

PAPER DETAILS

TITLE: Döviz İşlemleri ve İthalat ve İhracatla Uğraşan Firmalar Üzerinde Yabancı Dövizler ve Türk Lirasının Değerinde Görülen Değişikliklerin Yarattığı Riskler ve Risklerden Korunma Yöntemleri

AUTHORS: İlker PARASIZ

PAGES: 98-108

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/137636>

Döviz İşlemleri ve İthalat ve İhracatla Uğraşan Firmalar Üzerinde Yabancı Dövizler ve Türk Lirasının Değerinde Görülen Değişikliklerin Yarattığı Riskler ve Risklerden Korunma Yöntemleri

İlker PARASIZ

Prof.Dr.

Uludağ Üni. İktisadi ve İdari Bilimler Fak. BURSA

Bu makalede, özellikle iş hayatında döviz kurlarındaki dalgalanmaların neden olabileceği sonuçlar ve bunların içerdiği risklerden korunmak için ne gibi tekniklerin kullanılabileceği üzerinde durulacaktır.

Döviz kurlarındaki dalgalanmalarla ilgili olarak gelecekteki belirsizlikler ithalat ve ihracatla uğraşan firmalar açısından bir risk taşımaktadır ve bu risk kar marjlarıyla yakından ilişkilidir. Bununla birlikte iş alemi, döviz risklerine karşı bir dizi teknik ve kolaylıklar geliştirmiştir.

MANAGING EXCHANGE RATE RISKS

This paper has concentrated on the implications of fluctuating exchange rates for business and on the techniques available for managing the risks they impose. Uncertainty about future exchange rate movements entails a risk to companies which is rather high in relation to projected firefights margins. Although the business community has developed a number of techniques and facilities for managing exchange risks.

1. GİRİŞ

Ülkemizde 1980'li yıllardan beri başta ihracat olmak üzere dış ekonomik ilişkilerde önemli gelişmeler olmaktadır. Bu sırada dış ekonomik ilişkilerde bulunan firmalar bir yabancı paranın borçlusu ya da alacaklısı durumuna gelmektedir. Dünya'da 1976'dan beri IMF gözetimi çerçevesinde kontrollü esnek kur sistemi uygulanmaktadır. Bu nedenle başta ABD, Japonya, AT ülkeleri Kanada vb ülkelerin paralarının birbirlerine göre değerleri değişme göstermektedir. Artık ABD doları, Japon yeni, Kanada doları ve Avrupa para sistemine bağlı paraların birbirlerine göre değeri serbest piyasa koşulları çerçevesinde oluşmaktadır. Gerçi gerektiğinde ilgili ülkelerin Merkez Bankaları döviz piyasalarına müdahale etmektedirler, ancak yine de bu kontrol sınırlı kalmaktadır. Bu durumda, söz konusu ülkelerin para049523049600t yapmak zorunda kalan ihracatçı ve ithalatçı firmalar her zaman bir döviz riskiyle karşı karşıya kalmaktadır.

Öte yandan ülkemizde faaliyette bulunan firmalar ithalat ve ihracat bağlantılarını yaparlarken bir yandan

yurt içi fiyat artışlarını öte yandan da Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin gelecekte ne olacağını sağlıklı bir şekilde tahmin etmek ve ona göre davranmak zorundadır. Özellikle son yıllarda olduğu gibi yurt içi fiyatların artış oranının TL'nin yabancı paralar karşısında yitirdiği değerden daha fazla olduğu dönemlerde başlangıçta uygun koşullarda ihracat olanağı bulan firmalar büyük zararlarla karşılaşmaktadır. Ayrıca ithalatın ucuzlaması sonucu bir de uzak doğu ülkelerinin rekabetiyle (özellikle tekstil ürünlerinde) karşılaşmaktadır.

Yukarıda kısaca sözünü ettiğimiz sorunların bir kısmı ülkemizin iradesi dışında gelişmektedir. Bir kısmı da örneğin T.C. Merkez Bankası'nın izlediği döviz kur politikalarına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin Türk Lirasının yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesi biraz da T.C. Merkez Bankası'nın ve kamu otoritelerinin arzuları doğrultusunda olmaktadır. Dolayısıyla her an bu politikadan vazgeçilerek Türk Lirasının bu kez hızla değer kaybetmesine karar verilmesi gündeme gelebilir. Böyle bir durumda da ithalat pahalılaşırken ihracat ucuzluyabilir.

Görüldüğü gibi ithalat ve ihracatla uğraşan firmalar iki sorunla karşı karşıya kalmaktadır.

Birinci olarak T.C. Merkez Bankası'nın ve kamu otoritelerinin izleyecekleri politikaları iyi öngörmek ve ona göre davranmak. İkinci olarak ülkemizin dışındaki dünyadaki gelişmelere paralel olarak söz konusu ülke paralarının gösterdiği gelişmeleri iyi izlemek ve ithalat ve ihracat politikalarını ona göre gözden geçirmek.

Bunlara ilave olarak Türk Lirasının konvertibilite sorunu da gündemdedir. Türk Lirasının kısmi ya da tam konvertibilitesinin sağlanması sonucu yabancı paralara göre değeri uluslararası para piyasalarında oluşacaktır. Dolayısıyla bu değer arz ve talep koşullarına göre değişecektir. Böylece Türk Lirasının değeriyle ilgili bir döviz riski de gündeme gelecektir.

İşte aşağıdaki satırlarda, gerek çeşitli ülkelerin paralarının dünya para piyasalarındaki dalgalanmalarının gerekse Türk Lirasının değerinde gözlenen değişikliklerle

rin yarattığı döviz risklerinden bu işlemleri yapmak zorunda olan ithalatçı ve ihracatçı firmaların nasıl korunabilecekleri irdelenecektir.

2. DÖVİZ RİSKİ VE ÖLÇÜLMESİ

2.1. Döviz Riski

İthalat ve ihracatla uğraşan firmalarımız Türk Lirasının dışındaki bir dövizin borçlusu ya da alacaklısı olduğunda "döviz riski" denilen bir riskle karşı karşıya kalır. Eğer bir firma belli bir döviz cinsinden borçlanmışsa, bu dövizin değerinin yükselmesi durumunda T.L. olarak borcu artar, tersi durumda ise hafifler. Aynı firma belli birdöviz cinsinden alacaklıysa, bu dövizin değeri yükseldiğinde alacağı değerlenir, tersi durumda ise azalır.

İthalat ve ihracat işlemlerinde döviz riskinden sakınmak taraflardan sadece birisi için mümkündür. Örneğin üç ay sonra markla ödemede bulunmak üzere Almanya'dan ithalatla bulunan bir Türk ithalatçısı, üç ay sonra Alman markı değerlenirse döviz riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Türk ithalatçısı bu riskten kaçınmak için Alman ihracatçısına alacağını dolarla fatura etmesini isteyebilir. Bunu sağlarsa bu kez risk dolar alacaklısı olan Alman ihracatçısı üzerinde kalacaktır.

Döviz piyasasında faturalama parası ne olursa olsun durum değişmez. Birinci durumda, Türk ithalatçısı dolarla mark satın alır. İkinci durumda ise, Alman ihracatçısı mark satın almak için dolar satar.

Ancak bir ülke (örneğin ülkemiz) döviz kontrolü uyguladığında, Türk ithalatçısı bir aydan daha uzun vadeli mark satın alamazken, buna karşılık vadeli döviz piyasasının varlığı nedeniyle Alman ihracatçısının dolarla faturalanmış alacağını arzuladığında marka dönüştürmesi her zaman mümkündür.

2.2. Döviz Pozisyonu

İthalatçı ve ihracatçı firmaların karşı karşıya bulundukları döviz riskinin büyüklüğü döviz pozisyonu ile ölçülür. Döviz pozisyonu bir firma ya da bankanın yabancı para olarak alacakları ve angajmanları arasındaki pozitif veya negatif fark olarak tanımlanabilir. Belli bir anda,

Döviz pozisyonu = Sahip olunan dövizler + Elde edilecek dövizler - Ödenecek dövizler şeklinde dir.

Döviz pozisyonunun sıfır olduğu duruma "kapalı pozisyon" denir. Denklem cebirsel toplamı pozitifse, uzun döviz pozisyonu, negatifse kısa döviz pozisyonu söz konusudur. Son iki durumda döviz pozisyonuna açık pozisyon (open) denir. Bunun ekonomik anlamını şöyle açıklayabiliriz.

*Kapalı döviz pozisyonunda döviz riski sıfırdır.

*Firmaca tutulan dövizlerin değerlerinin yükselmesi bekleniyorsa uzun döviz pozisyonu söz konusudur.

*Firmaca tutulan dövizlerin değerlerinin düşmesi bekleniyorsa kısa döviz pozisyonu söz konusudur.

