anlaşmalar gibi iş gördüğünden, bir swap kaçırmış uzun vadeli anlaşma yerine kullanılabilir. Bu yüzden, bu swap pazarı tamamlayıcı mali bir pazar olarak kullanılabilir.

Nakit para birimi ve faiz oranları swap'larının uluslararası mali pazarlardaki boşlukları doldurmak için kullanıldığı durumlar daha az belirgindir. Örneğin, hiç isveç Hazine Hesapları pazarı yoktur. Bununla birlikte, nakit para birimi ve faiz oranı swapları bu pazarı yapay olarak yaratmak için kullanılabilir. (81)

2.15. SWAP FİNANSMANINDA İKİNCİL PİYASA

Swap işlemlerinin tahminlerin çok üstünde ve kısa sürede gelişmesi, değişik uygulamalara imkan vermesi önde gelen pazar yapıcı kuruluşların asıl piyasanın yanısıra ikincil bir piyasa oluşturmalarına yol açmıştır. (82) Son iki yıl içinde gelişen bu piyasada

81) SCHWARTZ, Robert; SMITH, Clifford: a.g.e. , s.6-14

82) GÜMÜŞELİ, Saniye: a.g.m. , s.48

işlem görecek swapların tahvil gibi likiditesi yüksek araçlar olacağı tahmin edilmektedir. (83)

ikincil piyasanın toplam piyasanın yaklaşık %20'sini oluşturduğu tahmin edilmektedir. Swapların aktif/pasif yönetimini birleştiren bir teknik olarak kullanılması aracı kuruluşların piyasa yapıcı rollerinin artması, dealer'ların swaplardan ticari bir kar sağlama istekleri ikincil piyasanın gelişimini hızlandırmıştır. (84)

Swap işlemlerini organize eden yatırım bankalarının aldıkları komisyonlar birincil piyasadaki rekabet sonucu %1/8'lere düşmüşken ikincil piyasada %1/2'ye kadar çıkabilmektedir. Bu da ikincil swap piyasasını bankalar için daha enteresan kılmaktadır.

ikincil piyasada bir swap işlemi sonucunda düşük sabit faizli borç temin eden bir şirket bunu bir prim karşılığında bankaya satmaktadır. Bankada bunu gelir elde etmek için kendisine saklamakta (düşük sabit faiz ödediği ve karşılığında yüksek değişken faiz aldığı için) veya bir kar marjı ile başka bir şirkete satabilmektedir

Pazarın büyümesi sonucu bu pazardaki büyük yatırım bankaları swapları standardize etmeye çalışmaktadırlar. Böyle ki şartlarda, spread'de büyüklükte ve vadede birlik sağlayarak swap'ı tahvile benzer hale getirmek

83) İKTİSAT BANKASI: a.g.e , s.9

84) GÜMÜŞELİ, Saniye: a.g.m. , s.48

istemektedirler. Bu piyasadaki gelişmeler tüm finans çevrelerinde merakla izlenmektedir. (85)



T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

3. BÖLÜM
SWAP İŞLEMLERİNİN TÜRK FİNANS KESİMİNDEKİ DURUMU
VE
GELECEĞİ

3.1. TÜRKİYE'DE SWAP İŞLEMLERİ

Türk finans sistemi uluslararası finansal gelişmeleri yakından izleyen ve bu gelişmelere uygun piyasaların oluşum sürecini hızlandıran bir duruma gelmiştir. Uzman personel ve yönetici sayısı arttıkça, uluslararası piyasalardaki yeni ürünler ve teknolojik gelişmelerde finans sektörüne daha hızlı yansıtılmaya başladı.

Gerek kurumsallaşmaya gereksede mevzuata yönelik yapısal değişikliklerin önemli ölçüde gerçekleştirilmesi durumunda 1990'lı yılların ürünü olan Swap'ta ülkemizde kullanım alanı bulmaya başlayacaktır.(1)

Swap, son yıllarda uluslararası finans piyasalarında çok büyük gelişmeler kaydetmiş olmasına rağmen Türkiye'de pek tanınmayan bir finansman yöntemidir. T.C. Merkez Bankası'nın bazı dış muamelelerinde sınırlı kullanılmaktadır.

Swap işlemlerinin sınırlı olarak kullanılmasının birkaç nedeni vardır. Öncelikle, Para ve sermaye piyasasının bütün kurumlarıyla tam anlamıyla gelişmemiş

1) CINGILLI, Mesude: "Opsiyon Piyasaları ve Türkiye'deki Gelişmeler", *Kalkınma Dergisi*, T.C. Kalkınma Bankası Yayını, Sayı:41, Ankara, Ekim 1992, s.24

olması Bunun yanısıra zaten swap dünyada yeni bir teknik olarak bilinmektedir. Ve en önemli nedenlerden biride devletin sürdürdüğü kur politikalarının sürekli değişiklik göstermesidir. TL'nin konvertibl bir para birimi olmaması ve diğer paralar karşısında sık sık değer kaybetmeside swap işlemlerinin kullanılmasını engellemektedir.

Bunların önemini swap işlemlerinin geleceği açısından daha iyi anlamak için, Türkiye'de uygulanan kur politikalarının yakın tarihine göz atalım.

3.2. TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU SİSTEMLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Cumhuriyetin kuruluş yıllarında TL sterlin ve Frank yoluyla altına bağlıydı. Daha sonra Türk Parası'nın Kıymetini Koruma Kanununun yürürlüğe girmesi ile TL'nin konvertibilitesi kaldırılmıştır. 1936'da tamamen altına bağlantısı kalmamıştır. (2)

1944-1973 yılları arasında Bretton Woods sisteminin çöküşüne kadar geçen dönemde "ayarlanabilen sabit kur sistemi" uygulanmıştır. Dönemin temel özellikleri; Sıkı kambiyo denetimi, uzun dönem aralıklı yüksek oranlı devalüasyonlar, Merkez Bankası'nca Dolar'ın TL fiyatı

2) İŞGÜDEN, Tamer; AKYUZ, Mufit: Uluslararası İktisat, Evrim Kitabevi, İstanbul 1992, s.124

olarak belirlenen aşırı değerli döviz kurları, resmî bir döviz piyasasının bulunmamasına karşın karaborsa döviz piyasasının bulunmasıdır.

