

2005-62

T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

146589

YÜKSEK LİSANS TEZİ

K

KÜRESELLEŞMENİN ULUSLARARASI  
BANKACILIKTA DÖVİZ TİCARET RİSKİNİN  
AZALTILMASINA ETKİSİ

146589

Özgür KAYMAZ  
2501020173

Tez Danışmanı  
Prof. Dr. Türkel MİNİBAŞ

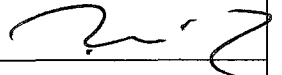



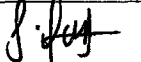
Düzeltilmiş Tez

İstanbul, 2004

T.C  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜ  
MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAYI

İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalında 2501020173 numaralı ÖZGÜR KAYMAZ'IN hazırladığı "KÜRESELLEŞMENİN ULUSLARARASI BANKACILIKTA DÖVİZ TİCARET RİSKİNİN AZALTILMASINA ETKİSİ" konulu YÜKSEK LİSANS / ~~DOKTORA-TEZİ~~ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 10.Maddesi uyarınca 08.12.2004, ÇARŞAMBA günü saat 15.00'de yapılmış, sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin ...~~KABULU~~.....'ne\* OYBİRLİĞİ /OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI (2)	İMZA
PROF.DR.TÜRKEL MİNİBAŞ	Kabul	
PROF.DR.TARGAN ÜNAL	KABUL	
PROF.DR.N.HÜLYA TALU	KABUL	
DOÇ.DR.AHMET KÖSE	KABUL	
YRD.DOÇ.DR.SERDAR ONGAN	KABUL	

## DÜZELTME YAPILAN SAYFALAR VE DÜZELTİLEN KONULAR

Sayfa Sayısı	Yapılan Düzeltmeler
1	Giriş yeniden yazılmıştır.
11	Tablo II eklenmiştir.
12	Tablo III eklenmiştir.
31	Tablo VII eklenmiştir.
33	Tablo IX eklenmiştir.
34	Tablo X eklenmiştir.
35	Tablo XI eklenmiştir.
71	Tablo XIV eklenmiştir.
69 – 80	Dördüncü bölüm çalışmaya eklenmiştir.
81 – 83	Sonuç yeniden yazılmıştır.

## ÖZ

Çalışmamızda ana hipotez ‘küreselleşmenin uluslararası bankacılıkta döviz ticaret riskini azalttığı’ şeklindedir. Çalışma süreciyle ilgili olarak belirtmek gerekir ki, çalışmanın yapılması sırasında veri temininde birtakım güçlüklerle karşılaşmıştır. Temel güçlük, bu çalışma için kullanılacak anadildeki uluslararası bankacılık kitaplarının nicelik ve nitelik olarak çok yetersiz olmasıdır. Yabancı dildeki kaynaklarda ise nicelik olarak yeterlilik söz konusu olmakla birlikte, verilerin konumuzla tam ilişkisinin kurulması ve/veya verilerin subjektif olarak yorumlanmış olması sorunları bulunmaktadır. Anadildeki sorunları giderebilmek için bilimsel nitelikli makaleler tercih edilmiştir. Yabancı dildeki kaynak sorunlarına da mümkün olduğu kadar çok ve değişik kaynaktan hareket edilip, subjektif yorumlardan kaçınmak şeklinde çözüm sağlanmıştır.

Çalışmamızda “küreselleşmenin uluslararası bankaların döviz ticaret riskini azalttığı” şeklindeki hipotezin doğru olduğu sonucuna varılmaktadır.

## ABSTRACT

The main hypothesis in this work is that 'globalization reduces the foreign exchange trade risk international banks are facing up and exposed to'. Regarding the operative process the said work rests with, some certain difficulties with data gathering have come out. The basic difficulty among all is that the books (on international banking) issued in the mother tongue do not suffice either in qualitative or even in quantitative manner at all. On the other hand, even though the publications (books, articles and so on) written in the foreign language (english) seem to be pretty sufficient from a quantitative perspective, it has still been met the difficulties stemming from the facts that the specific data in the materials are not exactly to the point (out of scope) and/or that those data found in those materials have already been subjectively interpreted. In order to overcome the problems as with the ones in the mother tongue, especially the articles which are of academic credentials have been made use of. The foreign leg of the problem has been settled to abstain or at least eliminate from subjective or tainted interpretations via using many different sources and cross control (due diligence).

In nature, our work simply admits the hypothesis above and therefore comes to the conclusion 'globalization reduces the foreign exchange trade risk international banks are facing up and exposed to'.

## ÖNSÖZ

'Küreselleşmenin Uluslararası Bankacılıkta Döviz Ticaret Riskinin Azaltılmasına Etkisi' adını taşıyan bu çalışma, küreselleşmenin uluslararası para ve sermaye piyasalarında faaliyet gösteren ticari bankaların döviz ticareti riskini azalttığı düşüncesinden hareketle ortaya çıkmıştır. Çalışma ana olarak dört (4) bölümden oluşmaktadır.

İlk bölümde, sermaye akımlarının küreselleşmesi süreci ve uluslararası finansal piyasalar tanımlandıktan sonra uluslararası bankacılık kavramının kısa tarihçesi ve uluslararası bankaların döviz piyasalarında faaliyet göstermelerinin ardında yatan başlıca sebepler sıralanmaya çalışılmaktadır.

İkinci bölümde, küreselleşme sürecinin döviz piyasalarında meydana getirdiği değişiklikler, döviz ticaretini yapan uluslararası bankaların yeniden yapılanması, döviz türev araçlarının kullanımındaki artış ve küreselleşen döviz piyasalarında istikrar sorunu ele alınmaktadır.

Üçüncü bölümde, uluslararası bankacılıkla ilgili döviz riskleri tanımlanmakta ve bu risklerin yönetilmesinde kullanılan çeşitli yöntemler tanımlanırken, küreselleşmenin uluslararası bankacılıkta ulaşacağı sınırlar tartışılmaktadır.

Dördüncü bölümde, uluslararası bankalarda kullanılan Riskteki Değer uygulamalarından (VaR) Varyans – Kovaryans analizi, tarihi simülasyon ve nihayet sermaye yeterliliği ile ilgili sayısal örnekler verilmiştir.

## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLO LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE AKIMLARININ KÜRESELLEŞMESİ, ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR VE ULUSLARARASI BANKACILIK

1.1.	Sermaye Akımlarının Küreselleşmesi.....	2
1.2.	Uluslararası Finansal Piyasalar.....	8
1.2.1.	Eurocurrency Piyasaları.....	8
1.2.2.	Eurotahvil Piyasaları.....	12
1.2.3.	Eurohisse Senedi ve Eurokısavadelik Senetler Piyasaları.....	14
1.3.	Uluslararası Bankacılık.....	14
1.3.1.	Uluslararası Bankacılığın Tarihsel Gelişimi.....	15
1.3.2.	Döviz Piyasalarında Uluslararası Bankaların İşlem Yapma Amaçları.....	17
1.3.2.1.	Arbitraj.....	18
1.3.2.1.1.	Piyasa Arbitrajı.....	18
1.3.2.1.2.	Zaman Arbitrajı yada Coğrafi Arbitraj.....	19
1.3.2.1.3.	Ülke Riskine Dayalı Arbitraj.....	19
1.3.2.2.	Spekülasyon.....	19
1.3.2.3.	Kuvertür ve Korunma İşlemleri.....	20

## İKİNCİ BÖLÜM

### KÜRESELLEŞMENİN ULUSLARARASI DÖVİZ TİCARETİNDE MEYDANA GETİRDİĞİ DEĞİŞİKLİKLER

2.1.	Döviz Piyasalarında Meydana Gelen Değişiklikler.....	23
2.2.	Döviz Ticaretini Yapan Uluslararası Bankaların Yeniden Yapılanması.....	27
2.3.	Döviz Türev Araçlarının Kullanımındaki Artış.....	30
2.3.1.	Vadeli İşlem Sözleşmeleri.....	35
2.3.2.	Gelecek Sözleşmeleri.....	37
2.3.3.	Opsiyon Sözleşmeleri.....	40
2.3.4.	Swap Sözleşmeleri.....	41
2.3.5.	Tavan ve Taban Oran Anlaşmaları.....	44
2.3.6.	Döviz Garantileri.....	44
2.3.7.	Sentetik Teminatlı Borçlar.....	45
2.4.	Küreselleşen Döviz Piyasalarında İstikrar Sorunu.....	45

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DÖVİZ TİCARET RİSKLERİ VE YÖNETİM TEKNİKLERİ İLE ULUSLARARASI BANKACILIKTA KÜRESELLEŞMENİN SINIRLARI

3.1.	Döviz Ticaret Riskleri.....	50
3.1.1.	Döviz Kuru Riski.....	50
3.1.2.	Faiz Oranı Riski.....	51
3.1.3.	Kredi Riski.....	53
3.1.4.	Ülke Riski.....	54
3.1.5.	Operasyonel Risk.....	55
3.1.6.	Likidite ve Fonlama Riski.....	56
3.1.7.	Yerine Getirme Riski.....	57
3.1.8.	Piyasa Riski yada Fiyat Riski.....	58

3.2.	Döviz Ticaret Riski Yönetim Teknikleri.....	59
3.2.1.	Riskteki Değer (VaR) Yaklaşımları.....	61
3.2.1.1.	Varyans – Kovaryans Analizi.....	62
3.2.1.2.	Tarihi Simülasyon.....	62
3.2.1.3.	Stokastik Simülasyon.....	63
3.2.1.4.	Monte Carlo Simülasyonu.....	63
3.2.1.5.	Stres Testi.....	64
3.2.2.	Süre Analizi.....	64
3.2.3.	Boşluk Analizi.....	65
3.3.	Uluslararası Bankacılıkta Küreselleşmenin Sınırları.....	66

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### RİSKTEKİ DEĞER (VaR) UYGULAMALARI VE SERMAYE YETERLİLİĞİ

4.1.	Varyans – Kovaryans Analizi	69
4.1.1.	Döviz Ticareti ve Döviz Riski Yönetiminde Varyans Kovaryans Analizi .....	69
4.1.2.	Portföy Yönetimi ve VaR.....	73
4.1.3.	Geleneksel Yöntemle VaR'ın Bulunması.....	74
4.1.4.	Varyans – Kovaryans Matrisi ve VaR'ın Tesbiti.....	75
4.2.	Tarihi Simülasyon.....	76
4.3.	Sermaye Yeterliliği.....	78
	<b>SONUÇ.....</b>	<b>81</b>
	<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>84</b>

## TABLolar LİSTESİ

	<b>Sayfa</b>
	<b>No</b>
<b>I</b> : Büyük Sanayileşmiş Ülkeler: Brüt ve Net Doğrudan Yabancı ve Portföy Yatırımları	5
<b>II</b> : Coğrafi konumlarına göre Euro Merkezler	11
<b>III</b> : Fonların Kaynak ve Kullanımlarına Göre Euro Merkezler	12
<b>IV</b> : Döviz İşlemlerini Gerçekleştiren Tarafların Bildirilmiş Döviz Hacimleri	25
<b>V</b> : Döviz İşlem Hacmini Oluşturan Para Birimlerinin Dağılımı	26
<b>VI</b> : Bankacılık Endüstrisindeki Yoğunlaşma	29
<b>VII</b> : 1990 Sonrası Yüksek Zararlara Uğrayan Bazı Türev Piyasası Ajanları	31
<b>VIII</b> : Risk Kategorilerine Göre Tahmini OTC Türev Araçları	32
<b>IX</b> : Türlerine ve Buldukları Yere Göre Organize Piyasalarda İşlem Gören Döviz Türev Araçları	33
<b>X</b> : Kullanılan Para Birimlerine Göre OTC Döviz Türev Araçlarının Tahmini İşlem hacimleri	34
<b>XI</b> : Kullanılan Araçlara ve Vadelerine Göre OTC Döviz Türev Araçlarının Tahmini İşlem Hacimleri	35
<b>XII</b> : Döviz İşlemlerinin Hacim ve Volatilitesi	46
<b>XIII</b> : Bankaların Sınırötesi Pozisyonlarının Para Birimleri Açısından Detaylı Analizi	68
<b>XIV</b> : %95 Güven Aralığında VaR Sınaması	71

## KISALTMALAR

<b>a.e.</b>	:	Aynı Eser
<b>a.y.</b>	:	Aynı Yer
<b>BBA</b>	:	İngiliz Bankerler Birliği
<b>BIS</b>	:	Uluslararası Ödemeler Bankası
<b>ECB</b>	:	Avrupa Merkez Bankası
<b>FOREX</b>	:	Döviz
<b>IMF</b>	:	Uluslararası Para Fonu
<b>İMKB</b>	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>LIBOR</b>	:	Londra bankalararası faiz oranı.
<b>OTC</b>	:	Tezgah üstü, organize olmayan.
<b>s</b>	:	Sayfa
<b>S</b>	:	Sayı
<b>TSPAKB</b>	:	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
<b>WB</b>	:	Dünya Bankası

## GİRİŞ

Uluslararası faaliyetler uzun zamandan beri devam ediyor olsa bile, küreselleşme yani “tüm dünyanın tek bir pazar halini alması” görelî olarak yeni bir kavramdır. Küreselleşmenin birçok yönü olsa bile uygulamada en fazla entegrasyon uluslararası sermayede sağlanabilmiştir. Bunda şüphesiz ki, önceleri uluslararası mal ve hizmet alım satımından kaynaklanan sermaye hareketlerinin günümüzde neredeyse mal ve hizmetten tamamıyla ayrı olarak gerçekleşiyor olabîlmesinin rolü büyüktür<sup>1</sup>.

Küreselleşme, uluslararası işlem yapan bankaların kaynaklarını daha optimal kullanmalarına olanak sağlarken, kendi içinde sosyal, ekonomik risklerin ülkeden ülkeye bulaşması ihtimalini kolaylaştırdı ve risk yönetimi, mevduat garantisi gibi konuların yeniden tanımlanmasını gerektirdi.

Konvansiyonel risklerin yanında yeni bankacılık risklerini yönetmek için yeniden yapılanmaya giden uluslararası bankaların yeniden yapılanmasında, dev finansal süper marketler, sigorta şirketleri, varlık yönetim şirketleri gibi kurumların rekabeti artırıcı etkinlikleri de katkıda bulundu.

Artan bankacılık işlemlerinde dövizli işlemler büyük yer aldı. Uluslararası bankalar döviz ticaretinin klasik araçlarını zamanla hem çeşitlendirdiler hem de kendileri ve müşterilerinin maruz kaldıkları risklerden korunmak için çokça kullanmaya başladılar.

Dövizli işlemlerin nicelik ve nitelik olarak bankacılık işlemleri arasındaki ağırlıklarının artmış olması, doğal olarak döviz türev araçlarının kullanımını arttırdı ve yeni döviz ticaret riski yönetim tekniklerinin geliştirilmesine de ön ayak oldu.

---

<sup>1</sup> Küreselleşme en geniş anlamda, mal, hizmet, sermaye, teknoloji, fikir ve kültürlerin milli sınırların ötesine akması olarak tanımlanabilir. Bkz. Thomas C. Dawson, “Globalization, the Transition Economies, and the IMF”, March 14, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/03142003.htm>, 02 Nisan 2004.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE AKIMLARININ KÜRESELLEŞMESİ, ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR VE ULUSLARARASI BANKACILIK

Uluslararası bankacılığın gelişebilmesi için gerekli olan sermaye hareketlerinin günümüz serbestlik derecesine ulaşabilmesi, elbetteki uzun bir süreç gerektirmiştir. Bu süreçte, finansal piyasaların ve uluslararası bankaların önemli rolleri olmuştur.

Bu bölümde öncelikli olarak sermaye akımlarının küreselleşmesi süreci, ardından da günümüz uluslararası finansal piyasaları ve bu piyasaların en organize olmuş ve büyük parçasını oluşturan uluslararası bankacılık ele alınacaktır.

#### 1.1. Sermaye Akımlarının Küreselleşmesi

Ülkelerin kendi aralarındaki ticari ilişkilerin güven içinde istikrarlı bir yapıya kavuşması, ticari akımların yanında başlangıçta bu fiziki akımların doğal sonucu olan sermaye akımlarının güvenliğini sağlamaktan geçiyordu. Bu güven sorununu çözmek için ilk oluşturulan çokuluslu sistem Altın Standardı Sistemidir.

Uluslararası altın standardı, dünyanın önde gelen ülkeleri arasında 1850'lerden 1914'lere kadar olan dönemde uygulanan bir parasal düzenleme olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sistemde her üye ülke, sabit bir fiyattan parasının altına dönüşmesini taahhüt etmekteydi. Ancak bunun olabilmesi için bir kontrol mekanizması bulunmuyordu. Bu sistemin özellikleri<sup>1</sup> nedeniyle dünya ticareti ve mali akımlar

---

<sup>1</sup> Mekanizma şu şekilde işliyordu: Eğer bir ülke ithalat yapmak isterse merkez bankası yoluyla altın ihracı için milli parayı merkez bankasına yatırıyor. Böylece altın ihracı oluyor ve para arzı daralıyor. Para arzı daralınca iç fiyatlar dış fiyatların altında seyrediyor ve ülkeye bu defa altın girişi sayesinde tekrar denge sağlanmış oluyor. Fakat sistemde herhangi bir ülke normal muameleler dışında bir ihtiyaçla para basarsa o takdirde iç fiyatlar dış fiyatları aşıyor ve ülkeden altın çıkışı oluyor ve ellerinde milli para tutanlar altın talebinde bulunuyorlardı. Emin Ertürk, *Küreselleşen Ekonomide Makroekonomik Analize Giriş*, Alfa Yayınları, 1999, s. 173.

açısından kur risklerinden büyük ölçüde uzak, istikrarlı ve belirgin bir ortam oluşmuştur. Ancak, I. Dünya Savaşının başlamasıyla birlikte, sisteme üye ülkelerden önde gelenler altın penceresini kapatmış, İngiltere'nin kurtarma girişimleri de yetersiz kalınca sistem yürürlükten kalkarak altın - para ilişkisi sona ermiştir. Savaş sonrasında üye ülkelerin sık sık devalüasyon yapmalarının önlemek için aynı sisteme dönülmek istenmiş, ancak başarılı olunamamış ve 1929'daki büyük ekonomik kriz ile altın standardı son kez yıkılmıştır. 1930'lardan Bretton Woods sisteminin kurulduğu 1944 yılına kadar geçen bu kriz süreci "buhran dönemi" olarak anılır.

II. Dünya Savaşının sonlarına doğru Bretton Woods'ta düzenlenen bir Birleşmiş Milletler konferansında, Uluslararası Para Fonu (IMF) merkezi kuruluş olarak kabul edilmiştir. Bretton Woods'un önerdiği sistem, aslında bir ayarlanabilir sabit kur rejimi ve altın - döviz standardıdır. Çünkü USD - altına, diğer paralar da USD'ye bağlanmıştı. 35 USD = 1 ons altın sabit fiyatı sağlanıyordu. Elinde USD mevcudu olan ülkeler merkez bankaları kanalıyla bu paraları ABD'de altına dönüştürebilirken, ellerinde USD bulunan özel kişiler ise bunları ancak serbest piyasalarda altına dönüştürebiliyorlardı. Sisteme bu ikili yapısına ve güçlüklerine rağmen katlanılmasının iki önemli sebebi vardır. Bunlardan biri o günkü altın stoklarının yeterli olmayışı, ikincisi ise mevcut stokların %70'inin ABD'nin elinde bulunmasıdır<sup>2</sup>. Bretton Woods'un amacı, kısa dönemli kur dalgalanmaları karşısında, üye ülkelerin para birimlerinin değerlerinde istikrarı sağlayacak bir düzenin sağlanması ve devalüasyonların engellenmesiydi. IMF, sistemin bu amaca göre yürütülmesinden sorumlu tutulmuştur. Döviz kurunun sabitliği sağlanmış olduğundan, döviz kurunun pariteden saparak üst ve alt sınırları aşması halinde merkez bankaları piyasaya müdahale ederek döviz piyasasında denge kurmaya çalışıyorlardı.

**Bretton Woods sisteminin sağladığı güven ortamı aynı zamanda, uluslararası ticaretin serbestleştirilmesi sürecini de başlatmıştır<sup>3</sup>. 1960'lı yılların ortalarından**

---

2 Ertürk, a.g.e., s. 174.

3 Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*, Om Yayınları, İstanbul 2002, s. 64.

İtibaren verimlilikle birlikte karların artış hızı gerilemeye ve sermaye birikimi daralmaya başlamıştı. Keynesyen teorinin sermaye birikimi yetersizliği sorununu çözmekte yetersiz kalması, ortaya çıkan kriz sürecinin sadece pazarların genişletilmesi yoluyla atlatılamayacağını gösteriyordu. Bu gelişme uzun dönemli ve uluslararası boyuttaki krizin habercisi olduğu kadar, çözümün sermayenin özgürleştirilmesinden geçeceğinin de sinyallerini taşımaktaydı. 1970’li yılların ilk yarısına gelindiğinde tüm gelişmiş ülkelerde durgunluk ve sürekli enflasyon sonucu verimlilik artışında önemli düşüşler meydana gelmişti.<sup>4</sup>

1980’li yılların sonlarında sanayileşmiş ülkelerin ekonomik gelişme hızında ortaya çıkan düşüş ve ABD’nin faiz oranlarını azaltması, gelişmiş ülke yatırımcılarını daha yüksek getiri ve yeni yatırım olasılıklarının bulunduğu gelişmekte olan ülkelere doğru yönlendirdi. Gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımları, 1983 – 89 döneminde yıllık ortalama 9 Milyar USD civarında gerçekleşirken, aynı dönem için toplam sermaye akımlarında özel sermaye, hem nisbi hem de mutlak olarak kamu kökenli sermayeden daha fazla hale geldi<sup>5</sup>. Bilgisayar ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmelerden dolayı 1970 yılından günümüze kadar işlem maliyetlerinin % 99 azalması mal ve sermaye piyasalarının birleşmelerini adeta tahrik etmiş<sup>6</sup> ve bankacılığın yeniden yapılanması ve mali raporlama tekniklerindeki gelişmeler sayesinde de mali piyasalardaki asimetrik bilgi sorunu azalmıştır<sup>7</sup>.

Mali liberalizasyon, özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımlarının küreselleşmesi ile sonuçlanmıştır<sup>8</sup>. 1970 – 1997 yılları arasındaki uluslararası doğrudan yabancı ve portföy yatırımları incelendiğinde (TABLO I), uluslararası sermaye akımı kavramının zaman içinde ne kadar değişikliğe uğradığı da

4 Örneğin ABD’de 1970 öncesindeki 20 yılda %3 civarında seyreden verimlilik artış hızı petrol krizini takip eden yıllarda %1’e düşmüş 1980’in başına gelindiğinde negatif olmuştur. Türkel Minibaş, “Küreselleşen Sermayenin Anayasası: MAI”, *İktisat Dergisi*, Ağustos 1998, s. 28.

5 Michel Camdessus, “IMF and the Challenges of Globalization”, November 28, 1995, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/sec/mds/1995/mds9520.htm>, 20 Ocak 2004.

6 Eduardo Aninat, “Surmounting the Challenges of Globalization”, March 2003, Volume 39, Number 1, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/03/aninat.htm>, 18 Ocak 2004.

7 Shahid Yusuf, “The Changing Development Landscape”, December 1999, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/12/index.htm>, 03 Mart 2004.

8 Tülay Arın, “Asya Krizi ve Kriz Yönetiminde Hegemonya”, *İktisat Dergisi*, Ocak 1998, s. 10.

açıkça görülebilir. Şöyle ki, 1970 yılı içerisinde toplam brüt yatırımların (19,71 Milyar USD) % 26,69'u portföy yatırımı iken, bu oran 1997 yılı içerisindeki toplam brüt yatırımın (1.488,51 Milyar USD) % 69,88'ine ulaşmıştır. Başka bir deyişle, brüt yatırım tutarı 75 kat artmışken, brüt portföy yatırım tutarı 196,75 kat artış kaydetmiştir.

**TABLO I**

**Büyük Sanayileşmiş Ülkeler: Brüt ve Net Doğrudan Yabancı ve Portföy Yatırımları\***  
(Milyar USD)

	<u>1970</u>	<u>1975</u>	<u>1980</u>	<u>1985</u>	<u>1990</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>
<b><u>Brüt Akımlar</u></b>								
Doğ. Yab. Yat.	14,45	34,25	82,82	75,94	283,24	369,01	375,53	448,32
Portföy Yat.lar	5,26	27,10	60,93	233,44	329,63	764,34	1.162,64	1.040,19
<b><u>Net Akımlar</u></b>								
Doğ. Yab. Yat.	-4,05	-9,93	-8,14	-12,66	-59,58	-83,18	-87,41	-92,60
Portföy Yat.	1,42	8,53	16,02	25,03	41,36	186,53	267,37	272,51

\*En Büyük Yedi

**KAYNAK:** IMF, "Globalization of Finance and Financial Risks", Ödemeler Dengesi İstatistik Yıllığı (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file11.pdf>, 18 Ocak 2004, s. 187

Başka bir deyişle, yeni ekonomik düzenlemelerin ve teknolojiye ilerlemelerin bir sonucu olarak uluslararası pazarlar ile yerli pazarlar arasında engeller ortadan kalktıkça, dünya finansal piyasaları küreselleşmekte, dev bir sermaye havuzu haline gelmektedir<sup>9</sup>.

Sermayenin küreselleşmesinin önüne geçebilecek her türlü riski bertaraf edebilmek için de 1988'de MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency) kurulmuştur. Dünya Bankası'nın alt örgütü olarak kurulan MIGA'yla ticari nitelikleri olmayan

<sup>9</sup> Turgut Özkan, "Ulusal ve Uluslararası Bankacılıkta Rekabet", İktisat Dergisi, Şubat – Mart 1999, s. 40.

siyasi çalkantılar, toplumsal patlamalar, darbe vs. eylemler ile ortaya çıkan risklere karşı yatırımlar 15 yıl süre ile sigorta edilmektedir<sup>10</sup>.

Sermaye akımlarının zaman içerisinde hızlı bir şekilde değişime uğraması sırasında Hedge fonların sayılarında ve büyüklüklerinde hızlı artışlar gözlenmiştir. 1990 yılında 20 Milyar USD'lik fon yöneten Hedge fonların hacmi 2000 yılında 500 Milyar USD'ye yükselmiştir. 2001 yılında sadece bu fonlara akan yeni sermaye tutarı 140 Milyar USD kadardır. Sayıları tam olarak bilinmese de BIS ve diğer uluslararası kuruluşların tahmini, bu fonların sayısının 5000 – 6000 kadar olduğudur<sup>11</sup>.

Küreselleşme süreci, kendi bünyesinde her zaman sosyal, ekonomik, mali, kültürel ve dahi siyasi krizlerin ülkeden ülkeye taşınması ihtimalini de beraberinde taşıdı. Bu krizlerin altında yatan başlıca sebepler arasında uygulanan zayıf makroekonomik politikalar, iç politikadaki tutarsızlıklar, dış şoklara açık ulusal ekonomilerin artan hassasiyetleri, artan uluslararası sermaye hareketliliği, bütünleşmiş mali piyasalardan kaynaklanan hareketli ve reel sektörleri vuran döviz kuru dalgalanmaları yer almaktadır<sup>12</sup>. Yıkıcı finansal krizlere genellikle, işsizlikte yüksek bir artış ile ağır borç yükü ve tersine sermaye kaçıışı eşlik etmiştir<sup>13</sup>.

Yıkıcı finansal krizlere 1990'ların başlarında kuzey ülkelerindeki, 1994 – 95 yılları arasında Meksika'daki, 1997 sonrasında Doğu Asya ülkelerindeki ve 1990'lardaki geçiş ekonomilerindeki krizleri örnek olarak verebiliriz. Bankacılık ve şirket krizleri 1980'lerin başından itibaren daha sık görülmüştür<sup>14</sup>. Hatta, 1980 ve 1990'larda 93

---

10 Türkel Minibaş, a.g.e., s. 30.

11 Gazi Erçel, Bıçak Sirtında, Dünya Gazetesi Kitaplığı 1, Mayıs 2003, ss. 87-89.

12 Graciela L. Kaminsky, "Short Run Pain, Long Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", June 2002, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/research/bios/schmukler.htm>, 03 Mart 2004.

13 Horst Köhler, "The Challenges of Globalization and the role of the IMF", May 15 2003 (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/040201.htm>, 05 Şubat 2004.

14 WB, Discussion Paper No. 428, "Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises", t.y., (Çevrimiçi)

[http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/%28attachmentweb%29/Fsdp8rv5/USD FILE/Fsdp8rv5.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/%28attachmentweb%29/Fsdp8rv5/USD%20FILE/Fsdp8rv5.pdf), 18 Şubat 2004, s. 1.

ülke, 113 adet finansal krize maruz kalırken bu krizler, 1990'larda önkçkilerden çok daha fazla derin etkiler meydana getirmiştir<sup>15</sup>.