Döviz pozisyonu kavramı "spekülasyon" kelimesiyle de yakından ilişkilidir. Açık olan tüm döviz pozisyonları bir spekülatif davranış içerir. Uzun pozisyonda olan herhangi bir kimse, sahip olduğu dövizlerin değer kazanması durumunda pasif olarak spekülasyon yapar. Bir kimse, ya da firma kısa pozisyondaydı ve döviz kuru düşmekteyse spekülasyon yapmış demektir.

Herhangi bir işlem (şu an için bedeli ödenmeyecek bir ithalat ya da ihracat) bir firmayı bir dövizle pozisyona sokuyorsa, bu durumda spekülasyon yapmamak için tek çözüm kuvertür vasıtasıyla pozisyonun kapatılmasıdır. Böylece, üç ay sonra dövizle ödemede bulunacak bir ithalatçı, borçlu olduğu dövizleri peşin ya da vadeli olarak satın alır. Bu şekilde sahip olunan ya da olunacak dövizler ödenecek dövizleri dengelediğinden döviz pozisyonu ve döviz riski sıfıra indirgenmiş olur. Aynı şekilde döviz alacaklısı olan bir ihracatçı da elindeki dövizleri vadeli olarak satar ya da bunları peşin olarak satmak için ödünç alır. Böylece döviz alacaklısı da kapalı pozisyona geldiğinden, döviz riski sıfır olur.

Görüldüğü gibi ister ithalatçı, ister ihracatçı banka olsun döviz pozisyonu piyasaya giren her birim için önem taşımaktadır. Burada temel nokta bütün açık pozisyonların bir spekülasyon oluşturmağıdır.

Döviz pozisyonu tek tek dövizler gözönünde tutularak ulusal paraya karşı tüm dövizler birleştirilerek hesaplanabilir. Birinci yol daha rasyoneldir. Çünkü, belli bir anda, bir ekonomik birim tarafından üzerinde işlem yapılan tüm dövizler aynı düşme ya da yükselme riskini taşımazlar.

Bununla birlikte, bütün dövizlerin birleşimiyle oluşturulan pozisyonun özellikle banka ödemelerinde yararı yok da denemez. Bazı ülkeler bankalarının ulusal parayla kısa pozisyonda olmasını yasaklamıştır. Diğer bir ifade ile, bu ülkelerde bankaların global döviz pozisyonu sıfır olacaktır. bu koşullarda eğer bankaların yetkilileri rıza göstermişlerse, ulusal paraya tekabül eden tutarları eşit olmak kaydıyla bir bankanın bir parayla uzun, bir parayla kısa pozisyonda olması söz konusu olabilir. Diğer taraftan başka bir ülke (örneğin İsviçre) çok katı olabilir. İsviçre geçirdiği acı tecrübelerle dayanarak bankaların her bir döviz için kapalı pozisyonda olmasını zorunlu tutmaktadır.

3. DÖVİZ RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra oluşturulan Bretton Woods Para Sistemi'nin 1970'li yıllarda çöküşünden sonra kontrollü de olsa esnek kur sistemine geçilmesi, firma ve finansal işlemlerle uğraşan tüm kuruluşları döviz kurlarındaki değişmelerin etkileriyle karşı

karşıya bırakmıştır. Özellikle ithalatla ve ihracatla uğraşan firmalar mal siparişlerinin alınış tarihiyle malların teslim tarihi arasında geçen süre içinde bir yandan yurtiçi fiyat değişmelerini öte yandan ülkesinin parasının dış ülkeler paraları karşısındaki değerini ayrıca yabancı paraların birbirlerine göre olan değerlerindeki değişimleri yakından gözlemek zorundadırlar. Daha sonra izleyecekleri stratejiler saptanacaktır. İşte oluşan bu yeni durum firmaların ve bankaların döviz kurlarındaki değişmelerin neden olabileceği kayıplara karşı kendilerini korumak için bazı önlemler almalarını zorunlu kılmaktadır.

Yabancı döviz kurunun içerdiği riski ortadan kaldıracı herhangi bir önleme "kuvertür" denir. Kuvertür işlemi çerçevesinde, bir paranın yarattığı riskli durumu gidermek için aynı miktarda, aynı anda ve karşı yönde bir girişimin yapılması gerekir. Bu ise son derece karmaşık bir durum yaratmaktadır. Dolayısıyla dinamik ve genç bilgili kambiocuların istihdamını gerektirir.

Genel olarak döviz işlemleri; bağımsız (solo ya da outright) ve bağlı (swap) olmak üzere iki büyük başlık altında incelenebilir. Bağımsız işlemler de spot (peşin) ve forward (vadeli) olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır.

3.1. Peşin (Spot) Döviz İşlemleri

3.1.1. Müşteri, Banka ve Piyasa İlişkisi

Peşin piyasada, bir müşteri bankasına bir dövizden satın almak istediğini bildirir. Banka ona o andaki kuru bildirir. Kuşkusuz müşteri birbirleriyle rekabet halinde olan bankalardan kendisine en uygun döviz kuru veren bankayı seçebilir.

Diyelim ki müşteri frank karşılığında dolar istemektedir. Anlaşma imzalanınca banka için sorun gerekli doları bulmaktadır. Bu durumda:

*Bankanın elinde yeteri kadar dolar varsa müşterinin arzusunu kolayca karşılayabilir.

*Bankanın dolar pozisyonu uygun durumda değilse, banka müşterisinin talep ettiği doları sağlamak için bankalararası döviz piyasasına müracaat eder. Buna bankanın döviz emrini piyasaya döndürmesi denir.

Burada hemen belirtelim ki müşterilerin arzuları küçük rakamda kalabilir. Oysa döviz piyasasında banka kendi hesabına da işlem yapabilir. Örneğin sabahleyin doların yükselme eğiliminde olduğunu gören bir banka, müşterisinin talep ettiğinden daha fazla dolar satın alabilir ve dolar olarak uzun pozisyona geçebilir. tersine, doların düşme eğiliminde olduğunu tahmin ederek kısa pozisyona da geçebilir.

Banka işlemlerinde bu spekülasyon unsuru her zaman varlığını sürdürür. Ancak müşterilere verilen döviz kuru bankanın öncelemelerinden çok, anlaşmanın yapıldığı anda piyasanın durumuna göre "müşterinin

yararına" olan döviz kurudur.

3.1.2. Peşin (Spot) Döviz Kurunun Oluşumu

Döviz piyasasında faaliyet gösteren bir operatör sürekli olarak piyasayla haberleşme halindedir. Kambiocular telefon, telex, fax gibi araçlarla meşlektaşlarıyla ve kurtiyer (broker)'le temas kurarlar. Döviz piyasası o şekilde organize olmuştur ki verilen iki para için tek bir fiyatta arz ve talep eşitliğini her an sağlayacak şekilde mükemmele yakın bir işleyişe sahiptir.

Döviz piyasasında temel prensip olarak bir operatör başlangıçta alıcı ya da satıcı olduğu izlenimini vermeyecek şekilde sorma inisiyatifinde bulunur.

Bir milyon dolar satın almak isteyen bir A bankası bir B bankasından (bir kurtiye) aracılığıyla da olabilir) fiyat ister. B bankası da örneğin 4.6840 ve 4.6860 gibi bir cevap verebilir. Burada 4.6840 B bankasının franka karşı dolar alış fiyatı 4.6860 da frank satış fiyatıdır.

Uygulamada her kambiyoçu o andaki döviz kurunu bildiğinden, işlemlerde yalnızca son iki rakam söylenebilir. Kuşkusuz kambiocular aralarında daha uygun haberleşme şekilleri de geliştirebilirler.

40/60 cevabı alan operatör üç şekilde davranış gösterebilir.

*Eğer bu çatal (değişim oranı) kendisini ilgilendirmiyorsa teşekkür ederek telefonu kapatır.

*Eğer alım satım farkını çok geniş buluyorsa, bunu biraz daha yaklaştırmasını, örneğin 45/55'e gelmesini isteyebilir veya eğer 55 olursa alacağını belirtebilir.

*Nihayet eğer çatal uygunsa, operatör işlemin yönünü ve büyüklüğünü belirtir. A bankası dolar temin etmek isterse örneğin 5 milyon alıyorum diyecektir.

A bankası bu açıklamayı yaparak 1 dolar için 4.6860 Fransız frankı ödemeyi kabul etmektedir. Çünkü B bankası bu kur üzerinden satış yapmaktadır. Eğer A, 5 milyon veriyorum deseydi, uygulanabilir kur B'nin satın almaya hazır olduğunu ilan ettiği 4.6840 olacaktı. Çağrılan daima çağrılanın kuru üzerinden çalışır. Bu prensibin önemli bir sonucu vardır. Bütün bankaların mümkün olduğu kadar bir işlemi sonuçlandırmak için çağrılmayı beklemelerinde büyük yararları vardır. Çünkü bu durumda kendi kurları üzerinden çalışabileceklerdir.