Söz konusu dönemde kişi ve kuruluşların döviz bulundurmalarına izin verilmemektedir. Bu yasaklama 1988 yılına kadar sürmüştür. Bankalar bu süreç içinde Merkez Bankası adına sınırlı yetkiler içinde döviz alım satımında bulunmuşlardır.

1973 yılında Bretton Woods sistemi'nin çökmesinden sonra Dünya'da melez uygulamalara geçilmiştir. 1974-1981 yılları arasındaki dönemde ülkemizde "esneklik kazandırılmış sabit kur sistemi" nin uygulandığını görmekteyiz. Dönemde Amerikan Doları ve Türk lirası arasındaki kur sabit tutulmakla beraber döviz kurları sürekli ve mini devalüasyonlarla değiştirilmekteydi.

Bu melez uygulama 1981 yılına kadar sürmüştür. 1 Mayıs 1981 tarihinde "günlük kur" uygulamasına geçilmiştir. Bu tarihten itibaren Merkez Bankası döviz kurlarını günlük olarak belirlemeye başlamıştır. Günlük kur uygulamasının temel amacı, döviz karaborsasını engellemektir. 29 Aralık 1983 tarihine kadar süren bu döneme "kontrollü esnek kur sistemi" denir. Dönem böyle isimlendirilmesine rağmen serbest bir döviz piyasası

bulunmamaktadır.

1983-1985 yılları arasındaki dönemin temel özelliği; Esas kur uygulaması, kişi ve kuruluşların ellerinde döviz bulundurma serbestisidir.

Adı geçen dönemde döviz kurları Merkez Bankası'nda belirlenmekte ve esas kur olarak tanımlanmaktadır. Bankalara esas kurun %6 üzerinde ve altında döviz fiyatı belirleme yetkisi tanınmıştır.

Kanımızca bu düzenleme çok sınırlıda olsa döviz işlemlerine serbesti getirmiştir. Uygulama 1 Temmuz 1985 tarihine kadar sürmüştür. Bu tarihten sonra esas kur uygulaması terkedilmiştir. Bankalar döviz kurlarını belirlemede tamamen serbest bırakılmıştır. (3) Dolayısıyla döviz pozisyonu yönetimine serbestlik sağlanmıştır. Bu uygulama serbest döviz piyasasının kurulmasına atılan ilk adım olarak tanımlanabilir.

3.3. TÜRKİYE'DE SWAP İŞLEMLERİNE GEÇİŞ VE MERKEZ BANKASI KARARLARI

T.C. Merkez Bankası 3 Mayıs 1984 tarihinde yayınladığı genelgesiyle, bankalarla müşterileri arasında ve ithalat/ihracat işlemlerinde geçerli olacak,

3) ALPEREN, Sumru: "Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Kuru Riski Yönetimi", (Basılmamış yüksek lisans tezi, M.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü), İstanbul 1992, s.70-72

vadeli döviz işlemlerini başlatmıştır. Ayrıca bu genelgede vadeli döviz kurunun bankalarla müşterileri arasında serbestçe belirlenebileceği kararlaştırılmıştır. (4)

Bankalar vadeli döviz alım-satım işlemlerinde Merkez Bankası'nın belirlediği sınırlar içerisinde kalmak zorundadırlar. Buna göre bankaların likidite oranı %20'den aşağı olamaz. Kur riski oranı ise, asgari %85, azami %115 olmak zorundadır. (5)

Sadece ithalat ve ihracat işlemleri için geçerli olan vadeli döviz alım-satım işlemleri, TL'nin devamlı düşüşü nedeniyle özellikle ihracatçılar tarafından ilgi görmemiştir. Bu nedenle de, Türkiye'de müşteri ile banka arasında para swap'ı uygulaması imkanı doğmamıştır. (6)

Bu arada T.C. Merkez Bankası, 27.9.1985 tarihinde yayınladığı 1/J sayılı genelge ile bankalar arası döviz alım satım işlemlerinin yapılmasına mücade edilmiştir. Söz konusu döviz alım satımlarında vade azami üç ay ile sınırlandırılmıştır. (7) Döviz-Türk Lirası kurunun ilgili

4) Resmi Gazete: 3 Mayıs 1984, Sayı: 18390

5) Resmi Gazete: 2 Kasım 1988, Sayı: 20330

Likidite Oranı: Döviz mevduatlarının Döviz tahaahüdlerine oranıdır.

Kur Riski Oranı: Döviz mevcutları ve döviz alacakları toplamının döviz borçlarına oranıdır.

6) İKTİSAT BANKASI: Swap Teknikleri Ve Uygulamaları,

Yayın No:2, s.10

7) Resmi Gazete: 27 Eylül 1985, Sayı: 18881

bankalar arasında serbestçe tayin edilebileceği belirtilmiştir. Bu sayede, bankalar arası swap yapma imkanı ülkemizde üç vade ile sınırlı kalmak şartıyla doğmuştur. Yurt dışı kuruluş ve bankalarla para swap'ı ile değişik döviz cinsleri arasında para swap'ı yapılmasına mevcut kambiyo rejimi müsade etmemektedir. Konvertibiliteye geçildiğinde bu swap işlemleride yapılabilecektir.

T.C. Merkez Bankası 16 Temmuz 1985 tarihinde aldığı bir kararla kendisi ile ticari bankalar arasında swap işlemlerini belirli koşullar içinde başlatmıştır. Merkez Bankası'nın 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 içinse faiz oranları zaman zaman değişen koşullara göre Merkez Bankası'nca tesbit edilecektir.

Merkez Bankasının swap işlemlerini başlatmasındaki amacın hem bankaların ellerindeki dövizleri satmadan TL temin etmelerini sağlamak hem de bankaları swap işlemlerine alıştırmak olduğu söylenebilir. Ayrıca Türk lirasının konvertibiliteye geçişinde yeni bir adım olarak da nitelendirilebilir. Zira Türk Lirası ile uluslararası piyasalarda swap yapabilmek için TL'nin

konvertibl ve bu piyasalarda aranan bir para olması gerekmektedir. (8)

Bu sebeplerden dolayı, "Konvertibilite" kavramı üzerinde ve Türk Lirası'nın bugünkü durumu hakkında bilgi vermek yerinde olacaktır.