Bankacılık krizleri incelendiğinde ekonomilerdeki yüksek dolarizasyon ve yüksek seviyeleri bulan hükümet borçlanmalarının, ekonomi yönetimini çok ciddi sıkıntılara soktuğu görülmektedir. Şöyle ki, yüksek dolarizasyonun olduğu ekonomilerde bankacılık sistemi kısıtlı döviz rezervlerine sahiptir ve müşteriler bu yetersiz stoğun farkındadırlar ve gemiyi ilk önce terk edebilmek için adeta tetikte beklerler. Yüksek hükümet borçlanmaları ise bankaların yetersiz sermaye yapılarına yol açabileceği gibi bankaların sistematik bir iflasa sürüklenmesine de yol açabilir<sup>16</sup>. Ekonomisi çokça dolarize olmuş gelişmekte olan ülkelerdeki, özellikle ticareti yapılamaz sektörlere ait yabancı para cinsinden borçların devalüe edilmesi durumunda ödeme yetisi oldukça azalır. Eğer bu borcun asıl sahibi devlet ise, bu zaman da hükümet riski ortaya çıkmaktadır<sup>17</sup>.

Finansal liberalleşme, piyasalarda likidite sorununu hafifleterek ters seçim ve ahlaki çöküş sorunlarını azaltırken işlemlerde şeffaflık ve ölçülebilirliği sağlamış<sup>18</sup>, stabilizasyon, risk alma, bankacılık sisteminin gözetimi ve düzenlenmesi, piyasa disiplini, mevduatlar üzerindeki kamu garantisi gibi bazı kavramların yeniden tanımlanması gereğini de beraberinde getirmiştir. Yeni finansal enstrümanlara, piyasalara, daha karışık ve dinamik işlemlere paralel olarak risk ölçümünde ve risk yönetim tekniklerinde oldukça fazla değişiklikler meydana gelmiştir<sup>19</sup>.

---

15 Patrick Honohan, Daniela Klingebiel, "Controlling Fiscal Costs of Banking Crises", WB, t.y., (Çevrimiçi) <http://econ.worldbank.org/docs/1196.pdf>, ss. 16 – 17, 20 Haziran 2004.

16 Stefan Ingves, "Banking Crisis from an International Perspective", April 8, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/04082003.htm>, 22 Ocak 2004.

17 Sonsoles Gallego, Alicia G. Herrero, Cristiana Luna, "Investing in the Financial Sector of Emerging Countries: Potential Risks and How to Manage Them", 25 March 2004 (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/cgfs22bde1.pdf>, s. 8, 05 Ekim 2004

18 Kaminsky, a.g.e.

19 a.e.

Sonuç olarak, sermaye akımlarının küreselleşmesinde itici güç, çoğu kez farklı ülke ve alanlarda yatırım yapan mali kurumlar ve kişilerin bir yandan da yeni yüksek getirili alanlarda yatırım yapma imkanına sahip olmalarıdır<sup>20</sup>.

## 1.2. Uluslararası Finansal Piyasalar

Uluslararası finansal piyasalar iki alt piyasadan oluşmaktadır. Bu piyasalar, fonları doğrudan veya aracılık yoluyla değerlendirilen piyasalar olarak ayrılabilir. Eurocurrency piyasaları birinci tipteki piyasaların, eurobond piyasaları ise ikinci tipteki piyasaların özelliklerine sahiptir. Uluslararası bankalar genel olarak iki piyasada da faaliyette bulunabilirler<sup>21</sup>.

Uluslararası bankalar döviz piyasalarında, kendisi veya müşterisi için yabancı paraları bireylerden yada firmalardan alarak veya satarak, piyasa yapıcı rolünü üstlenerek, para ve sermaye piyasalarında arbitraj yaparak, yabancı para birimleri ile belirlenmiş mevduat kabul edip, kredi veya döviz yönetim hizmetleri vererek işlem yapmaktadırlar<sup>22</sup>.

### 1.2.1. Eurocurrency Piyasaları

Eurocurrency piyasaları, eurocurrency mevduat ve/veya kredileriyle işlem yapan, finansal aracılık rolünü üstlenen eurobankalar tarafından oluşturulmuş piyasalardır. Eurocurrency kendi ülkesi dışında bulunan paraları tanımlamak için kullanılır ve kısa dönemli fon akımlarıyla ilgili olduğundan, eurocurrency piyasaları uluslararası para piyasası görünümündedir. Bu piyasaların öncüsü 1950'lerin sonunda oluşan eurodollar piyasalarıdır. Eurodollar, ABD dışında (özellikle Avrupa'da) bulunan USD'leri ifade etmektedir. Avrupa dışındaki USD'ler ise genellikle buldukları

20 Otmar Issing, ECB, "The Globalisation of Financial Markets", 12 September 2000, (Çevrimiçi) [http://www.ecb.int/key/00/sp000912\\_2.pdf](http://www.ecb.int/key/00/sp000912_2.pdf), s. 13, 25 Haziran 2004.

21 TSPAKB, "Ulusal ve Uluslararası Piyasalar", (Çevrimiçi) [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm), 3 Kasım 2003, s. 188.

22 Sudi Apak, **Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler**, 2. basım, Bilim ve Teknik Yayınları, 1995, s. 18.

bölgeye göre adlandırılırlar; Asiandollar, petrodollar gibi. Bu kavram, başlangıçta sadece Avrupa'daki USD'ler için kullanılırken sonraları ABD dışındaki tüm USD'leri kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Bu piyasalar, fonların en avantajlı yerlere transferlerini sağlayan ve çeşitli düzenlemelerden uzak piyasalardır. Son derece geniş bir coğrafi alana sahip olan bu piyasa, uluslararası kredi, mevduat, arbitraj ve spekülasyon gibi konularda ulusal para ve sermaye piyasalarıyla, döviz piyasalarıyla, hatta altın piyasalarıyla rekabet etme gücüne sahiptir. Eurodollar piyasası bankalararası bir piyasadır. Ancak bu piyasalarda bankaların yanında, finans şirketleri ve döviz ticaretiyle uğraşanlar ile uzmanlaşmış diğer kurumlar da faaliyette bulunurlar<sup>23</sup>.

Eurocurrency piyasalarının en belirgin özelliği, son derece gelişmiş olan etkinliğidir. Bu hem istenilen anda istenilen miktarda fon sağlanmasından hem de LIBOR kullanılarak<sup>24</sup> marjinal fiyatlama tekniğinden kaynaklanmaktadır. Ürün farklılaştırması ve haberleşme imkanının sağlanması piyasaların etkinliğini arttırmaktadır<sup>25</sup>.

Bankalararası piyasanın en hassas yönü içerdiği risklerdir. Bankaların özelliklerine ve piyasadaki faaliyetlerine bağlı olarak çıkan risklerin yanında, sistemden kaynaklanan riskler de söz konusudur. Bankaların arasındaki bu ilişkiden dolayı, zincirleme bir reaksiyon etkisi tüm sistemi krize sokabilir. Bu nedenle bankalararası piyasada, güvenilirliklerine göre bankaların sınıflandırmasını ifade eden sıralama (tiering) olgusu geliştirilmiştir. Bu sınıflandırma da bankaların mevduatlarına verdikleri faiz oranları dikkate alınarak belirlenir ve sık sık değişir. Mevduat ve kredilerin vadeleri genellikle 1 hafta ile 3 ay arasında değişmektedir. Bu piyasalarda ayrıca değişik para birimlerinden mevduat sertifikaları da çıkarılabilmektedir.

---

23 TSPAKB, "Ulusal ve Uluslararası Piyasalar", s. 189.

24 LIBOR'un başlıca kullanıldığı yerler; Nakit ve türev piyasalar, sendikasyon kredileri ve menkul kıymet araçlarıdır (OTC ve örgütlü piyasalarda). Bkz. BBA, <http://www.bba.org.uk/public/corporate/benchmarks/?version=1>, 19 May 2004; 01 Temmuz 2004 itibarıyla 12'şer aylık; Euro faizi 2,38213, USD faizi 2,38500, GBP faizi 5,24500, JPY faizi 0,09313'dir. Bkz. <http://www.libor.org/bba/jsp/polopoly.jsp?d=141&a=627>.

25 TSPAKB, "Ulusal ve Uluslararası Piyasalar", s. 189.

Ayrıca, bu piyasaların bazılarının mevduat, bazılarının kredi, bazılarının da aracılık işlemlerin de yoğunlaştığını görebiliriz<sup>26</sup>.

Eurocurrency piyasaların para yaratma mekanizmasında, uluslararası faaliyet gösteren bankalar önemli bir role sahiptir. Eurocurrency iki şekilde yaratılmaktadır. Bir ülkenin parası bir başka ülkedeki bankaya mevduat olarak yatırılabilir. Ya da mevduatlar farklı ülkelerdeki eurobankalara transfer edilebilir. Dolayısı ile, eurocurrency bir bankacılık olayıdır<sup>27</sup>.

Eurocurrency piyasalarda yapılan işlemler toptan ve perakende olarak da ikiye ayrılabilir. Banka olmayan ticari kuruluşlar ile ticari bankalar arasında oluşan toptan işlemler, bu piyasada oluşan faiz oranlarını belirleyecek büyüklüktedir. Bankalar bankalararası piyasayı kullanarak mevduat tabanını genişletmektedir. Böyle bir fırsat bankanın müşterilerine daha uygun kredi sağlamasını kolaylaştırmaktadır<sup>28</sup>.

Bankalararası piyasa, eurocurrencylerin bankalar arasında transferinde kanal vazifesi gören en önemli mekanizmadır. Bankalararasındaki piyasada yapılan işlemler genellikle 1 Milyon USD veya bunun karşılığı diğer para birimleri şeklindedir. Vadeler 12 saat ile altı ay arasında değiştiğinden işlemler genellikle kısa vadeli. Ölçeğin çok büyük olmasından dolayı, mevduat ve kredi faiz oranı son derece düşük düzeyde kalmaktadır. Bu nedenle, bankalararası piyasa uluslararası para piyasasının fon dağılımının etkin ve esnek bir şekilde gerçekleştirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır<sup>29</sup>. Eurocurrency işlemlerin yapıldığı euromerkezlerin tanımı kesin çizgiler ile belirlenememiştir. Ancak bazı genel özelliklerin olduğu çoğu kez kabul edilmektedir<sup>30</sup>.

---

26 a.e., ss. 190 – 191.

27 a.e., s. 190.

28 a.e., s. 191.

29 a.y.

30 Bu merkezlerde tüm eurocurrencylerle işlem yapılabilir; Ulusal finansal merkezlerdekine benzeyen vergiler, döviz kontrolleri, karşılık oranları ve bankacılık işlemlerine veya faaliyetlerine ilişkin herhangi bir düzenleme söz konusu değildir; Tamamen olmasa bile bu merkezler özellikle yabancı müşterilerle bağlantıların kurulduğu yerlerdir; Euromerkezlerde ulusal ve / veya yabancı fon arz eden / talep eden kişiler karşı karşıya gelmektedir. Her iki tarafın da ulusal özellikte olması durumunda ulusal piyasa, taraflardan birisinin yabancı olması durumunda uluslararası piyasa, her iki tarafın da

Offshore merkezlerin sınıflandırmasında, işlemlerin kağıt üzerindeki merkezleri ile fonksiyonel merkezler ayrımı yapılmaktadır. Uygulamada uluslararası bankalar, merkezlerinin bulunduğu yerdeki mali yükümlülüklerden kaçınmak için – banka pasifinde bulunan bazı kalemler için karşılık, disonibilite vs. ayrılmasının önüne geçmek veya müşterinin elde ettiği mevduat faizi üzerinden gelir vergisi alınmasını önlemek amacı ile - çoğu kez bu yollara başvurumaktadırlar.

Dünyada çeşitli euromerkezler bulunmakla birlikte, en çok kullanılan bankalararası piyasa Londra ve Newyork piyasalarıdır. Bankalar, uluslararası piyasalardan borçlanırken bu iki merkezde oluşan faiz oranlarını referans faiz olarak kabul etmektedir.

Euromerkezler coğrafi konumlarına (TABLO II) ve fonların kaynakları ve kullanımları açısından (TABLO III) şöyle sınıflandırılabilirler<sup>31</sup>.

**TABLO II**

**Coğrafi Konumlarına Göre Euro Merkezler**

Avrupa Merkezleri	: Londra, Zürih, Frankfurt, Paris vs.
ABD ve Kuzey Amerika Merkezleri	: New York, Toronto, Chicago vs.
Uzak Doğu ve Asya Merkezleri	: Singapur, Tokyo ve Hong Kong
Ortadoğu Merkezleri	: Beyrut, Bahreyn, Birleşik Arap Emirlikleri
Karayip Merkezleri	: Bahama, Cayman Adaları, Panama

yabancı olması durumunda offshore piyasa söz konusu olacaktır; Buradaki işlemlerin dünya ticareti ve finansmanıyla ilgili olması ve ilgili merkezin ait olduğu ülkeyle ilgisi olmamasıdır. Finansal aracılığın çok uygun şartlarda yapıldığı bu piyasalar, gelişmiş endüstriyel piyasalara yada ülkelere veya gelir fazlası olan ülkelere daha yakındır. a.y.

31 a.e., ss. 192 – 193.

(Düzeltilmiştir.)

**TABLO III**

**Fonların Kaynak ve Kullanımlarına Göre Euro Merkezler**

Temel Merkezler	: Tüm eurobankacılık işlemleri yapılmaktadır.
Bağlantı Merkezleri	: Vergi ve diğer yasal düzenlemelerden kaçınmak için tercih edilmektedir.
Fon Sağlama Merkezleri	: Yerel özel sektöre kısa ve uzun vadeli fon sağlanmaktadır. Temel fon merkezi Londra'dır.
Toplama Merkezleri	: Yüksek tasarrufun bulunduğu yerlere kurulmakta ve bu fonlara uluslararası düzeyde yüksek karlı ve düşük risk primli plasman teklifleri sunulmaktadır.

Uluslararası para piyasalarına arz edilmiş para piyasası araçlarının 2003 aralık ayı itibariyle toplam tutarı 569,5 Milyar USD kadardır. Bu tutarın %97,01'lik tutarı gelişmiş ülkeler tarafından, %0,65'i kıyı ötesi merkezler tarafından ve nihayet %1,03'lük tutarı da uluslararası organizasyonlar tarafından arz edilmiştir. Aynı dönem için bu araçların tedavülde oldukları ülke ve merkezler irdelendiğinde ise, %91,20'lik kısmı gelişmiş ülkelerdeki alıcıların elinde tutulurken %6,57'lik kısmı kıyı ötesi merkezlerde, %1,18'lik kısmı gelişmekte olan ülkelerde %1,4'lük kısmı da uluslararası kuruluşların kullanımında bulunmaktadır<sup>32</sup>.

### **1.2.2. Eurotahvil (Eurobond) Piyasaları**

Eurotahvil piyasalar, uzun vadeli fonların sağlandığı uluslararası sermaye piyasası görünümündedir. Eurotahvil, uluslararası bir konsorsiyum ile birden fazla ülkede eşanlı olarak banka ve / veya yatırım bankaları tarafından gerçekleştirilen bir tahvil ihracıdır. İhraca konu tahvil her zaman hamiline yazılı olduğu için nihai yatırımcının tespiti mümkün değildir. Bu tahviller ya Londra borsasına yada Lüksemburg Borsası'na kote edilirler, ancak işlemlerin büyük çoğunluğu tezgah üstü (OTC) piyasalarda gerçekleştirilir. Tahvilin bir borsaya kote edilmesinin en önemli sebebi,

<sup>32</sup> BIS Quarterly Review, Statistical Annex, March 2004, ss. 88 – 90.  
(Düzeltilmiştir)

bazı güçlü ihraççıların tahsisli satış yapmayı tercih ettikleri kurumsal yatırımcıların kendi iç mevzuatı veya ülke mevzuatı gereği herhangi bir borsada kote olmayan bir menkul kıymeti kendi portföyelerine alamamalarındandır<sup>33</sup>.

Euro tahvil piyasası ihracın yapıldığı döviz cinsine göre de alt bölümlere ayrılmaktadır. Eurotahvillerin orijini, Amerikan bankaları tarafından Londra'da USD üzerinden tahvil ihracına dayanmaktadır. USD, ihraççıların en çok tercih ettikleri para birimidir. Eurobond ve yabancı tahvil ihraçlarının ikisine birden "uluslararası tahviller" veya "yurtdışı tahviller" denmektedir. Yurtdışı tahvil piyasasına "offshore" tahvil piyasası da denir<sup>34</sup>.

İhraççının ve tek bir yüklenicinin, kendi ulusal piyasaları dışında bir piyasadan yaptıkları ihraç, ihracın eurotahvil ihracı sayılması için yeterli değildir. Uygulamada sadece ABD ve Kanada, dolar bazlı ihraçlara kısıtlama getirmemektedir. Derecelendirmenin hemen hemen zorunlu olduğu ABD tahvil piyasasının aksine, Avrupa piyasasında kuruluşların tanınmışlığı daha önemli bir faktördür. Bazı tahvil ihraçları bu kategorilerin hiçbirine uymamaktadır. Örneğin, yabancı bir ihraççının başka bir ülkede ve ihraç edilen ülkenin para biriminden farklı bir para biriminden ihraç ettiği tahviller bu türdendir<sup>35</sup>.

Uluslararası piyasalarda ikinci el işlemler genellikle OTC piyasalarında belli bir işlem saatine bağlı olmadan gerçekleştirilir. Hatta bu işlemlerin sıhhatli olarak gerçekleşmesini sağlamak amacıyla, ISMA (International Securities Market Association) ile Clearstream ve Euroclear gibi takas kuruluşları çeşitli mekanizmalar geliştirmiştir. İkinci el piyasası hem piyasada likiditeyi sağlamakta hem de yeni çıkarılacak tahviller için referans teşkil etmektedir<sup>36</sup>.

---

33 TSPAKB, "Ulusal ve Uluslararası Piyasalar", s. 194.

34 Bu tahvil ihraçlarının bazı özelliklerini şöyle sıralayabiliriz; Uluslararası bir konsorsiyum tarafından satış yüklenimi yapılır; Birkaç ülkede eş zamanlı olarak yatırımcıya arz edilir; Tek bir ülke kanununa tabi olmadıkları gibi kayda da tabi değildirler; Eurotahvilin en önemli ayırt edici özelliği ise yüklenici konsorsiyumu oluşturan kuruluşların hangi ülkeden olduklarıdır. a.y.

35 a.e., s. 195.

36 a.e., ss. 197 – 199.

2003 yılı Aralık ayı itibariyle uluslararası bono ve tahvillerin piyasa değeri yaklaşık olarak 11.111,9 Milyar USD'dir. Bu tutarın %84,04'ü (9.339,8 Milyar USD) gelişmiş ülkelerin, %6,42'si (713 Milyar USD) kıyı ötesi merkezlerin, %5,02'si (558 Milyar USD) gelişmekte olan ülkelerin, %4,51'i de (501,1 Milyar USD) uluslararası organizasyonların elinde bulunmaktadır<sup>37</sup>.

### **1.2.3. Eurohisse Senedi ve Eurokısavadeli Senetler Piyasaları (Euroequity ve Eurocommercial Papers)**

Eurohisse senedi terimi, genellikle Avrupalı yatırımcılar tarafından alınan ABD firmalarına ait hisse senetlerini belirtmek amacıyla kullanılır. Başka bir deyişle, ulusal hisse senetlerinin yabancılar tarafından satın alınmasını ifade eder<sup>38</sup>. 2003 yılı Aralık ayı itibariyle uluslararası hisse senetlerinin hacmi 115,2 Milyar USD'dir. Bu rakamın %67,36'sı gelişmiş ülkeler, %7,81'i kıyı ötesi merkezler ve %24,83'ü de gelişmekte olan ülkelere arz edilmiştir<sup>39</sup>.

1970'lerin başında eurokısavadeli senetleri ile ilgili piyasa ise Londra'da doğmuştur. Bu piyasa, aynı özellikteki banka kredilerine alternatif olarak geliştirilmiş olan ve genellikle büyük kuruluşlara satılan para piyasası araçlarının kullanıldığı piyasalardır. Garantisiz senet olmaları nedeni ile, bu tür araçlar genellikle kredi değerliliği yüksek kurumlarca ihraç edilmektedir. Hamiline yazılıdır, vadeleri de en fazla 270 gün olmakla birlikte ortalama olarak 20 - 45 günlük bir vadeyi içermektedir<sup>40</sup>.

### **1.3. Uluslararası Bankacılık**

Uluslararası bankacılık hizmetlerinin diğer sektör maliyetlerini aşağı indirmesi, uluslararası farklılaşmayı cesaretlendirmesi ve uluslararası yatırımları teşvik etmesi,

37 BIS Quarterly Review, Statistical Annex, March 2004, s. 89.

38 TSPAKB, "Ulusal ve Uluslararası Piyasalar", s. 201.

39 BIS Quarterly Review, Statistical Annex, March 2004, s. 96.

40 TSPAKB, "Ulusal ve Uluslararası Piyasalar", ss. 201 - 202.

bankacılığın kendisinin de küreselleşmesini sağladı. O kadar ki, yabancı bankaların ürün ve hizmet yenileme konusunda oldukça yüksek mali kaynaklara sahip olmaları, ölçek ve alan ekonomilerini öne çıkarmaları, yeterli yerel şube ağına sahip olmamaları nedeni ile bankalararası piyasadan borçlanmaları gereği ve bunun piyasaların hacim ve derinliğini arttırması ile yabancı bankaların çalıştıkları başka ülkelerde kendisi ile çalışan müşterilerini çekebilme özelliklerinden dolayı, uluslararası bankalar ülkeye yabancı sermaye girişini teşvik edebilmektedirler<sup>41</sup>. Günümüzde uluslararası bankalar, mali piyasalardan fon alıp verme işlemlerinde kullandığı enstrümanlarda, klasik banka sendikasyon kredilerinden çok, bankanın kendisi ve müşterilerinin döviz riskinden korunması ve kar yapması imkanlarını birlikte sağlayan tedavül kabiliyeti yüksek olan menkul kıymetleri kullanmayı tercih etmektedirler<sup>42</sup>.

Günümüz uluslararası bankacılığının ulaştığı seviyeyi açıklayabilmek için aşağıda öncelikle bankacılığın tarihsel gelişimi, ardından da bu piyasalarda işlem yapan bankaların amaçları irdelenmektedir.

### **1.3.1. Uluslararası Bankacılığın Tarihsel Gelişimi**

Uluslararası bankacılık faaliyetlerinin 15. yy'da Cenova, Lyon, Barselona, Sevilla ve Londra gibi tüm ticari merkezlerde kolonileri bulunan ve çift girişli muhasebe sistemi ve kredi kullandırımını yapan İtalyan tacirleri tarafından başlatıldığı bilinmektedir. 16. yy'da yeni pazarlara açılan Alman bankaları uluslararası finansman alanında liderliği ele geçirmiştir. 17. yy'da okyanus ticaretinin gösterdiği gelişmeler ve özellikle de Baltık denizindeki tam egemenliklerinden dolayı Amsterdam dünyanın ekonomik merkezlerinden birisi olmuştur. Ancak, 18. yy'da İngiltere'nin sanayi devrimini gerçekleştiren ilk ülke olmasından dolayı finans piyasalarında egemenliği ele geçirmesi ile Hollanda bu konudaki önemini zamanla

41 Paul Wachtel, "Globalization of Banking: Why does it matter ?", 10 January 2001, (Çevrimiçi) <http://pages.stern.nyu.edu/~pwachtel/CaracasPresentation.pdf>, 28 Şubat 2004, ss. 4 – 10.

42 Joseph F. Sinkey, *Commercial Bank Financial Management*, 5. Edisyon, Prentice Hall, 1998, s. 350.

yitirmiştir<sup>43</sup>. 19. yy'da uluslararası bankacılık İngiliz sömürgeciliği tarafından yönlendirilmiştir. Bu dönem I. ve II. Dünya Savaşları arasındaki süreye kadar da böyle devam etmiştir<sup>44</sup>.

Geniş topraklar ve verimli doğal kaynaklara sahip ABD ise, hızlı teknolojik gelişme ve artan bölgesel ihtisaslaşma sayesinde 1890'larda dünyanın en güçlü sanayi ülkesi olabilmiş<sup>45</sup> ve ancak 19. yy'nin ortalarında uluslararası bankacılığa yönelebilmıştır<sup>46</sup>.

II. Dünya Savaşı'ndan sonra Amerikan bankalarının rekabetçi bir ortamda çalışmalarını kısıtlayıcı düzenlemeler - Q düzenlemeleri - büyük para sahiplerinin ellerindeki kaynakları, kendilerine Amerika dışında bankacılık hizmeti sunmayı kabul eden büyük finansal merkezlerdeki henüz yeni gelişmekte olan eurodollar ve eurocurrency piyasalarına, 1970'li yılların ilk yıllarından başlayarak kaydırmalarını sağladı. Başka bir deyişle, eurodollar piyasalarının ortaya çıkmasındaki etkenlerden birisi de Q düzenlemeleridir. Bu düzenlemelerden dolayı uluslararası finansal aktivitelerin en ağırlıklı bölümü tekrar Londra üzerinden dönmeye başladı<sup>47</sup>. Bunda Londra'nın, Amerika ve Uzak Doğu Asya ülkelerinin bir işlem günü içerisinde işlemlerini karşılıklı olarak takas yapabilecekleri konumda olması da etkili olmuştur<sup>48</sup>.

1960'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkeler, büyük ölçekli bankalar ile uluslararası bankacılık yapmaya başlamışlardır. Böylece endüstrileşmiş ülke bankalarından oluşan oligopolistik yapı değişime uğramaya başlamıştır<sup>49</sup>.

1970'li yılların ikinci yarısında petrol üreten ülkeler, yükselen petrol gelirlerinden dolayı ortaya çıkan yüksek boyutlardaki kazançlarını, büyük bankalarda mevduat

---

43 Tevfik Güran, *İktisat Tarihi*, Acar Yayıncılık, İstanbul 1997, s. 97.

44 Apak, s. 3.

45 Güran, a.g.e., ss. 143 – 144.

46 İlker Parasız, *Para Banka*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 1989, s. 185.

47 George G. Kaufman, "Emerging Economies and International Financial Centers", t.y., (Çevrimiçi) <http://www.sba.luc.edu/research/wpapers/001101.pdf>, 20 Ocak 2004, ss. 4 – 5.

48 Mitchell Moss, "Telecommunications and International Financial Centers", 1999, (Çevrimiçi) <http://www.mitchellmoss.com/books/financial.html>, 18 Aralık 2003.

49 Apak, a.g.e.

olarak değerlendirmeyi tercih ederken bu fonları kullanma talebi ise daha çok sanayileşmiş ülkeler ile Latin Amerika ülkelerinden geldi<sup>50</sup>. Yine bu yıllarda birçok ülkenin enerji krizlerinden kaynaklanan finansman ihtiyacındaki artış, gelişmekte olan ülkelerin borçlarını ödeyemeyecekleri korkusu, maliyetlerin ve uluslararası bankacılıkta ortaya çıkan yüksek rekabet, birçok bankanın stratejisini değiştirmeye zorladı<sup>51</sup>. Finansal piyasalardaki serbestleşme beraberinde artan rekabeti getirmiş ve bankalar, ellerindeki kaynakları daha yüksek getirili alanlardaki yatırım fonlarında ve menkul kıymetlerde kullanma imkanını bulmuşlardır<sup>52</sup>.

1990'ların sonuna doğru, gelişmiş ülkelerde de kıyı bankacılığının sahip olduğu vergi avantajlarına benzer düzenlemelerin yapılması, faiz oranı ve sermaye üzerindeki kontrollerin azaltılması gibi etkenlerden dolayı, kıyı bankacılığı merkezlerindeki işlem hacmi azalmaya başlamıştır. Yeni düzenlemelerin sonucu olarak, kıyı bankacılığının tüm uluslararası bankacılık işlemlerinin toplam değerleri içerisindeki payı 1992 yılında %56 iken 1999 yılı temmuz sonu için %50'ye düşmüştür<sup>53</sup>.

### **1.3.2. Döviz Piyasalarında Uluslararası Bankaların İşlem Yapma Amaçları**

Uluslararası bankalar döviz piyasalarında kontrolü ellerinde bulundurmaktadırlar. Bu piyasalarda yapılan işlemlerin sadece %5'lik kısmı mal ve hizmet ticaretinden kaynaklanırken geriye kalan oran arbitraj, spekülasyon, sigorta veya korunma amaçlı işlemlerden doğmaktadır. Aşağıda bu işlemler kısaca açıklanmaktadır;

50 Johannes Jüttner, *International Finance and Global Investments*, Longman 4. basım 1999, ss. 208 – 209.

51 İlker Parasız, "Türk Ekonomisindeki Uluslararası Bankacılık Olgusuna İlişkin Bir Değerlendirme", *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*, 1985, s. 18.

52 IMF, *International Capital Markets 1997*, "Developments In International Banking", 08 Aralık 1997, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/97/icm/pdf/file11.pdf>, 20 Aralık 2003, s.132.