Önceki örnekte, eğer A bankası dolar satın almak isterse ve bir başka bankayı çağırırsa, bu durumda 4.6860 ödeyecektir. Tersine, biraz bekleyerek, (dışardan çağrılmayı bekleyerek) ve kendisi 40/60 çatalını açıklayarak, 4.6840'a dolar almak ve 20 puanlık alım-satım farkından yararlanma şansına sahip olabilir. Bu durum özellikle döviz piyasasında çok aktif rol oynayan bankalara bir avantaj sağlar. Bu bankaların belli-başlı paralarla ilgili önemli ve sürekli işlem yaptıklarını bilen brokerler öncelikle bu bankalara başvuruda bu-

lunarlar. Dolayısıyla ithalat ve ihracat işlemleriyle uğraşan firmaların böyle bankalarla çalışması önemli avantaj sağlar.

Prensip olarak çatalını veren banka (B), talep eden banka (A) çok uzun süre düşmediği zaman, belirlediği kurdan işlem yapmaktan vazgeçemez. Kambiyocular arasında bir çeşit "onur kodu" vardır.

Ancak döviz piyasasının çalkantılı olduğu dönemlerde döviz kurlarının değişkenliğinin uzun süre çatalını muhafazasına izin vermemesi nedeniyle daha kısa sürede cevap istenebilir.

Öte yandan banka belirlediği çatalda tahmin ettiğinden daha fazla dolar satıyorsa, bu durumda kotasyonu düşük belirlediğini çabucak anlar ve kotasyonunu yükseltir. Eğer herkes kendine dolar satıyorsa bu kez tepkisi ters yönde olur.

Bununla birlikte olaylar dört nedenle yukarıdaki basit açıklamalara göre daha karmaşıktır.

*Bir banka döviz brokerlerine danışarak piyasa değişikliklerini daha hızlı öğrenebilir.

*Banka döviz kuru çatalını işlem yapmak istediği yöne yöneltebilir. Örneğin dolar satmak istiyorsa piyasada kotasyon 40/60 ise, kotasyonun 40/55 olduğunu ilan eder ya da sadec 55'e veriyorum der. Bir banka dolar satın almak isterse yukarıdakinin tersini yapar. Burada hemen hatırlatalım ki, bankanın döviz alım satımlarında alacağı tavrı yalnızca müşterilerinin emirleri değil aynı zamanda kendine uygun olan işlemleri yapmak arzusu da belirler.

*Döviz alım satımı arasındaki kur farkı piyasasının durumuna bağlı olduğu kadar, kur talep edenlerin tavırlarından da etkilenir. Örneğin, büyük bir firmayla ön planda gelen bankalar arasında döviz kuru çatalıyla daha sonra gelen bankaların döviz kuru çatalları arasında fark olması doğaldır.

*Nihayet bir banka bir işlem kendisine hiç kar getirmese de o işlemi yapabilir. Bunun nedenlerini şöyle açıklayabiliriz..

-Bazı müşterileri kendisine bağlayarak piyasada rekabeti ortadan kaldırmak,

-Daha önce yanlış bir öngörü sonucu ortaya çıkan döviz pozisyonu kapatmak,

-Sürekli olarak piyasada bulunan döviz kurlarındaki çok küçük dalgalanmaları saptayacak deneyime sahip olarak bankanın karını yükseltmek ve müşterilerine daha iyi hizmet sunmak.

Gerçekte, bankalar üçüncül dövizlerle de işlem yaparlar. Örneğin dolar-mark, dolar-İsviçre frankı gibi. Ancak her an bütün dövizlerin birinin diğerine göre kurunun tespiti olanaksız denmese bile çok zordur. Bu durum dış ticarete yönelik firmalar açısından da önem taşımaktadır.

Sorunun çözümü tüm dövizlerin dolara karşı kotasyonunun yapılması ve gerek duyulduğu zaman aşağıdaki yöntemle çapraz kurların (cross-rates) hesaplanmasıdır. Herhangi bir anda 4.68 frank ve 2.12 mark bir dolara eşitse, mark-frank kuru 100 mark için,

$$4.68 \times 100 / 2.12 = 220.7547 \text{ franka eşittir.}$$

Aslında hesaplama biraz daha karmaşıktır. Çünkü dövizlerin alım satım çatallarına göre çapraz kurların hesaplanması gerekir.

-Dolar-Frank :4.6790/4.6810

-Dolar-Mark :2.1195/2.1205

-Mark-Frank (alım) $(4.6750 / 2.1205) \times 100 = 220.6555$

-Mark-Frank (satım) $(4.6810 / 2.1195) \times 100 = 220.8540$

Paraların kotasyonları arasındaki farka "spread" denilmektedir. Eğer "spread" artıyorsa kotasyon açık (open) denir. Eğer "spread" azalıyorsa, kotasyon kapalı (close) denir. Eğer fiyatlar aynıysa, "spread" sözkonusu olmadığından fiyat "either way" denir.

3.1.3. Vade Tarihleri (Value Dates)

Döviz alım satımıyla ilgili peşin işlemler prensip olarak fiilen efektif olarak çalışılan ikinci günde ödenmelidir. Böylece pazartesi gününe ait işlemler çarşamba günü tamamlanmalıdır. İki günlük dönem firmaların iki tarafa yerli ve yabancı bankalardaki hesaplara gerekli olacak ve borç talimatları göndermeleri için tanınan zaman aralığıdır. Böylece eğer bir "dealer" markla, pazartesi günü bir milyon dolar satın almışsa, markların çarşamba günü Almanya'daki hesabına transfer edilmesi şarttır.

Tatil günleri bir miktar karışıklığa neden olabilir. Ayrıca, diğer uygun olmayan tarihler ise, herbir ülkedeki tatil günleridir. Örneğin 1 Mayıs 1981 Almanya'da bayramdır. 4 Mayıs 1981 pazartesi günü de İngiltere'de bayramdır. Bu durumda DM-pound kotasyonu için Perşembe'nin ödeme tarihi olması gerekmektedir. ABD ve Kanada dolarları gibi bazı paralarla yapılan işlemlerde bir spot işlem bir gündürlüktür. Association Cambiste International (Forex) her yıl dünyanın farklı yerlerindeki döviz piyasalarının hangi gün kapalı olduğunu gösteren bir takvim yayınlar.

Spot işlemlerdeki iki günlük süre bankaların ve firmaların kasalarını ulusal para ve döviz olarak düzenlemelerine olanak sağlar. Öte yandan euro-piyasalarındaki işlemlerin esnekliği bankaların atıl fon tutmamalarını mümkün kılmaktadır.

Öte yandan spot işlemlerde geçerli olan iki işgünü kuralı mutlak değildir. Bir firma bankasından gerektiğinde kendisi için ertesi gün için döviz işlemi yapmasını da isteyebilir.

3.2. Vadeli (Forward) İşlemler

İki iş gününden daha uzun bir süre sonra bir paranın sabit bir kur üzerinden bir başka parayla alınıp sa-

tilma işlemine vadeli (forward) döviz işlemi denir. Forward döviz işlemine temelde gelecekteki olası kur risklerini ortadan kaldırmak için başvurulmaktadır.

3.2.1. Vadeli Döviz İşlemlerinin Yapılma Nedenleri

Kullanım amaçlarına göre vadeli işlemleri üç grupta toplamak mümkündür:

1- Döviz pozisyonunu kapamak için vadeli döviz işlemi kullanılabilir. Bir başka deyimle bir ekonomik birimin karşılaşılabilecek döviz kurunu ortadan kaldırmak için vadeli döviz işlemi yapılır. Bu durumda vadeli döviz işlemi bir kuvertür işlemidir. Vadeli döviz alım satımı ekonomik birimlerin spekülasyon pozisyonunda kalmamasını sağlar.

2- Bir döviz pozisyonu açmak için (yani bir spekülasyona girmek için) vadeli döviz işlemi kullanılabilir. Ekonomik birim değerinin yükseleceğini beklediği döviz (kısa pozisyon) vadeli olarak satacaktır. Böylece vadeli döviz piyasası bir kuvertür bir spekülasyon aletine dönüşmektedir. Birçok ülkede, para otoriteleri kendi vatandaşlarının kendi parasına karşı pozisyon almasını bu sebeple yasaklayabilmektedir.

3- Nihayet vadeli piyasa, başlangıçta, kuvertür işlemi yapmak için kullanılabilir. Bu durumda, döviz işlemi bağlı (swap) işlem alanına girer.