3.4. IMF KONVERTİBİLİTESİ VE TÜRKİYE

3.4.1 KONVERTİBİLİTE KAVRAMI ÜZERİNE

Konvertibilite kavramından söz ederken bunu ikiye ayırmamız doğru olur.

1. Tam Konvertibilite
2. Kısmi Konvertibilite

Tam konvertibilite kavramı olarak "Milli para ile tesbit edilmiş alacak haklarını veya bizzat paranın kendisini hak sahibinin ikamet yerine bakılmaksızın ve önceden herhangi bir makamın resmi iznine gerek duyulmadan cari döviz kurları üzerinden herhangi bir ülke parasına ve hatta mallara çevrilebilme konusunda ülkenin verdiği garanti ve tanıdığı serbestiyi ifade eder." (9) Bu ifadeden görüldüğü gibi tam konvertibilite döviz işlemlerinde hiç bir kısıtlamanın olmaması işlemi yapanın tabiyetinin önemli olmaması ve

8) İktisat bankası Yayını: a.g.e. , s.10

9) ABUŞOĞLU, Ömer: Türk Lirası'nın Konvertibilitesi, İstanbul, 1986, s.14

hangi amaçla yapıldığının (Cari işlem veya Sermaye işlemi) önemli olmaması gibi kavramları içermektedir. Fakat bu çapta bir konvertibilite hiç bir ülkede uygulamamaktadır.

Kısmi Konvertibilite: Tam konvertibilite hemen hemen hiç bir ülkede uygulanmaz. Bu bakımdan hükümetlerin yaptıkları müdahaleler sonucu bazı kısıtlamalarla birlikte "Kısmi Konvertibilite" kavramı ortaya çıkmaktadır. Tam Konvertibiliteye iki açıdan sınırlama getirilebilir.

1. İşlemlerin cinsi.
2. Konvertibilitenin uygulanacağı kişiler.

Birinci kavramda yani işlemlerin cinsinde getirilen sınırlamalar işlemin cari işlem veya sermaye işlemi olması ile ilgilidir. Ülkeden sermaye kaçışını engellemek amacıyla hükümetler cari işlemlere izin verirken sermaye işlemlerini sınırlandırmaktadır. Tabii burada hangi işlemin cari işlem hangi işlemin sermaye işlemi olduğu sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu konuda IMF Ana Sözleşmesi cari işlemleri şöyle tanımlamaktadır.

"Cari işlemlere ilişkin ödemeler, sermaye transferi amacını taşımayan ödemelerdir ve hiç bir sınırlama olmaksızın, şunları içermektedir:

1. Dış ticaret, hizmetler ve normal kısa vadeli

- banka ve kredi kolaylıklarını da içeren cari işlemlerle ilgili olarak yapılan tüm ödemeler,
2. Borç faizleri ve diğer yatırımlardan sağlanan net gelirlerle ilgili ödemeler,
 3. Borçların geri ödenmesi veya doğrudan yatırımların amortismanı için yapılacak çok büyük olmayan ödemeler, ve
 4. Ailenin geçimi için gönderilen makul miktarda paralar."

Diğer bir sınırlama ise hükümetler vatandaşlarının yararlanabileceği konvertibilite haklarına sınırlama koymaktadırlar. Burada amaç yabancılara konvertibilite hakkı sınırlaması getirmeyerek yerli paranın yabancılarla yapılan işlemlerde kullanılmasını ve bu sayede döviz kaynaklarının erimesini önlemektir.

3.4.2. IMF KONVERTİBİLİTESİ

IMF Teşkilatı dünya ticaretini geliştirmek ve çok taraflı ödemeler sistemini geliştirmek ana amaçlarıyla kurucu anlaşmasında konvertibilite kavramına da yer vermiştir. Bu konuya ilişkin düzenleme kurucu anlaşmanın 8. maddesinin 2, 3, ve 4. bölümlerinde yer almaktadır.

"Madde 8, Bölüm 2(a)'da; üye ülkelerin, Fon'un izni olmaksızın, cari uluslararası işlemlere ilişkin ödeme ve transferlerin yapılmasına sınırlama koymayacağı,

"Madde 8, Bölüm 3'de; üye ülkelerin, Fon'un izni olmaksızın, ayırım yapıcı döviz düzenlemeleri ve katlı kur uygulamaları yapamayacağı,

"Madde 8, Bölüm 4'de; üye ülkelerin, başka bir ülkenin elinde bulunan kendisine ait ulusal parayı, bu üyenin talep etmesi halinde satın almak zorunda olduğu" hükümleri yer almaktadır.

Bir ülkenin IMF konvertibilitesi hükümleri gereğince konvertibiliteye geçebilmesi için IMF'ye bildirimde bulunması gerekmektedir. Bu sayede konvertibil para imkanlarına kavuşan bir ülkenin bundan geri dönebilmesi için Fon'dan izin alması gerekmektedir. Fakat bir üyenin Madde 8'deki konvertibilite şartlarına uymasına imkan verecek bir ekonomik bünyeye sahip olmaması durumunda bazı döviz işlemleri sınırlamalarını da içeren bir kısmi konvertibilite durumu IMF Ana Sözleşmesinin 14. maddesinde belirtilmiştir. Üye gerekli ekonomik güce kavuştuğunda Madde 8'deki konvertibilite şartlarına tek taraflı bildirimle girebilecektir. Fakat 8. madde hükümlerine uyan bir ülkenin tekrar Madde 14 hükümlerine geri dönmesi mümkün değildir. Madde 8 hükümlerinde yer alan bir ülkenin Fon'dan izin almadan döviz sınırlamaları koyması halinde Fon nezdinde suçlu durumuna düşer. Böyle bir durumda IMF bu üyenin Fon kaynaklarından yararlanabilme imkanını engelleyebilir.

3.4.3. TÜRKİYE'DE KONVERTİBİLİTE

Türkiye "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar" ile kambiyo rejiminde büyük serbestiler getirmiştir ve 22.3.1990 tarihinden itibaren de Madde 14 hükümlerinden Madde 8 hükümlerine geçtiğini IMF'ye bildirmiştir.