53 IMF, *Background Paper*, "Offshore Financial Centers", 23 Temmuz 2000, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm>, 23 Şubat 2004, s. 12.

### 1.3.2.1 - Arbitraj

Genel olarak, aynı menkul kıymetin, aynı zamanda değişik piyasalarda yada aynı piyasada değişik zamanlarda alım – satımı yoluyla o mal için oluşan fiyat farklarından yararlanma işlemi olarak tanımlanabilir<sup>54</sup>.

Döviz piyasasında ise arbitraj, fiyat farklılıklarından kar elde etmek için, bankanın (yada diğer kişi yada kurumların) eş zamanlı döviz alım satımı işlemidir. Arbitrajı teşvik eden, uluslararası finansal piyasalardaki dengesizliklerdir. Başka bir deyişle, bir ülke parasının ucuz olduğu piyasadaki satın alınıp, pahalı olduğu piyasada satılmasının temel sebebi düz veya çapraz kurdaki farklılıklardan kazanç elde etme beklentisidir.

Arbitraj işlemleri, kazanç arzusuyla yapılmış olsalar dahi bir ulusal paranın çeşitli piyasalarda oluşan kurları arasında doğabilecek farklılıkların giderilmesine ve böylece de her para için dünya çapında eş bir piyasa fiyatının oluşmasına katkıda bulunurlar<sup>55</sup>. Uluslararası bankacılıkta arbitraj hem müşterilerin hem de bankaların kendi adına yapılabilir. Bankalar tarafından gerçekleştirilen arbitraj üç grup halinde incelenebilir<sup>56</sup>;

#### 1.3.2.1.1. - Piyasa Arbitrajı yada Coğrafi Arbitraj

Dövizlerin birbirlerine göre doğrudan, dolaylı veya çapraz kurları vardır. Farklı dövizlerin, aynı zamanda ve ayrı piyasalarda doğrudan ve çapraz kurlarından birisinde değişiklik söz konusu olduğunda “döviz kuru farklılığına bağlı arbitraj” oluşur. Arbitraj işlemlerinden kazanç sağlayabilmek için büyük sermayeye ve güçlü bir teşkilata ihtiyaç duyulduğundan bu tür işlemleri genelde bankalar yapar.

54 Muharrem Karslı, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, 4. Baskı, İstanbul 1994, s. 227.

55 Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat Teori ve Uygulama*, s. 261.

56 Apak, a.g.e., ss. 26 – 27.

### **1.3.2.1.2. - Zaman Arbitraji**

Belli bir vadeye göre bir miktar para bir başka parayı peşin olarak satın almak için ödünç alınmakta, bu fonlar aynı vadeye göre mevduat olarak yatırılmakta ve daha sonra kredinin alındığı para, örneğin üç aylık vadeli olarak satılmaktadır. Bu işlemde, herhangi bir risk söz konusu değildir. Alternatif olarak arbitraj işlemi, bir para birimine göre belirlenmiş kıymetli evrakı satma şeklinde olursa döviz riski oluşur.

### **1.3.2.1.3. - Ülke Riskine Dayalı Arbitraj**

Bazı durumlarda farklı piyasalar arasındaki arbitraj, döviz riskinden bağımsızdır. Döviz kontrolleri, faiz oranları ve vergi kurallarında meydana gelmesi muhtemel belirsizlikten dolayı ülke riskleri farklı olabilir. Bu sebeptendir ki, belli ülkeler arasında da arbitraj söz konusu olabilir.

### **1.3.2.2. - Spekülasyon**

Belli bir piyasada, farklı zamanlarda doğacak, döviz değeri farklılıklarından kar sağlamayı amaçlayan bir döviz işlemidir. Gelecekte kurların yükseleceğini tahmin eden spekülâtör düşük kurdan döviz elde etmeye çalışır. Satın aldığı dövizle kur değişmelerine açık durumda bulunan spekülâtörün geleceğe ait tahmini doğru çıkarsa kar, aksi halde zarar oluşur<sup>57</sup>.

Arbitraj ile spekülasyon arasındaki en önemli fark spekülâtörlerin açık döviz pozisyonuna sahip olmalarıdır. Başka bir deyişle, spekülasyon ile arbitraj arasında risk konusunda önemli bir farklılık vardır. Arbitraj işlemlerinde hiçbir risk yüklenilmeden döviz kurlarındaki farklılıktan yararlanılmaktadır. Spekülasyonda ise açık bir risk söz konusudur.

---

57 a.e., s. 27.

Gelecekte bir dövizin değeri kazanacağını tahmin eden spekülâtörler, spot piyasada işlem yaparlar. Vadeli piyasada spekülasyon, halihazırda belirli olan vadeli döviz kuru ile gelecekte gerçekleşmesi beklenen spot kurun karşılaştırılması sureti ile olur. Gelecekte beklenen kur, vadeli kurdan yüksek ise vadeli piyasada döviz satın alınır. Vade geldiğinde önceden satın alınan döviz teslim alınır. Beklentiler doğrultusunda spot kur vadeli kurdan yüksek olarak gerçekleşmiş ise spekülâtör teslim aldığı dövizini yüksek spot kurdan satarak kar yapar. Eğer beklenen spot kur mevcut vadeli kurdan düşük ise spekülâtör vadeli piyasada döviz satar. Vade geldiğinde, kur beklentisi doğru çıkarsa, spekülâtör spot piyasadan ucuza satın aldığı dövizini vadeli teslim sözleşmesi gereği satın alana teslim ederek karşılığında daha çok ilgili parayı elde eder. Spekülâtörün döviz birimi başına kazancı vadeli kurla gerçekleşen spot kurun farkına eşittir<sup>58</sup>.

Spekülasyon hakkında belirtilecek başka bir konu da sürekli olarak spekülasyon ile manipülasyon kavramlarının birbirine karıştırılmasıdır. Spekülasyonda, adından da anlaşılacağı gibi bir tahmin etme söz konusudur. Bu bağlamda döviz kurunu tahmin etme ile havanın güneşli yada bulutlu olacağını tahmin etme arasında kayda değer bir fark yoktur. Çünkü her ikisinde de mevcut olaya müdahale ya yoktur yada o denli küçüktür ki etken de değildir (ceteris paribus). Manipülasyon ise, "Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak"<sup>59</sup> şeklinde tanımlanmaktadır. Özetle, spekülasyonda fiyatların oluşumuna bir katkıda bulunulmazken, manipülasyonda bunun aksi söz konusu olmaktadır.

### **1.3.2.3. - Kuvertür ve Korunma İşlemleri**

Kuvertür (Cash Cover), ithalat işlemleri ile alakalı bir kavramdır. İthalata aracılık eden banka tarafından akreditif tutarı olan dövizin, dışarıdaki muhabir banka

---

58 a.e.

59 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Türk Sermaye Piyasası Kanunu md. no. 47/A-2.

nezdinde emre hazır duruma getirilmesi demektir. Dolayısı ile, kuvertür dış işlemlerin döviz karşılığının sağlanması anlamına gelir<sup>60</sup>.

Kuvertür, gelecekteki döviz kurundan yapılacak yada kabul edilecek ödemeleri yada kapanış spot oranlarından dönüştürülecek bilanço pozisyonlarını, döviz kurundaki dalgalanma risklerinden tamamen korumak için forward döviz kuru satmak yada satın almak olarak da tanımlanabilir<sup>61</sup>.

Korunma (Hedging) ise, kuvertürden çok daha geniş bir kavramdır ve döviz risklerinden korunmak için alınması gereken tüm tedbirleri tanım olarak içerisinde bulundurur<sup>62</sup>. Başka bir deyişle, döviz, menkul kıymet veya mal piyasalarında, belirli bir süre sonra alım ve satım işlemi yapacak olan ekonomik ajanların, bu süre içinde fiyatlarda olası bir değişimin doğuracağı zararlara karşı koymak üzere başvurulan bir yöntem, risk giderme ve güvence sağlama işlemidir<sup>63</sup>. Döviz riskinden korunmak için yapılan hedge işlemleri kendi içerisinde dört ana gruba ayrılabilir. Bunlar bilançoda korunma (aktif ve pasiflerin döviz, vade ve faiz oranı yapısı açısından uyumlu olması), para piyasalarında korunma, forward ve futureslar ile korunma, opsiyonlar ile korunma olarak sıralanabilir<sup>64</sup>.

Mükemmel bir korunma, riskleri tamamen bertaraf eder. Piyasalardaki faiz ve döviz kuru oranları bir saatten diğerine farklılıklar gösterir. Risklerden korunmayı hedefleyen mali kurumlar, portfolyo riskleri ile başa çıkabilmek için iki unsura sürekli dikkat etmek zorundadırlar. Bunlardan birincisi, portföylerinin olası her durumdaki değişikliğe uyum sağlaması yani “esnekliği”, diğeri de gerekli işlemleri hemen yapabilmesi yani “hızlı” olmasıdır<sup>65</sup>. Bankalar, türev araçlar gibi

---

60 Halil Seyidoğlu, *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, 2. Baskı, İstanbul 1999, s. 358.

61 Andreas R. Prindl, *Foreign Exchange Risk*, 1976, s. 58.

62 a.e.

63 Halil Seyidoğlu, *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, s. 241.

64 Tim S. Campell, William A. Kracaw, *Financial Risk Management*, HarperCollins College Publishers, 1993, ss. 322 – 323.

65 Joseph P. Daniels, David Vanhoose, *International Monetary & Financial Economics*, 2. Basım, South Western Publishing, 2002, s. 146.

enstrümanları kullanarak maaruz kaldıkları riskleri azaltmaya çalışmaktadırlar<sup>66</sup>. Ayrıca korunma sonucunda firmanın, karşılaşması olası mali sıkıntıları ve diğer mali ajan sorunlarını azaltarak değerinin artacağı da kabul edilir<sup>67</sup>.

Ancak, ılımlı fiyat dalgalanmalarında son derece kullanışlı olan dinamik korunma yöntemleri, hızlı bir fiyat düşüşü sırasında çok yüksek satış baskısı meydana geldiğinde korunma için yetersiz hale gelecektir<sup>68</sup>.



---

66 Shelagh Heffernan, **Modern Banking in Theory and Practice**, John Wiley & Sons Ltd., 1996, s. 179.

67 Sinkey, a.g.e, s. 365.

68 IMF, **World Economic and Financial Surveys Global Financial Stability Report**, "Policy Lessons from Past Episodes of High Volatility", September 2003, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2003/02/pdf/chp1.pdf>, 02 Nisan 2004, s. 5.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KÜRESELLEŞMENİN ULUSLARARASI DÖVİZ TİCARETİNDE MEYDANA GETİRDİĞİ DEĞİŞİKLİKLER

Bu bölümde küreselleşmenin ekonomik boyutlarından, döviz piyasaları ve bankalar ile türev araçlar üzerinde meydana getirdiği değişikliklere değinilecektir. Bu bölümün son kısmında ise döviz piyasalarındaki istikrar sorunu üzerinde durulacaktır.

#### 2.1. Döviz Piyasalarında Meydana Gelen Değişiklikler

Döviz piyasaları, 1997 yılında günlük 3 Trilyon USD'yi aşan iş hacmi ile, dünyanın en fazla işlem hacmi olan piyasalardır. Çünkü bu piyasalar, alıcı ve satıcıların fiziki bir ortamda bir araya geldikleri klasik bir piyasa değildir. Döviz piyasaları, alıcı ve satıcıların ülke içinde ve dışında telefon, teleks, Reuters, teletext ekranları aracılığı ile alış – veriş yaptıkları ve ülkelerarası saat farklılıkları nedeniyle 24 saat açık olan piyasalardır. Uluslararası döviz piyasasında gerçekleşen tüm işlemlerin %80'inden daha fazlası uluslararası bankacılık sistemi tarafından kontrol edilmektedir<sup>1</sup>.

1990'ların ikinci yarısında çok sayıdaki şirket birleşmeleri ile satın almalarının çoğalması ve Euronun 1999'da hayata geçmesi sayesinde döviz işlemi yapan araçların sayısı oldukça azalmıştır. Mikro seviyede ise, piyasada çokça kullanılan dövizler için elektronik ticaret yöntemlerinin kullanımı oldukça yaygınlaşmıştır<sup>2</sup>.

Günümüzde döviz piyasalarında işlem yapan dealerlar arasında Reuters ve EBS sistemleri çokça kullanılmaktadır. EBS, USD ve Japon Yeni ile Euro ve USD

---

1 Marcia M. Cornett, Anthony Saunders, *Fundamentals of Financial Institutions Management*, McGrawHill Companies, 1999, s. 677.

2 Alain Chaboud and Steven Weinberg, BIS Papers No 12, "Foreign exchange markets in the 1990s: intraday market volatility and the growth of electronic trading", 30 August 2002, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap12h.pdf>, 25 Nisan 2004, s. 138.

arasındaki işlemlerde daha çok kullanılırken Reuters İngiliz Paundu ve gelişmekte olan ülke paraları arasındaki işlemlerde daha çok tercih edilmektedir. Dealer – dealer arası bu tür sistemler, 1990’ların başlarında çalışmaya başlamış ve yine bu dönemin sonlarında sistemin ayrılmaz bir parçası olarak kabul görmeye başlamıştır. Ancak, müşteri – dealer arası işlemlerin elektronik hale gelmesi bu kadar da belirgin hale gelemedi. Çoğu mali kurum, ancak 1990’ların sonlarında kendi müşterilerinin bağımsız olarak işlem tesis edebilecekleri tek taraflı sistemler kurdu. Bu sistemler müşterilerin diğer dealerlardan fiyat teklifleri almasını engelliyordu. Şimdilerde döviz ticaretinde çok yönlü elektronik dealerlar olan Currenex, Atrix ve Fxall gibi programlar kullanılmaktadır<sup>3</sup>.

Elektronik ticaretin döviz piyasalarına giderek artan bir şekilde uygulanması, 1992’de döviz ticaretinin %5’ini elinde tutan elektronik dealer – dealer işlem hacminin 2001’de yaklaşık %60’a ulaşmasını sağlamıştır. Buna karşın elektronik müşteri – dealer işlem hacmi 2001 yılında döviz ticaretinin %10’luk seviyesine ulaşabilmiştir. Dealerlar arasındaki bu elektronik ilerlemenin temel nedeni işlem maliyetlerini azaltmaktadır. Fiyatların bu yeni netliği ve şeffaflığı dealerlar arasındaki spot işlem hacminin neden bu kadar çok düştüğünün belki de en fazla açıklayıcı olan sebebidir<sup>4</sup>.

Global döviz piyasasında bulunan ekonomik ajanların işlem ağırlıkları konusunda Uluslararası Ödemeler Bankası’nın (BIS, Bank of International Settlements) Mart 2002’de yayımladığı “2001 yılındaki döviz ve türev araçlar piyasasındaki aktivite” adlı raporundaki tabloya göre (TABLO IV), döviz işlem hacimlerinin 1990’larda hep artış gösterdiği, ancak son birkaç yılda bankaların ve mali olmayan kurumların işlem hacimlerinde azalmaların olduğu görülmektedir. Şöyle ki, nisan ayı günlük ortalama bankalararası döviz işlemleri 1998 yılında 908 Milyon USD iken 2001 yılında 689 Milyon USD’ye düşmüştür. Bu düşüşün elektronik brokerların spot bankalararası piyasada işlem yapmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bankalar ile mali olmayan kurumlar arasındaki işlem hacmi de aynı zaman dilimi içerisinde 242

3 Chaboud, Weinberg, a.g.e., s. 139.

4 a.e., ss. 139 – 145.

Milyon USD'den 156 Milyon USD'ye düşmüştür. Bu düşüşün de, firmaların hazine faaliyetlerinin merkezileşmesi ve bunun sonucunda döviz işlemlerini bu firmaların kendi aralarında yapabilmelerini sağlayacak teknik bilgi ve beceriye ulaşmalarından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bankalar ile diğer mali kurumlar arasındaki dövizli işlem hacmi her zaman artış göstermiş ve 2001 yılı itibariyle günlük 329 Milyon USD tutarına ulaşmıştır. İşlem hacmindeki bu artışın da varlık şirketlerinin artan rolünden kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir. Tüm bu gelişmelerden sonra, 2001 yılında bankalararası işlemler toplamın %59'una, finansal olmayan kuruluşların payı toplamın %13'üne düşerken, diğer mali kuruluşların payı toplamın %28'sine yükselmiştir<sup>5</sup>.

**TABLO IV**

**Döviz İşlemini Gerçekleştiren Tarafların Bildirilmiş Döviz Hacimleri (1) (2)**  
(Nisan ayı günlük ortalamaları, Milyon USD)

	1992	1995	1998	2001
<b>TOPLAM</b>	<b>776</b>	<b>1.137</b>	<b>1.429</b>	<b>1.174</b>
- Dealerların bildirdiği işlem hacmi (İnterbank)	540	729	908	689
- Diğer finansal kurumların bildirdiği işlem hacmi	97	230	279	329
- Finans sektörü dışındakilerin işlem hacmi	137	178	242	156
Yerel	317	526	657	499
Sınır ötesi	392	611	772	674

(1) Yerel ve sınır ötesi çifte kayıt düzeltilmiştir. Raporlamadaki tahmini hatalar elimine edilmiştir.

(2) Dealerların bildirdikleri rakamlardır.

**KAYNAK:** BIS, Triennial Central Bank Survey, "Foreign exchange and derivatives market activity in 2001", Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf>, s. 7

Döviz işlemlerinde kullanılan para birimlerinin dağılımları incelendiğinde (TABLO V), global döviz işlemlerinin yapılmasında ağırlıklı olarak kullanılan para biriminin USD olduğu görülmektedir. USD'den sonra en sık kullanılan para birimleri sırası ile Euro ve Japon Yeni'dir. 2001 yılı verilerine baktığımızda, euro üzerinden

<sup>5</sup> BIS, Triennial Central Bank Survey, "Foreign exchange and derivatives market activity in 2001", Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf>, 18 Şubat 2004, s. 7.

gerçekleştirilmiş olan işlem hacminin, euro bölgesinde kullanılan diğer para birimlerinin euro öncesi işlem hacimlerinin toplamından daha az olduğu görülmektedir. Örneğin 1998 yılı için bu işlem yapıldığında, %18,8 < %26,25 (%15,05 + %2,55 + %8,65) olduğu görülebilir. Bunun farklı para birimlerinin euroya dönüştürülüp aynı para biriminden işlem yapılıyor konumuna gelmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

**TABLO V**  
**Döviz İşlem Hacmini Oluşturan Para Birimlerinin Dağılımı(1)**  
**(Yüzde olarak nisan ayı günlük ortalama değerleri)**

	1989	1992	1995	1998	2001
USD	90,0	82,0	83,3	87,3	90,4
Euro	--	--	--	--	37,6
DM (2)	27,0	39,6	36,1	30,1	--
FF	2,0	3,8	7,9	5,1	--
ECU ve diğer EMS Paraları	4,0	11,8	15,7	17,3	--
Japon Yeni	27,0	23,4	24,1	20,2	22,7
İngiliz Sterlini	15,0	13,6	9,4	11,0	13,2
İsveç Frankı	10,0	8,4	7,3	7,1	6,1
Kanada Doları	1,0	3,3	3,4	3,6	4,5
Avustralya Doları	2,0	2,5	2,7	3,1	4,2
Diğer	22,0	11,6	10,1	15,2	21,3
<b>Toplam</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>

(1) - Her işlemin iki ayrı para birimini içeriyor olmasından dolayı, toplam 100 yerine 200 olarak ifade edilmiştir. Bütün rakamlar, yerel ve uluslararası işlemlerin net – net çifte sayılmasından arındırılmıştır. Tek istisnası 1989 yılına ait eldeki verilerinin brüt – brüt temelli olarak hesaplamaya katılmasından ibarettir.

(2) - 1989 Nisan ayın verilerinde Almanya'daki DM'nin dahili ticaret rakamı hariçtir.

**KAYNAK:** BIS, Triennial Central Bank Survey, "Foreign exchange and derivatives market activity in 2001", Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf>, s. 9

## 2.2. Döviz Ticaretini Yapan Uluslararası Bankaların Yeniden Yapılanması

1980'lerin sonlarında sermayeyi arttırarak ölçek ekonomilerinden yararlanmak isteyen bankalar, farklı ve riskli bankacılık operasyonlarına başladılar. Bunu yapmalarındaki temel amaçları banka hisse senetlerinin değerinin artmasını sağlayarak sermayedarların bankacılık sektörüne yatırım yapmalarını sağlamaktı. Bankaların hisse senetlerinin değerlerini arttırmak için kullandıkları diğer bir yöntem de birleşmeler (mergers) ve satın almalar (acquisitions) (M & A) oldu. Çoğu banka için yeniden yapılanmadaki en çekici güç karlılıktaki keskin düşüştü. Bu sıkıntıların çözümü de yurtdışı yatırımcıların, içerideki bankalarla birleşmesi veya onları satın alması yoluyla sağlandı. Banka birleşmeleri ve satın almaları, güçlü bankaların görece olarak zayıf bankaların yönetimini devralması, nakit akışlarındaki kısıntıları azaltması, yüksek ortalama kaliteli aktiflerle birleştirilmesi yoluyla verimsiz aktifleri eritmesi, daha yüksek gelir ve sermaye akışı sağlamak yoluyla da borç rezervlerini azaltması yada sorunlu borçları yok etmesi sorunların çözümünü hızlandırdı ve tüm bu sebeplerden dolayı da şirket devralmaları banka yöneticilerini cesaretlendirdi. Bu gelişmeler bankalar tarafından sunulan ürünlerde ve hizmetlerde devrim niteliğinde değişikliklere yol açtı. Bankalar ayrıca, diğer nakit operasyonları ile birlikte çek işlemlerini, borç uygulama yöntemlerini, risk ve hazine yönetimlerini, ticareti ve merkezileşmiş arka ofis veri aktivitelerini bankacılıkta yeterli operasyon ölçeğine ulaşmak amacıyla arttırdı<sup>6</sup>.

Bankaların ölçek<sup>7</sup> ve alan<sup>8</sup> ekonomilerinden yararlanabilmek amacıyla genişlemeleri sürecinde, bankaların monopol gücünden yararlanma isteği ve maliyetlerde etkinliğin sağlanabilmesi de yatmaktadır<sup>9</sup>.

6 IMF, International Capital Markets 1997, ss. 134 – 135.

7 Ölçek ekonomileri kavramı için Bkz. <http://www.tutor2u.net/glossary/advanced.asp?a=4&q=775>, 18 Nisan 2004

8 Alan ekonomileri kavramı için Bkz.

[http://www.tutor2u.net/economics/content/topics/buseconomics/economies\\_of\\_scope.htm](http://www.tutor2u.net/economics/content/topics/buseconomics/economies_of_scope.htm).

9 BIS, Summary Report, "Fundamental Causes of Consolidation, Group of Ten Consolidation in the Financial Sector", t.y., (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/gten05sch2.pdf>, 18 Şubat 2004, ss. 67 – 68.

Gelişmiş ülke bankalarının riski dağıtmak için kullandıkları araçlara gelişmekte olan yada geçiş aşamasındaki ülke bankaları sahip olmadıkları için, bu ülkelerin reel ekonomilerindeki önemli dalgalanmalar ve oynak döviz kurları, enflasyon ve faiz oranı ile aktif fiyatları üzerinde yıkıcı etkilerde bulunarak bankacılık sistemlerine zarar vermiştir<sup>10</sup>.

1998 ve 1999 yıllarında Avrupa para bölgesinin gerçekleşmiş olması uluslararası banka birleşmelerini teşvik etmiştir<sup>11</sup>. Kapitalistik yapıya geçiş çabası içerisinde olan ve henüz önceki planlı ekonomilerinin kalıntılarını silmemiş olan, eski doğu bloku ülkelerindeki mali kurumların Avrupalı bankerlerin kendi kültürleri çerçevesinde şekillenmeye başlamaları ile sınır ötesi işlemlerin daha az maliyetli gerçekleşmesini sağlayan Avrupa Birliği bölgesi kavramı da çeşitli riskleri azaltarak, uluslararası bankacılığın gelişmesine katkı sağlamıştır<sup>12</sup>.

Bankacılığın yeniden yapılandırılmasına katkıda bulunan diğer bir unsur da, devletin mali sistemdeki ağırlığının azalmasıdır. Bunun da iki temel sebebi vardır. Birincisi mali konsolidasyonun baskısı, ikincisi emeklilik fonları gibi diğer yerlere kaynak aktarmak zorunda kalan devletin mali piyasalara eskisi kadar kaynak aktaramamasıdır<sup>13</sup>.

Tüm bu gelişmelerden sonra, 1990'ların ortalarından günümüze kadar uluslararası bankalar gelişmekte olan ülkelerde öncekinin 4 katından daha fazla şube ve yavru şirket açmıştır<sup>14</sup>.

Küreselleşmeden dolayı yatay ve dikey olarak genişlemek durumunda kalan bankacılıkta, döviz ticaret işlem hacmini ellerinde tutan banka sayısı da yakından

---

10 IMF, World Economic and Financial Surveys, "Key Aspects of a Framework for a Sound Financial System", 31 January 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wefs/toward/pdf/file03.pdf>, s. 7, 18 Haziran 2004.

11 Wachtel, a.g.e., ss. 2 – 7.

12 Klaus Liebscher, Economic and Monetary Union (EMU), "The role of international institutions in globalisation", 16 Kasım 2001, (Çevrimiçi) <http://www.bri.org/review/r011122b.pdf>, s. 5, 22 Haziran 2004.

13 a.e., s.135.

14 Sonsoles Gallego, Alicia G. Herrero, Cristiana Luna, a.g.e., s. 3.

etkilendi. Şöyle ki, BIS'in ileri sanayileşmiş ülkeler arasında yapmış olduğu aşağıdaki çalışmaya göre (TABLO VI), 1995 yılı için 1.766 adet bankanın ortalama 142,5'i (%8,07) döviz ticaretinin %75'ini gerçekleştirmişken, 2001 yılında 1.402 adet bankanın ortalama 106 adedi (%7,51) döviz ticaretinin %75'ini gerçekleştirmiştir. Böyle bir sonuç, bankaların döviz ticaretinde yoğunlaşmaya başladıklarını göstermesi açısından önemlidir.

**TABLO VI**  
**Bankacılık Endüstrisindeki Yoğunlaşma**

	1992		1995		1998		2001	
	Katılımcı Sayısı	Katılımcı Sayısı	İşlemlerin %75'ini Yapan Banka Sayısı	Katılımcı Sayısı	İşlemlerin %75'ini Yapan Banka Sayısı	Katılımcı Sayısı	İşlemlerin %75'ini Yapan Banka Sayısı	
İngiltere	352	313	20 (1)	293	24	257	17	
ABD	180	130	20 (2)	93	20	79	13	
Japonya	330	345	24	356	19	342	17	
Singapur	208	218	25	206	23	192	18	
Almanya	81	80	10	57	9	33	5	
İsviçre	105	114	5	64	7	42	6	
Hong Kong	375	376	13-22 (3)	366	26	272	14	
Avustralya	72	75	10 (2)	66	9	54	10	
Fransa	50	77	7-12 (3)	84	7	113	6	
Kanada	45	38	6-7 (3)	36	5-7 (3)	28	4-6 (3)	

- (1) %68  
(2) %70  
(3) Piyasa bölümüne bağlı

**KAYNAK:** BIS, Triennial Central Bank Survey, "Foreign exchange and derivatives market activity in 2001", Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf>, s. 10

2003 yılı 3. çeyreğinde bankaların aktif büyüklüğü toplamda 16.953,9 Milyar USD'ye ulaşmıştır. Bu büyüklükte, 3.299,7 Milyar USD ile Almanya, 2.121,5 Milyar USD ile İsviçre, 1.667,7 Milyar USD ile Japonya, 1,650 Milyar USD ile Fransa ve 1.615,6 Milyar USD ile ABD başı çekmektedir<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> BIS Quarterly Review, Statistical Annex, March 2004, s. 52.

### 2.3. Döviz Türev Araçlarının Kullanımındaki Artış

Küreselleşen uluslararası piyasalarda artan iş hacmi beraberinde yeni riskler sorununu da yeni bir olgu olarak ortaya çıkardı. Bu bağlamda ilk ortaya çıkan enstrüman, 1992’de uygulamaya geçmiş olan kredi türev araçları (credit derivatives) olmuştur<sup>16</sup>. Kredi türev araçları incelendiğinde Londra’nın baskın bir rolünün olduğu görülür. Şöyle ki, 2004 yılının sonuna kadar Londra’nın 2.450 Milyar USD’lik bir kredi türev işlem hacmine (Bu rakam dünya kredi türev işlemlerinin yaklaşık %51’idir.) ulaşacağı tahmin edilmektedir<sup>17</sup>.