Elinde dolar bulunan bir ekonomik birimin sterline verilen faiz oranı yüksek olduğu için sterline plasmanda bulunmak istediği bir durumda eğer birim sterline karşı doları satmakla yetinirse, sterlinin dolara karşı değer kaybetmesi sonucu bir sermaye kaybı riskine girecek buna karşılık daha fazla faiz geliri elde edecektir. Bu riskten kaçmak için, sözkonusu birim dolar satın bunu vadeli olarak satın alabilir. Böyle yaparak döviz pozisyonuna girmeden "dövizle kuvertür sağlamış bir faiz arbitrajı" yapmış olur. Kuşkusuz bunun için faiz oranları farkının spot ve forward kur farkından daha yüksek olması gerekir. Faiz oranları için gösterge olarak normalde euro-para piyasası faiz oranları gözönüne alınmaktadır.

3.2.2. Vadeli Kurlarla İlgili Açıklamalar

İki paranın peşin ve vadeli kurları arasındaki ilişkiyle ilgili üç durum sözkonusu olabilir.

*İki kur aynı olabilir. Bu vadeli kurla peşin kurun aynı paritede (à La parité) olmasıdır.

*Vadeli döviz kuru spot döviz kurundan daha pahalıysa, döviz prim (premium) yapar. Buna röpor denir.

*Vadeli döviz kuru, spot döviz kurundan daha ucuzsa döviz bir iskonto (discount) yapar. Buna döpor denir.

Spot kurla forward kur arasındaki farklılık üç şekilde açıklanabilir:

1- Spot kurun virgülden sonraki rakamlar hanesine

göre (onbinler basamağına) kotasyon yapılır.

Döviz çatalı prensibine göre bir banka spot kurda olduğu gibi forward kurda da alım satım kurlarını (alıyorum, veriyorum) uygulayabilir. Bunun anlamı bankanın üç ay doları peşin kur artı örneğin 225 nokta ile alacağı ve peşin kur artı 255 noktayla satacağıdır. Bu durumda 3 ay vadeli dolar röpor kaydetmiştir. Çünkü bankanın dolar alış fiyatı satış fiyatından daha düşüktür. Tersine eğer çatal 260/230 ise bu durumda dolar döpor kaydetmiş olur. Çünkü banka satış fiyatını aşan bir fiyattan alım yapamaz.

2- Mutlak değer olarak forward kurun açıklanması, bu hesaplamanın mekanizmasının anlaşılmasına olanak verecektir. Bankaya 3 ay vadeli dolar kuru sorulduğunda, spot çatal 4.7990/4.8010 ve 3 aylık vadeli değişmelerde 225/255 olsun.

Bu durumda 3 ay vadeli doların mutlak değer olarak ifadesi şöyle olacaktır.

	Alış Kuru	Satış kuru	Ortalama Kur
Peşin	4.7990	4.8010	4.8000
Dolar röpor	+225	+255	+240
Üç ay vadeli Dolar	4.8215	4.8265	4.8240

Spot kur değişmezken, vadeli döviz kuru çatalı 260/230 ise, dolar döpor kaydedecektir. Bu durumda hesaplama şöyle olacaktır.

	Alış Kuru	Satış kuru	Ortalama Kur
Peşin	4.7990	4.8010	4.8000
Dolar röpor	-260	-230	-245
Üç ay vadeli Dolar	4.7730	4.7780	4.7755

3-Forward döviz kurunu açıklamanın bir diğer şekli bir yıllık bir döneme götürerek yüzde şeklinde sunmaktır. Aşağıdaki hesaplamada basitlik sağlaması nedeniyle ortalama kur kullanılacaktır. Yukarıdaki iki örnekten birincisi incelendiğinde,

-3 ay için 240 puanlık röpor bir yılda 960 noktaya eşdeğerdir.

- 960 puan spot 4.80 frankla yüzde olarak hesaplanırsa %2'lik bir oran elde edilecektir.

$$240 \times 4 / 480 = \%2$$

Bu yüzdeye röpor/döpor oranı denir.

3.2.3. Vadeli Kurun Oluşumunda Akademisyen ve Uygulamacıların Görüşleri

Vadeli döviz piyasalarında döviz kurlarının oluşumuyla ilgili olarak akademisyenlerle uygulamacıların görüşleri zaman zaman farklılık göstermektedir. Bu nedenle forward döviz piyasasını açıklayan genel kuramla ilgili birkaç noktanın açıklığa kavuşmasının özellikle bağlı işlemlerin (swap) anlaşılmasına katkısı büyük ola-

caktır. J.M. Keynes, "A Treatise on Money (1930)" adlı eserinde konuya "faiz oranları paritesi kuramı" adı altında yaklaşmaktadır. Bu kurama göre denge durumunda spot kurla forward kur arasındaki fark iki döviz arasındaki mevcut faiz farkına eşittir. Buna göre,

*Uygulanan faiz oranı daha yüksek olan para döpor kaydeder.

*Uygulanan faiz oranı daha düşük olan para röpor kaydeder.

Aşağıdaki paragraflarda akademik kuramdan çok rakamlı örnekler yardımıyla konuyu açıklamaya çalışalım.

Dolar ve sterlin olmak üzere iki döviz türünün euro-para piyasasına 3 ay vadeli olarak yatırıldığı varsayılmaktadır. Basitlik sağlamak amacıyla peşin kurun alım satım farkı, faiz oranının ödünç veriş ödünç alış farkı gözardı edilecektir. Öte yandan euro-piyasada sterline uygulanan yıllık faiz oranı %10, dolara uygulanan faiz oranı %8 kabul edilmiş, elinde doları bulunduranların bunları sterline dönüştürmesi halinde yılda %2 ve 3 ayda bir de %0.50 faiz farkı kazancı olacaktır. Bununla birlikte bu işlem arbitrajcıları sterlin üzerinde "uzun pozisyona" sokacaktır. Aynı zamanda üç ay içinde sterlinin %0.50 değer kaybetmesi faiz kazancını ortadan kaldıracaktır. Sterlinin %0.50'den fazla değer kaybetmesi durumunda ise bir kayıp ortaya çıkacaktır. Ayrıca döviz alım-satım kurlarının farkının varlığı da hesaplamalara katılırsa, konu daha karmaşık hale gelecektir. bu riskten kaçınmak için vadeli kuvertür işlemine gidilebilir. Yani peşin olarak dolar karşılığı sterlin alınıp daha sonra 3 ay vadeli olarak yine dolar karşılığı satılabilir.

Akademisyenlerin yorumuna göre bu işlemin iki sonucu olacaktır. Bu işlem bir taraftan, dolarla ilişkilerinde sterlinin peşin kurunu yükseltecektir, diğer taraftan sterlinin vadeli olarak kurunu düşürecektir. Buradaki ayarlanma genel piyasa kuramına uygundur. Çünkü ayarlanma sterlinin döporu yıllık %2'ye ulaşınca kadar sürecektir. Hal böyle olunca üç ay için %0.50 faiz kazancı dövizin değer kaybetmesiyle dengelenecek ve üç ay sonra sterlin peşin kurunun %0.50 altında satılacaktır (döpor). Bu durumda dolar üç ay sonra yıllık %2 röpor kaydedecektir.

Bir çok teorisyen bu teoremin yalnızca bir eğilim olduğunu ve uygulamada çeşitli nedenlerin faiz farkıyla döviz farkının tam ve sürekli olarak eşitlenmesini engelleyeceğini kabul etmektedir. Bu durumlarda eksik bir röpor ya da döpor durumu ortaya çıkar.

Kambyocuların yorumu ise çok daha basittir. Kambyocular pratikte bankaların müşterilerinden aldıkları vadeli emirleri nasıl incelediklerini gözlerler. Örneğin bir banka bir müşterisinden bugün saptanan kur-

dan 3 ay sonra 1 milyon dolar satın alma ve ona, buna tekabül eden miktarda sterlin satma işlemine girer. Banka dışı ekonomik birimin güdülenmesi ne olursa olsun (kuvertür, arbitraj, spekülasyon) mukaveleyi imzalayan banka dolarda uzun pozisyonda (satın alma), sterlinde kısa pozisyonda (satma) bulunacaktır. Bunun sonucu olarak 3 aylık vade için doların yükselmesi ve sterlinin düşmesi şeklinde spekülasyon yapacaktır.

Burada bankaya özgü spekülatif işlemler ve bankanın müşterilerinden aldığı vadeli emri işleme koyması şeklinde iki durum söz konusudur.

Bu iki ayrımı kabul edersek, bir bankanın müşterisinin emrine göre döviz pozisyonunda kalmasına neden yoktur. bu pozisyonu kapatmak için bankanın iki alternatifidir.