Fakat bir ülkenin konvertibilite şartlarına uyması ile birlikte parası konvertibil olmamaktadır. Bunun için paranın uluslararası piyasalarda gerekli güveni verebilmesi gerekmektedir. Bu da ülkenin ekonomisinin yapısına bağlıdır. Konvertibilite için ülkenin ödemeler dengesinin iyi durumda olması ve enflasyonun makul bir seviyede seyretmesi gerekir. Çünkü enflasyonun büyük olduğu durumlarda paranın değer kaybı ile birlikte ülke parasına talep azalmaktadır. Halbuki Türkiye gibi konvertibiliteye geçmiş bir ülke için önemli olan; parasının çok taraflı ödemelerde rezerv para olarak kullanılmasıdır. Eğer Türk Lirasını elinde bulunduran ülke bu para karşılığında Türkiye'den döviz talebinde bulunuyorsa konvertibilitenin dış ödemelerde TL kullanma yararı kalmayacaktır. TL'nin sağlam ve aranan para olması istikrarlı bir ekonomi ve bunun yansıması olarak da kur politikasına bağlıdır.

Tabi IMF konvertibilitesi şartlarına geçmenin bazı

dezavantajları da vardır. TC Merkez Bankası'nın TL'ye karşılık döviz vermeyi garanti ettiğinden bu taleplere yetişmede güçlük çekmesi durumunda bu TL'nin değer kaybını hızlandıran bir unsur olacaktır. Ayrıca döviz durumunda bir bozulma halinde Türkiye'nin eski sınırlamaları koyabilmesi IMF'nin izin vermesine bağlıdır.

Görüldüğü gibi ülkemizde 32 sayılı karar ile konvertibilite için gerekli yasal düzenleme yapılmış ve IMF hükümlerine uyan konvertibiliteye geçilmiştir. Fakat konvertibiliteye geçtim demekle ülke parası konvertibil olmamaktadır. Yasal düzenlemeler konvertibilite için önemli bir güven unsuru olmakla beraber konvertibilite için ekonomik şartların da göz önünde bulundurulması gereklidir.

3.4.4. 32 SAYILI KARAR VE SWAP İŞLEMLERİ

Türkiye, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile kambiyo rejimini serbestleştirmiştir. Burada TL'yi konvertibil hale getirme amacıyla yapmıştır. Fakat şu anda TL'nin tam konvertibil olduğunu söylemek mümkün değildir. 32 sayılı karar ile yapılan düzenlemelerde cari ve sermaye işlemlerine sınırlama getirilmiştir.

32 sayılı kararın 3. ve 4. maddelerinde yerleşik kişilerin sahip olacakları ve yurt dışına çıkarabilecekleri döviz miktarını 3000 \$ ile sınırlamaktadır. Aynı şekilde yolcuların yurt dışına çıkarabilecekleri TL miktarını da 3000 \$ ile sınırlandırmıştır. Bir anlamda TL 3000 \$'a kadar konvertibildir.

32 sayılı karar hükümlerinde döviz pozisyon riskine karşı swap işlemleri konusunda sınırlama getiren herhangi bir hüküm görülmektedir. Fakat swap ticareti konusunda sınırlama getiren hukuki ve bunların ekonomik yansımaları olan hükümler vardır.

TL ile swap ticareti yapılmak istendiğinde karşımıza hemen 3. madde hükümleri çıkmaktadır. Bu maddeye göre "Türk parası ve Türk parasıyla ödemeyi sağlayan belgelerin yurda ithali serbest olup, ihracı Bakanlığın iznine bağlıdır". Bu durumda Euro currency piyasalarında işlem yapmak için yurt dışına TL çıkartılmak istendiğinde bakanlıktan izin almak gerekecektir. Bu da, Euro currency piyasalar ile TL'nin bütünleşmesi karşısında bir engel oluşturmaktadır.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, Türkiye'de swap işlemleri ilk olarak TC Merkez Bankası'nın 16 Temmuz 1985 tarihli bir kararı ile kendisi ile ticari bankalar

arasında başlatılmıştır. "Buna göre swap en fazla bir ay vadeli ve Merkez Bankası alış kuru üzerinden yapılabilecek döviz için uluslararası para pazarındaki faiz oranları temel alınırken TL faizi Merkez Bankası'nca belirlenecektir". Merkez Bankası'nca başlatılan bu uygulamanın dışında bankalarımız döviz pozisyonlarını dengede tutmak veya kısa vadeli likidite sağlamak amacıyla swap işlemlerine girmektedirler. Fakat swap işlemleri bir yandan yurt içinde kalırken diğer yandan da swap yetkilileri bankalar olarak sınırlı kalmaktadır.

32 sayılı kararın 5. maddesi hükümlerinde "Yabancı paraların ve altının Türk parası karşısında değeri, Merkez Bankası'nca tesbit edilen usuller çerçevesinde belirlenir." denilmektedir. TL değerinin Merkez Bankası'nca belirleneceği bir ortamda TL değerini belirlemede Merkez Bankası'nın iç piyasa gereklerinden büyük oranda etkileneceği muhakkaktır. Diğer yandan enflasyonun yüksek oranlarda olduğu Türkiye'de TL'nin gelecekteki değerinin oluşturulmasında enflasyonun yüksek oranlarda olmasından dolayı büyük bir belirsizlik ortamı vardır. Bu iki etken TL'nin forward piyasasını oluşturulamamasının bir yansıması olarak TL'nin swap oranı da belirlenemeyecektir.

Döviz kredisi alınması konusundaki 17. madde ise "Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışında aynı, nakdi ve gayri nakdi kredi temin etmeleri serbesttir." denilmekte fakat altındaki maddelerde gene bazı sınırlamalar konulmaktadır.

Bir yıldan uzun vadeli kredilerin Bakanlık nezdindeki borç kütüğüne anlaşma tarihinden itibaren 30 gün içinde kaydedilmesi gerekmektedir. Bir yıldan kısa vadeli kredilerin takibi ile ilgili esaslar ise Merkez Bankasınca belirlenmektedir. Gene aynı maddenin (e) fıkrasında yurt dışından elde edilen kredilere gerektiğinde yasak ve sınır konulacağı belirtilmektedir.