Birbirlerinden oldukça farklı piyasa ve konularda faaliyetlerde bulunan uluslararası bankaların, aynı zamanda kar sağlama ve risklerden korunabilmek için kullandığı bilanço dışı (off-balance sheet) kalemlerin ve türev piyasaların gelişmesi, bankaların bilanço yapılarına ve karşı karşıya oldukları risk çeşitliliğine oldukça büyük katkılar yaptı. Bu gelişmelere bağlı olarak bankaların risk profillerinde türev araçların önemi daha da arttı<sup>18</sup>.

Ortaya yeni ve oldukça yüksek likiditeye sahip döviz türev araçları piyasalarının çıkması, global finans yapısının genişlemesine de katkıda bulundu. Bununla birlikte, yeni finansal enstrümanların spekülative amaçlarla kullanımı, finansal risklerin çeşitliliğini de arttırdı. Yeni mali enstrümanların ortaya çıkması ve mali piyasaların derinleşmesi, bankaların, banka dışı mali kurumların, kurumsal yatırımcıların ve şirketlerin daha karışık riskin önlenmesi (hedging strategies) tekniklerini geliştirmelerini de zorunlu kıldı<sup>19</sup>. Riskin türev araçlar ve modern mali araçlar yoluyla azaltılmaya çalışılması, reel sermaye oluşumuna daha düşük maliyetli

16 IMF, *International Capital Markets* 1997, s.158.

17 British Bankers Association, “BBA Credit Derivatives Report 2001/2002”, (Çevrimiçi) <http://www.bba.org.uk/pdf/58304.pdf>, 17 Şubat 2004, s. 2.

18 Gazi Erçel, “Globalization and international financial environment remarks”, General Meeting of the 17th Asian Banking Association, 22 September 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/review/r000927b.pdf>, 15 Şubat 2004, s. 2.

19 British Bankers Association, “BBA Credit Derivatives Report 2001/2002”, a.y.

kaynak aktararak sınır ötesi mal ve hizmetlerin genişlemesine ve yaşam standartlarının artmasına yol açtı<sup>20</sup>.

1980'li yıllarda oldukça büyük artış gösteren türev araç piyasaları sayesinde mali kurumlar, kendilerini riskten korurken doğru tahminlerle de kısa sürelerde büyük paralar kazandılar. Ancak, türev araçlar ile işlem yapan mali kurumlar, başlı başına türev araçların kendisinin sahip olduğu kredi, piyasa ve operasyonel risk ile de uğraşmak zorunda kaldılar.

1990'lardan beri yanlış tahminlerde bulunup pozisyon aldıkları için yüksek zararlara uğrayan türev piyasası ajanlarından bazıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır (TABLO VII);

**TABLO VII**  
**1990 Sonrası Yüksek Zararlara Uğrayan Bazı Türev Piyasası Ajanları**  
**(Milyon USD)**

Şirket	Türev Aracı	Tahmini Zarar
Long – Term Capital Management	Swap	3.500
Barings Bank, UK	Future	1.400
Volkswagen	Future	260
Wisconsin Investment Funds	Swap	195
Procter & Gamble	Future	157
PasifiCorp	Opsiyon	65
First Boston	Opsiyon	50

KAYNAK: Daniels, Vanhoose, a.g.e., ss. 149 – 165.

Bankacılık tarafından çok büyük ölçeklerde kullanılan türev araçların risk yönetimi ile geleneksel bankacılığa ait risk yönetimi arasındaki ana fark, bankaların önceleri sadece kredi riski ile daha sonra da ülke riski ile uğraşmalarına karşın, şimdilerde çeşitli riskleri türev araçlar yolu ile diğer tarafların üzerine transfer edebilmelerinde yatmaktadır. Başka bir deyişle bankalar, türev araçlar sayesinde eski klasik görevlerini daha büyük miktarlarla ve

20 Alan Greenspan, "Remarks by Chairman, At the Financial Crisis Conference", July 12, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/20000712.htm>, 26 Kasım 2003 (Düzeltilmiştir.)

daha güvenli bir şekilde yerine getirebilmektedirler<sup>21</sup>. Türev araçların dövizli işlemlere uygulanması, günümüzde tezgah üstü piyasaları içerisine alacak şekilde genişlemiştir.

Çalışmamızın önceki bölümlerinde değindiğimiz gibi dünyada türev araçlarının kullanımını konusunda artan bir talep bulunuyor. Türev araçlardaki ağırlığı daha çok faiz oranı sözleşmeleri oluşturmaktadır (yaklaşık %70'i). Genel kullanımındaki bu artış eğilimi döviz türev araçlarında da devam etmektedir (TABLO VIII).

**TABLO VIII**  
**Risk Kategorilerine Göre Tahmini OTC Türev Hacimleri**  
**(Milyar USD)**

<b>Risk Kategorisi</b>	<b>2001 Aralık</b>	<b>2002 Aralık</b>	<b>2003 Aralık</b>
Döviz Sözleşmeleri	16.748	18.460	24.484
Faiz Oranı Sözleşmeleri	77.568	101.658	141.991
Hisse Senetleri ile ilgili Sözleşmeler	1.881	2.309	3.787
Mal Sözleşmeleri	598	923	1.406
Diğer	14.384	18.330	25.510
<b>TOPLAM SÖZLEŞMELER</b>	<b>111.178</b>	<b>141.679</b>	<b>197.177</b>

**KAYNAK:** BIS Quarterly Review, June 2004, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa0406.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0406.pdf), 01 Ekim 2004, s. 99.

Uluslararası bankalar tarafından riskten korunma ve alternatif portföy yönetim aracı olarak kullanılan döviz türev araçlarının organize piyasalardaki işlem ağırlıkları incelendiğinde şu sonuçlara ulaşabiliriz; Hem futures hem de opsiyon sözleşmelerinde ağırlığı Kuzey Amerika bölgesi almaktadır. Tüm piyasa bazında bakıldığında hem futures hem de opsiyonların işlem hacimleri artarak artmaktadır (TABLO IX).

<sup>21</sup> Heffernan, a.g.e., ss. 173 – 175.

**TABLO IX**  
**Türlerine ve Buldukları Yere Göre**  
**Organize Piyasalarda İşlem Gören Döviz Türev Araçları**  
**(Milyar USD)**

Finansal Araçların Risk Türleri ve Kullanıldığı Yerler	İşlem Hacmi		
	2002 Yılı	2003 Yılı	2004 Yılı 1. Çeyreği
<b>Futureslar</b>			
Kuzey Amerika	2.148,9	3.562,7	1.393,2
Avrupa	1,4	14,2	4,4
Asya ve Pasifik	73,5	77,0	23,9
Diğer Piyasalar	289,4	283,6	93,9
<b>TÜM PİYASALAR</b>	<b>2.513,1</b>	<b>3.937,4</b>	<b>1.515,5</b>
<b>Opsiyonlar</b>			
Kuzey Amerika	240,6	276,1	90,2
Avrupa	0,9	2,0	1,0
Asya ve Pasifik	0	0	0
Diğer Piyasalar	181,3	214,3	52,8
<b>TÜM PİYASALAR</b>	<b>422,7</b>	<b>492,3</b>	<b>144,0</b>

KAYNAK: BIS Quarterly Review, June 2004, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa0406.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0406.pdf), 01 Ekim 2004, s. 104.

Organize döviz türev piyasalarında görülen artış eğilimi OTC döviz türev araçları piyasalarında da görülmektedir. OTC döviz türev araçlarında en çok kullanılan para birimi USD'dir. Yaklaşık olarak toplam hacmin %45'i bu para cinsi üzerinden gerçekleştirilmektedir (TABLO X).

(Düzeltilmiştir.)

**TABLO X**  
**Kullanılan Para Birimlerine Göre OTC Döviz Türev Araçlarının**  
**Tahmini İşlem Hacimleri\***  
**(Milyar USD)**

<b>Para Birimleri</b>	<b>2001 Aralık</b>	<b>2002 Aralık</b>	<b>2003 Aralık</b>
Amerikan Doları	15.410	16.500	21.429
Euro	6.368	7.818	10.145
Japon Yeni	4.178	4.791	5.500
GB Sterling	2.315	2.462	4.286
İsviçre Frankı	800	936	1.333
Diğer	4.425	4.413	6.275
<b>TOPLAM</b>	<b>33.496</b>	<b>36.920</b>	<b>48.968</b>

\* Döviz alım -- satım işlemlerinin iki yüzü olduğu için rakamlar iki defa sayılmıştır.

**KAYNAK:** BIS Quarterly Review, June 2004, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa0406.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0406.pdf), 01 Ekim 2004, s. 100.

OTC döviz türev araçlarının vade yapıları incelendiğinde, bu araçların ortalama olarak %80'i bir yıl ve daha az vade yapısına sahiptir. Vadesine bir yıldan fazla beş yıldan az kalan araçlar ise ortalama olarak %15'lik bir ağırlığa sahiptir. Yine aynı araçların risk türleri incelendiğinde, işlem hacminin %80'inin forward ve swaplardan, %20'sinin de opsiyonlardan meydana geldiği görülmektedir. Şöyle ki, forward ve swapların yaklaşık %75'inin, opsiyonların da yaklaşık %90'lık bir bölümünün vadesine en fazla bir yıl kalanlardan oluştuğu görülmektedir (TABLO XI).

(Düzeltilmiştir.)

**TABLO XI**  
**Kullanılan Araçlara ve Vadelerine Göre**  
**OTC Döviz Türev Araçlarının Tahmini İşlem Hacimleri**  
**(Milyar USD)**

Kullanılan Araçlar/Vade	2001 Aralık	2002 Aralık	2003 Aralık
<b>TOPLAM SÖZLEŞMELER</b>	<b>16.748</b>	<b>18.460</b>	<b>24.484</b>
Vadesine 1 yıl yada daha az kalanlar	13.427	14.533	18.847
Vadesine 1 yıldan fazla	2.340	2.719	3.903
5 yıldan az kalanlar			
Vadesine 5 yıldan fazla kalanlar	981	1.208	1.735
<b>Forward ve Swaplar</b>	<b>14.278</b>	<b>15.222</b>	<b>18.758</b>
Vadesine 1 yıl yada daha az kalanlar	11.176	11.732	13.746
Vadesine 1 yıldan fazla	2.142	2.338	3.356
5 yıldan az kalanlar			
Vadesine 5 yıldan fazla kalanlar	960	1.152	1.656
<b>Opsiyonlar</b>	<b>2.470</b>	<b>3.238</b>	<b>5.726</b>
Vadesine 1 yıl yada daha az kalanlar	2.251	2.801	5.100
Vadesine 1 yıldan fazla	198	381	547
5 yıldan az kalanlar			
Vadesine 5 yıldan fazla kalanlar	21	55	79

KAYNAK: BIS Quarterly Review, June 2004, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa0406.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0406.pdf), 01 Ekim 2004, s. 100.

Uygulamada en sık kullanılan döviz türev araçları aşağıda ilgili başlıklar altında sıralanmaktadır;

### 2.3.1. Vadeli (Forward) İşlem Sözleşmeleri

Vadeli döviz işlemleri, belli bir miktar dövizin gelecekte belli bir tarihte veya belirli bir zaman süresi içinde, işlemin yapıldığı tarihte belirlenen kurdan alış veya satışının yapılacağına taahhüt edilmesidir<sup>22</sup>. Bu sözleşmeler her türlü mal için

<sup>22</sup> Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6. baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, 1995, s. 714.  
(Düzeltilmiştir.)

kullanılabilmektedir. Ancak uygulamada döviz ve faiz forward işlemine konu olmaktadır.

Forward döviz alan ve satanlar, ileride gerçekleşecek döviz ödemeleri veya döviz alacakları için şimdiden belirli bir fiyatla döviz alarak veya gelecek dövizlerini şimdiden satarak olumsuz kur değişmelerine karşı bir güvence sağlamış olmaktadır. Forward işlemlerin yapılmasının diğer bir nedeni de fon akımı ve maliyetlerinin önceden belirlenmeye çalışılmasıdır. Anlaşmanın yapıldığı tarihteki piyasa kuru (spot kur) vadeli kurdan düşük ise ilgili döviz “vade primine” tersi durumda ise “vade iskontosuna” sahiptir. Her ne kadar bir malın veya kıymetin ileride teslimi öngörülüyor olsa bile, forward işlemler peşin piyasa işlemi sayılır<sup>23</sup>.

Forward anlaşmalar, spot döviz kurundaki dalgalanmalar göz önüne alınmaksızın, alınan veya satılan parayı belli bir döviz kurundan kesinleştirir. Başlıca dövizler için 1 yıla kadar çok likit bir forward piyasa bulunur. Ayrıca forward anlaşmalar vadesinde yerine getirildiğinden nakit akışları kontrol edilebilir. Ancak, forward anlaşmalar vadeye kadar taşınmasından dolayı fırsat maliyeti ve karşı tarafın sorumluluğunu yerine getirmemesi halinde karşılaşılabilecek riskleri de bünyesinde taşır<sup>24</sup>. Bu sebeplerden dolayı, vadeli işlem yeterince esnek bir riskten korunma, riskten kaçınma veya spekülasyon aracı değildir<sup>25</sup>.

Bir forward işlem sözleşmesinin özellikleri kısaca şu şekildedir; Vadeli işlemlerde bankalar iki taraflı alış ve satış kotasyonu verirler; Sözleşme banka ile müşteri arasında doğrudan yapılır ve taraflar birbirlerini tanırlar; Genellikle bir emniyet marjı, teminat vs. aranmaz; Sözleşmenin tutarı ve vade esnektir; Vadeli sözleşmeler belirli döviz cinsleri ile sınırlı değildir; Kar veya zarar sözleşmenin vadesi geldiğinde oluşur; Bu sözleşmeler 3. kişilere devredilemez, vadesi geldiğinde tarafların

---

23 Karşlı, a.g.e., s. 233.

24 Saniye Gümüşeli, “Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri”, *Bankacılar Dergisi*, TBB Yayını, No: 179, 1994, s.39.

25 Akgüç, a.g.e., ss. 716 – 717.

yükümlülüklerini yerine getirmeleri beklenir<sup>26</sup>. Vadeli işlemler daha sık olarak 1, 3 ve 6 aylık olmak üzere yazılırlar. Döviz piyasalarında birbirine dönüştürülmesi kolay olan para birimleri için de yıllara yaygın forward sözleşmeleri olabilmektedir. Forward sözleşmeler standart olmadığı için kural olarak herhangi bir gün için de yazılabilirler<sup>27</sup>.

### 2.3.2. Gelecek (Futures) Sözleşmeleri

Belirli bir standarttaki belirli bir ürünün ileri bir tarihte, sözleşmenin yapıldığı anda sabitlenen bir fiyat üzerinden teslim edilmesi veya teslim alınması taahhüdünü içeren bir sözleşme çeşididir. Bu piyasalarda işlem gören sözleşmeler standart nitelikte olup teslimat tarihine kadar alınıp satılabilirler. Gelecek sözleşmelerine konu olacak mallar, homojen olmalı, fiyatları arz ve talebe göre belirlenmelidir ve bu malların spot piyasadaki likiditelerinin de yüksek olması gerekmektedir. Döviz, sabit faizli borç araçları ve borsa endeksleri üzerine yazılan futures kontratlarına “finansal futures kontratları” adı da verilmektedir<sup>28</sup>.

Bretton – Woods anlaşmasının fiilen sona ermesini takip eden kur ve faiz dalgalanmalarının getirdiği riskten korunma ihtiyacını karşılamak üzere, 1972 yılında ABD’de, yedi yabancı para birimi için düzenlenen futures sözleşmelerinin işlem göreceği bir piyasa olan Uluslararası Para Piyasası (IMM), Chicago Ticaret Borsası tarafından kuruldu. Böylece, ilk finansal gelecek işlemleri başlamış oldu<sup>29</sup>.

Futures sözleşmelerinin başlıca özelliklerini şöyle sıralayabiliriz;

Gelecek sözleşmeleri borsalarda alınıp satılan standart sözleşmelerdir. Bu piyasada işlem yapmak isteyen kişi ve kurumlar gelecek komisyoncuları adı verilen

---

26 a.e., ss. 712 – 714.

27 Peter K. Oppenheim, *International Banking*, 5. basım, American Bankers Association, 1987, s. 176.

28 TSPAKB, “Finansal Yönetim Ders Notları”, (Çevrimiçi) [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm), 30 Kasım 2003, s. 62.

29 TSPAKB, “Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma”, Aralık 2002, s. 6.

kurumlarda hesap açtırmak zorundadırlar. Bu kurumlar, müşterilerinden gerekli teminatları almakta ve emirleri yerine getirmektedirler<sup>30</sup>. Gelecek sözleşmelerinin standardize edilmiş olmaları görece olarak küçük olan, örneğin perakendeci müşterilerin, piyasaya girmelerini ve piyasanın likit kalmasını sağlamaktadır<sup>31</sup>. Futures sözleşmelerinin standart vadesi ve miktarı bulunur. En düşük miktara “kontrat” denir ve alım satımlar kontrat sayısı ile ifade edilir. Farklı borsalar miktar konusunda farklı standartlar kullanmaktadır.

Bir gelecek sözleşmesi piyasasının çalışabilmesi için gereken en önemli unsurlardan birisi “takas merkezinin” (clearing house) varlığıdır. Gelecek komisyoncuları müşterilerinden aldıkları emirleri bu merkezlerde gerçekleştirirler. Takas merkezi borsadaki tüm alım satım işlemlerinde karşı taraf rolünü üstlenerek garanti işlevini yerine getirmektedir<sup>32</sup>.

Dünya uygulamaları incelendiğinde iki çeşit takas sisteminin var olduğu görülür. Bağımlı (mutual) ve bağımsız (independent) takas merkezleri. Bağımlı takas merkezlerinde, yalnızca bir borsaya hizmet veren ve bu borsa bünyesinde veya bir anonim şirket şeklinde kurulan takas merkezleridir. Bağımsız takas merkezleri ise, herhangi bir borsaya bağlı olmayan, özerk bir yapı halinde kurulan ve birden fazla borsaya takas hizmeti veren kurumlardır. ABD’de Option Clearing Corporation gibi. Piyasada işlem yapan üyeler, eğer takas üyesi değilse, takas üyesi nezdinde açtıkları kurum hesapları sayesinde takas hizmetinden yararlanırlar<sup>33</sup>.

Gün sonunda alış ve satış işlemlerini takas merkezine ileten işlemciler, yapmış oldukları borç alacak işlemlerini takas ederler. Alış ve satış işlemlerinin birbirine eşit olması gerekir. Bu denklemin sağlandığı işlemleri takas merkezi onaylar. Bu andan itibaren alıcı ve satıcının birbirleriyle olan doğrudan ilişkileri sona erer. Takas merkezi tarafların birbirine karşı olan yükümlülüklerini üstlenmiş olur. Futures

---

30 TSPAKB, “Finansal Yönetim Ders Notları”, s. 63.

31 Heffernan, a.g.e., s. 176.

32 TSPAKB, “Finansal Yönetim Ders Notları”, s. 63.

33 TSPAKB, Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma, s. 11.

kontratların teslim edilmesi veya alınması takas merkezi tarafından sağlanır. Takas merkezi ayrıca kontrat başına, verdiği hizmet karşılığında cüzi bir komisyon tutarı da alır<sup>34</sup>.

Kredi riski gelecek sözleşmelerinde, forward ve swap işlemlerinden çok daha düşüktür. Çünkü değer düşüklüğü riskini ortadan kaldırmak için “marjin sistemi” oluşturulmuştur. Borsa üye kuruluşların futures sözleşmelere taraf olabilmek için güvence niteliğinde bir depozito yatırmaları gerekmektedir. Bu depozitoya “marjin” adı verilir. Marjin sistemi, aleyhine değişiklik olan tarafın yükümlülükten kaçınmasını önlemeye çalışır<sup>35</sup>.

İki tür marjin vardır. Başlangıç ve değişim marjinleri. Piyasadaki kur değişimleri nedeniyle kontratın değerinde marj hesabına yatırıldan daha büyük bir değer düşüşü olursa, aradaki farkın kontrat sahibi tarafından belirli bir süre içinde takas merkezine ödenmesi gerekir. Eğer ödeme yapılmaz ise borsa kuralları gereğince kontrat tek taraflı olarak feshedilmiş sayılır ve teminat da yanar. Aksi durumda fark kontrat sahibine günlük olarak geri ödenir<sup>36</sup>.

Futures piyasalarda alım satım komisyonları, spot olanlara göre genelde daha düşüktür. Bu sebeple, fiyat oluşum mekanizmasının daha etkin çalışmasını sağlarlar. Gelecek sözleşmeleri ile paranın piyasalardaki dolaşım hızı artar ve piyasaya gelen bilgiler fiyatlara daha da hızlı yansır<sup>37</sup>.

Futures sözleşmeleri organize borsalarda alınıp satılırlar. Bunlar arasında en önemli yer tutanlar Chicago Board of Trade (CBOT), New York Futures Exchange (NYFE), Chicago Mercantile Exchange (CME), Philadelphia Stock Exchange, Toronto Stock Exchange, London International Financial Futures Exchange (LIFFE) ve Singapur’da Singapore International Monetary Exchange (SIMEX)’tir. Alım satım işlemleri bu

---

34 Akgüç, a.g.e., ss. 725 – 726.

35 Heffernan, a.g.e., ss. 175 – 176.

36 Seyidoğlu, Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama, a.g.e., s. 277.

37 TSPAKB, Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma, s. 8.

borsalarda “çukur” (pit) adı verilen platformlarda “sesli pazarlık” (open outcry) yöntemiyle yapılır. Yeniden değerlendirme yoluyla yatırımcıların fazla kayba uğramalarını önlemek amacıyla gelecek piyasalarında bazı kontratlarda azami fiyat değişikliği sınırı getirilmiştir. Bu sınıra ulaşıldığı an o gün için işlemler durdurulur. İzin verilen en küçük fiyat değişikliğine “tik” (tick) adı verilir. Gelecek piyasalarında işlem gören ürünler kullanılarak spot piyasalarda işlem gören ürünlerinkine benzer getiri grafiği olan sentetik pozisyonlar oluşturulabilir. Bu özelliği nedeni ile gelecek piyasaları, piyasalarda etkinliğin artırılması ve spot piyasalardaki fiyat dalgalanmalarının azaltılmasına yardımcı olur<sup>38</sup>.

Gelecek işlemler piyasalarında tek başına uzun yada kısa pozisyon alınabileceği gibi, “yayılma pozisyonu” olarak tanımlanan bir kombinasyon da oluşturulabilir. Yayılma pozisyonu da kendi içerisinde “takvim yayılma” (calendar spread) ve “ürünlerarası yayılma pozisyonu” (intercommodity spread) olarak ikiye ayrılabilir. Takvim yayılma pozisyonu, aynı anda yakın vadeli gelecek sözleşmesinin satılması ve daha uzak vadeli gelecek sözleşmesinin satın alınması suretiyle alınır. Ürünlerarası yayılma pozisyonu, fiyatları birbirleri ile paralel hareket eden ürünlerden birinde uzun diğerinde kısa pozisyon alınması demektir<sup>39</sup>.

### 2.3.3. Opsiyon Sözleşmeleri

Alan tarafa üzerine opsiyon yazılan mal veya kıymeti, gelecekte belirli bir tarihte veya tarihe kadar, belli bir fiyattan, belirlenen miktarda alma veya satma hakkını sağlayan sözleşmelerdir. Dolayısıyla opsiyon sözleşmesi, alıcı taraf açısından bir hak sağlamakta, buna karşılık satıcı tarafı bu hakkı satan taraf olarak yükümlülük altına sokmaktadır. Alıcı taraf, opsiyon sözleşmesiyle tanınan hakkı satın alırken bunun için bir para öder, bu paraya “opsiyon primi” denir. Bu primi alan taraf ise satıcı taraftır. Opsiyon sözleşmesi satın alan portföy yöneticisinin yaptığı işlem de finans literatüründe “portföy sigortası” (portfolio insurance) olarak adlandırılmaktadır<sup>40</sup>.

---

38 a.y.

39 a.e., ss. 15 – 16.

40 TSPAKB, “Finansal Yönetim Ders Notları”, s. 47.

Para opsiyonları 1982 yılında yeni bir riskten korunma aracı olarak ortaya çıkmıştır<sup>41</sup>.

Cari opsiyon fiyatlarında, piyasa riskinden kaynaklanan oynaklığı belirleyebilmek için en çok kullanılan model “Black – Scholes”’e ait olan modelledir<sup>42</sup>. Bu fiyatlama modeli, temettü ödemesi yapmayan Avrupa tipi opsiyonların primlerini hesaplamak üzere 1973 yılında Fischer Black ve Myron Scholes tarafından geliştirilmiştir. Modelin temel dayanağı, ürünün nakit hesabında kısa pozisyon, alım opsiyonu hesabında ise uzun pozisyon tutarak risksiz faiz oranında getiri elde eden bir portföy kurma düşüncesidir. Bir başka deyişle, arbitraj teoremidir<sup>43</sup>. Opsiyon almanın hak sahibi açısından sağladığı en büyük yarar, sınırlı bir riskle, yüksek finansal kaldıraçtan yararlanma ve dolayısı ile teorik olarak sınırsız kar olasılığı elde etmektir. Opsiyon sözleşmesini satın alanın riski ise ödediği prim kadardır.

#### 2.3.4. Swap Sözleşmeleri

İki tarafın belirli bir zaman dilimi içerisinde ödemelerini karşılıklı olarak değiştirme konusunda anlaştıkları finansal işlemlerdir. Bu finansman aracında amaç, faiz oranları ile döviz kurlarında yaşanan değişmelerin yaratmakta olduğu belirsizliği ortadan kaldırarak riski azaltmaktır. Karşılıklı yükümlülüklerin birbirine bağlı oluşu, para swapını krediden ayırır. Para swapları vadeli şarta bağlı yükümlülük doğurduğundan bilanço dışı işlemler arasında yer alır<sup>44</sup>.

Swap işlemlerine temel oluşturan sebepler şunlardır; Döviz fonlarına erişebilme yeteneği veya güçlüğü, değişken faizli fon sağlayabilme yeteneğine karşın sabit faizli fon temininde karşılaşılan zorluklar, farklı finansal piyasalarda kurumsal ve yapısal farklılıkların bulunması, işlemlerin taraflarının farklı piyasalarda farklı kredi değerliliklerine sahip olmaları.

41 Peter S. Rose, *Commercial Bank Management*, 2. edisyon Richard D. Irwin Inc., 1993, s. 620.

42 BBA, “Types of volatility”, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.bba.org.uk/public/corporate/benchmarks/35469/typesvolatility>, 14 Haziran 2004 .

43 TSPAKB, “Finansal Yönetim Ders Notları”, ss. 48 – 49.

44 Akgüç, a.g.e., s. 701.

Uygulamada üç ana tür swap görülmektedir. Bunlar faiz, para ve mal swaplarıdır.

Faiz swapı, kredi değerliliği farklı iki kuruluşun aynı tutarda fakat faiz koşulları değişik olan borçlarının gerektirdiği ödemeleri belirli bir süre için değiştirmeleridir. Bu uygulamada vade genel olarak 1-15 yıl arasında değişmektedir. Klasik uygulamada aynı tutar ve vadede bulunan borçların faizlerini değiştirmek suretiyle swap yapılır. Bu değişimle taraflardan birisi değişken faiz oranı ile borçlanmaktan kurtularak sabit faizli bir borç yapısına kavuşur. Böylece ileride faiz oranlarında ve kur değerlerinde meydana gelebilecek risklere karşı kendini güven altına almış olur. Diğer taraf ise faiz oranlarında beklediği düşüğe paralel olarak sabit faizli borç yapısından vazgeçerek değişken faizli bir borçlanma olanağı sağlamış olur. Başka bir deyişle, swap uygulaması mukayeseli karşılaştırma teorisinin finans piyasalarına uygulanmasıdır<sup>45</sup>.

Faiz swapında anaparaların değişimi söz konusu olmayıp sadece faiz ödemeleri el değiştirmekte, kredi değerliliği düşük olan borçlu, kredi değerliliği yüksek olan tarafa bir prim ödeyerek dezavantajını azaltmaktadır. Uluslararası piyasalarda, uzun vadeli krediler genellikle LIBOR'a bağlı olarak her faiz döneminde değişen "değişken faizli" olarak verilmekte, bununla beraber bir kısım firmalar ise kredi vadesi boyunca değişmeyen "sabit faizli" krediler alabilmektedir.

Para yada döviz swapı(Currency swap), iki tarafın ayrı para birimi üzerinden mevcut veya alacağı tahmin edilen borçlarını veya alacaklarını birbirleriyle değiştirmeye razı olmaları şeklinde tanımlanabilir. Bir para swapı genel olarak 2-10 yıl arasındaki vadelerde düzenlenir ve gerçekleştirilebilmesi için şu şartların gerçekleşmiş olması gerekmektedir; Söz konusu paraların anlaşmaya varılan döviz kuru üzerinden karşılıklı olarak el değiştirmesi, swap sözleşmesi içerisinde faizlerin değiştirilmesi, sözleşme bitiminde başlangıçta anlaşılan döviz kuru üzerinden ana paraların iadesi<sup>46</sup>.