*Banka, bankalararası para piyasasında kendisiyle işlem yapacak bir diğer banka bulmaya çalışır.

müşterisinden bir milyon doları üç ay sonra satma emri alan bir A bankası, kendisinden aynı vadede bir milyon dolar satın alma angajmanına girmeye hazır bir B bankasını arar. Böylece A bankası pozisyonunu kapatır. Çünkü üç ay sonra, B bankasına kendisine müşterisi tarafından satılan dolarları verecek ve bunun karşılığını sterlin olarak alacaktır.

Ancak A bankasıyla bu işlemi yapmaya hazır bir B bankasının mevcut olması için, A bankasının aldığına simetrik bir emri bir müşterisinden alan bir bankanın varlığı (B bankası) gerekir. Yani B bankasının üç ay vadeli dolar satın alma emrini alması gerekir.

*Banka, müşterisinin vadeli olarak yapmak istediğini peşin olarak yapabilir. Yukarıdaki örnekte 3 ay vadeli dolar satan müşterisinin emrini kabul ederek uzun pozisyona geçen A bankası peşin olarak bir milyon dolar satarak pozisyonunu kapatacaktır.

Banka üç ay sonra sahip olacağı bir milyon doları peşin olarak satmak için, dolar ödünç almak zorundadır. bu işlemin bankaya maliyeti ödenecek üç aylık faiz oranıdır. Pratikte bu faiz oranı euro-dolar faiz oranıdır.

Banka peşin dolar satarak sterlin elde eder ve üç ay sonra müşterisine teslim edeceği bu sterlinleri kolayca girebileceği euro-sterlin piyasasına plase ederek bu piyasada uygulanan faiz oranlarından istifade eder.

Böylece müşterisinin vadeli emri bankanın üç ay için dolar ödünç almasına ve sterlin ödünç vermesine neden olmaktadır. daha önceki örneğe tekrar dönülerek, üç aylık doların yılda %8, üç aylık sterlinin yılda %10 faiz geliri olduğu düşünüldüğünde, banka yılda %2 kur değiştirecektir. Bu fark müşteriye yansıtılacak ve banka 3 ay için doları yıllık %2, üç aylık %0.50 röporla satın alacaktır. Böylece karşımıza "faiz oranları paritesi" kuramı çıkmaktadır. Faiz oranı daha zayıf para bir röpor kaydetmektedir ve bu işlem gören iki dövizin

faiz farkına eşittir.

Şimdi akademik kurama göre kambiocuların kuramının farklılıklarını görelim.

*Aynı döviz piyasasında uygulanan faiz oranlarının çokluğuna bağlı olan belirsizlik yoktur. Çünkü bankalar hesaplarını ödünç alıp verdiği piyasalardaki yürürlükte olan faiz oranı bazına göre yaparlar. Bu piyasalar dövizler için euro-piyasa, ulusal para için içsel para piyasasıdır.

*Vadeli piyasada dengenin oluşması için gerçek bir röpor ya da döporun ortaya çıkmasına gerek yoktur. Bankalar vadeli kurları faiz oranları paritesine göre belirleyebilirler.

*Bu demek değildir ki bankalar bedava çalışırlar. Bankalar spot piyasada olduğu kadar vadeli piyasada alım satım kur farkı uygulayarak gelir elde ederler. Ancak ortalama kur üzerinden yıllık yüzde olarak hesaplanan röpor oranı (artı ya da eksi) döviz kuru farkının da, belli bir andaki, faiz farkına eşit olduğunu göstermektedir.

3.3. Swap (Bağlı İşlemler)

Swap işlemler uygulamada döviz swapı ve faiz swapı olarak kullanılmaktadır. Bir burada özellikle döviz swapı üzerinde duracağız. Faiz swapı daha çok euro-piyasalardan borçlanmada önem kazanmaktadır. Bu ayrıca makale konusu olacak kadar geniş bir konudur.

Para swap'ı, belli bir miktar iki paranın 0497049882a değiştirilmesi ve belli bir gelecek tarihte (forward) kabul edilen bir döviz kuru üzerinden ters yönde değiştirilmesi konusunda anlaşılmasıdır. Swap işleminde önemli rakam swap oranıdır. Bu oran, paranın alındığı ve satıldığı fiyat farkıdır. Bu fark basit olarak iki parayla ilgili faiz oranı farkının döviz kuruna yansımış durumudur. Swap oranı spot ve forward fiyatlar arasındaki farkı göstermektedir.

Swap aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere iki dövizin aynı anda ödünç alınıp ödünç verilmesine imkan veren bir işlemdir. Örneğin A bankası, B bankasına üç ay için sterlin ödünç verir. Dolar ödünç alır. B Bankası da A bankasına üç ay için dolar ödünç verir, sterlin ödünç alır. Burada bir döviz diğerine karşı ödünç verilip ödünç alınmaktadır. bir başka deyişle "çapraz kredi"ye benzer bir durum vardır. Bir swap işlemde ayrı anda hem spot işlem hem de forward işlem yapılmaktadır. Eğer alışverişin spot yönü bir yabancı döviz alımını ifade ediyorsa forward yönü bir yabancı döviz alımını ifade etmektedir. Tersine eğer spot yönü bir yabancı döviz satışını ifade ediyorsa, forward yönü de bir döviz satın alımını ifade eder. böylece iki taraf sabit bir dönem için paraları değiş tokuş etmektedir. İki anlaşmada farklı döviz kurları kullanıldığından spot ve forward oran herbir tarafın belli bir dönem için para tutmakla

kazanacağı getiriye de gösterir.

Swap işleminde işlemi yapan bankalar münhasıran iki paradan birisinin diğeri karşısındaki röporuyla ilgilirlirler. Örneğin bir A bankasına muhabiri (B)'nin doların swap oranlarını sorduğu varsayalım. A bankası alışlagelen vadeleri için (1, 2, 3, 6 ay) swap oranlarını vererek bu soruyu cevaplayacaktır. Örneğin 3 ay için A bankasının 345/375 çatalını verdiği düşünüldüğünde, bu çatal daha önce 225/255 olarak verildiğinden, bu işlemin anlamı şu şekilde ifade edilebilir.

-Üç ay sonra dolar röpor kaydetmiştir.

-Bu vadede banka forward kuru artı 345 puanla dolar almakta ve spot kur artı 375 puanla dolar vermektir.

Tablo 1. Swap İşlem Şeması

A bankası	B Bankası
Dolar ihtiyacı var Sterlini var	Doları var Sterlin ihtiyacı var
Swap İşlemi	
Spot: A, B'ye dolar karşılığı sterlin satıyor 3 ay sonra: A, B'den dolar karşılığı sterlin alıyor	B, A'ya sterlin karşılığı dolar satıyor B, A'dan sterlin karşılığı dolar satın alıyor

Eğer muhabir banka(B) 375'e "bir milyon alıyorum" derse 375 puanlık röporla 3 ay vadeli dolar aldığını ve aynı anda (swapin tanımından dolayı) spot dolar verdiğini belirtmiş olur. Bu durumda A'nın teklif ettiği swap oranından (B) bankası franka karşı üç ay için dolar ödünç vermektedir.

Şimdi o anda doların spot kurunun 4.7985/8005 ve ortalama kurun da 4.7995 olduğu varsayalım. Bu rakamı 4.80'e yuvarlamak işi kolaylaştıracaktır.

-Spot olarak: (A), (B) den 4.80 üzerinden bir milyon dolar satın almaktadır.

-Forward olarak: A, B'ye, $4.8000 + 0.0375$ röpor = 4.8375 kurundan bir milyon dolar satmaktadır.

Eğer B 345'e işlem yapmak istediğini ilan adarsa, bunun anlamı B'nin 3 ay vadeli dolar vererek, peşin olarak dolar satın almak istemesidir. B franka karşı dolar ödünç alacak ve doların üç ay sonra $4.8000 + 0.0345$ röpor = 4.8345 kurundan geri satacaktır.

Prensip olarak swap çatalı sözkonusu iki parayla ilgili faiz oranları gözönünde tutularak hesaplanır.

3.4. Döviz Opsiyonları

Vadeli sözleşmelerin her zaman katı, uyulması zorunlu anlaşmalar şeklinde olması gerekli değildir. Bazen bu anlaşmalar "opsiyonlu" olarak yapılır. Opsiyonlu vadeli döviz anlaşmaları daha esnek sözleşmelerdir. Çünkü, örneğin bir banka ile bu tür sözleşme yapan taraf anlaşmada öngörülen gelecekteki örneğin bir banka ile bu tür sözleşme yapan taraf anlaşmada öngörü-

len gelecekteki alış veya satış işlemini yerine getirip getirmemekte serbesttir. İşlemi yapmama durumunda sadece sözleşmeden dolayı ufak bir kayba uğramak söz konusudur.