Yurt dışına döviz kredisi açılmasını düzenleyen 18. madde hükümleri ise döviz kredisinin ancak belli konularda açılabileceğini düzenlemekte ve sıralamaktadır. Genelde Türkiye'nin dış ticaretini desteklemek amacıyla yönelik olarak düzenleme getirilmiş bu maddelerden sadece (e) fıkrasında bankaların döviz kredileri ile döviz tevdiat hesaplarını geçmeyecek nakdi döviz kredileri açabileceği belirtilmektedir. Yani diğer taraftan bu maddelerde uygulamanın Bakanlıkça belirtilen esaslar doğrultusunda Merkez Bankası'nca düzenleneceği belirtilmektedir. Bu da karşımıza bir sorun çıkarmaktadır. Euro currency işlemleri iletişimin ve

zamanın çok önemli olduğu piyasalardır. Bu konuda yapılan düzenlemeler yoğun işlemler gerektirirse Türkiye için bu piyasalardan yararlanma imkanı azalacaktır.

Aynı durum Madde 13'te hükme bağlanan Türkiye'den gidecek yerli sermaye içinde geçerlidir. Çünkü bu maddede 25 milyar \$'a kadar sermaye ihracı taleplerinin Bakanlıkça bu miktarı aşanların ise Bakanlar Kurulu'nca karara bağlanacağı belirtilmektedir.

Görüldüğü gibi 32 sayılı karar hükümleri 3000 \$'ı aşan paralar için yoğun bir bürokrasi trafiğine takılmaktadır. Şu an, ülkemizde uygulaması yapılmayan Euro currency işlemleri için pek fazla sorun çıkarmasına rağmen gelecek dönemlerde bu işlemlere bu sınırlamalarla girildiğinde sorunlar çıkacağı açıktır.

Yukarıda belirttiğimiz, birbirine bağlı olan bu etkenler swap işlemlerinin ülkemizde gelişimini engelleyebilecek faktörlerdir. Merkez Bankası'nın swap işlemleri konusunda başlattığı uygulamada gördüğümüz swapın döviz ayağı faizinin uluslararası piyasadan alınması buna karşılık TL ayağı faizinin Merkez Bankası'nca belirlenmesi gibi bir uygulama gereksizdir. Çünkü döviz faizi arz ve talebe göre belirlenirken TL faizi subjektif faktörlerin de işin içine girdiği bir yöntemle belirlenmektedir. Türkiye'de swap işlemlerinin

gelişmesini engelleyen en büyük faktör TL konvertibilitesidir. Konvertibl TL ile uluslararası işlemler daha çabuk bir şekilde gelişebilecektir. Tabii işleyen bir konvertibilitenin oluşturulması da ülke ekonomisinde gerekli dengelerin oluşturulmasına bağlı olan bir faktördür. (10)

3.5. SWAP İŞLEMLERİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ AÇISINDAN ÖNEMİ

Buraya kadar olan kısımda, swap işlemlerinin Türkiye'de uygulanabilirliği üzerinde durduk. Bu işlemlerin uygulanabilirliğini ilk önce yasal çerçeveye belirlemekte. Yasal çerçeve buna imkan versede, Türk finans kesiminin bu yeni tekniğe geçmesi çok sınırlı kullanım alanı dışında mümkün olmamıştır.

Dışa açılma seferberliğinin gündemde olduğu, kredi değerliliğinin göreceli olarak düzeldiği Türkiye'de swap finansmanından yararlanılmalıdır. Uluslararası para ve sermaye piyasalarında kullanımı giderek artan swap işlemlerinin ülkemizde uygulanması, Türkiye'nin dış borçlanmaları, para ve sermaye piyasalarının gelişimi, şirketler ve bankalarımızın faaliyetlerinin artmasının sonucunda dışa açılmaları açısından büyük önem taşımaktadır.

10) APAK, Sudi: Uluslararası Finansal Teknikler, Emlak Bankası Yayını, İstanbul, Eylül 1992, s.68-71

3.5.1. TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇLANMALARI AÇISINDAN SWAP İŞLEMLERİNİN ÖNEMİ

Swap yöntemi borçlanmada değişken faizden sabit faize geçiş olanağı vermekte, bir yerde tutucu bir nitelik gösteren uluslararası tahvil pazarını ülkemiz benzeri gelişmekte olan ülkelere açmaktadır. Yalnız ne var ki söz konusu araçtan yararlananlar bize nazaran kredi değerliliği yüksek, uluslararası finans ve bankacılık dünyası ile daha bütünleşmiş ve de tahvil pazarına seyrek de olsa sabit faizle borçlanabilmiş ülkelerdir. Türkiye ise son yıllarda kredi değerliliği en hızlı artış gösteren ülke niteliğine karşın henüz "orta riskli" olarak kabul edilmektedir. (11) Bu nedenle Türkiye'nin uluslararası sermaye piyasalarından sağladığı krediler değişken faiz oranlıdır. Değişken faizle sağlanan fonların sabit faizli fon haline dönüştürülmesi, Türkiye'nin dış borçlarını hafifletecek bir uygulama olabilecektir.

3.5.2. TÜRKİYE'DE PARA VE SERMAYE PİYASASININ GELİŞİMİ AÇISINDAN SWAP İŞLEMLERİNİN ÖNEMİ

Vadeli swap işlemlerinin etkinliği swap yönteminin çalışışı için önemlidir. Vurgulanmaya çalışıldığı gibi döviz riskini minimize eden bir yöntem olan swap, cari

11) ERSON, İhsan: "Swap Finansmanı Ve Türkiye", Para ve Piyasası, Mayıs 1985, s.33

ve vadeli kur pazarları arasında bir köprü işlevi gerçekleştirmektedir. Ülkemizde vadeli döviz işlemlerinin para ve sermaye piyasamızda bir türlü benimsenememesi ve de ticari gelenek haline gelememesi, swap uygulamasının başarı şansını oldukça azaltmaktadır. (12)

Swap işlemlerinin Türkiye'de kullanılması, Türk para ve sermaye piyasasının gelişimi açısından şu sonuçları ortaya çıkarır.