---

45 a.e., s. 690.

46 TSPAKB, "Finansal Yönetim Ders Notları", ss. 48 – 49.

Sabit faiz – değişken faiz para swapları versiyonlarının dışında, dünya finans piyasalarının artan işlem hacmi nedeniyle 1980’li yıllarda bankalarca, yeni melez para swap turleri ortaya çıkartılmıőtır. Riski yok etme ve mevcut durumdan kar elde etme amacını guden bu turler aędaő swaplara Şu rnekler verilebilir<sup>47</sup>;

- Para opsiyon swapları: Bankaların firmalara işlem tarihinden itibaren 6 ay ile 1 yıl içinde, para swapının tutarını arttırma olanağını tanıdıkları swap anlaşmalarıdır. Firma, kendisine tanınan sfire içinde, spot kuru kendisi açısından uygun görmesi durumunda, swap tutarını arttırma hakkına sahiptir.

- Geçiőli, halka yada dönüşümlü swaplar: Herhangi bir sabit faizli bir para piyasasını, bankalararası USD piyasasına bağlamaktadır. Bu turler swap, para ve faiz swapını birleőtirerek, sabit faizli bir paradan borçlanarak, başka bir para birimine geçme, borcu başka bir para birimine dnüştirme olanağı vermektedir.

- Birleőtik geçiőli swaplar: Vadeli döviz, faiz swapı ve geçiőli swap pazarlarında eşanlı olarak bulunan farklılıklardan yararlanmak için kullanılmaktadır. Bu swaplara melez swaplar da denilmektedir.

- İkili para swapları: Tahvillerin çekiciliğini arttırmak için, uluslararası finans piyasalarında anapara ve faiz kuponlarının farklı iki para birimi üzerinden çıkarılmasından kaynaklanmaktadır.

- Para düzeltme swapları: Döviz kurları ve faiz hadlerinde dalgalanma, düzenlenmiő swap szleēmelerinin piyasa fiyatlarıyla değerlendirdiklerinde önemli boyutta kar veya zarar göstermesine yol açmıştır. Finans yöneticileri, döviz ve faiz oranlarının en yüksek veya en düşük düzeye yaklaőmakta olduğunu sezinlediklerinde, daha önce yapmış oldukları swap işlemlerin tersini yaparak bu deęiőiklikleri kara dnüştirmektedirler.

---

47 Akgüç, a.g.e., ss. 702 – 712.

- İtfa edilen swaplar: Para swaplarında anapara tutarı, swapın vadesi boyunca belirlenmiş tarih ve tutarlarda azaltılabilir.

- Mal Swapı; Özellikle beş yıla kadar vadeli petrol sözleşmelerinde kullanılan uygulamalardan birisidir. Bu yöntem, iki taraf arasında belirli miktar ve kalitedeki bir malın, sabit ve değişken fiyatlarını belirli zaman süresince değiştirmesini içeren bir sözleşmedir. Bu uygulama ile hem üreticiler hem de alıcıların mal borsalarında meydana gelebilecek fiyat dalgalanmalarına karşı korunması gerçekleşmiş olmaktadır.

### **2.3.5. Tavan ve Taban Oran Anlaşmaları**

Bu tür anlaşmalar kuramsal olarak döviz kurlarına da uygulanabilirse de esas itibariyle faiz oranlarındaki dalgalanma riskine karşı kullanılmaktadır<sup>48</sup>.

Tavan (Caps) Oran Anlaşmaları; Yabancı para ile borçlanan firmalar, döviz kurlarının aşırı yükselmesi olasılığına karşı üst sınır anlaşmaları ile, bir bedel karşılığında ödeyeceği döviz kuru için bir üst sınır getirmekte, böylece döviz kurlarının bu üst sınırı aşması halinde, bu üst sınır düzeyinden hesaplanana ödeme olanağını elde etmektedir.

Taban (Floor) Oran Anlaşmaları; Hak sahibi açısından belirli bir süre için, yatırımının veya portföyünün sağlayacağı getiri oranı bir alt sınır ile garanti altına alınmış olmaktadır.

### **2.3.6. Döviz Garantileri (Currency warrant)**

1987 yılında ABD’de piyasaya sunulmuştur. Bu şarta bağlı araç, alıcılarına, önceden belirlenmiş döviz kuru oranından, farklı para birimlerinin Amerikan Doları karşılığında birbirleri ile değiştirme hakkı verir. Bu döviz garantileri Amerikan

---

48 a.e., ss. 710 – 712.

Dolarının döviz piyasalarındaki fiyat değişmelerine oldukça duyarlıdır. Döviz garantileri, önceden belirlenmiş fiyatlardan bunları satan kuruluşlarda değiştirilebilir veya onlara geri satılabilir<sup>49</sup>.

### **2.3.7. Sentetik Teminatlı Borçlar**

Son zamanlarda, türev araçlar ve menkul kıymetlerin birleşmesinden oluşan sentetik teminatlı borçlar (Synthetic collateralized debt obligations – CDO's) kavramı karşımıza çıkmaktadır. Bu araçlar, yatırımcıların kredi korumasını belli bir havuzda birleştirip ayırma yolu ile yatırımcıların ihtiyaçlarını risk ve getiri olarak tamamen karşılayan, onların yatırım yapabilme seçeneklerini genişleten yeni borç yönetimi araçlarıdır<sup>50</sup>.

Küreselleşen döviz piyasalarına eşlik eden türev araçlar piyasalarına, hane halkının tasarruf davranışları ve çok sayıdaki gelişmiş ülkenin mali endüstrilerindeki serbestleşme hareketlerindeki büyük ölçekli değişmelerin katkılarından dolayı, fon yönetimi endüstrisi, son yıllardaki mali sektörün en dinamik parçasını oluşturmuştur. Korunma fonları 1960'ların ortalarından beri biliniyor olsa bile, 1990 – 1997 arasında 12 kez artarak asıl gelişimini 1990'larda yapmıştır<sup>51</sup>.

## **2.4. Küreselleşen Döviz Piyasalarında İstikrar Sorunu**

Görelî olarak küçük portföy akımları ile sermaye akımları, yurtiçi finansal durumların olması gerekenden çok daha fazla karışmasına sebebiyet verebilir. Gelişmekte olan ülkeleri, muhtemel para yada bankacılık krizlerine maruz kalmaktan korumak ve finansal küreselleşmeden olumlu etkilenmelerini sağlayabilmek için, bazı önkoşulların sağlanması gerektiği konusunda ekonomik çevrelerin paylaştığı

---

49 Rose, a.g.e., ss. 620 – 622.

50 Alan Greenspan, "Global finance – is it slowing ?", 7 March 2003, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/review/r030311b.pdf>, 17 Ocak 2004, s. 1.

51 IMF, International Capital Markets September 1998, "Globalization of Finance and Financial Risks", 01 October 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file11.pdf>, 18 Ocak 2004, s. 185.

bazı ortak hususlar bulunmaktadır. Öncelikle, yabancı portföy yatırımlarından daha önce doğrudan yabancı yatırım gelmesi gibi. Örneğin güçlü bir otorite, bankaların açık pozisyon almalarının önüne bir limit koyarak olası zararları azaltılması yönünde etki yapabilir<sup>52</sup>. Kaldı ki, oynaklık döviz ticareti yapanlar tarafından arzulanan bir durumdur, çünkü potansiyel bir kar söz konusudur<sup>53</sup>.

BIS'in Nisan 1992 ile Nisan 2001 arasındaki aylık veriler için düzenlemiş olduğu aşağıdaki tabloya göre (TABLO XII), USD'nin diğer para birimlerine dönüştürülmesi işlemlerini sırası ile; 272,5 Milyon USD ile Euro, 221 Milyon USD ile JY, 99,25 Milyon USD ile GBP ve 61,50 Milyon USD ile CHF'nin oluşturduğu görülmektedir. olduğu görülür. Para birimlerinin birbirleri karşısındaki ortalama en yüksek dalgalanmalar ise sırasıyla; 14,11 ile EUR/JPY, 11,935 ile USD/JPY, 11,755 ile USD/CHF, 10,445 ile USD/EURO ve 7,425 ile USD/GBP arasında gerçekleşmiştir.

**TABLO XII**  
**Döviz İşlemlerinin Hacim ve Volatilitesi (1)**

	Nisan 1992		Nisan 1995		Nisan 1998		Nisan 2001	
	Hac.	Vol.	Hac.	Vol.	Hac.	Vol.	Hac.	Vol.
USD/EUR (2)	192	10,00	254	10,45	290	5,72	354	15,61
USD/JPY	155	8,12	242	17,05	256	11,75	231	10,82
USD/GBP	77	9,66	78	5,65	117	5,31	125	9,08
USD/CHF	49	11,47	61	12,71	79	7,90	57	14,94
EUR (2)/JPY	18	8,73	24	16,76	24	10,99	30	19,97
EUR (2)/GBP	23	5,84	21	8,47	31	6,04	24	8,65
EUR (2)/CHF	13	4,57	18	3,62	18	2,88	12	3,05

(1) Hacim Milyon USD olarak ifade edilmiştir; Volatilité takvim yılındaki günlük getirilerin yıllık hale getirilmiş değerlerinin standart sapması cinsinden ifade edilmiştir.

(2) 1999 öncesi değerler Alman Markı'na aittir.

**KAYNAK:** BIS, Triennial Central Bank Survey, "Foreign exchange and derivatives market activity in 2001", Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf>, s. 5

52 Dawson, a.g.e.

53 Sinkey, a.g.e., s. 372.

Uluslararası döviz piyasalarında yapılan spekülasyonların yol açtığı yüksek volatilitenin önüne geçebilmek için yapılan önerilerin başında “Tobin Vergisi” gelmektedir. Tobin vergisi hakkında şunları söylemek mümkündür;

Yabancı para cinsinden işlemleri yada daha genel bir ifade ile kısa dönemli finansal akımları vergilendirmek Tobin’in teorisine göre, döviz ticaretini daha maliyetli hale getirerek bu işlemler üzerine yapılan spekülasyonu caydırıcı bir etki yapar<sup>54</sup>. Kısa dönemli sermaye hareketlerini hacim olarak azaltacak olan bu vergileme, döviz kurunun istikrarının sağlanması için yol gösterici bir niteliğe bürünecektir. Ancak, önerilen vergi uluslararası mali piyasaların bölünmesini sağlarken ve spekülasyonu önlemeksizin likidite problemi de doğurabilir. Buna alternatif bir çözüm yolu, normal işlemler için düşük vergi oranı, döviz kuruna spekülasyonları bünyesinde bulunduran çok kısa vadeli işlemlerde de ekstra vergi yükü konmasıdır. Bu varsayım altında, döviz kuru bir bant içerisinde serbestçe dalgalanabilecek, ancak bant hedefini aşan (overshooting) döviz kurunun, bu kura en yakın bant ile arasında kalan kısmının vergilendirilmesi sayesinde bu dalgalanma azalacak ve kamu otoritelerinin merkez bankalarının müdahalesi ve uluslararası rezervlerin azalmasına gerek olmaksızın döviz kurları istenilen hedef aralığında (target range) kalacaktır<sup>55</sup>.

James Tobin’in bir para biriminden diğerine dönüştürülmesinde uygulanmasını önerdiği vergi (charge) işlem hacminin %0,1 ile %1 arasındadır. Bu uzun vadeli yatırımın cesaretini daha az kırıncı, ama işlemlerin sürekli olarak günlük, haftalık yada aylık olarak yapılacağı düşünüldüğünde ise yüksek bir oran demektir. Bu vergilemenin ana amaçları arasında spekülasyondan kaynaklanan döviz hareketlerinin azaltılması, uluslararası organizasyonların gelirlerinin artırılması ve ulusal politikaları dışsal şoklardan kaynaklanan zedelenmelere karşı korunması yer almaktadır<sup>56</sup>.

---

54 Issing, a.y.

55 Paul Bernd Spahn, “The Tobin Tax and Exchange Rate Stability”, Finance & Development, June 1996, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/fandd/english/pdfs/0696/0130696.pdf>, 23 Aralık 2003, s. 24.

56 Ben Patterson, Mickäl Galliano, “The Feasibility of an International 'Tobin Tax'”, Mart 1998, (Çevrimiçi) [www.europarl.eu.int/workingpapers/econ/107\\_en.htm](http://www.europarl.eu.int/workingpapers/econ/107_en.htm), 18 Haziran 2004 .

Tobin vergisinin etkinliğini kısıtlayan dört ana etken mevcuttur. Bunlar vergi tabanının kurulması, vergilenebilir işlemlerin tanımlanması, vergi oranının ayarlanması ve vergi gelirlerinin dağıtılması konularıdır,

- Vergi tabanı; Finansal market bozulmalarını sınırlayabilmek, uluslararası mali işlemleri mümkün olduğunca geniş tutarak olabilir. Hiçbir şekilde piyasa aktörleri bu vergilemeden dışlanmayacağı gibi ticaret yapanlar da milliyetlerine göre ayrıma tabi tutulmayacaktır. Vergi, mali kurumların tamamına, hükümetlere ve uluslararası kurumlara, mal ve hizmet üreticilerine, özel girişime ve hane halkına uygulanacaktır. İşte ilk paradoks burada ortaya çıkıyor. Tobin vergisi, hiçbir kurumda ayırım yapmadığı gibi, piyasaların istikrarını bozucu olan olmayan diye işlemleri ayırt etmemektedir<sup>57</sup>. Aslında uluslararası döviz işlemlerinin sadece %5'lik bir tutarı mal ve hizmetlerin ticaretinden kaynaklanan el değiştirmedir. Geriye kalan tutar sigorta, korunma, arbitraj ve spekülasyon vs. kaynaklanmaktadır. Ama bu işlemlerin de bir kısmı zaten içerisinde döviz piyasası ile mal – hizmet ticareti için yararlı ve stabilizasyonu sağlayıcı unsurları bulundurur<sup>58</sup>.

- Vergilenebilir işlemler; Tobin vergisini kısa vadeli işlemlerde uygulamak yetersizdir. Çünkü, vergilenebilir işlemlerin bir şekilde gizlenmesi olasıdır. Bununla birlikte, vergileme türev piyasaların işlemesine büyük zarar verir. Özü itibariyle türev piyasaları zaten, başlı başına döviz piyasasında meydana gelebilecek istenilmeyen değişimlerden koruma görevini üstlenmiştir<sup>59</sup>.

- Vergi oranı; Döviz piyasalarında ideal olan, piyasanın dengede olduğu durumda vergi oranının sıfır olmasıdır. Oysaki, Tobin sabit bir vergi oranının her bir kısa vadeli spekülatif işleme uygulanmasını önerir<sup>60</sup>.

---

57 Spahn, a.g.e., ss. 24 – 25.

58 Patterson, Galliano, a.g.e.

59 Spahn, a.g.e., ss. 24 – 25.

60 a.y.

- Gelirlerin dağıtımı; Vergi oranının yüksek olması, verginin tabanını oluşturacak işlemlerin azalmasını sağlayacaktır. Üstelik, verginin doğduğu işlemlerin olduğu ülkelere tekrar döndürülmesi ekonomik eşitsizliği arttıracaktır<sup>61</sup>.

Uluslararası döviz piyasalarının istikrarını hedefleyen Tobin vergisinin diğer bir versiyonu da “İki basamaklı Tobin Vergisi” kavramıdır.

Döviz kurunda istikrarı hedefleyen vergilerin yüksek ve/veya değişken olması uluslararası finansal piyasaların çalışmasını çok ciddi şekilde sıkıntıya sokacaktır. Aksine, uluslararası finansal işlemlerin üzerine küçük mali yüklerin konması da döviz piyasalarında spekülasyondan etkilenmesinin önüne geçemeyecektir. Bu durumların önüne geçebilecek çözümlerden birisi de iki basamaklı Tobin vergisi kavramı olabilir. Basamaklardan birincisi, küçük oranlı işlem vergisidir (a minimal rate transaction tax). Diğer basamak da döviz kurundaki yüksek dengesizlik durumunda devreye girecek olan ve sağlam sayısal veriler ile desteklenmiş olan, ağır döviz yüküdür (surcharge). Küçük oranlı işlem vergisi, dünya finansal piyasalarındaki normal likidite fonksiyonunda parçalanmalara yol açmadan istikrarlı gelir sağlayacaktır. Ağır döviz yükü ise, döviz piyasaları düzgün çalıştığı sürece devreye girmeyecek, gelir artırma maksatlı kullanılmayacak ve döviz kurlarına spekülasyon hareketleri caydırma amacı güdecektir<sup>62</sup>.

Bu konuda son olarak şunu belirtmeliyiz ki, uluslararası spekülasyon para akımlarının istenmeyen etkilerinden korunmak için kullanılan döviz türev araçları için piyasada oluşan talep, dövizin getirisindeki değişimin %45’ini açıklamaktadır. Bunun doğal sonucu, en azından gelişmiş ülkelerde, bir işlem vergisi koymanın refah üzerinde önemli negatif etkilenmeye yol açacağıdır<sup>63</sup>.

---

61 a.y.

62 a.e., ss. 25 – 27.

63 David Tien, “Hedging Demand and Foreign Exchange Risk Premia”, October 2002, (Çevrimiçi) [www.bis.org/cgfs/conf/mar02k.pdf](http://www.bis.org/cgfs/conf/mar02k.pdf), ss. 141 – 149.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DÖVİZ TİCARET RİSKLERİ VE YÖNETİM TEKNİKLERİ İLE ULUSLARARASI BANKACILIKTA KÜRESELLEŞMENİN SINIRLARI

Finansal liberalleşmenin yansımalarından biri olan artan sermaye akımları sayesinde uluslararası bankaların eskiden çok az veya hiç maruz kalmadıkları döviz ticaret riskleri ile karşı karşıya kaldıklarını önceki bölümlerimizde belirtmiştik. İşte aşağıdaki bölümlerde öncelikli olarak bankaların karşı karşıya kaldıkları döviz ticaret risklerini tanım olarak belirttikten sonra, ardından da sırasıyla bu risklerden korunmak için sıklıkla kullanılan bazı yönetim teknikleri gösterilecektir. Nihayet bu bölümün en son kısmında da uluslararası bankacılıkta küreselleşmenin sınırları üzerinde durulacaktır.

#### 3.1. Döviz Ticaret Riskleri

##### 3.1.1. Döviz Kuru Riski<sup>1</sup> (Foreign Exchange Rate Risk)

İleride bir döviz geliri elde edecek yada bir döviz ödemesi yapacak olanların, bu süre içerisinde döviz kurlarında ortaya çıkabilecek olumsuz bir gelişme dolayısı ile zarara uğrama olasılığı “kur riski” olarak tanımlanabilir. Başka bir deyişle, döviz kuru riski, bir firmanın kendi milli parası dışındaki paralarla kambiyo işlemlerinde bulunması yada kendi ülkesi dışında yabancı net varlık yada borçlarının olması durumunda ortaya çıkar. Doğaldır ki, bir bankanın döviz borç ve alacaklarının döviz cinsi, vade ve tutar olarak birbirlerine eşit olması durumunda ise kur riski doğmayacaktır.

Kur riski sadece yüksek enflasyon ile yaşayan, belirsizliğin ortama hakim olduğu, gelişmekte olan ülke piyasalarına özgü bir sorun değildir. Gelişmiş ülke piyasalarına

---

<sup>1</sup> Kambiyo riski veya kur riski olarak da bilinir.

yapılan yatırımlarda da ciddi anlamda kur riski söz konusu olabilmektedir. 2002 yılında, Euro'nun USD'ye karşı birkaç ay içinde %15-20 mertebesinde değer kazanması örneğinde olduğu gibi<sup>2</sup>.

Döviz kurlarının gelecekteki konumunun belirlenmesinde kullanılan matematiksel tahmin yöntemleri, temel ekonomik göstergelere dayalı olarak yapıldığında bile, bize ancak yön gösterici olabilir. Bunun başlıca sebepleri, döviz kurlarının belirlenmesinde politik, teknik ve psikolojik faktörlerin etkin olmasıdır. Döviz kurlarının oluşmasında etkin olan başlıca unsurlar, Ülkelerarası faiz farklılıkları<sup>3</sup>, spekülasyonlar, para ve maliye politikaları, vadeli döviz işlemleri, enflasyon, durgunluk, işsizlik, ekonomik büyüme, endüstrinin gelişmesi, uygulanan makro ekonomik politikalar, altın ve petrol pazarlarındaki gelişmeler, savaşlar, etnik grupların varlığı, ihtilaller, otorite boşluğu, çeşitli söylenti ve beklentiler vs. ile ekonomik, politik ve psikolojik faktörlerdir.

### 3.1.2. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski genel olarak, faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmalara paralel olarak, aktiflerin, pasiflerin ve bilanço dışı kalemlerin fiyatlandırılmalarında meydana gelen değişimlerdir. Faiz oranı riskini yönetmek için önce bu riskin belirlenmesi gerekmektedir, fakat daha önce yapılması gereken faiz duyarlılığının boyutlarını belirlemektir. Yani aktif ve pasiflerin faiz oranlarına ne kadar duyarlı (rate sensitive

2 TSPAKB, "Finansal Yönetim Ders Notları", s. 85.

3 Fisher etkisine göre, beklenen gerçek faiz oranı, nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon oranı arasındaki farka eşittir. Bu etkiye göre, para arzındaki sürekli bir artış, öncelikle nominal faiz oranlarında bir azalmaya yol açacaktır. Ardından, çıktı ve enflasyon birlikte artarken, faiz oranları da kademeli olarak artacaktır. Uzun dönemde, para arzı ve enflasyon aynı oranda artacaktır. Başka bir deyişle, genelleştirilmiş Fisher etkisine göre, para üzerinden beklenen reel faiz getirisi diğerlerinden farklı ise, mali fonlar düşük reel faizde olan ülkeden yüksek faizde olana doğru kayar ve bu faaliyet iki ülke arasında reel faiz oranları eşitleninceye kadar da devam eder. Faiz farkı olduğu müddetçe, ilgili ülkenin parasına olan talep, o ülke parasının değer kazanmasını sağlar. Bkz. Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, *Macro Economics*, McGraw – Hill, Six/International Edition 1994, ss. 492 – 493. Fisher etkisinin açık ekonomilere uygulanmış biçimine Genelleştirilmiş Fisher Etkisi (Generalized Fisher Effect) veya Fisher Açık Etkisi (Fisher Open Effect) adı verilir. Buna göre, iki ülkenin faiz oranları arasındaki farklılık, enflasyon oranları arasındaki farka eşit olmalıdır. Bkz. Halil Seyidoğlu, *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Yayınları, 2. Baskı, İstanbul 1999, s. 184.

assets / liabilities) olduklarını bulmaktır<sup>4</sup>. Bankaların aktiflerinin duyarlı olması, bankaların faiz duyarlı aktiflerinin tekrar fiyatlandırmasının, faiz duyarlı pasiflerinin tekrar fiyatlandırmasından daha hızlı gerçekleşeceği anlamına gelirken, bankaların pasif duyarlı olması ise, faiz duyarlı pasiflerin fiyatlamasının faiz duyarlı aktiflerden daha hızlı gerçekleşeceği anlamını taşır<sup>5</sup>.

Faiz riskinden korunabilmek için iki yönlü bir analiz gerekir. Bunlardan birincisi, faiz oranı uyumu amacına yönelik olurken, diğeri efektif vadenin saptanmasına yöneliktir. Aslında efektif vade sorunu, kaynak ve kullanımları arasındaki likidite sorunu gibi görünse de bankaların uzun vadeli kaynaklar ile fonladıkları kısa vadeli varlıklarının geri dönmesi durumunda, bankaların ellerindeki fonu yeniden plase etmesi gereğinden doğmaktadır. Bu durumda, bu fona uygulanacak uygun faiz oranı ve uygun vade bileşeni önem kazanmaktadır. Banka yönetimleri vade ile ilgili olarak ortaya çıkan risklerden korunmak için süre analizi (duration) tekniğinden yararlanmaktadırlar<sup>6</sup>.

Bir mali kurumun faiz oranı riskini sınırlandırabilmesi için çok çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bir yaklaşım, sıfır kupon ödemeli tahvillerden kaçınarak daha kısa süreli tahvilleri elde tutmak ve böylece sık sık kupon ödemelerinden yararlanmaya çalışmaktır. Diğeri strateji, elde daha çok kısa vadeli mali araç tutmaktır. Kısa vadeli mali araçlar, daha uzun vadeli araçlarla karşılaştırıldığında, faiz oranlarında artış söz konusu olduğunda daha düşük seviyeli sermaye kayıplarına sebebiyet verir<sup>7</sup>. Ancak bu ikinci yöntem beraberinde bazı sorunları da getirebilir. Öncelikle, getiri eğrisi yukarıya doğruysa yani sürekli bir artış izlenmekteyse, muhtemelen uzun vadeli mali araçlar, kısa vadeli olanlara göre daha az getiri sağlayacaktır. İkincisi, sürekli olarak alıp satmak stratejisi (rolling over) kısa vadeli araçları hem harcayan zamanı hem de işlem maliyetini arttırmasından dolayı daha maliyetli hale getirir. Üçüncü olarak, kısa vadeli al sat işlemleri bu işlemi yapan mali kurumların tekrar yatırım riski ile

4 Gonca Kılınç, "Aktif Pasif Yönetimi", *Bankacılar Dergisi*, Sayı 6, Ekim 1991, s. 57.

5 Heffernan, a.g.e., s. 167.

6 Özdemir Akmut, "Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Karşılaştıkları Finansal Sorunlar ve Risk Yönetimi", *İşveren Dergisi*, Mayıs 2001, (Çevrimiçi) [http://www.tisk.org.tr/isveren\\_sayfa.asp?yazi\\_id=307&id=18](http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=307&id=18), 06 Nisan 2004 Salı.

7 Daniels, Vanhoose, a.g.e., ss. 145 – 146.

karşılaşmasını sağlar. Sadece kısa vadeli mali araçları tercih etmek portföy çeşitlendirerek yada farklı karakterlerdeki mali araçları kullanarak riski dağıtmanın da önüne geçmek anlamına gelebilir.

Bankaların faiz oranı risklerinden dolayı karşı karşıya kaldıkları riskleri de şu alt başlıklar altında sıralayabiliriz; Gelir riski<sup>8</sup>, fiyat riski<sup>9</sup>, yeniden yatırım riski, önceden ödenme riski, baz riski (basis risk)<sup>10</sup>.

### 3.1.3. Kredi Riski

Kredi riski, karşı tarafın yükümlölüklerini yerine getirmemesinden dolayı, bankanın bir varlığının yada verdiği bir kredinin vadesi geldiğinde ödenmemesi veya ödemenin geciktirilmesi ile ortaya çıkan risk türüdür. Böyle bir durumda, varlığın şimdiki değeri azalır ve bu da bankaların iflas etmesine sebebiyet verebilir<sup>11</sup>.

Başka bir deyişle, kredilere yönlendirilen fonların geri ödenmemesi veya ödemenin gecikmeli olarak gerçekleştirilmesi kredi riskini oluşturmaktadır. Bankaların bu riskten kurtulmak için kısa ve/veya çok kısa vadeye yönelmeleri, bilançolarında faize hassas kalemlerin artışına sebep olmaktadır. Ancak, toplam kredilerin ne kadarlık bir bölümünün geri dönmeyeceği veya geç döneceği geçmiş deneyimler ve açılan kredilerin güvencesine bakılarak tahmin edilebilir. Bu durumda da borçluların geri vermediği veya geç ödediği kredi tutarları öngörülen tutarı aşırıyorsa bankalar için beklenmedik bir kredi riski doğmuş olur. Bankaların kredi kararlarını akılcı bir şekilde değerlendirmesi, ekonomik yaşamın düzenli işleyişi açısından son derece

---

8 Faiz oranlarındaki değişmelere paralel olarak, bir aktifin getirisinde veya pasifin maliyetinde meydana gelen değişmelerdir. Böyle bir riskin söz konusu olabilmesi için aktif ve/veya pasif kalemlerinin faizdeki değişmelere duyarlı olması gereklidir. M. Hasan Eken, "Bankalarda Aktif Pasif Yönetimi", *Bankacılar Dergisi*, Sayı 10, Ekim 1992, s. 48.

9 Faiz dalgalanmaları faize duyarlı olan aktif ve pasiflerin getiri ve maliyetlerini etkilerken, faize duyarlı olmayan yada sabit getirili bilanço kalemlerinin de fiyatlarında oynama yapar. a.y.

10 Vadeli işleme konu kıymetin veya finansal göstergenin spot piyasa fiyatı ile vadeli işlem fiyatı arasındaki farka "baz" denir ve özellikle korunma amaçlı işlemlerde korunma periyodu ile vadeli işlem sözleşmesinin vadesinin uyuşmaması durumunda baz risk oluşur. Bir banka, basis riski sebebiyle %100 bir koruma sağlayamamaktadır. İMKB, "Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları", Eylül 2003, s. 9.

11 Heffernan, a.g.e., s. 165.

önemlidir. Yanlış değerlendirmelerde bulunmak hem ekonominin hem de banka kaynaklarının etkin kullanılamaması sorununu gündeme getirir<sup>12</sup>.