Varsayalım ki ithalatçı 1\$=3.800 TL fiyatı üzerinden üç ay vadeli opsiyonlu bir dolar satın alma sözleşmesi imzalamış olsun. Vade dolduğunda bu dolarları satın alıp almayacağı o günkü spot kura bağlıdır. Eğer doların spot kuru 3.800 TL'nin üzerinde ise ithalatçı sözleşmenin koşullarını yerine getirecek, yani anlaşmayı yaptığı bankadan (veya diğer bir satıcıdan) dolarları satın alacaktır. Ancak eğer o günkü spot kur bu fiyatın altında ise satın alma işlemini yerine getiremez. Çünkü o günkü spot piyasadan doları daha düşük bir fiyattan sağlar. Bu durumda yaptığı opsiyonlu sözleşmeden dolayı ufak bir kayba uğrayacak ancak sözleşmedeki yüksek fiyattan dolar satın almak zorunluluğundan kurtulacaktır. İşte opsiyonlu vadeli sözleşmelerin getirdiği esnekli bu noktadadır.

Doğaldır ki ihracatçının davranışı da bunun tersidir. Yani opsiyonlu bir vadeli satış sözleşmesi yapan ihracatçı, eğer vade dolduğunda spot kurlar anlaşmadaki kur düzeyinden daha yüksekse sözleşmeyi bir yana bırakıp dövizini spot piyasada satacaktır.

O halde özetle, opsiyonlu sözleşmeler bu koşula tabi olmadan yapılan vadeli sözleşmelerin katılığını ortadan kaldırmakta ve vadeli döviz işlemi yapacak olanların daha esnek davranmalarına ve aksi durumda uğrnilacak zarardan kaçınmalarına imkan vermektedir. İlgili literatürde genellikle satış opsiyonu "put option" ve alış opsiyonu da "call option" diye adlandırılır.

3.5. Gelecekteki Döviz

Gelecekteki döviz belli bir miktar dövizin sözleşme tarihinde saptanan kurdan ilerideki bir tarihte satın alınması ve satılması için iki taraf arasında yapılan bir forward anlaşmadır. Gelecekteki döviz piyasaları henüz tam anlamında gelişmemiştir. Günümüzde Dünya'da gelecekteki döviz işlemi yapılan dört piyasa vardır. Bunlar, Chicago International Monetary Market, The New York Futures Exchange, The London International Financial Future Exchange, The Singapore International Monetary Exchange'dir. Bu piyasalarda yalnızca belli başlı paralarla dolar alınıp satılmaktadır. Bir diğer deyişle, kuvertür işlemi Alman markı, İngiliz sterlini, İsviçre frankı, Japon yeni ve Kanada dolarıyla ABD doları arasında yapılmaktadır.

Gelecekteki döviz piyasası vadeli döviz piyasasına bir alternatif oluşturmaktadır. Örneğin herhangi bir kişi ya da firmanın bir bankaya gidip müdüründen 3 ay sonra ödenmek üzere 10 bin mark talep etmesi fazla gerçekçi gibi gözükmezken, gelecekteki döviz piyasaları bu olanağı vermektedir. Ayrıca büyük firmalar ulus-

lararası gelecekteki döviz piyasalarında işlem yaparak çok büyük avantaj sağlama olanağına sahiptir.

Gelecekteki döviz piyasalarında işlemler yılın bazı aylarında yapılmaktadır. Ayrıca işlemler miktar ve vade olarak standart sözleşmelere göre yapılmaktadır.

4. DİĞER DÖVİZ RİSKİNDEN KAÇINMA YÖNTEMLERİ

Vadeli döviz piyasaları çerçevesinde geliştirilen yöntemlerin yanı sıra bazı daha az yaygın tekniklerle de döviz riskinden kaçınmak mümkün olabilir. Şimdi bunlardan bir kaçını görelim.

4.1 Ödünç Alma

Ödünç bir banka tarafından bir firmaya geçici bir süre kullanması için verilen ve firmanın bunun karşılığında faiz ödediği bir fon avansıdır. Ödünç işlemi sonucu firmanın kasasına giren bir fon akımı ve belli bir gelecekte de kasasından aynı miktar para artı faiz çıkışı söz konusudur. Bu sırada iki çok yaygın ibraz düzenlemesi yapılır.

*Sabit bir dönem için sabit faiz oranıyla avans verilmesi,

*Sabit bir dönem için piyasa faiz oranlarına göre değişen bir faiz oranı üzerinden avans verilmesi,

*Euro-para avansları birinci, ABD'deki prime rate avansları ve Avrupa'daki açık kredi avansları da ikinci durum için tipik örnektir.

Firmalar işlemlerini finanse etmek için gerektiğinde ödünç alırlar. Bir risk durumunda, ödünçler yabancı döviz riskinin zaman çerçevesini değiştirir. Bir yabancı paranın ödünç alımında risk gelecekte bugüne kaydırılır.

Alınan ödünçün geri ödenmesi, gelecekteki bir alımla denkleştirilebilir. Ödünç almanın net sonucu o anda yabancı paranın girişidir. Zaman fiilen devre dışı tutulmaktadır. Ancak yabancı paranın yerli para karşısındaki değerinin değişmesen bağlı risk devam etmektedir. Yabancı paranın yerli paraya dönüştürülmesi için yine de bir spot anlaşma gereklidir.

4.2. Yatırım (Fon Plasmanı)

Karşılığında faiz elde edilmek amacıyla belli bir dönem için yapılan fon plasmanı bir yatırımdır. Yatırım sonucu firmadan fonların dışarıya çıkması ve gelecek bir tarihte de para artı faiz geliri şeklinde firmaya geri gelmesi söz konusudur. En yüksek faizli plasman tipi, sabit vade tarihli vadeli mevduatlar, mevduat sertifikaları, banka akseptansları, hazine bonoları ve ticari senetler gibi para piyasası yatırımlarıdır.

Genellikle firmalar, bugün için ihtiyaç duymadıkları fonları yatırırlar. Bir risk durumunda, yatırım yabancı döviz riskinin zaman çerçevesini değiştirir. Bu açıdan ödünç almaya benzer. Buna rağmen, ödünç ve yatırım faaliyeti zamanla ilgili risk tipine göre birbirinden ayrı-

lırlar. Eğer bir firma yabancı bir paraya yatırım yapmışsa risk gelecekte bugüne hareket eder. Yatırımda net sonuç yabancı para çıkışıdır. Zaman riski fiilen elimine olmuştur. Yabancı paranın yerli paraya göre değerinin değişme riski ise sürmektedir.

4.3. Çakıştırma (Matching)

Birleştirme yapan bir firma aynı paradan aynı miktar ve aynı zamanda zıt bir akım yaratarak riskli bir durumla mücadele edebilir. Üç ay sonra 1 milyon florin ödeme durumunda olan bir firma bilinçli olarak ürünlerini Hollanda'ya ihraç ederek Hollanda florini elde etmeği planlayabilir. Eğer şirket bunu başarır yabancı döviz riskini tamamen ortadan kaldırmış olacaktır. Burada hem zaman hem de para unsurları düşünülmüştür.

Aslında çakıştırmanın başarılması kolay değildir. Firmanın ürettiği ürün her ülkede satılabilir veya girdi alabilir. Çakıştırma bir firmanın satın alma ve satış bölümlerinin, finansman departmanı ile işbirliği yapmasını gerektirir. Bu teknik daha çok büyük ve bir kereye mahsus risk durumlarında uygulanabilir. Ancak bu gibi durumlarda çakıştırma için ihtiyaç duyulan zaman yaratılabilir.

4.4. Eşleştirme (Pairing)

Eşleştirme yapan bir firma risk taşıyan parayla ilişkili olarak aynı zamanda ve aynı miktarda bir zıt akım yaratarak riski eşleme yoluna gider. Eşleştirme ve çakıştırma arasındaki fark akımın yaratıldığı paradır. Eşleştirme için aday para riskli parayla hareket edecek bir üçüncü paradır. Üçüncü para yerli paraya karşı değerlendirildiğinden veya değer kaybettiğinden eşlenen para da değer kazanacak veya kaybedecektir. Örneğin B firmasına iki ay sonra Hollanda guldeni girişi olacak bu sırada da firmadan Belçika frankı çıkışı olacaktır. Bu iki para ticarette birbirleriyle yakından bağlantılıdır (bir zamanlar Avrupa para yılı içinde Avrupa para tırtılını oluşturmuşlardı) ve bunların dalgalanmaları kendi merkez bankaları tarafından kontrol edilmektedir.

Eşleştirmenin başarılması çakıştırmaya göre daha kolaydır ve şirket muhasebesine daha büyük esneklik sağlamaktadır.