1. Swap işlemleri yoluyla offshore (Deniz aşırı) borçlanma sağlanacaktır. Bunun yanısıra swap arbitrajı sayesinde, Türk para ve sermaye piyasalarının uluslararası para ve sermaye piyasalarıyla entegrasyonunu sağlayarak, bu piyasalar arasındaki faiz oranı farklılıklarını giderebilecektir.
2. Türkiye'nin döviz kurları, bu kurlardaki marjlar ve faiz oranı hedefleri için bir politika aracı olarak kullanılabilir ve böylece para ve sermaye piyasalarında düzenleyici bir etki sağlanabilir.
3. Swap işlemlerinin sağladığı faiz oranı ve döviz kuru riskinden korunma fırsatları ve uzun vadeli döviz piyasalarının varlığı, uluslararası para birikimlerine istikrar getirmektedir. Bu nedenle

12) ERSAN, İhsan: a.g.m., s.34

swap işlemlerinin Türkiye'de uygulanması halinde, TL/döviz kurunda geçici dalgalanma olduğunda, Türkiye'de bulunan uluslararası şirketler, mevcutlarını başka bir para birimine çevirmektense, döviz kuru riskinde korumayı tercih edeceklerdir. Böylece döviz kuru dalgalanmalarının yarattığı sermaye çıkışları önlenebilecektir. (13)

3.5.3. TÜRKİYE'DE BANKALAR AÇISINDAN SWAP İŞLEMLERİNİN ÖNEMİ

Ulusal bankalarımızın dış işlemlerinin yoğunlaşması ve elektronik bankacılık, swap finansmanı açısından önemlidir. Belirtilmeye çalışıldığı gibi söz konusu yöntemde borçlar para ve faiz açısından el değiştirirken her durumda bir finansal kurumun aracılığı gerekli olmakta ve böylelikle karşılıklı güvence sağlanmaktadır. Son zamanlarda aracılık işlevinin uluslararası bankalar için karlı alan oluşturduğu görülmektedir. (14)

Türk bankalarının en önemli sorunlarından birisi, döviz pozisyonlarında denge sağlama problemleriyle karşılaşmalarıdır. Bu nedenle bankalar arasında uzun

13) BZCAN, Ahmet: "Finansal Piyasalarda Swap İşlemleri Ve Türkiye Açısından Önemi", (Basılmamış yüksek lisans tezi, M.Ü. sosyal bilimler enstitüsü), İstanbul, 1991, s.84

14) ERSAN, İhsan: a.g.m. s.34

vadeli swap işlemlerinin yapılması, bankaların döviz pozisyonlarında denge sağlamasına yardımcı olacaktır. Ayrıca, Türk bankalarının yabancı bankalarla swap işlemlerine girmesi, düşük maliyetli ve istedikleri para birimlerinden fon sağlamalarına imkan tanıyacaktır.

Türk bankalarının Euro-piyasalarından borçlanmalarında para ve faiz swap'ını kullanmaları, döviz kuru ve faiz oranı riskini minimize etmekle beraber, bankalara arbitraj kazancıda sağlayacaktır.

Ayrıca Türk bankaları, düşük maliyetli fon sağlamak için, Euro tahvil piyasasında yüksek faiz oranıyla tahvil ihraç edebilirler ve bu fonları swap işlemleri yoluyla düşük faiz oranlı para birimlerine dönüştürebilirler. (15)

Bütün bunların yanısıra kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla zaman zaman döviz swapı işlemlerine başvurmaktadırlar. (16)

3.5.4. TÜRKİYE'DE ŞİRKETLER AÇISINDAN SWAP İŞLEMLERİNİN ÖNEMİ

Dış müteahhitlik ve dış ticaret şirketleri başta olmak üzere yabancı para cinsinden borç ve alacaklara

15) ÖZCAN, Ahmet: a.g.e. , s.85

16) GÜMÜŞELİ, Saniye: "Swap Piyasaları", Kalkınma Dergisi, T.C. Kalkınma Bankası Yayını, Haziran 1991, s. 51

sahip işletmelerimiz için swap dışı finansman sorununun çözümünde cazip bir seçenek olabilir. İstenilen para ve faiz türü üzerinden borçlanabilme uluslararası rekabette büyük esneklik demektir. Yalnız ne var ki bu tür işletmelerimizin batıda olduğu gibi bünyelerinde bir "Uluslararası Nakit-Döviz Departmanı" oluşturmaları gereklidir. Uluslararası finansal sistemi yakından izleyen, para ve sermaye pazarları ile bütünleşmiş bu tür bir uzman grubun önemi yadsınmaz bir olgudur. (17)

Dövizle işlem yapan şirketler dış gelirlerini koruyabilmek ve dış borçlanma maliyetlerini minimize etmek için swap işlemlerini kullanabilirler.

Swap işlemlerinin sunduğu imkanlardan biride, bir piyasaya girerek fon sağlamak isteyen bir borçluya bu imkanı tanımasıdır. (18)

Görüldüğü gibi swap işlemleri bir ekonominin ayrılmaz parçalarının her biri için bir çok fırsatlar sunmaktadır. Bu fırsatlar dahilinde, finansman tekniği olarak, ülkemiz açısından cazip bir seçenek olabilir.

17) ERSAN, İhsan: a.g.e. , s.34

18) ÖZCAN, Ahmet: a.g.e. , s.84

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Bu çalışmamızda yeni bir finansman tekniği olan "SWAP" yöntemi hakkında bilgi vermeye, Türkiye örneğini dikkate alarak incelemeye çalıştık.

Çalışmamızı yürütürken banka ve banka dışı işletmelerin örnek bir olay elde etmemize izin vermemeleri, ve swap tekniğinin çok yeni olması gibi sınırlamalarla karşılaştık. Yaptığımız saptamalar ve ulaştığımız sonuç değerlendirilirken bu noktanın göz önünde bulundurulması yararlı olur kanısındayım.

Swap, belirli koşullarda borçlanmada avantaj sağlayan, döviz riskini minimize eden ve döviz piyasalarını uluslararası kredi ve tahvil piyasaları ile bütünleştiren, şirketler, finansal kuruluşlar ve hükümetlerce kullanılan bir finansman tekniğidir.