### 3.1.4. Ülke Riski

Ülke riski kavramı, sınırlar ötesi kredi verme ilişkilerinde, kredi açılan ülkede meydana gelebilecek bazı olaylar neticesinde kayba uğrama olasılığı olarak da tanımlanabilir<sup>13</sup>. Başka bir deyişle, ülke riski, herhangi bir ülkenin çeşitli sebeplerden dolayı dış borçlarını ödeyememesi sonucunda ortaya çıkan ve diğer tüm dış borçlanma ve dış yatırımlarda karşılaşılan genel risklerin dışında kalan bir risktir<sup>14</sup>.

Uluslararası toptancı bankacılığın gelişimi 1950'li yıllarda Euro-Dolar piyasalarında, Euro – Dolar mevduatların çokuluslu şirketlere kredi olarak plase edilmesiyle başladı. Bu durum ancak 1960'lı yılların ikinci yarısında gelişmekte olan ülke hükümetlerinin, borçlanmak üzere uluslararası piyasalara çıkmasıyla değişti<sup>15</sup>.

Bankaların az gelişmiş ülkelerde özel kesime kredi açması ve bunu devlet (hazine) garantisi olmaksızın yapmaya başlamaları, kredi karşılıklarının yetersiz kalmaya başlaması sonucunu doğurdu. Böylece 1970'li yılların ortalarında bugünkü anlamda ülke riski sorunu ortaya çıkmaya başladı. Merkez bankaları ve diğer merkezi otoriteler ülke riski kavramını 1970'li yılların sonlarında fark ettiler. 1974 ve 1975 yıllarındaki banka iflasları ve büyük kredi batakları dünya basını ve finans çevrelerini çokça meşgul etti. Franklin National Bank'ın (Newyork) iflasa yakın durumu, Union Bank of Switzerland ve Lloyd Bank Lugano'nun uğradığı büyük kayıplar zamanın en önemli olaylarıdır. Bu nedenle, 1980'li yılların başlarında pek çok merkez bankaları ve kontrol otoritelerinin ülke riski konusunda uzmanlaştığı görülür<sup>16</sup>.

---

12 Akmut, a.g.e.

13 a.e., s. 56.

14 Fatoş Tuğay, "Ülke Riski", *Bankacılar Dergisi*, Sayı 5, Temmuz 1991, s. 30.

15 Apak, a.g.e., s. 60

16 Apak, a.g.e., s. 60.

Bu tür uluslararası borçlanmalardaki temel mantık, yurtdışından sağlanan ucuz ve çok miktardaki kaynağın verimli yatırım sahalarına yönlendirilmesi ile ekonomideki kısır döngünün kırılması isteğiydi (vicious circle of economy). Bankalar, hükümetlerin borçlarını ödeyebilmesi için ekonominin bir bütün olarak algılanması gerektiğini ve az gelişmiş ülkelerin borçlarını ifa edebilmek için bu ülkelerin döviz gelirleri elde etmek zorunda olduklarını yeni kavrayabilmişlerdi. Ülke riskinin ortaya çıkmasında ekonomik, sosyal ve politik faktörler etkindir<sup>17</sup>. Ayrıca, uygulamada en sık görülen ülke riski türü “borçlunun tepki ve davranış tarzına göre ortaya çıkan” ülke riskidir<sup>18</sup>.

### 3.1.5. Operasyonel Risk

Kurumların yetersiz yada başarısız dahili süreçleri, insan yada sistemlerden veya dış olaylardan kaynaklanan doğrudan yada dolaylı kayıpları operasyonel risk olarak tanımlanır<sup>19</sup>. Bu tanımlamayı, rakiplere ve değişen ekonomik koşullara tepki vermedeki başarısızlık gibi stratejik ve işletme risklerini de ekleyerek daha da genişletmek mümkündür<sup>20</sup>.

Son yıllarda, bankacılık endüstrisi mali kurumların risk profillerinin şekillenmesinde operasyonel riskin önemini fark etti. Yüksek otomatik teknoloji, e - ticaretin büyümesi, büyük ölçekli şirket birleşme ve satın almaları, bankaların çok büyük hacimli ürün pazarlıyor hale gelmeleri, dışardan sağlanan (outsourcing) hizmetlerin artışı ile kredi ve piyasa risklerini azaltan finansal tekniklerin daha çok kullanımı gibi gelişmeler, operasyonel riskin hissedilme derecesini arttırdı<sup>21</sup>.

17 Apak, a.g.e., s. 57.

18 Borçlunun tepki ve davranışlarına göre oluşan ülke risklerini kısaca şöyle sıralamak mümkündür; Borcun reddedilmesi veya ödememe, itiraz (repudiation), tekrar pazarlık hali (renegotiation), yeni ödeme takvimi (rescheduling) veya moratoryum, teknik default ve nihayetinde transfer riskidir. Apak, a.g.e., ss. 58 – 59.

19 BIS, Risk Management Group of the Basel Committee, “Working Paper on the Regulatory Treatment of Operational Risk”, September 2001, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/bcbs\\_wp8.htm](http://www.bis.org/publ/bcbs_wp8.htm), 15 Şubat 2004.

20 Active Finans, “Finansal kurumlarda operasyonel riskin ölçümü”, ty, (Çevrimiçi) <http://www.activefinans.com/activeline/sayi21/finansalkurumlar.html>, 19 Kasım 2003.

21 BIS, Risk Management Group of the Basel Committee, a.y.

### 3.1.6. Likidite ve Fonlama Riski

Likidite riski, bankanın likit varlıklarının yetersizliğinden yada perakende yada toptan piyasalardan kaynak sağlayamamasından doğmaktadır. Fonlama riski ise bankanın günlük parasal operasyonlarını karşılayabilecek kaynaklara sahip olmamasından dolayı ortaya çıkmaktadır<sup>22</sup>.

Bankaların sermaye ihtiyacı başlıca iki değişkene göre tahmin edilmelidir. Bunlardan birincisi, işletme sermayesinin günlük bankacılık faaliyetlerini finanse edebilecek büyüklükte olmasıdır. İkincisi ise, işletme sermayesinin bankanın kısa vadeli borçlarını ödemeye yeterli olmasıdır. Eğer para ve para benzeri varlıklar toplamı<sup>23</sup> bu iki amaca yönelik fon gereksinimini karşılayabilecek büyüklükte ise o zaman kısa vadeli fon yönetiminde başarı sağlanmış olacaktır. Eğer bankanın cari aktifler toplamı bu iki amacın gerektirdiği fon tutarının altında kalırsa o zaman işletme risk altına girmiş olacak ve vergilerin veya kısa vadeli borç ana para ve faizlerinin ödenmesi hususunda zorluklarla karşılaşılacaktır. Yani banka, borçlarını ödeyememe (default risk) riski ile karşı karşıya kalacaktır. Banka, likidite riskini bertaraf edebilmek için dönen varlıklar toplamının bu harcamaları yapabilecek büyüklükte olmasına dikkat etmelidir<sup>24</sup>.

Vade eşleme (maturity matching), likidite sorununu çözer ve fonlama riskini yok eder. Fakat böyle bir politikayı bankaların karlılığına yol açan aktifler üzerinde birebir olarak görmek mümkün değildir. Özü itibariyle, bankalar ticari kurumlardır ve başlıca amaçları sahiplerine daha yüksek getiri sağlamaktır. Sadece likidite riskini karşılayabilmek gayesi ile hareket eden bankaların yaptıkları karlar, bu riski daha az veya hiç dikkate almayan bankaların yaptıkları aktif düzenlemeleri sayesinde ortaya çıkan yüksek karlara göre oldukça düşük seviyede kalabilir. Bunda en etkin rolü, mudilerin vade sonlarında veya istedikleri bir anda paralarını çekme ihtimallerinin

---

22 Heffernan, a.g.e., s. 165.

23 Dönen varlıklar toplamına gayri safi çalışma sermayesi de denir.

24 Akmut, a.g.e.

oldukça düşük olması üstlenir. Bu sebeplerden dolayı bankalar, likidite riski ve karlılık arasında bir ödünleşme ile karşı karşıya kalırlar<sup>25</sup>.

### 3.1.7. Yerine Getirme veya Ödeme Riski<sup>26</sup>

Yerine getirme veya ödeme riski, taraflardan birisinin diğer tarafın herhangi bir bedel (nakdi yada gayrinakdi) ödemesini beklemeden kendi ödevini tek taraflı olarak yerine getirmesinden kaynaklanmaktadır<sup>27</sup>.

Döviz değişiminin her iki yönü de (alış – veriş) aynı gün yapılmak zorundadır. Ancak zaman farkları nedeni ile, örneğin Japon Yeni ve USD arasındaki işlemlerde önce Japonya’da sonra Londra’da ve nihayet New York’ta işlemler sırası ile yapılmalı, Yen ile USD arasındaki dönüşümü sağlayabilmek için ise 5 ila 17 saat öncesinden işlemlere başlanması zorunluluğu doğmakta ve bankalar çok büyük ödeme sorunları ile karşılaşabilmektedirler. 1974 yılında müşterisinden DM satın aldığı halde ona USD sunamayan Alman bankası Herstatt bu nedenle iflas etmiştir. Bu olaydan dolayı ödeme riski “Herstatt risk” olarak da anılabilmektedir<sup>28</sup>.

Netleştirme, ödeme riskini azaltmayı hedefleyen bir yöntem çeşididir. Bankanın karşı tarafa sürekli brüt ödemeler yapmasından ziyade tek bir net ödeme yapması bankalararası işlem hacmini oldukça düşürür. 1994 yılında bazı özel netleştirme sistemleri de kurulmuştur. Bunlara örnek olarak, 14 Avrupa ülkesi tarafından kurulmuş olan ECHO ve bir grup kuzey Amerika bankası tarafından kurulmuş olan Multinet verilebilir. Her iki sistem de spot ve forward döviz sözleşmelerinin el değiştirmesini takas merkezleri aracılığı ile sağlamaktadır. Ayrıca bazı merkez bankaları yada para otoriteleri, sistemin sıhhatli işlemesi ve sorunun tüm sisteme

---

25 Heffernan, a.g.e., ss. 165 – 166.

26 Bazen ödeme yada yerine getirme riski yerine sistemik risk de denilmektedir. Ancak sistemik risk terimi, çoğu kez tüm sistemin başarısız olması durumu için de kullanılmaktadır. Bkz. Heffernan, a.g.e., s. 166. Ödeme yada yerine getirme riski yerine çapraz para ödeme riski de denir. Bkz. Jüttner, a.g.e., s. 37.

27 IMF, International Capital Markets September 1998, a.g.e., s. 195.

28 Jüttner, a.g.e., s. 37.

bulaşmaması için takas merkezi üyesi bankaların işlemlerine müdahalede bulunmaktadır<sup>29</sup>.

Şimdilerde uluslararası bankacılıkta karşılıklı ödemelerin sıhhatli olabilmesi için artık netleştirme yönteminden gerçek zamanlı brüt ödeme (real time gross settlement – RTGS) sistemine doğru bir kayış görülmektedir. Aslında bu sistem, 1990'ların ortasından sonuna kadar Japonya, ABD, çoğu şimdiki AB devleti olan ülkeler ile İsviçre'de ülke içinde kullanılmaktaydı. RTGS'de çeşitli bankaların birbiri ile yaptıkları işlem mutabakatları merkez bankalarında eskisi gibi gün sonunda değil de gerçekleştiği anda yapılmaktadır<sup>30</sup>.

Günümüz Kıta Avrupasında, kendisine üye ülkelerin para politikalarına yön veren ve bankalararası takas (clearing) ile ödemeyi (settlement) içeren TARGET sistemi, Avrupa Merkez Bankası'nı (ECB) sınırlarında bulunduran Frankfurt'un uluslararası finansal merkez olma özelliğine katkıda bulunmaktadır<sup>31</sup>.

### **3.1.8. Piyasa yada Fiyat Riski (Market & Price Risk)**

Bankalar çok iyi tanımlanmış piyasalarda ticareti yapılan enstrümanlardan dolayı piyasa yada fiyat riski kavramı ile karşı karşıyadır. Bu tür mali enstrümanların değeri fiyatın, kuponun, kupon ödeme sıklığının, zamanın, faiz oranının ve diğer faktörlerin bir fonksiyonudur. Bir banka, hesaplarında bazı değerleri tutuyor ise (örneğin bono veya hisse senedi), bu araçların fiyatlarının oynak olmasından dolayı fiyat riski ile karşı karşıya kalabilir. Kendi içinde, genel (sistemik) ve özel (sistemik olmayan) piyasa riski olarak ayrılabilir. Sistemik piyasa riski, bütün piyasa enstrümanlarının, örneğin ekonomi politikasındaki bir değişiklikten dolayı, fiyatlarında meydana gelen değişimler neticesinde ortaya çıkan risktir. Sistemik olmayan risk veya özel piyasa riski ise, bir mali enstrümanın piyasa arzıcısına has olay yada olaylardan dolayı,

29 Heffernan, a.g.e., s. 166.

30 a.e., s. 167. Uluslararası ödemelerin sıhhatli olması için kullanılan sistemler için CLS Bank International, Euroclear System, Clearstream, SWIFT, Visa ve Mastercard International örnek olarak verilebilir. CPSS Red Book 2003, "International Payment Arrangements", 31 October 2003, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/cpss53.pdf>, 24 Eylül 2004, ss. 455 – 473.

31 Kaufman, a.g.e., s. 6.

benzer araçlarda olmayan bir fiyat hareketliliğinin yaşanmasından kaynaklanmaktadır. Bir banka, dalgalı yada sabit faiz kuruna dayalı borç varlıkları (bonolar gibi), türev araçları, hisse senedi ile bunların türevleri ve döviz işlemlerinden dolayı genel yada özel piyasa riski ile karşı karşıya kalabilir<sup>32</sup>.

### 3.2. Döviz Ticaret Riski Yönetim Teknikleri

Risk yönetimi, işletmenin kendisinin veya başka bir kuruluşun varlıklarını ve kazançlarını tehdit eden, tehlikeye sokan risklerin tanımlanması, ayırma tabi tutulması, ölçülmesi ve ekonomik anlamda kontrol edilmesi anlamına gelmektedir. Bankacılık, esas itibariyle risk alma üzerine kurulu bir sisteme dayanır. Fertlerden ve kurumlardan toplanan fonlar, üçüncü şahıs veya kuruluşlara kullanılırken risk faktörü daima ön plandadır<sup>33</sup>.

Modern bankacılıkta, risk yönetiminin üç yönü bulunmaktadır. Birinci olarak, kar yapma gayesi güden bankaların asıl amacı bankanın hisse senetlerinin değerini arttırmak ve bunu sağlayabilmek için de riskleri arasında ilişkisi neredeyse hiç olmayan değerler ile çalışmak, ikinci olarak genel müdürlükten şubelere kadar uzanan ve her bölümü kapsayacak bir risk yönetim sistemini kurmak, üçüncü olarak da risk yönetim sürecini işletmek gelir. Piyasa riski yönetimi kavramı, düzeltilmiş 1995 Basel hedefleri ve 1993 otuzlar grubu tarafından önemi vurgulanmış bir kavramdır<sup>34</sup>.

Geleneksel risk yönetimi ortalama risk konsepti çerçevesinde gelişmiştir. Beklenen ortalamanın aşağısındaki kayıplar, yine ortalamanın üzerinde olan kazançlar ile tazmin edilir. Risk yönetiminde yer alan sermaye ile ilgili prensipleri şu şekilde sıralayabiliriz; Sermaye, beklenenin tersi kayıpları her durumda ödeyebilecek kadar güçlü olmalı ve işletmenin iflası şirket yöneticileri ve hisse sahipleri tarafından kabul

---

32 a.e., ss. 167 – 168.

33 Faik Çelik, Mehmet Behzat Ekinci, “Türkiye’de Bankacılık Krizlerinin Önlenmesinde Risk Yönetiminin Yetersizliği ve Stratejik Bir Yaklaşım”, 2002, (Çevrimiçi) [http://akademiktisat.sitemynet.com/makaleler/turk\\_bank\\_kriz.HTM](http://akademiktisat.sitemynet.com/makaleler/turk_bank_kriz.HTM), 25 Nisan 2004.

34 Heffernan, a.g.e., ss. 198 – 199.

edilmiş olmalıdır; beklenenin üzerindeki kayıplar işletmenin ödememe riskini genelleştirebilir; iflas riski, mevcut sermayenin ve alınmış olan risklerin birlikte doğurduğu bir sonuçtur<sup>35</sup>.

Küresel döviz piyasalarının artan işlem hacmi, 1980'lerde risk yönetimi tanımını bilanço dışından kaynaklanan riskleri de kapsayacak şekilde genişlemiştir. Bunların başında da türev araçlar gelmektedir<sup>36</sup>.

Türev araçların risk yönetimi kavramının içine alınmasına 1994 ve 1995 yıllarında türev araçların yanlış yönetilmesi neticesinde, bazı finansal kurumların oldukça yüksek zararlar yapması itici güç olmuştur. Amerikan ticari bankalarında yapılan bir araştırmaya göre, türev araçların ancak altıda biri bilançoda gözükmekteyken, 1994 yılının ilk çeyreğinde FASB (Financial Accounting Standards Board) tarafından yapılan bir düzenleme ile, türev araçlardan kazanılmış ancak gerçekleşmemiş kazançların aktife, kaybedilmiş ancak gerçekleşmemiş kazançların ise pasife kaydedilmesi kuralı getirilmiştir. Böylece elinde türev araç bulunduran mali kurumların mali tablolarının daha sıhhatli izlenebilmesi sağlanmıştır<sup>37</sup>. Ancak oldukça büyük miktarlarla kullanılan türev araçlar da kendi bünyelerinde bazı riskleri bulundurmaktadırlar<sup>38</sup>.

Finansal liberalleşmeye eşlik edip, döviz işlemlerini çok daha fazla yapmaya başlayan bankalar, maruz kaldıkları döviz riskini yönetebilmek için bazı analiz yöntemlerini ortaya çıkardılar. Bu yöntemlerden en sık kullanılanlar Riskteki Değer (VaR) Yaklaşımları, Süre Analizi (Duration Analysis) ve Boşluk Analizi (Gap Analysis) yöntemleridir.

---

35 Joel Bessis, **Risk Management in Banking**, John Wiley & Sons Ltd., 1998, ss. 25 - 26 .

36 Heffernan, a.g.e., ss. 181 – 182.

37 Sinkey, a.g.e., s. 363.

38 Bu risklere şunları örnek olarak verebiliriz; Birbirini etkileme riski, sistematik risk, piyasa riski, operasyonel risk, düzenleyici risk, kredi riski, entellektüel risk, likidite riski, kanuni risk, a.e., ss. 367 - 368.

### 3.2.1. Riskteki Değer (VaR) Yaklaşımları

VaR (Value at Risk), bir portföyün belirlenmiş bir olasılıkla, belirli bir zaman dilimi içerisinde uğrayabileceği maksimum zarar olarak tanımlanabilir<sup>39</sup>.

Riskteki Değer, genel itibariyle piyasa (pozisyon) riski ile operasyonel risklerin ölçülmesi ve yönetimiyle ilgilenir. VaR özellikle bankalar, aracı kurumlar, yatırım fon ve ortaklıkları, sigorta şirketleri veya mali olmayan kurumların hazine departmanları için önem arz eder. Piyasa riski denen şey bu sayılan kurumların ticari pozisyonlarından doğan risk olup dalgalı döviz kurları, oynak faiz hadleri ve varlık fiyatlarının sık değişimi neticesi oluşan risktir. Piyasa riski çok kısa süreyle elde tutulan menkul kıymet ve türev araçlarının pozisyonlarıyla birebir ilişkili olduğu için bu riske “pozisyon riski” de denilmektedir. Bu bakımdan özellikle bankalar için büyük bir tehdit oluşturan kredi riskinin bahsi geçen pozisyon riskiyle doğrudan alakası yoktur. İşte VaR özellikle piyasa riski yönetimi için geliştirilen bir modeldir<sup>40</sup>.

Döviz, faiz ve özkaynak risklerinin ölçümleri ayrı ayrı VaR yöntemiyle tesbit edilebilir. Bu tesbit finansal kurumlar bazında olabileceği gibi bu tür ticaretle uğraşanların kişisel pozisyonları bazında da yapılabilir. Piyasa riskinin ölçülmesi için bir tek yöntem yoktur. Bu yöntemlere Varyans-Kovaryans analizi (Var-Cov Analysis), Tarihi Simülasyon (Historical Simulation), Monte Carlo Simülasyonu (Monte Carlo Simulation) örnek verilebilir. Monte Carlo Simülasyonuna Stokastik Simülasyon (Stochastic Simulation) da denir. Yalnız hangi yöntemle analiz yapılırsa yapılsın olağandışı durumlarda ortaya çıkan riski değerlemek üzere uygulanan yöntemin stres testiyle (stress testing) beraber uygulanması gerekir.<sup>41</sup>

39 Michael Gibson, “Information System for Risk Management”, March 1997, (Çevrimiçi) [www.bis.org/publ/ecsc07f.pdf](http://www.bis.org/publ/ecsc07f.pdf), s.119, 10 Ekim 2004

40 Jüttner, a.g.e., s. 278.

41 a.y.

Başlıca VaR yöntemleri aşağıda tanımlanmaktadır.

### 3.2.1.1. Varyans – Kovaryans Analizi

Bu metod normal dağılım eğrisine dayanan standart istatistiksel ölçümlerle alakalı bir yöntemdir. Yöntem, geçmiş zaman serilerini kullanarak fiyat ve oran verilerinin varyanslarıyla piyasalar ve piyasalar arasındaki diğer varlık fiyatlarını, döviz kurlarını ve faiz nispetlerinin kovaryasyonlarını (eş-değişimler) hesaplar. Ferdi pozisyonların fiyat/oran duyarlılıkları bileşimi beklenen olası zararları tahmin etmek maksadı ile fiyat/oran oynaklıklarının (volatility) ve korelasyonlarının varyans-kovaryans matrisi ile kombine edilir. Yine bu modelde, nominal döviz kuru riski oynaklıkla ilişkin ele alınır. Başka bir ifadeyle, nominal döviz kuru riski kur değişimlerinin belli aralıklardaki standart sapmaları göz önüne alarak hesaplanır.<sup>42</sup>

### 3.2.1.2. Tarihi Simülasyon

Adından da anlaşılacağı gibi bu yöntem geçmiş verilere dayanır ve varyans-kovaryans analizinin dayandığı temel olan fiyat, faiz hadleri ve döviz kurlarındaki değişimlerin normal olarak dağıldığı varsayımına bel bağlamaz. Bu onu diğer VaR modellerinden ayıran en önemli farklardan biridir. Yalnız bu modelin doğru işleyebilmesi geçmiş istatistiklerin güvenilir olmasına bağlıdır.<sup>43</sup>

Döviz kurlarının normal dağıldığı varsayımından hareket edilmemesi (ampirik dağılımların kullanılması), nakit akış karakterizasyonuna gerek duyulmaması modelin üstün yönlerindedir. Buna rağmen yukarıda belirtildiği gibi, güvenilir verilerin yokluğu yada eksikliği, geçmiş verilerin yine geçmişte meydana gelen muhtemel yapısal değişimlerden etkilenmelerine karşın oldukları gibi analizde hesaba katılması adı geçen metodun ilk hatıra gelen kusurlarından olup modelin etkinliğini önemli ölçüde zayıflatabilmektedir. Ayrıca yeni piyasaların oluşması ve

---

42 a.y.. Varyans – Kovaryans analizine, Delta Normal Metodu yada JP Morgan Risk Ölçümü de denir. Bkz. Michael Gibson, a.g.e., s. 119.

43 a.e., ss. 288 - 289.

yeni enstrümanların ortaya çıkması, tarihi simülasyonun tamamen başarısızlıkla sonuçlanmasına yol açabilmektedir.<sup>44</sup>

### 3.2.1.3. Stokastik (Tasadüfi) Simülasyon

“Tarihi Simülasyon Yöntemi”nden farklı olarak burada portföy getirileri matematiksel - istatistiksel modelleme teknikleriyle simüle edilir. Bu yöntemin uygulanabilmesi için temel olarak iki şeye ihtiyaç duyulur: 1- İlgili piyasa faktörleri için gereken stokastik süreçleri bir modelle tanımlamak, 2- Bu stokastik süreçler için hesaba katılan istatistiksel parametreleri tahmin etmek (ortalama, varyans -dolayısıyla standard sapma- gibi).<sup>45</sup>

Modelin başlıca üstün taraflarından birisi tarihi simülasyondaki gibi yalnız bir patika (tarihi dağılım) kullanılması yerine onun gibi sayısız patikayı kullanmaya imkan vermesidir. Bunun yanı sıra, stokastik (tesadüfi) simülasyon pek değişik olası kombinasyonları göstermesi hasebiyle VaR uygulayıcılarına deneysel sistematik açısından da esneklik sağlamaktadır. Ancak, “Stokastik Simülasyon” modelinin uygulanmasındaki karmaşıklık ve bu modelin çok zaman alıcı olması özellikle de büyük işletmelerin maliyetlerinin bir hayli artmasına sebebiyet vermektedir.<sup>46</sup>

### 3.2.1.4. Monte Carlo Simülasyonu

VaR tesbit modellerini tanımlarken de söylendiği gibi Monte Carlo Simülasyonu aslında stokastik simülasyonun türevinden başka bir şey değildir. Bu metod örnek büyüklüğü geniş olan fiyat/oran ve korelasyon kombinasyonlarını ihtiva eden portföylerin değerlerini hesaplamakta kullanılır. Bunu yaparken de geçmiş tecrübelerle sabit olasılık değerlerinden yararlanır. Yine bu model, nonlineer (lineer

---

44 a.y.

45 a.e., s. 290.

46 a.y.

olmayan) fiyat ilişkilerine sahip opsiyonların risklerini ölçmek için oldukça uygundur.<sup>47</sup>

### 3.2.1.5. Stres Testi

Yukarıda da belirtildiği gibi “Stres Testi” olağandışı durumlarda kurumların karşılaşması muhtemel risklerin boyutunu hesaplamakta kullanılır. Hangi VaR hesaplama yöntemini kullanırsak kullanalım stres testinin beraberinde kullanılması gerekmektedir. Bu teknik gereksinmenin yanı sıra bankalar için BIS tarafından getirilen mali bir zorunluluktur. BIS bu tür yaptırımlar getirirken beraberinde karşılaştırılması mümkün stres testi senaryolarını da belirtmiştir.<sup>48</sup>

### 3.2.2. Süre Analizi (Duration Analysis)

Süre analizi yaklaşımı özünü, menkul kıymetlerin (özellikle tahvil veya bononun) faiz karşısındaki duyarlılığının tespitinden almaktadır. Bu analize göre faiz nispetlerinin düşmesi sürenin yükselmesine, yükselmesi ise sürenin azalmasına neden olur. Buna göre süre ile vade arasındaki ince ayırma dikkat etmek gerekmektedir. Bir finansal enstrümanın vadesi son nakit akışının gerçekleşmesi gereken tarih olarak tanımlanırken, bir tanıma göre süre “bir menkul kıymetin nakit akışlarının ağırlıklandırılmış ortalama maliyeti” demektir ve bu da “Macaulay Duration” olarak bilinmektedir.<sup>49</sup>

Süre, Basit (simple duration) ve Uyumlandırılmış (modified duration) Süre’ler olarak iki şekilde hesaplanabilir. Basit Süre faiz hadlerindeki bir birimlik nispi değişimin ilgili menkul kıymette (özellikle tahvil) meydana getireceği değişimi ölçmeye çalışan bir analizdir. Formüle etmek gerekirse, burada D süre (duration) demek olup tıpkı

---

47 a.y.

48 Faiz hadlerindeki ani değişimler, kilit durumdaki finansal piyasaların likiditesindeki değişimler, pazar oranlarının oynaklığındaki değişimler, temel işletme döngülerinin bozulması durumları için stres testi kullanılabilir. Jüttner, a.g.e., ss. 290 – 291.

49 a.e., ss. 121 – 122.

faiz haddi ile tahvilin fiyatındaki ters ilişkidenden dolayı önünde bir eksi işareti bulunmaktadır.<sup>50</sup>

$$-D = \frac{\text{Menkul Kıymet Fiyatındaki \% Değişim}}{\text{Faiz Hadlerindeki \% Değişim}}$$

Uyumlandırılmış Süre ise basit süre yöntemi ile bulunan değer (D) 1+ Başlangıç Faiz Haddi değeri ile bölünmesinden başka bir şey değildir. Keza, uyumlandırılmış süre  $-D/(1+r_0)$ 'a eşittir.<sup>51</sup>  $R_0$  burda başlangıç faiz haddini temsil eden parametredir.

Döviz piyasalarında ise süre analizi yabancı veya yerel faiz hadleri ile spot döviz kurundaki değişim neticesinde yabancı tahvilin değerinde meydana gelen değişimi hesaplamakta kullanılır.