Eşleştirme yabancı para riskinin potansiyel tesirini küçültmek için bir teşebbüstür. Bunun için başlangıç durumundaki bir kayıp bağlanmış paradaki bir kazançla dengelenecektir. Ancak eşleştirme çifte risk de yaratabilir. Eğer bağlanacak para yanlış seçilmişse çifte kayıp meydana gelebilir. Eşleştirme, özellikle Avrupa bira sisteminde olduğu gibi iki para aynı kurumsal düzenlemeyle birbirine bağlanmışsa daha etkin olarak kullanılabilir.

4.5. Önceleme (Leading)

Önceleme, para ödeme veya alımının öne alınmasıdır. Eğer bir şirket 60 günlük bir senedi hemen öderse, bu bir erken ödemedir. Erken ödeme borçlu için bir is-

konto sağladığı için bir ödüllendirmedir. Bu anlamda önceleme yatırıma çok benzeyen bir ödemedir. Yatırımda faiz, öncelemede iskonto söz konusudur. Öncelemede gelecekte ödenme zorunluğu olan yabancı paranın riski gelecekte bugüne kayar. Her ne kadar zaman değiştirilmiş olsa da para riski devam eder.

Örneğin bir firma kendisine mal veren yabancı ülkedeki bir diğer firmaya 30 iş gününde ödeme yapmak zorunda olsun. Bu firma borcunu daha erken ödemeye karar verebilir. Böylece önceleme yapmış olur.

Öncelemeyle ödünç alma arasında da benzerlik vardır. Eğer bir firma müşterilerinden birisinin erken ödeme yapmasını isterse müşterisinden ileriki tarihte kullanacağı paradan vazgeçmesini istemiş olur. Müşteri ödemeyi kaydıracağı için şirketten bir iskonto talep eder. Böylece söz konusu firma bir bankadan ödünç almak yerine kendisine bir para akımı sağlamış olur. Dolayısıyla firma bankaya faiz ödemek yerine müşterisine iskonto yapar. Böylece riskin zaman unsuru ortadan kalkar. Buna karşılık parasal risk devam eder.

4.7. Nesting

Nesting, nakit riskini içeren bir portföy yaklaşımıdır. Sadece ihracat veya ithalat yapan bir firma eşleştirme veya çakıştırma yapamaz. Bunların yerine nesting tekniği uygulayabilir. Nesting tekniğini uygularken bir ihracatçı müşterilerine değişik para birimleriyle fatura gönderir. Diğer bir ifadeyle; ihracatçı bir dizi ülkeye mal satar veya malı müşterilerine üç ayrı parayla faturalayarak kendisine belli bir esneklik sağlayabilir. Listedeki bu paraların seçiminde şöyle bir yol izlenir. Yerli paraya göre her bir paranın değerindeki kayma sırasında tüm nesting paralar sabit bir değerde tutulur.

Yukarıda tartışılan seçenekler bir tablo üzerinde özetlenerek konunun daha iyi anlaşılması sağlanmaya çalışılmıştır (Tablo 2).

Tablo 2. Çeşitli Fonksiyonları Açısından Kuvertür Seçenekleri

Zaman	Zaman ve Para	Para (Nakit)	Riskin Etkisi Azaltma
Önceleme		Forward	Nesting
Geciktirme	Çakıştırma	Spot (Matching)	Eşleştirme (Pairing)
Ödünç alma			
Yatırım			

Sadece forward ve çakıştırma, kuvertür için yeterlidir. Önceleme, geciktirme, ödünç alma ve yatırımın riski tamamen ortadan kaldırması için spot işlemle birleştirilmesi gerekir.

5. DÖVİZ RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ ARASINDA SEÇİM SORUNU

Döviz riskine karşı kullanılabilecek çeşitli kuvertür seçenekleri incelendikten sonra, sıra bu kuvertür seçenekleri arasında en uygununun nasıl belirleneceği sorununun çözümüne gelmektedir.

5.1. Üç Temel Seçenek

Yabancı döviz kurlarında hasıl olacak dalgalanmaların exposurunu tamamen ortadan kaldıran üç temel seçenek 1- vadeli işlem, 2- ödünç-peşin-yatırım ve 3- öncelemedir. Aşağıda bunların mekanik işleyişi, B ülkesine tekstil ürünü satan bir A firması için gösterilecektir. Firma müşterisi ile 90 gün vadeli bir döviz işlemine girmektedir. Önündeki üç ay içinde yabancı paranın değerindeki düşüş riskini silmek için A firmasının üç seçeneği vardır. Şimdi bunları inceleyelim.

5.1.1. Vadeli (Forward) İşlem

A firması elde ettiği yabancı paraların yarattığı riski exposürüne uygun bir şekilde dışa akış yaratarak silebilir. Elde edilecek yabancı para, miktar ve zaman olarak birbirine uygun hale getirilir ve iki yabancı para akımından biri diğerini dengeler. Müşterisinden gelecek yabancı paralar, ihracatçının 90 gün içinde bankasına karşı vadeli işlem sözleşmesini yerine getirmesi için verilir.

5.1.2. Ödünç - Peşin - Yatırım

A şirketinin riski ortadan kaldırmak için yapacağı ikinci seçim, ödünç-peşin-yatırımdır. Yabancı paranın ödünç alımı, exposürün zaman çerçevesini 90 günden, peşin zamana (iki gün) kaydırır. Cari risk hala vardır. Ancak bu bir peşin sözleşmeyle elimine edilir. A şirketi bankasıyla, yerli para karşılığında yabancı parayı satmak için anlaşma yapar. Zaman ve para garantiye alındığı için exposür ortadan kalkar. Exposurun ortadan kalkması sadece maliyet içermez. A şirketinin elinde 90 günlük programı için kendi parası vardır. Şirket kendi parasını bankaya mevduat olarak yatırabilir, bankaya borcunu ödeyebilir veya fonu döner sermaye olarak kullanabilir.

5.1.3. Önceleme (Leading)

A firmasının bir üçüncü seçimi de müşterisinin ödemesini öne almasıdır. Eğer müşterisi A firmasının tekliflerini iskonto etmeyi kabul ederse, müşteri 90 gün yerine iki günde ödemede bulunacaktır. Böylece bir zaman exposürü ortadan kalkar. daha sonra A şirketi bankasına telefon ederek yerli para karşılığında peşin yabancı para satmasını ister. Böylece nakit exposürü de giderilir. bu seçimde elde edilen yerli para, para piyasasına yatırılabilir veya firmada kullanılabilir.

6. SEÇENEKLERİN KARŞILAŞTIRILMASI

Yukarıdaki üç temel seçeneğin bugün ve gelecek arasında yabancı paranın değerindeki düşüşün yaratacağı riski tamamen ortadan kaldırması istenir. Üç seçenekte de gelecek tarihteki yabancı para akımı iptal edilmekte, yerli para akımı bırakılmaktadır. Ödünç-peşin-yatırım ve önceleme seçeneklerinde peşin işlemler var olan tüm akımlar silinmektedir.

Önceleme ve ödünç-peşin-yatırım arasındaki benzerlik çok güçlüdür. Bunlar sadece başlangıç aşamasında ayrılmaktadır. Ödünç-peşin-yatırım'da A şirketi ban-

kadan ödünç almakta, faiz ödememekte ve peşin olarak yabancı para girişine sahip olmaktadır. Öncelemede, A şirketi tüketiciyi erken ödemeye ikna etmekte (müşteriden ödünç almaktadır) iskonto ödemekte ve peşin olarak yabancı para akımına sahip olmaktadır.

7. SEÇENEKLERİ FİYATLAMA

Ödünç-peşin-yatırım ve önceleme sadece bir aşamada birbirlerinden ayrılmaktadır. Bu da yabancı paraya sahip olunma aşamasıdır. Ödünç-peşin-yatırım'da para faiz geliri elde etmek için bir banka hesabına yatırılmıştır. Öncelemede mal tedarikçisine ödemede bulunulmakta ve bir iskonto elde edilmektedir. Exposürü ortadan kaldırmanın etkisi; orjinal yabancı paranın dışa akışı yerine firmanın kendi parasının dışa akışına sebep olmak şeklinde ortaya çıkar.

Üç seçenekten herhangi birisi bile exposürü ortadan kaldırırken, niçin üç seçenekle birden çalışılmaktadır? Bunun nedeni her bir seçeneğin farklı maliyet ve getirisinin olmasıdır. Duruma göre ya en az maliyetli ya da en fazla getiri sağlayan seçenek seçilir. Farklı seçimler, farklı maliyetlere ve getirilere yolaçar. Çünkü seçimlerin herbirine ilişkin faiz oranları farklıdır.