Dünya ekonomik yapısında 1970'li yıllarda meydana gelen gelişmeler sebebiyle hükümetler ve uluslararası işletmeler, bankalar bir takım sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Bu sorunların en başında farklı kur politikalarından ve ülke ekonomilerinin farklı yapılarından meydana gelen döviz kuru riskidir. Döviz kuru riski uygulanan kur sisteminden, ülkelerin döviz

pozisyonlarının dengede olmamasından, uluslararası faaliyette bulunan banka ve banka dışı işletmelerin çokuluslu şirketlerin faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Mal, menkul kıymet ve döviz piyasalarında güvenilir, araçların varlığıyla gerçekleştirilen vadeli sözleşmeler ve bunların oluşturduğu vadeli piyasalar, döviz kuru ve faiz oranı riskinden korunmak isteyen taraflara yeni fırsatlar sunmuştur. Vadeli piyasalarda alım satımı yapılan finansal varlıklar ve dövizlerin oluşturduğu ortam, spekülâtörler ve arbitrajcılar için karlı bir piyasa haline gelmiştir. Swap işlemleri de, bu ortam içinde aracı bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu aracı bankalar, birbirlerinden habersiz olan ve birbirlerinin ihtiyaçlarını giderebilecek tarafları biraraya getirerek swap piyasasının gelişimine katkıda bulunmuşlardır.

Bu piyasalardaki işlemlerin gelişmesine katkıda bulunan diğer bir etmense telekominikasyon teknolojisinin gelişmesi olmuştur. Bu sayede bütün birbirine bağlanmış ve yeni finansman teknikleri doğmuştur. İste swap bu tekniklerden biridir. İlk back-to-Back kredilerle başlayan gelişme swap ile son bulmuştur. Zaman içinde swap finansman tekniği büyük bir gelişme göstermiştir. Swap uzmanlarının hayal gücüne bağlı olarak büyük işlem çeşidi yelpazesi doğmuştur. Kur

riskine karşı korunma ve arbitraj olanğından yararlanma amacı bu gelişimde büyük işlem rol oynamıştır.

Swap sözleşmeleri, faiz swap'ı, para swap'ı ve mal swap'ı olmak üzere 3 ana gruba ayrılır. Diğer swap türleri bunlar temel alınarak amaca ve hayal gücüne bağlı olarak yaratılmış türlerdir.

Faiz swap'ı değişken faizden sabit faize geçmek ve borçlanma maliyetlerini düşürmek amacıyla kullanılır. Para swap'ı istenen para cinsinin bulunamaması ve başka para cinsinden fon bulunup, bunun istenen cinsle swap edilmesi ve daha düşük faiz oranlı fon sağlamak amacıyla kullanılır. Mal swap'ı, gelecekte üretilecek mal fiyatlarında meydana gelebilecek değişimlere karşı korunmak amacıyla yapılır. Günümüzde swap işlemleri, uluslararası para ve sermaye piyasalarını etkileyen büyük sermaye hareketlerinde ve büyük devlet projelerinin finansmanında kullanılır.

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından birisi, ekonomik ve politik belirsizlikler nedeniyle kredi değerliliklerinin düşük olması ve uluslararası piyasalarda yeteri kadar tanınmamalarıdır. Bu nedenle, bu ülkeler uluslararası sermaye piyasalarına girişlerinde bazı güçlüklerle karşılaşmaktadırlar. Örneğin bu piyasalardan fon sağlamak istediklerinde,

yüksek sabit faizle borçlanmak zorunda kalmaktadırlar. Tüm bu nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkeler, uluslararası piyasalarda istedikleri para birimleri ve düşük faiz oranıyla kredi arayışı içindedirler.

Yukarıda açıkladığımız sorunlar Türkiye açısından da geçerlidir. Son yıllarda Türkiye ekonomisinin gösterdiği değişiklikler, finans ve sermaye piyasalarının gelişimi, ihracata dönük sanayileşme çabaları ve dışa açılma politikaları Türkiye'nin uluslararası sermaye piyasalarında kredibilitesini yükseltmektedir. Böyle bir durumda gerekli düzenlemelerin yapılması ve swap işlemlerinin uygulanabilmesi, Türkiye'ye uluslararası sermaye piyasalarına girme ve ucuz maliyetli fon sağlama imkanı tanıyabilir.

Swap işlemleri güçlü ve konvertibl paralar üzerinden yapılmaktadır. Türkiye'nin swap işlemlerini kullanabilmesi için gerekli temel şart, tam konvertibilitenin sağlanmasıdır. Tabii konvertibilitenin ne olduğu ve kargaşayı önlemek amacıyla uluslararası geçerliliği olan düzenleme IMF tarafından yapılmıştır. IMF kendi şartlarına uyan paraları ülke isteğine bağlı olarak konvertibl olarak ilan ederek uluslararası kullanıma sunmuştur. Fakat ortaya bir sorun çıkmıştır.

Konvertibiliteyi ilan eden her ülkenin parası konvertibl olmamaktadır. Bunun için gerekli yasal düzenlemelerin yanısıra bazı ekonomik şartlarda gereklidir. Şu anda Türkiye'nin bulunduğu durum da buna yakındır. Türkiye gerekli yasal düzenlemeyi IMF konvertibilitesine geçmiş ve bu da IMF tarafından ilan edilmiştir. Fakat Türkiye'nin bunu istemesiyle TL konvertibl olmamaktadır. Yasal düzenlemenin yanısıra ekonomik bazı yapıların da oluşturulması gerekmektedir.

Türkiye şu an için swap işlemlerinin çok fazla yapıldığı bir ülke değildir. Bu bakımdan yasal düzenlemelerdeki bu konudaki eksiklik fazla göze garmamaktadır. Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığının 32 sayılı kararı konvertibiliteye geçmek için önemli bir karardır. Fakat 3000 doların üzerindeki döviz ve TL işlemleri büyük oranda bürokratik işlemlere tabidir. Bunun için Türk ekonomisinin gelişmesi ve TL istikrarını sağlayacak para politikalarının uygulanması gerekmektedir. Ayrıca yurt dışında TL'ye olan talebin artması ve döviz kazananlar ile kullananlar arasında TL fiyatının serbestçe belirlenebilmesi, finans yöneticilerinin swap işlemlerine olan ilgilerini arttıracaktır.