### 3.2.3. Boşluk Analizi (Gap Analysis)

Boşluk Analizi belki de en çok bilinen aktif-pasif yönetim tekniği olup normalde faiz risklerinin yönetiminde kullanılmasına rağmen likidite riski yönetiminde de kullanılabilir. Boşluktan kasıt belli bir zaman aralığı yada dilimi itibariyle (6 ay gibi) faize duyarlı aktif ve pasif kalemleri arasındaki farktır. Bu fark pasif kalemler lehine ise negatif yada olumsuz, aktif kalemler lehineyse pozitif yada olumlu boşluk adı verilir. Buna göre, faize duyarlı aktiflerin yine faize duyarlı pasiflere oranı bize boşluk oranını (gap ratio) yada rasyosunu verecek ve bu oran 1'e eşit olduğunda aktif ve pasif arasındaki boşluk (fark) 0 olacaktır. Boşluk analizinin yukarıda belirtilen özelliklere sahip olması onun döviz piyasalarında da kullanılmasına imkan verebilmektedir. Çünkü orada ayrı ayrı döviz kurlarındaki boşluklar tespit edilmeye çalışılır. Bütün bu analizlerin dışında, bazı büyük bankalar çoklu döviz tabanlı sermaye ortaklıkları oluşturarak döviz risklerini azaltmaya çalışırlar. Çoklu döviz tabanlı sermaye ortaklıkları oluşturmaktan kasıt sermaye yapısını değişik para birimleriyle kombine edip herhangi bir kur dalgalanması

---

50 a.y.

51 a.y.

neticesinde sermaye rasyolarını mümkün mertebe istikrarlı halde tutmaya çalışmaktadır.<sup>52</sup>

### 3.3. Uluslararası Bankacılıkta Küreselleşmenin Sınırları

Ulusal finansal sistemlerin bütünleşerek büyük tek bir mali sisteme dönüşmesinde, çeşitlenmiş yatırım portföylerine, yabancı kaynaklı fonlara yönelen daha fazla sayıdaki firmalara, oldukça gelişmiş varlık yönetimi sistemlerinin dünyadaki arbitraj fırsatlarını tanıma ve kullanmaları etkin olmuştur<sup>53</sup>.

Küresel döviz piyasalarının bütünleşmesinde 1971’de sabit kur rejiminin sona ermesi öne çıkmaktadır. Böylece döviz tüm dünyada ticareti yapılabilir bir mal haline gelmiştir<sup>54</sup>. Dünya mal ticaret hacmi 1998 yılında 5,4 Trilyon USD iken, günlük döviz piyasasının cirosu ortalama olarak 1,5 Trilyon USD kadardı<sup>55</sup>.

Döviz cinsinden yapılan işlemlerin neden bu kadar artış gösterdiği üzerine yapılan bir yorum, bu artışın toplam dünya finansal stoklarının hacim ve likiditesindeki artıştan kaynaklandığı yönündedir. Şöyle ki, 1980 ile 1994 yılları arası için yapılan bir hesaplama göre, brüt sabit sermayenin artış hızı OECD ülkelerinde yıllık %2 civarında gerçekleşirken, likit finansal varlık stoklarının artış hızı % 5’den daha fazla artış göstermiş, başka bir deyişle tüm bu zaman periyodu boyunca 30 Trilyon USD civarında artmıştır. Equitelerin değerlerindeki artış tutarı yaklaşık 10 Trilyon USD iken, hükümetlerin çıkardıkları bono ve tahvil tutarındaki artış tutarı da yaklaşık 10 Trilyon USD civarında olmuştur. Para arzı açısından baktığımızda da, çoğu mevduat artışından kaynaklanmakta olan para arzı artışı yıllık sadece %2 civarında kalmış, özel şirketlerin ihraç ettikleri bonolar ve kıymetli evrakta da %11 seviyesinde bir artış olabilmıştır. Diğer yandan, banka borçlarından kredi yaratılması yerine menkul

52 Heffernan, a.g.e., ss. 189 - 194.

53 IMF, International Capital Markets September 1998, a.g.e., s. 186.

54 Ronald Dore, “How Integrated Are Global Markets ?, Making Sense of Globalisation”, January 2001, (Çevrimiçi) <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/occasional/OP016.pdf>, 20 Kasım 2003, s. 4 .

55 Joseph Jam, BIS Review 24/2000, “Risks and Challenges in Coping with International Capital Flows”, 29 March 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/review/r000321b.pdf>, Ekim 2004, s.2.

kıymetlerin arzı dolayısı ile bir kredi yaratımı yoluna gidilmiştir. Bu yeni kredi yaratma yoluna aktif sekuritizasyonu denilmektedir<sup>56</sup>. Sermaye akımlarının hacim ve likiditesinin artması sayesinde türev ve diğer bilanço dışı araçlar, bankacılıkta daha etkin bir rol oynamaya başladı.

Sermaye akımlarının küreselleşmesinde ortak öge faiz oranıdır ve temel sorun tüm firmaların sermayeleri için aynı bedeli ödemeye başlamaları ile çözülebilir. Ancak tüm dünyada aynı faiz oranının uygulanmasının önüne geçebilecek iki unsur ortaya çıkmaktadır; Yatırımcıların daha önce denenmiş ve güvenilirliklerini ispat etmiş ülkelerin faiz oranlarını diğerlerinden daha farklı olarak algılamaları ve döviz kurlarındaki oynaklık sorunu<sup>57</sup>.

**Bankacılıkta yükselen döviz işlem hacmi neticesinde, yerli ve yabancı para tutarlarının aktif ve pasif içerisinde birbirine yakın rakamlara ulaştığı görülebilir (TABLO XIII). Örneğin, 2003 yılı eylül ayı itibariyle bankaların uluslararası aktif toplamalarının %52,77'sini, pasif toplamalarının da %52,84'ünü yabancı para cinsinden kalemler oluşturmaktadır.**

<sup>56</sup> Varlık sekuritizasyonu, geleneksel ve pazarlamaya dahil edilmeyen bilanço kalemlerinin (borçlar gibi) pazarlanabilir kıymetlere dönüştürülmesi ve bilanço dışı hale getirilmesine verilen addır. Bu yöntem, uluslararası bankacılıkta kullanılan (her yüz Sterlin'lik kredi için bankanın sahip olması gereken minimum sermaye tutarının sekiz Sterlin olması gibi) sermaye rasyolarının, aktiflerin bilanço dışına çıkararak tutturulmuş gibi göstermek için de tercih edilmektedir. Kredi kartı alacakları, ticari borçlar, ticari alacak senetleri, öğrenci kredileri sekuritizasyona örnek olarak verilebilir. İlk varlık sekuritizasyonu araçları Amerika'da 1970'lerde, İngiltere'de ise 1985 yılında piyasaya arz edilmiştir. Bkz. Heffernan, a.g.e., ss. 170 - 172. Sekuritizasyon, bazı analizciler yada düzenleyici otoriteler tarafından 1990'larda bankacılığın yenilenmesi olarak kabul edilir. Sekuritizasyon sayesinde, daha yüksek maliyetli finansal araçların yerini, sermaye piyasalarının daha etkin şekilde çalışmasını sağlayan yeni araçlar almıştır. Bkz. Sinkey, a.g.e., ss. 349 – 351. Sekuritizasyon tutarı 1988 yılında 0,2 Trilyon USD iken, 1998 yılında 1,2 Trilyon USD seviyesine ulaşmıştır. Bkz. Dore, a.g.e

<sup>57</sup> Gabriele Galati, BIS Working Papers No: 93, "Trading Volumes, Volatility and Spreads In Foreign Exchange Market: Evidence From Emerging Market Countries", October 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/work93.pdf>, 03 Mayıs 2004, s. 4.

**TABLO XIII**

**Bankaların Sınır Ötesi Pozisyonlarının Para Birimleri Açısından Detaylı Analizi  
(Tüm Sektörler) (Milyar USD)**

	2001 Aralık		2002 Aralık		2003 Eylül	
	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
Tüm Para Birimleri	11.627,9	11.189,8	13.374,7	12.857,4	14.929,9	14.378,1
Yerli Para Birimi	4.161,4	3.939,4	5.053,1	4.767,7	6.002,3	5.813,5
Yabancı Para Birimi	6.456,5	6.305,0	7.312,3	7.145,6	7.879,0	7.597,6
Tahsis Edilmemiş (1)	1.010,0	945,4	1.009,3	944,1	1.048,6	966,9

(1) Araştırmaya katılan bazı bankaların yabancı para birimi cinsinden işlemlerini bildirirken, işlemin hangi birim üzerinden gerçekleştirildiğini net belirtmemelerinden kaynaklanan farktır.

**KAYNAK:** BIS Quarterly Review, Statistical Annex, March 2004, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa0403.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0403.pdf), s. 16

Döviz ticaretinin uluslararası bankacılıkta hangi aşamalara kadar devam edeceği konusunda başlıca iki ana sınır karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan birincisi yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıkların birbirlerini tam ikame edemiyor olmaları sorunu<sup>58</sup>, ikincisi de yabancı uluslararası bankalara karşı olan önyargılardır<sup>59</sup>.

58 Hitoshi Sasaki vd., "International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability Bank for International Settlements", BIS Conference Papers, Vol. 8, March 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/confer08c.pdf>, 31 Ocak 2004, ss. 57 – 58. Finansal piyasaların küreselleşmesinin karşısında yurtiçi kısa dönem faiz oranlarının merkez bankalarının kontrolü altında olması da durmaktadır. Merkez bankaları yada diğer parasal otoriteler, mali piyasalara sadece faiz ile müdahale etmemektedirler. Bunun yanında, doğrudan alım – satımla, sözle veya parasal göstergeler ile müdahalelerde bulunabilmektedirler. Gazi Erçel, **Bıçak Sırtında**, s. 87

59 Uluslararası bankalar, dünya çapında çalışan çokuluslu şirketler ile ilişkilerden dolayı belli bir avantaja sahiptirler; uluslararası ilişkilerinden dolayı en iyi yerli müşterileri kendilerine çekebilme gücüne sahiptirler; yatırım bankacılığında danışmanlık hizmetlerine kadar çok çeşitli alanlarda hizmet verebildikleri için yerli bankalara karşı belli bir üstünlüğü de ellerinde tutmaktadırlar; yabancı bankaların piyasaya girişi, ekonominin kontrolünün istemeden de olsa yabancıların eline geçmesi anlamını taşımaktadır; Bebek endüstri argümanı da yabancı bankaların yurtiçi piyasaya girişini önleme yada kısma yolunda önemli bir gerekçe olarak karşımıza çıkmaktadır; Çoğu kez bankaların konumlarından dolayı özel oldukları kanaati yaygındır; Yabancılar tarafından yönetilen bankaların sadece kar maksimizasyonu amacını gerçekleştirmek için çalışmayacakları, sermayelerinin ait olduğu ülkelerin çıkarlarına hizmet etme gayesini öne çıkartacakları gibi merkantilist bir düşünüş de yabancı bankaların önündeki engellerdendir. Wachtel, a.g.e., ss. 10 – 11.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### RİSKTEKİ DEĞER (VaR) UYGULAMALARI ve SERMAYE YETERLİLİĞİ

Daha önceki bölümlerde de ifade edildiği gibi, yükselen sermaye hareketlerinin beraberinde getirdiği yeni bankacılık risklerinden korunmak amacıyla kullanılan VaR Metodolojilerinin kullanıldığı alanların içine, döviz kurlarının, oynak faiz hadlerinin ve varlıkların fiyatlamalarındaki değişimler girmektedir.

Aşağıda çeşitli başlıklar altında döviz ticaretini yapan uluslararası bankaların, döviz ticaret riskini azaltmak yada yok etmek için en çok kullandıkları VaR yöntemleri ile uluslararası bankacılığın düzenlemelerinde oldukça etkin olan BIS'in kendi üyesi olan bankaların uymasını zorunlu kıldığı sermaye yeterliliği ile ilgili çeşitli örnekler sunulmaktadır.

#### 4.1. Varyans – Kovaryans Analizi (RiskMetrics Approach)

Normal dağılım teorisine dayanan bu yöntem J.P Morgan'ın bir ürünü olan 'Riskmetrics Approach' olarak da bilinmektedir. Aşağıdaki örneklerden görüleceği gibi amaç hesaplanması istenilen konunun "standart sapması" ve hesaplamalara konu olan korelasyonlarının olduğunca gerçeği yansıtacak şekilde hesaplanmasıdır.

##### 4.1.1. Döviz Ticareti ve Döviz Riski Yönetiminde Varyans – Kovaryans Analizi (Basitleştirilmiş Analiz)

Uluslararası bir bankanın hazine departmanında çalışan yetkili bir dealer düşünelim. Dealer, 1.000.000 USD açık pozisyon (long: uzun) almış olsun<sup>1</sup>. Döviz kurunun 0.50 USD/ € (Euro) olduğunu ve geçmiş tecrübelerin baz alınarak Amerikan Dolarının

---

<sup>1</sup> Açık pozisyon sanıldığı gibi aksine sadece kısa (satış yada net satış bazlı karakter) pozisyonu değil aynı zamanda uzun (alış yada net alış bazlı karakter) pozisyonu da anlam olarak ihtiva eder. (Bu bölüm eklenmiştir.)

Euro karşısındaki volatilitésinin (standart sapma) % 1.20 olduğunu varsayalım. Dealer bu verileri dikkate alarak ve % 95 güven aralığında karşı karşıya bulunduğu riske edilmiş / riskteki değerini (VaR) hesaplamak istemektedir<sup>2</sup>.

Bu örnekte standart sapmayı (kur değişimleri) hesaplayan bizzat dealer'ın kendisidir. Dealer bunu yaparken geçmişte kesin olarak gerçekleşen kur hareketlerini baz almıştır. Bunun yanısıra % 95 gibi oldukça makul sayılabilecek bir güven aralığı kullanmaktadır. İstatistiki bilgiler hatırlanacak olursa böyle bir güven aralığı bize **alanı** ( $f(z)$ ) ifade etmektedir. Bu değer  $z$  değerini yani parametrelerin normal dağılım tablosundaki değerlerini göstermeyip bizzat aşığıdaki tablo içinde yer alan ve toplam büyüklüğü 1'i asla geçemeyecek olan alan'ı ifade etmektedir. Bu anlamda, tablodan bakıldığında % 95'lik alana **tek taraflı** testte karşılık gelecek büyüklüğün ( $z$  değerinin) 1.65 olduğu görülecektir<sup>3</sup>.

Tablo XIV 'standard normal dağılım tablosu' olup dikey eksen ( $y$ - eksen) olasılığı yada alanı ( $f(z)$ ) ifade ederken düşey eksen ( $x$ -eksen) ise bu örnekte döviz kuru değişimlerini ifade etmektedir. Başka bir tabirle, tablonun apsisler düzlemi  $z$  değerleri esas alınarak oluşturulmuştur.

---

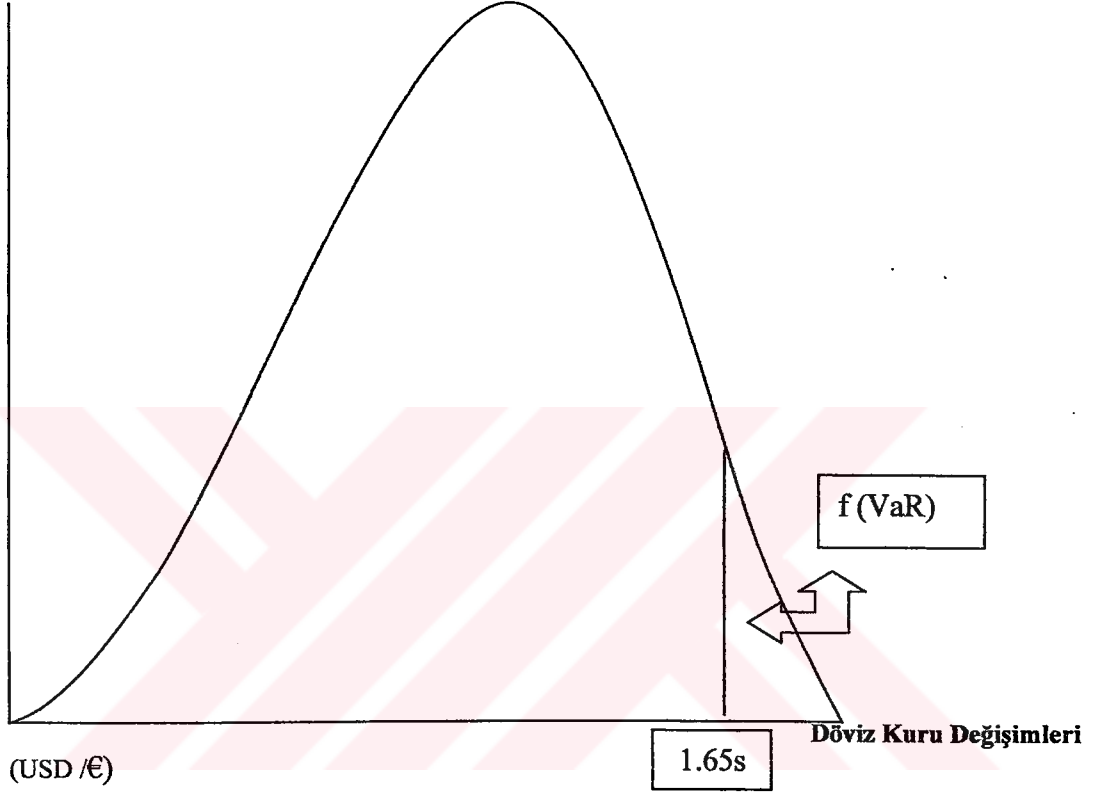
2 Örnek olay, Johannes Jüttner'in, "International Finance and Global Investments", Addison Wesley Longman Australia Pty Limited, 4. Basım 1999, ss. 282-4'den adapte edilmiştir. Anlatımı kolaylaştırmak açısından sadece bir kur ilişkisi verilmiş olup, bu yöntem daha komplike olaylara da uygulanabilir.

3 Alan büyüklüğü toplamının (normal dağılım tablosu eğrisinin altında kalan kısmın) 1'i asla geçememesinin nedeni, ilgili olayların gerçekleşme olasılıkları toplamının da doğal olarak 1'i geçememesinden kaynaklanmaktadır. Çünkü standard normal dağılım tablosu aynı zamanda kümülatif olasılıkları da gösteren bir tablodur ve mikro bazda her bir alan olasılığı ifade etmektedir. Kümülatif olasılıklar toplamı da 1 olacağı için alanlar toplamı da sonuç olarak 1 olacaktır.

TABLO XIV

% 95 Güven Aralığında VaR Sınaması

Olasılık (f(z))



Yukarıda verilen döviz kuru bize, 1.000.000 USD'ın Euro karşılığının 2.000.000 € olduğunu söylemektedir. Güven aralığı % 95 ( $z=1.65$ ) ve veri döviz kur değişimi yani standart sapma ( $s= % 1.20$ ) olduğuna göre,  $1.65 \cdot 0.012$  ( $1.20 \%$ ) = **0.0198** (**% 1.98**) değeri bize döviz kurunun % 5 hata payıyla (1- güven aralığı) % 1.98 değişeceği (devalüe yada revalüe veya depreciate yada appreciate edeceği<sup>4</sup>) sonucuna varılabilir.

4 Sabit kur rejimlerinde yerli paranın yabancı para karşısında değer yitirmesi işlemi 'devalüasyon', değer kazanması işlemi ise 'revalüasyon' olarak ifade edilir. Serbest kur rejimlerinde ise devalüasyonun karşılığı 'depreciation' (değer yitirme), revalüasyonun karşılığı ise 'appreciation' (değer kazanma) olarak ifade edilir.

Peki bu örnekte hangi değişim (devalüasyon/revalüasyon) dealeri ilgilendirecektir ? Örneğimizde uzun pozisyon söz konusudur ve bu pozisyonda USD lehinedir. Dolayısıyla USD'nin € karşısında değerini yitirmesi bizi riske eder ve bu yüzden de hesaplanacak VaR değeriyle doğrudan alakalıdır. Tüm bunlar, yukarıdaki tablonun sadece tek taraflı (sağ taraf) olarak test edilmesi anlamını taşımaktadır. Zira sağa doğru gidildikçe devalüasyon sola doğru gidildikçe revalüasyon durumları söz konusudur.

Şimdi de örneğimizde verilen 1.20 %'lik değişim değerinin USD aleyhine seyredeceğini varsayalım. Bu durumda önceki durumda 0.50 USD/€ olan kur şimdiki durumda 0.51 USD /€<sup>5</sup> değerini alacaktır. Bu durumda, 1.000.000 USD, 2.000.000 değil, 1.960.784 € olur. Bunun anlamı şudur ki, dealer'ın ilgili güven aralığı sınırları içerisinde standart sapma göz önüne alınarak katlanmayı düşündüğü VaR değeri 39.216 € (= 2.000.000- 1.960.784) büyüklüğüne eşit olacaktır.

VaR değeri günlük hesaplandığı için dealer, günlük olarak böyle bir pozisyondan doğacak zararının 39.216 € meblağı aşmayacağından % 95 olarak emindir<sup>6</sup>. Böylece VaR önceden belirlenmiş birtakım şartlarda meydana gelebilecek en kötü durum olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıdaki şekilde dikkat çeken bir başka önemli sonuç da güven aralığı genişledikçe (% 99 gibi) günlük kayıpların hesaplanan VaR figüratifinin ötesine geçme ihtimalinin azalmasıdır. Ancak bu noktada unutulmaması gereken şey, güven aralığı genişlediği zaman hesaplanan VaR değerinin bizzat artacak oluşudur. Bu

---

5 Hesaplama daha önce bulunan 0.0198 (=z\*s) değerine dayanmaktadır. Hipotetik bir anlam ifade eden yeni kurun hesaplanmasında baz alınan rakam doğrudan 1.65 değil, 1.65'in %1.20 ile düzeltilmiş şeklindedir. Bizim amacımız tek bir değer bulmak değil, verilen güven aralığında sahip olunacak limitleri (sınırlamaları) yani bantları tesbit etmektir. Bu, normal dağılımın düşünseli gereğidir. Ancak örneğimizde bizi ilgilendiren yani VAR hesaplamalarına dayanak teşkil eden durum paranın değer yitirme durumlarında döviz kurunun alacağı değerlerdir. İşte o yüzden eğrimiz ve hipotez testimiz tek taraflıdır. Eğer bizi her iki değişim durumu ilgilendiriyor olsaydı o zaman analizimiz iki-yönlü olacağı için çözümsel notasyonda döviz kurları hem 0.49 USD/€ ve hem de 0.51 USD/€ şeklinde işlemde yerlerini alacaklardı.

6 a.e., s.283.

durum hem bandın genişlemesi neticesinde büyüyen z değerinden ve hem de artan değişimlerden (örneğimizde döviz kuru değişimleri) kaynaklanmaktadır<sup>7</sup>.

Yine tablodan görüleceği üzere eğrinin altında kalan alanın % 5'lik bölümü (=f (VaR)) hesapladığımız riskteki değer tutarının yüzdesel karşılığıdır ve anlamı ise: USD'nin € (Euro) karşısında yitirdiği değer (devalüasyon oranı) % 1.20 (sonuç olarakta % 1.98)' yi geçme olasılığının 20 de 1 yani % 5 oluşudur<sup>8</sup>.

#### 4.1.2. Portföy Yönetimi ve VaR

VaR'ı hesaplamada portföy analizindeki geleneksel ve matris-tabanlı yöntemler de kullanılabilir<sup>9</sup>. Geleneksel yöntemden kasıt bilinen portföy teorisinin kendisidir.

Bir portföyün standart sapması (portföyde iki tane kıymet varsa) aşağıdaki şekilde hesaplanabilir.

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{12}}$$

Formülde,

- $\sigma_p$  : portföyün riski (standart sapması)
- $w_1$  : portföydeki varlıklardan birinin portföy içindeki payı (ağırlığı)
- $w_2$  : portföydeki varlıklardan diğerinin portföy içindeki payı (ağırlığı)
- $\sigma_1$  : birinci varlığın standart sapması (fiyatlarının)
- $\sigma_2$  : ikinci varlığın standart sapması
- $\rho_{12}$  : iki varlık arasındaki korelasyon katsayısı'nı

ifade etmektedir. O halde, portföy yukarıdaki gibi iki kıymetten oluşuyorsa ikinci kıymetin portföydeki ağırlığının ( $w_2$ )  $1 - w_1$ ' ye eşit olacağına (tersi de doğrudur) söylemek yanlış olmayacaktır. Ayrıca denklemdeki  $\sigma_1 \sigma_2 \rho_{12}$  değerinin de kovaryansın kendisine eşit olduğu unutulmamalıdır.

---

7 a.e., s. 284.

8 a.e., s. 283.

9 Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, **Finans Teori, Kurum ve Uygulama**, Bursa, 2001, s. 433.

Portföy teorsine göre, yukarıdaki gibi bir formülasyonda portföye dahil menkul kıymetlerin standart sapmaları ve portföy içindeki ağırlıkları aynıysa ve aralarında tam anlamda ters bir fiyat ilişkisi mevcutsa ( $\rho_{12} = -1$ ) o zaman portföy tam olarak riskten arındırılmış olur.

#### 4.1.3. Geleneksel Yöntemle VaR'ın Bulunması

Elinde A ve B isimli iki menkul kıymet olan ve toplam değeri 1.000.000 USD' ı bulan bir portföyün yöneticisi % 99 güven aralığında mevcut VaR değerini hesaplamak istemektedir. A'nın portföy içindeki payı % 45 ve B' nin payı ise % 55'tir. Ayrıca A ile B arasındaki korelasyon katsayısı  $- 0.30$  olup A'nın standart sapma değeri 0.10 ve B'ninki ise 0.15 olarak hesaplanmıştır. Bu durumda VaR'ı şu şekilde hesaplayabiliriz<sup>10</sup>;

VaR'ı bulmamız için önce portföyün standart sapma değeri gereklidir. Yukarıdaki formülden,

$$\begin{aligned}w_a &: 0.45 \\w_b &: 0.55 \\ \sigma_a &: 0.10 \\ \sigma_b &: 0.15 \\ \rho_{ab} &: - 0.30\end{aligned}$$

olarak yerine konulacak olursa, portföyün riski

$$\sigma_p = \sqrt{(0.45)^2(0.10)^2 + (0.55)^2(0.15)^2 + 2(0.45)(0.55)(0.10)(0.15)(-0.30)}$$

$\sigma_p \approx 0.0813$  (8.13 %) olarak bulunur.

Normal dağılım tablosundan bakıldığında % 99'luk güven aralığına ( $f(z)$ ) denk gelen (tek taraflı) z değerinin 2.33 olduğu görülecektir. Portföyün değeri 1.000.000 USD olduğuna göre

VaR = 1.000.000\*0.0813\*2.33 yani,

**VaR= 189.429 USD** olacaktır.

<sup>10</sup> a.e., ss. 433-434'ten adapte edilmiştir.

Portföy yöneticisi, yönettiği portföyden oluşabilecek zararın 189.429 USD'yi geçmeyeceğinden % 99 olarak emindir. Başka bir tabirle, oluşabilecek zarar meblağının 189.429 USD'ı geçme olasılığı sadece %1'dir.

#### 4.1.4. Varyans-Kovaryans Matrisi ile VaR' ın Tesbiti

Yukarıdaki soru, aynı veriler kullanılarak matrisler yardımıyla da çözülebilir. Ancak matrislerle işlem yapılırken (matrislerin çarpmaya göre değişim özelliği olmadığı için) çarpım sırasına dikkat edilmelidir. Varyans Kovaryans matrisi (Var-Cov) bulunurken önce ilgili portföy varlıklarının standart sapmaları ile korelasyon katsayısından oluşan matrisler dizayn edilmeli ve birbirleriyle çarpılmalıdır<sup>11</sup>.

Örneğimizde standart sapmalardan oluşan matris (A)

$$\begin{bmatrix} 0,10 & 0,00 \\ 0,00 & 0,15 \end{bmatrix}$$

ve korelasyon katsayısı baz alınarak oluşturulan matris (B) ise

$$\begin{bmatrix} 1 & -0,3 \\ -0,3 & 1 \end{bmatrix}$$

olduğu için A ile B matrisi çarpımı ( $=A*B$  ama  $\neq B*A$ ) da,

$$\begin{bmatrix} 0,1 & -0,03 \\ -0,045 & 0,15 \end{bmatrix}$$

sonucunu verecektir.

Bundan sonraki adım bulunan çarpım matrisinin standart sapmalar matrisinin transpozu (ki bu bizim örneğimizde standart sapmalar matrisinin kendisidir) ile yeniden çarpılıp çıkan sonucunda portföydeki varlıkların ağırlıklarından oluşan yatay matrisle ([0.45 0.55]) çarpılması gerekir. Yalnız tüm bu işlemler yapılırken yukarıda da belirtildiği gibi işlem sırasına dikkat edilmelidir. Başka bir tabirle,

Standart sapmalar matrisinin transpozu  $A^T$  ve portföy varlıklarından oluşan yatay matris C ise işlem,

$= C*(A*B*A^T)$  şeklinde olmalıdır. Bu bize yeni değeri (D matrisi olsun),

<sup>11</sup> a.e., s. 434.