Temelde dünyadaki her ülke için birisi yurtiçi, birisi yurtdışı olmak üzere iki farklı para piyasası vardır. Yurtdışı para piyasası genellikle euro-dolar piyasası olarak adlandırılır. Euro-dolar terimi, ABD dışındaki bir bankaya hesap açılarak yatırılmış dolarları ifade eder. Banka bir ABD bankasının şubesi de olabilir. Ancaksoşul, bu bankanın ABD dışında kurulmuş olmasıdır. Bir Fransızın New York'taki bir bankaya yatıracağı dolar euro-dolar değildir. Konvertibl paraların pek çoğu doların yerine geçebilir ve yurtdışı para piyasasında kullanılır. Böylece bir euro-mark, euro-sterlin, euro-peseta piyasasından sözedilebilir. Ancak bu piyasaların boyutları euro-dolar piyasası kadar geniş değildir.

İkinci piyasa yurtiçi para piyasasıdır. Bu piyasada yurtiçi bankalara yatırılan paralar işlem görür. Örneğin yerli ülke ABD ise, ABD'deki yerli veya yabancı bankaya yatırılan dolarlar bu piyasada işlem görür. Piyasalar arasında böyle bir ayırıma gidilmesinin bir nedeni piyasaya girişin tüm ülkeler için geçerli olmamasıdır. Örneğin Fransa euro-fransız frankı piyasasına girmeyi başaramamıştır. Buna karşılık Kanada ve Hollanda bu piyasaya girmiştir. Piyasaya girişin bu şekilde akamasının temel nedeni ise döviz kontrolü düzenlemeleridir. İki piyasayı ayrı ayrı ele almanın ikinci bir nedeni de aynı para için uygulanan faiz oranlarının iç ve dış piyasalarda aynı olmamasıdır. Örneğin üç aylık yurtiçi frank hesabına ödenen faiz aynı koşullarda yurt dışında açılan frank hesabına ödenen faizden farklıdır. Özellikle sıkı döviz kontrolünün mevcut olduğu yerlerde iç ve dış faiz oranları arasındaki fark büyük olmaktadır. kontrol rejimi aracılığıyla ekonomik izolasyon, her

bir piyasada faiz oranlarının farklı güçler tarafından etkilenmesine neden olmaktadır. Diğer bir deyişle döviz kontrol rejiminin varlığı, farklı faiz oranlarına yol açmaktadır. Faiz oranlarının farklı olmasının bir ikinci nedeni de bankalarca ayrılacak mevduat karşılık oranlarının eşit olmasıdır. Çünkü mevduattan kanuni karşılık oranı ölçüsünde bir kısmın ayrılması, mevduatın bir kısmının Merkez Bankası'nda faizsiz olarak veya çok düşük bir faiz karşılığı tutulması anlamına gelir. Onun için banka bu şekilde tutulan rezervlerin büyüklüğüne göre değişen oranlarda faiz ödemesinde bulunur.

Sıkı döviz kontrolü uygulayan ülkeler iç ve dış faiz oranları arasına çifte engel koymaktadır. Liberal döviz kontrolü uygulayan ülkelerde ise, iç ve dış faiz oranları arasındaki fark, hemen tamamen kanuni karşılıklara bağlıdır.

İç ve dış faiz oranları arasındaki farkla ilgili yerleşik bir model yoktur. Bazen iç faiz oranları dış faiz oranlarından bazende dış faiz oranları iç faiz oranlarından daha yüksek olabilir. Benzer şekilde, faiz farklarının mutlak değeri de bazen büyük bazen de küçük olabilir. İç ve dış faiz oranlarını en iyi şekilde bazı yayın organlarından izlemek mümkündür. Ayrıca bankalar da birer mükemmel kaynaktır. Genellikle, eğer bir para döviz piyasalarında zayıfsa, bu paranın dış faiz oranı iç faiz oranından daha yüksek olma eğilimindedir. Eğer bir para döviz piyasalarında güçlüyse, dış faiz oranı iç faiz oranından daha düşük olma eğilimindedir.

Örnek olarak bir Kanada şirketinin B.Almanya'dan ilaç ithal ettiğini farzedelim. Kanada şirketi 45 gün sonra DM ile ödemedede bulunacaktır. Kanada şirketi döviz risklerine karşı korunmak için yukarıda bahsedilen üç yöntem arasında ilk olarak ödünç-peşin-yatırımı düşünmüş olsun.

Bunun için firma Kanada'daki bir bankadan kendi parasını ödünç alabilir (borrow), yerli parayla peşin olarak yabancı para satın alabilir (spot) ve bir Kanada bankasına bu parayı 45 gün vadeli olarak yatırabilir (invest). 45 gün sonra vadesi dolan döviz mevduatı Batı Almanya'daki ihracatçıya olan barçların ödenmesinde kullanılacaktır. Kanada firması bir Kanada bankasından Kanada doları ödünç aldığından yerli para piyasasından faiz ödeyecek, öte yandan da bu parayı bir Kanada bankasına yatırdığından dolayı da dış piyasa tarafından belirlenen oranda bir faiz geliri elde edecektir.

Kanada firmasının yapacağı ikinci seçim önceleme olabilir. Bu durumda şirket kendisine mal veren şirkete erken ödemedede bulunarak bir iskonto elde edebilir. Bunun için de firma Kanada dolarını Kanada'daki bir bankadan ödünç alacak, daha sonraki dolarlarla peşin yabancı döviz satın alacaktır. Daha sonra bu dövizleri Almanya'dan kendisine mal gönderen firmaya erken ödeme için kullanacaktır. Önceki durumdaki gibi, Ka-

nada firması için maliyet iç piyasada belirlenmekte ve firma faiz ödemektedir. Firma için getiri ise sağladığı iskonto olacaktır. İskontonun ne kadar olacağı biraz da Almanya'daki şirketin eline erken geçecek parayı ne yapacağına bağlı olacaktır.

Kanada firması bir diğer alternatif olarak da vadeli işlemi seçebilir. Bu durumda bankasına telefon ederek 45 gün sora yabancı para teslimi konusunda anlaşabilir. yabancı paranın karşılığı, Kanada şirketinin içerde yapacağı satışlardan elde edeceği Kanada dolarıyla ödenecektir. Vadeli işlemde fiyatlama her iki para için dış para piyasasında olacaktır.

Vadeli işlem, paraların gelecekte değiş tokuşudur. Dolayısıyla vadeli işlemle fiyatlama, değişim ve zamanın iki unsuru olan peşin fiyat ve faiz oranlarını göz önünde tutar. Onun için, yapılan anlaşmada dış faiz oranları kullanılacaktır.

Üç seçenek birlikte incelendiğinde; dış faiz oranlarının iç faiz oranlarından farklı olması sunuc her bir seçenekte maliyetlerin ve getirilerin farklı olduğu görülmektedir. Bu durumda Kanada firmasının en düşük maliyetli ve en yüksek getirili seçeneği tercih etmesi sorunu ortaya çıkmaktadır.

Hangi seçeneğin en tercih edilebilir olduğu konusunda karar verebilmek için, Kanada'lı firmanın yerli ve yabancı paraların iç ve dış faiz oranlarını bilmesi yeterlidir. En iyi seçenek konusunda karar vermek için spot oranını bilmesine gerek yoktur. Çünkü spot oran üç seçeneğin de ortak elemanıdır. En iyi seçimin yürütülmesi sırasında spot oranı ve onun gelişimini bilmeye ihtiyaç duyulacaktır. Zamanın herhangi bir anında en iyi seçimin nasıl yapılması gerektiği mantiki olarak analiz edilebilecek bir konudur. En iyi seçimin ne zaman yürürlüğe konacağı ise, döviz kurları ile ilgili karar alıcının takdirine kalmış bir konudur.

8. SONUÇ

Daha önce de belirtildiği gibi en iyi seçim getirisi en büyük, maliyeti en düşük olan seçimdir. Yine, daha önce gösterildiği gibi böyle bir seçim faiz oranları karşılaştırılarak yapılabilir.

En iyi seçimle ilgili bir karar net faiz maliyeti ve kazancı esasına göre alınabilir. Her bir seçim belli bir faiz maliyeti ve belli bir faiz getiri unsuru içerir. Bu ikisi arasındaki fark tüm seçim için net faiz maliyeti veya kazancını gösterir.

KAYNAKÇA

- COLBOIS, P.; Finance Internationale, 1/Change, Cujas, Paris, 1979
- PARASIZ, İ.; Uluslararası Para Sistemi, Uludağ Üni., 1986
- PRISERT, P.; Le marché des changes, Sirey, Paris, 1972
- SEYİDOĞLU, H.; Uluslararası İktisat, Turhan Kitabevi, Ankara, 1986
- WALKER, T.; A guide for using the foreign exchange market, John Wiley, New York, 1981
- International Chamber of Commerce, Managing Exchange Rate Risk, 1984