Swap işlemlerinin Türkiye'de uygulanabilmesi için

gerekli temel şart, vadeli döviz işlemlerinin kullanılmasının özendirilmesidir. Ülkemizde vadeli döviz piyasası, TL'nin kronik düşüşü nedeniyle pek ilgi görmemektedir. Ancak TL istikrarının ve tam konvertibilitenin sağlanması, vadeli döviz işlemlerinin kullanımını arttırabilecektir.

Bütün bunların yanısıra Türkiye'nin Dünya pazarları ile olan entegrasyonunun sağlanmasında swap işlemleri için olumlu bir adım olacaktır.



YARARLANILAN KAYNAKLAR

- ABUŞOĞLU, Ömer : Türk Lirasının Konvertibilitesi, istanbul, 1986.
- AKGÜÇ, Öztin : Finansal Yönetim, 5.Baskı, Avcıol Matbaası, istanbul 1989.
- AKKUM, Tulin : "Vadeli Döviz işlemleri ve Türkiye Uygulamaları", i.U. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek lisans tezi, 1991.
- ALBAYRAK, Cemil : "Faiz ve Döviz Riskinden Korunma Amacı: Swap Tekniği" Maliye Yazıları, (Mayıs-Haziran) 1990.
- ALPEREN, Sumru : "Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Kuru Riski Yönetimi", (Basılmamış Yüksek lisans Tezi, M.U. Sosyal Bilimler Enstitüsü), istanbul 1992
- APAK, Sudi : Uluslararası Finansal Teknikler, Emlak Bankası Yayını, istanbul, Eylül 1992.
- BANK OF ENGLAND QUARTERLY BULLETIN : Printed by burrup Mathiesson Company Limited, February, Vol:27, No:1,
- BICKSLER, James; CHIEN, Andrew A : "An Economic Analysis Of Interest Rate Swaps.", The Journal Of Finance, Vol:XVLI, No:3, July, 1986,
- CINGILLI, Mesude : "Opsiyon Fiyasaları Ve Türkiye'deki Gelişmeler.", Kalkınma Dergisi, T.C. Kalkınma Bankası Yayını, Sayı:41, Ankara, Ekim 1992.
- DAS, Sasyajit : Management Of Currency Risk, Printed by Euromoney Publications, Boria Antl., Vol:1, 1990.
- ERGIN, Feridun : Uluslararası Ödemeler, Eko- elektronik Offset, istanbul, 1978.

- ERSAN, İhsan : "Swap Finansmanı Ve Türkiye.", Para ve Sermaye Piyasası, Mayıs 1985.
- ERSAN, İhsan : Bankalarda Döviz Yönetimi, TBB Yayını, No:150, Ankara 1988.
- ERSAN, İhsan : "Döviz Pazarında Fon Yönetimi", Para ve Sermaye Piyasası, Sayı:99, Mayıs, 1987.
- ERSAN, İhsan : Euro pazarlar ve Türkiye, Finans ve Finansal Kurumlar Enstitüsü Yayını, No:2, Formül matbaası, İstanbul 1979.
- EUROMONEY PUBLICATIONS : The Guide To International Capital Market, London 1989.
- GUMÜĞELİ, Saniye : "Swap Piyasaları." Kalkınma Dergisi, T.C. Kalkınma Bankası Yayını, Haziran 1991.
- HENDERSON, Schuyler; PRICE, John : Currency and Interest Rate Swaps, Second Edition, Butter Woods London, 1988.
- HOWCROFT, Barry; STONEY, Christopher : Management and Control Currency and Interest Rate Risk, Woodhead Faulkner Limited, England, 1989.
- İKTİSAT BANKASI : Swap Teknikleri ve Uygulamaları, Yayın No:2.
- İŞGÜDEN, Tamer; AKYUZ, Müfit : Uluslararası İktisat, Evrim Kitabevi, İstanbul 1992.
- KELLEÇİ, Hilmi : "Off Shore Piyasalar", İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış yüksek Lisans Tezi, 1984.
- KIRIM, Arman : "Döviz ve Faiz Swapları" Bankacılar TBB Yayını, Sayı:2, Temmuz 1990.
- KIRIM, Arman : "Mali Risk Yönetimi Açısından Forward Döviz ve Faiz Piyasaları", Bankacılar, TBB Yayını, Temmuz 1991

- KUHN, Robert L. : Investment Banking, Row and Harper Publishers, New York 1989.
- MC GOLDRICK, Beth : "Swaptions Have Charms For Investors.", Euromoney Publications, April 1989.
- ÖZCAN, Ahmet : "Finansal Piyasalarda Swap işlemleri Ve Türkiye Açısından Önemi, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, M.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü), İstanbul 1991.
- PARASIZ, İlker : Para Banka ve Finansal Piyasalar, Bursa, 1985.
- SCHWARTZ, Robert, SMITH, Clifford : The Handbook Of Currency and Interest Rate Risk Management, New York Institute Of Finance, Broadway 1990.
- SMITH, Clifford; SMITHSON, Charles; WILLFORD, Skyes : The Managing Risk, Harper Business 1988.
- STIGUM, Marcia : The Money Market, Third Edition, Business One Irwin, Homewood Illinois, 1990.
- TANAY, Ferruh : "Swap Uygulamaları", Sermaye Piyasası Bülteni, Ekim 1985.
- ÜNAY, Vecdi : Bankacılık ve Dış Ticaretin Finance Edilme Usulleri, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş., Yayın No:6, İstanbul 1989.
- VARLIK, Levent : "Opsiyonlar" Para ve Sermaye Piyasası, Nisan 1988.
- WALL, Larry; FRINGLE, John : "Alternative Explanations Of Interest Rate Swaps: A Thoretical and Emprical Analysis.", Financial Management, Vol:18, No:2, Summer 1989.

YILDIZ, Rifat : Bankacılıkta ve Dış Ticarete
Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine
Kargı Korunması, T.C. İş Bankası
Yayını, No:293, Ankara 1988.

DiğERLERİ

Resmi Gazete : 3 Mayıs 1984, Sayı: 18390

Resmi Gazete : 27 Eylül 1985, Sayı: 18881

Resmi Gazet : 2 Kasım 1988, Sayı: 20330

DC Gardner Workbook : Currency Swap , 1988.

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