0,002025
0,010350

 şeklinde verir.

Sıradaki ve son işlem D matrisinin bu kez varlıkların ağırlıkları matrislerinin transpozitesiyle ( $C^T$ ) çarpılması işlemidir. Bu işlem bize 0.00660375 sonucunu verecektir. Bu sayı standart sapmanın karesi (varyans) olup karekökü alınırsa standart sapmanın önceki örnekle aynı olduğu (8.13 %) görülecektir. Geri kalan işlemler aynı geleneksel yöntemdeki gibidir.

Görüldüğü gibi biraz karışık olmakla beraber, Var-Cov yöntemi bize 2 ve daha fazla sayıda menkul kıymet içeren bir portföyün riskini ve dolayısıyla VaR değerini sağlaması anlamında geleneksel yöntemden daha geniş ve pratik çözümler sunmaktadır.

## 4.2. Tarihi Simülasyon

Bu yöntem varlık fiyatlarının değişimlerinin normal olarak dağıldığı varsayımına dayanmaması, standart sapma ve korelasyon katsayıları gibi parametrelerin hesaplanmasına gerek duymaması gibi yönleriyle 1.yönteme (Varyans-Kovaryans) nazaran üstündür. Yöntemin bir diğer önemli avantajı ise bize direkt olarak en-kötü durumu (worst-case scenario) sayılar itibariyle ve düzenli bir şekilde sunmasıdır.<sup>12</sup> Zira özellikle bu son husus piyasa riskini olabilecek en negatif haliyle bize haber vermeye yönelik olarak geliştirilen VaR kurumunun organik yapısına ve ruhuna daha uygun olması bakımından dikkate değerdir.

Uluslararası arenada faaliyet gösteren ve Londra merkezli bir bankanın sabit kıymetler cüzdanı yöneticisinin Aralık 1, 2003 işlem gününün kapanışı itibariyle 100.000.000 USD değerinde Amerikan Doları bazında uzun pozisyonda olduğunu varsayalım. Aralık 1, 2003 itibariyle döviz kuru 10 USD/1 £ olduğuna göre bu yöneticinin karşı karşıya bulunduğu döviz pozisyon riski (VaR) seviyesi aşağıdaki gibi olur<sup>13</sup>;

<sup>12</sup> Saunders, a.g.e., s.192. Ayrıca bkz. Jüttner, a.g.e., ss. 288-289.

<sup>13</sup> a.e., ss.190-192'den adapte edilmiştir.

Bu sorunun çözümü altı adımla gerçekleştirilebilir. İlk adım, riske maruz olan tutarın yerel para (burada İngiliz Pound'u) bazında büyüklüğünü belirlemek yani kur dönüşümlerini yapmaktır. İkinci adım duyarlılığı anlamaya yönelik olup yabancı para bir birim değiştiğinde döviz kuru ve yerel paranın hangi değeri alacağını bulmak ve döviz pozisyonunun deltasını hesaplamaktır. Kısacası delta, döviz kuru değiştikten sonra ve değişmeden önceki yerel para bazlı değerlerin arasındaki farktır. Üçüncü adım son 500<sup>14</sup> günde gerçekleşen döviz kurlarının kullanılarak riskin hesaplanması işlemidir. Dördüncü adım üçüncü adımın geriye kalan bütün günler (499) için tekrarlanmasıdır. Beşinci adım en kötüden (VaR değerinin en büyük değer aldığı gün) en iyiye (VaR değerinin en düşük değer aldığı gün) doğru günleri sıralamak ve son yani altıncı adım ise bu günlerden en kötü 25. (% 5\*500) gününe denk gelen VaR tutarını referans tutar olarak belirlemektir.

**1. Adım:** 10 USD/1 £ olduğuna göre, 100.000.000 USD karşılığı 10.000.000 £ olacaktır.

**2. Adım:** 1.01\* Cari döviz kuru (10 USD/1 £) = 10.1 USD/1 £ olacaktır. Bu durumda 100.000.000 USD karşılığı 10.000.000 £ değil ama bu kez 9.900.990 £ olacaktır. Burada dikkat edilecek nokta, 1.01'in nereden geldiği olabilir. Adımları sözel olarak açıkladığımız üzere burada amaç, USD' da (dolayısıyla kurda) meydana gelen yüzde bir birimlik (% 1) değişikliğin Sterlin'e doğrudan etkisini ölçmeye çalışmaktır. Değişimle beraber USD sterlin karşısında modifiye edilirken 0.01 ile değil 1.01 ile çarpılmalıdır. Zira 0.01'le düzeltim bize sadece değişim değerini verirken 1.01 ile düzeltim yeni değeri (döviz kurunu) verecektir.

**Pozisyonun Deltası** = Yeni Değer (Pound Bazında) - Önceki Değer (Pound Bazında)⇒

$$= 9.900.990 - 10.000.000$$

---

14 Bu metotta genel olarak 500 gün boyunca gerçekleşen değerler baz alınmaktadır. Böyle yapılırken de prensip olarak bu değerlerin % 5'lik bölümüne bakılmaktadır. 500'ün % 5'i 25 olduğu için baştan itibaren en yüksek 25. değer bize istenilen VaR büyüklüğünü verecektir.

= - 99.010 £ olacaktır.

**3. Adım:** Bir önceki günün (Kasım 30, 2003) döviz kurunun % 0.3 değiştiğini varsayalım. Bu durumda 30 Kasım 2003 tarihli VaR değeri -29.703 £ (=99.010\* 0.3) olarak bulunur.

**4. Adım:** 3. Adımdaki bütün işlemler geriye dönük bütün diğer günler için (29 Kasım 2003, 28 Kasım 2003 gibi) tekrarlanır.

**5. Adım:** Belirtildiği gibi bu bölümde bütün günler risk açısından en kötüden en iyiye doğru dizilir.

Örnek vermek gerekirse,

<b>Tarih</b>	<b>Risk (£)</b>
1. Mart 23, 2003	- 157.340
2. Nisan 14, 2003	- 134.208
3. Aralık 2, 2002	- 100.098
⋮	
⋮	
⋮	
<b>25. Kasım 30, 2003</b>	<b>- 29.703</b>
⋮	
⋮	
⋮	
499. Eylül 25, 2003	+ 45.234
500. Aralık 23, 2002	+ 67.398

**6. Adım:** 25. en kötü güne karşılık gelen değer -29.703 olduğu için istenilen VaR rakamı da 29.703 £ olacaktır.

### **4.3. Sermaye Yeterliliği (Capital Requirement/Adequacy)**

Hesaplanan VaR değeri aynı ilgili kurumun rezerve etmek zorunda olduğu asgari sermaye yükümlülüğünü ifade etmektedir. Bu anlamda, ezcümle hesaplanan VaR

rakamı 100.000 USD ise BIS (Basel kararları gereği), bize ayırmak zorunda olduğumuz sermayenin

$$= 100.000 * 3.16 * 3$$

= 948.000 USD olacağını söylemektedir.

Burada dikkat edilecek iki nokta vardır, onlarda 3.16 ve 3 rakamlarının nasıl bulunduğu meseleleridir.

Bilindiği üzere BIS bankaların VaR değerlerini günlük bazda ve % 99 güven aralığı ile (tek-tarafli) hesaplamalarını bunu yaparken de 10 işgünlük zaman dilimini (BIS 1998 kararları) baz almalarını öngörür. 10 günlük tutuş süresi (holding period) 10 günlük varyansı ifade etmektedir. Halbuki bize varyans değil, bunun karekökü olan değeri yani standart sapması gerekmektedir.<sup>15</sup> Çünkü risk rakamını bu büyüklük verecektir. Başka bir ifadeyle,

$$\sigma_{10}^2 = \sigma_1^2 * 10 \text{ eşitliği}$$

$$\sqrt{\sigma_{10}^2} = \sqrt{\sigma_1^2 * 10}$$

haline gelecektir. Burada  $\sigma$  standart sapmayı ifade ediyor olup buradan da,  $\sigma_{10} = \sigma_1 * 3.16$  olarak bulunur.<sup>16</sup> Formülasyondaki 3 rakamı ise yine BIS'in düzenlemelerinde öngörülen bir çarpandır.

BIS düzenlemelerinde 3 katmanlı sermaye yapısı getirmektedir. Birinci katmandaki (Tier/Pillar 1) sermaye dağıtılmamış karlar ve adi hisse senetlerini içerirken, ikinci katmandaki sermaye (Tier/Pillar 2) beş yılın üzerindeki uzun vadeli borçlanmaları ve nihayet üçüncü katmandaki sermaye (Tier/Pillar 3) ise orijinal vadesi en az iki yıl olan kısa vadeli borçlanmaları ifade eder. Böylece yukarıda hesaplanan asgari sermaye bu üç tip katmandaki sermayenin yapısının herhangi birinin altında

---

<sup>15</sup> Jüttner, a.g.e., s. 292.

<sup>16</sup> Saunders, a.g.e., s.186.

çıkarılabilir. Yalnız, buna temel olarak iki sınırlama vardır. Buna göre, üçüncü katmandaki sermaye tutarı birinci katmandaki tutarın % 250'sini aşamayacağı gibi yine birincil sermayenin % 250'sini aşmamak üzere ikincil sermaye üçüncü katmandaki sermayenin yerini tutabilir.<sup>17</sup>

O halde mesela bir bankanın birinci katmandaki sermayesi 15 milyon YTL (yeni türk lirası) ise ve bankanın üçüncü tip (üçüncü katmandaki) kısa vadeli borç ihracı 37.5 milyon YTL ise bu bankanın artık ne ikinci ne de üçüncü tip sermaye yapısına uyan bir borçlanma yapamayacağı anlamına gelmektedir. Zira, 37.5 milyon 15 milyonun tam olarak 2.5 (% 250) katıdır. Bunun tek istisnası bankanın birinci katmandaki sermayesini artırması ile mümkündür.<sup>18</sup> Bu da ya dağıtılmamış karların yada adi hisse senetlerinin ihdası veya yeni adi hisse senetlerinin piyasaya sürümü (sermaye artırımı) ile mümkündür.

---

17 a.e., s.198.

18 a.e., s.199.

## SONUÇ

Küreselleşme, kendisini en çok sermaye hareketlerinin boyut ve içeriğinde meydana getirdiği değişikliklerle hissettiren bir olgudur. Geçmişte mal ve hizmetlerin alım satımından kaynaklanan sermaye hareketleri, şimdilerde toplamın çok az bir kısmına denk gelirken, geriye kalan kısım arbitraj, hedging, spekülasyon amacıyla yapılan işlemlerden oluşmaktadır.

Sermayenin uluslararası serbest dolaşımı için, genel olarak “finansal liberalizasyon” söylemi kullanılırken bu kavram artık her ülkede yerleşmesi gereken bir “ideal” olarak algılanır hale gelmiştir.

Uluslararası finansal piyasalarda bankalar, yükselen sermaye hareketlerine eşlik ederken uluslararası bankacılık hizmetlerinin diğer sektör maliyetlerini aşağıya indirmesi, uluslararası farklılaştırmayı özendirilmesi ve uluslararası yatırımları teşvik etmesi, bankacılığın kendisinin de küreselleşmesine yardımcı oldu.

Yükselen sermaye akımlarının döviz piyasaları üzerinde belli etkileri olmakla beraber, döviz piyasalarının gelişmesine ivme kazandıran asıl olay, 1970’lerin başında sabit kur rejiminin sona ererek dövizin, kendisi için oluşan arz - talep durumlarına yani serbest piyasa şartlarına göre değerlendirilen ve ticareti yapılabilen bir mal haline gelmesidir.

Farklı piyasalarda yüksek rekabetle çalışan uluslararası bankacılık sistemi, 1980’lerdeki borç krizleri ve 1990’lardaki gayrimenkul krizlerinden doğan aktif kalitesi sorunlarından dolayı uluslararası işlem yapmaya daha istekli hale gelmiştir. Şüphesiz ki bunda, eski doğu bloğu ülkelerinde Avrupalı bankerlerin görüşleri doğrultusunda gelişen kapitalistleşme çabaları ve Avrupa Birliği’nin yarattığı istikrar düzeni de etkili olmuştur.

(Düzeltilmiştir.)

Günümüz teknolojisi sayesinde bankalararası döviz alım - satımını gerçekleştiren elektronik dealerlar, toplam döviz işlemlerinin % 60'ından daha fazlasını fiziki bir dealer olmadan gerçekleşir hale gelmiştir. Artık aynı mal için farklı piyasalarda oluşan fiyat farklılıkları, birkaç dakika içinde arbitraj ile giderilebilir bir durumdur. **Teknolojik gelişme bu denli şeffaf hale gelen uluslararası döviz piyasalarında döviz likiditesinin azalmasına da sebep olmuştur. Likiditenin azalmasında, bankaların kendi aralarında gerçek zamanlı takas imkanı veren sistemlerin ortaya çıkışı, euronun devreye girerek bazı ülkelerde tek paraya geçilmesi, bankaların konsolidasyonu ve uluslararası şirketlerin konsantrasyonu gibi gelişmelerin olumlu katkıları da bulunmaktadır.**

Eskisine nazaran çok boyutlu ve hacimli olarak çalışan uluslararası bankalar, daha önce bilinmeyen veya önemsenmeyen riskleri küreselleşmeyle beraber artık daha derinden hissetmeye başlamışlardır.

1960'lardan beri bilindiği halde çok etkin olarak kullanılmayan hedge stratejileri son yıllarda dış korunmada ön plana çıkmıştır. Bu anlamda, döviz işlemlerinden kaynaklanabilecek sorunların çözümü için de hızla artan bir şekilde döviz türev araçlarına başvurulmaktadır. Klasik türev araçlarının yanında ihtiyaçlara paralel olarak, müşterilerin farklı gereksinimlerini karşılayabilecek niteliklerdeki karma türev araçları icat edilmiştir. Bu ihtiyaçların sağlıklı olarak karşılanmasının yanında, türev araçlar bankalara, çeşitli pozisyonlar alarak kar yapma fırsatları da vermektedir.

**Türev araçların kar yapma ve zararı önleme amaçlarının yanında bu araçların oldukça sık ve büyük hacimler ile kullanılmaya başlanmasında, düşük komisyonlu olmaları, müşterilerine finansal kaldıraç imkanı sunmaları, ihtiyaca ve arzulanan duruma göre vade ve tutar konularında farklılaştırılabilmeleri ve ikincil piyasalarının olması etkili olmuştur. Türev araçların bu çok yönlü yüzünün, spot piyasalardaki fiyat dalgalanmalarını azalttığı ve piyasalardaki şeffaflıkla birlikte istikrarın gelmesine yol açtığı da yine burada belirtilmesi gereken hususlardandır.**

Nihai olarak, teorik anlamda küreselleşmenin uluslararası bankacılık dahil, tek fiyat kanununun piyasalarda sağlanmasına kadar devam edeceği savunulabilir. Ancak pratik yaşamda – tek fiyat kanununun hipotetik yapısı ve mantığının aksine - yerli finansal varlıkların yabancılar ile tam olarak ikame edilememesi, uluslararası bankaların yurtiçinde faaliyet göstermelerinde ise ekonomik olmadan daha ziyade siyasi endişelerin egemen olması gibi durumlar da gözardı edilmemelidir.

Özü itibariyle, 20. yy'ın sonlarında zirveye ulaşan küreselleşme hareketlerinin, uluslararası bankacılıkta döviz ticaret riskinin azaltılmasına olumlu anlamda katkıda bulunduğu düşünülmektedir.



## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- Akgüç, Öztin : **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6. baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, 1995.
- Apak, Sudi : **Uluslararası Bankacılık – Finansal Sistemler**, 2. basım, t.y..
- Başoğlu, Ufuk vd. : **Finans Teori, Kurum ve Uygulama**, Bursa, 2001.
- Bessis, Joel : **Risk Management in Banking**, John Wiley & Sons Ltd. 1998.
- Campell, Tim S., Kracaw, William A. : **Financial Risk Management**, 1993 HarperCollins College Publishers
- Cornett, Marcia M, Saunders Anthony : **Fundamentals of Financial Institutions Management**, 1999 McGraw Hill Companies
- Daniels, Joseph P., Vanhoose, David : **International Monetary & Financial Economics**, 2. Basım, 2002 South Western Publishing
- Dornbusch, Rudiger, Fischer, Stanley : **Macro Economics**, McGraw – Hill, Six/International Edition 1994.
- Eğilmez, Mahfi, Kumcu, Ercan : **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, Om Yayınları İstanbul 2002
- Erçel, Gazi : **Bıçak Sirtında**, Dünya Gazetesi Kitaplığı 1, Mayıs 2003.
- Ertürk, Emin : **Küreselleşen Ekonomide Makro Ekonomik Analize Giriş**, Alfa Yayınları 1999
- Güran, Tevfik : **İktisat Tarihi**, Acar Yayıncılık, İstanbul 1997

- Heffernan, Shelagh : **Modern Banking in Theory and Practice**, John Wiley & Sons Ltd. 1996.
- Jüttner, Johannes : **International Finance and Global Investments**, Longman 4. basım 1999
- Karlı, Muharrem : **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, 4. Baskı, İstanbul 1994, ss. 4 – 6.
- Oppenheim, Peter K. : **International Banking**, 5. basım 1987, American Bankers Association
- Parasız, İlker : **Para Banka**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir 1989.
- Prindl, Andreas R. : **Foreign Exchange Risk**, y.y., 1976.
- Rose, Peter S. : **Commercial Bank Management**, Richard D. Irwin Inc., 1993.
- Seyidoğlu, Halil : **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, 2. Baskı 1999, 2. Baskı, İstanbul 1999.
- Seyidoğlu, Halil : **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, İstanbul 1990.
- Sinkey, Joseph F. : **Commercial Bank Financial Management**, Prentice Hall 5. Edisyon 1998.

## İNTERNET KAYNAKLARI

- Active Finans : “Finansal kurumlarda operasyonel riskin ölçümü”, ty, (Çevrimiçi) <http://www.activefinans.com/activeline/sayi21/finansalkurumlar.html>, 19 Kasım 2003
- Akmut, Özdemir : “Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Karşılaştıkları Finansal Sorunlar ve Risk Yönetimi”, İşveren Dergisi, Mayıs 2001, (Çevrimiçi) [http://www.tisk.org.tr/isveren\\_sayfa.asp?yazi\\_id=307&id=18](http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=307&id=18), 06 Nisan 2004

- Aninat, Eduardo : “Surmounting the Challenges of Globalization”, March 2003, Volume 39, Number 1, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/03/ani%20nat.htm>, 18 Ocak 2004
- BBA : “Types of volatility”, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.bba.org.uk/public/corporate/benchmarks/35469/typesvolatility>, 14 Haziran 2004
- BBA : <http://www.bba.org.uk/public/corporate/benchmarks/?version=1>, 19 Mayıs 2004
- BBA : “BBA Credit Derivatives Report 2001/2002”, (Çevrimiçi) <http://www.bba.org.uk/pdf/58304.pdf>, 17 Şubat 2004, s. 2
- BIS : Quarterly Review, Statistical Annex, March 2004, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa0403.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0403.pdf), 12 Mayıs 2004 ss. 52 – 104.
- BIS : Triennial Central Bank Survey, “Foreign exchange and derivatives market activity in 2001”, Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf>, 18 Şubat 2004, s. 7
- BIS : Quarterly Review, June 2004, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa0406.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0406.pdf), 01 Ekim 2004, s. 99.
- BIS : Summary Report, “Fundamental Causes of Consolidation, Group of Ten, Consolidation in the Financial Sector”, t.y., (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/gten05ch2.pdf>, 18 Şubat 2004, ss. 67 – 68
- BIS : Risk Management Group of the Basel Committee, “Working Paper on the Regulatory Treatment of Operational Risk”, September 2001, (Çevrimiçi) [http://www.bis.org/publ/bcbs\\_wp8.htm](http://www.bis.org/publ/bcbs_wp8.htm), 15 Şubat 2004

- Camdesus, Michel : “The International Monetary Fund and the Challenges of Globalization”, November 28, 1995, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/sec/mds/1995/mds-9520.htm>, 20 Ocak 2004
- Chaboud, Alain, Weinberg, Steven : BIS Papers No 12, “Foreign exchange markets in the 1990s: intraday market volatility and the growth of electronic trading”, 30 August 2002, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap12h.pdf>, 25 Nisan 2004, ss. 138 – 145.
- Çelik, Faik, Ekinci, M. Behzat : “Türkiye’de Bankacılık Krizlerinin Önlenmesinde Risk Yönetiminin Yetersizliği ve Stratejik Bir Yaklaşım”, Mart, Nisan 2002, (Çevrimiçi) <http://akademiktisat.sitemynet.com/makaleler/turkbankkriz.HTM>, 25 Nisan 2004
- Dawson, Thomas C. : “Globalization, the Transition Economies, and the IMF”, March 14, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/03142003.htm>, 02 Nisan 2004
- Dore, Ronald : “How Integrated Are Global Markets ?, Making Sense of Globalisation”, January 2001, (Çevrimiçi) <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/occasional/OP016.pdf>, 20 Kasım 2003, s. 4
- Economics of Scale : <http://www.tutor2u.net/glossary/advanced.asp?a=4&q=775>, 18 Nisan 2004
- Economies of Scope : [http://www.tutor2u.net/economics/content/topics/buseconomics/economies\\_of\\_scope.htm](http://www.tutor2u.net/economics/content/topics/buseconomics/economies_of_scope.htm), 18 Nisan 2004
- Erçel, Gazi : “Globalization and international financial environment remarks by Mr. Gazi Erçel”, General Meeting of the 17th Asian Banking Association, September 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/review/r000927b.pdf>, 15 Şubat 2004, s. 2

- Galati, Gabriele : BIS Working Papers No 93, "Trading Volumes, Volatility and Spreads In Foreign Exchange Markets: Evidence From Emerging Market Countries" October 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/work93.pdf>, 03 Mayıs 2004
- Gallego, Sonsoles vd. : "Investing in the Financial Sector of Emerging Countries: Potential Risks and How to Manage Them", 25 March 2004 (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/cgfs22bde1.pdf>, s. 8, 05 Ekim 2004.
- Gibson, Michael : "Information System for Risk Management", March 1997, (Çevrimiçi) [www.bis.org/publ/ecsc07f.pdf](http://www.bis.org/publ/ecsc07f.pdf), s.119, 10 Ekim 2004.
- CPSS Red Book 2003 : "International Payment Arrangements", 31 October 2003, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/cpss53.pdf>, 24 Eylül 2004, ss. 455 – 473.
- Greenspan, Alan : "Remarks by Chairman, At the Financial Crisis Conference", July 12, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/20000712.htm>, 26 Kasım 2003, s. 1.
- Greenspan, Alan : "Global finance – is it slowing ?", 7 March 2003, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/review/r030311b.pdf>, 17 Ocak 2004
- Honohan, Patrick, Klingebiel, Daniela : "Controlling Fiscal Costs of Banking Crises", The World Bank, t.y., (Çevrimiçi) <http://econ.worldbank.org/docs/1196.pdf>, 20 Haziran 2004

- IMF : World Economic and Financial Surveys, "Toward a Framework for Financial Stability – Key Aspects of a Framework for a Sound Financial System", 31 January 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wefs/toward/pdf/file03.pdf>, 16 Mart 2004, s. 7
- IMF : World Economic and Financial Surveys Global Financial Stability Report, Market Development and Issues, "Policy Lessons from Past Episodes of High Volatility", September 2003, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2003/02/pdf/chp1.pdf>, 02 Nisan 2004, ss. 5 – 7.
- IMF : Background Paper, "Offshore Financial Centers", 23 July 2000, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm>, 23 Şubat 2004, s. 12.
- IMF : International Capital Markets 1997, "Annex III Developments In International Banking", 08 December 1997, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/97/icm/pdf/file11.pdf>, 20 Aralık 2003, ss. 132 – 158.
- IMF : International Capital Markets September 1998, "Globalization of Finance and Financial Risks", (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file11.pdf>, 18 Ocak 2004, ss. 185 – 195.
- Ingves, Stefan : "Banking Crisis from an International Perspective", April 8, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/0408003.htm>, 22 Ocak 2004

- Issing, Otmar : The European Central Bank, "The Globalisation of Financial Markets", 12 September 2000, (Çevrimiçi) <http://www.ecb.int/key/00/sp0009122.pdf>, 25 Haziran 2004, s. 13.
- Jam, Joseph : BIS Review 24/2000, "Risks and Challenges in Coping with International Capital Flows", 29 March 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/review/r000321b.pdf>, Ekim 2004, s.2.
- Kaminsky, Graciela : "Short Run Pain, Long Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", June 2002, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/research/bios/schmukler.htm>, 03 Mart 2004
- Kaufman, George G. : "Emerging Economies and International Financial Centers", t.y., (Çevrimiçi) <http://www.sba.luc.edu/research/wpapers/001101.pdf>, 20 Ocak 2004
- Köhler, Horst : "The Challenges of Globalization and the role of the IMF", May 15 2003 (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/040201.htm>, 05 Şubat 2004
- Liebscher, Klaus : Economic and Monetary Union (EMU), "The role of international institution in globalisation", 16 October 2001, (Çevrimiçi) <http://www.bri.org/review/r011122b.pdf>, 22 Haziran 2004, s. 5
- Moss, Mitchell : "Telecommunications and International Financial Centers", 1999, (Çevrimiçi) <http://www.mitchellmoss.com/books/financial.html>, 18 Aralık 2003
- Patterson, Ben, Galliano, Mickäl : [The Feasibility of an International Tobin Tax](http://www.europarl.eu.int/workingpapers/econ/107en.htm)", March 1998, (Çevrimiçi) [www.europarl.eu.int/workingpapers/econ/107en.htm](http://www.europarl.eu.int/workingpapers/econ/107en.htm), 18 Haziran 2004

- Sasaki, Hitoshi vd. : “International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability”, BIS Conference Papers, Vol. 8, March 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/confer08c.pdf>, 31 Ocak 2004, ss. 57 – 59.
- Spahn, Paul Bernd : “The Tobin Tax and Exchange Rate Stability”, Finance & Development, June 1996, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/fandd/english/pdfs/0696/0130696.pdf>, 23 Aralık 2003, ss. 24 – 25.
- Tien, David : “Hedging Demand and Foreign Exchange Risk Premia”, October 2002, (Çevrimiçi) [www.bis.org/cgfs/conf/mar02k.pdf](http://www.bis.org/cgfs/conf/mar02k.pdf), ss. 141 – 149.
- TSPAKB : “Finansal Yönetim Ders Notları”, 2003, (Çevrimiçi) [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm), 30 Kasım 2003, ss. 47 – 85.
- TSPAKB : “Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma”, Aralık 2002, (Çevrimiçi) [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm), ss. 6 – 11.
- TSPAKB : “Ulusal ve Uluslararası Piyasalar”, (Çevrimiçi) [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm), 3 Kasım 2003, ss. 188 – 202
- Wachtel, Paul : “Globalization of Banking: Why does it matter ?”, 10 January 2001, (Çevrimiçi) <http://pages.stern.nyu.edu/~pwachtel/CaracasPresentati on.pdf>, 28 Şubat 2004, ss. 2 – 11
- World Bank, : Discussion Paper No. 428, “Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises”, t.y., (Çevrimiçi) <http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/%28attachmentweb%29/Fsdp8rv5/USDFILE/Fsdp8rv5.pdf>, 18 Şubat 2004, s. 1.

Yusuf, Shahid : The Changing Development Landscape”, December 1999, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/12/index.htm>, 03 Mart 2004

## DERGİLER

- Arın, Tülay : “Asya Krizi ve Kriz Yönetiminde Hegemonya”, **İktisat Dergisi**, s.10
- Eken, M. Hasan : Bankalarda Aktif Pasif Yönetimi, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 10, Ekim 1992, s. 48
- Gümüşeli, Saniye : Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri, **Bankacılar Dergisi**, TBB Yayını, No: 179, 1994, s. 39.
- Kılınç, Gonca : “Aktif – Pasif”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 6, Ekim 1991, s. 57.
- Minibaş, Türkel : “Küreselleşen Sermayenin Anayasası: MAI”, **İktisat Dergisi**, Ağustos 1998, ss. 28 – 30.
- Özkan, Turgut : “Ulusal ve Uluslararası Bankacılıkta Rekabet”, **İktisat Dergisi**, Şubat – Mart 1999, ss. 40 – 42.
- Parasız, İlker : Türk Ekonomisindeki Uluslararası Bankacılık Olgusuna İlişkin Bir Değerlendirme”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, 1985
- Tuğay, Fatoş : “Ülke Riski”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 5, Temmuz 1991, s. 30.

## DİĞER KAYNAKLAR

- SPK : 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Türk Sermaye Piyasası Kanunu
- İMKB : **Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları**, Eylül 2003.