

## TÜRKİYE’DE YENİ BİR PARA POLİTİKASI ARACI OLARAK SWAP İŞLEMLERİ VE DÖVİZ PİYASASI ÜZERİNDEKİ ETKİNLİĞİ

*SWAP TRANSACTIONS AS A NEW MONETARY POLICY TOOL IN TURKEY AND ITS EFFECTIVENESS ON THE FOREIGN EXCHANGE MARKET*

**Derya ÖZGÜN ACAR\***

\*Doktora Öğrencisi, Selçuk Üniversitesi SBE İktisat Bölümü, Konya-Türkiye, derya-ozgun@hotmail.com,  
ORCID NO: 0000-0003-0695-1934

MAKALE BİLGİSİ	ÖZ
<p><b>Gönderilme Tarihi</b> 01.02.2022</p> <p><b>Revizyon Tarihi</b> 15.02.2022</p> <p><b>Kabul Tarihi</b> 20.03.2022</p> <p><b>Makale Kategorisi</b> Araştırma Makalesi</p> <p><b>JEL Kodları</b> E52 E58 E10</p>	<p>Finansal küreselleşme birçok ülkenin küresel finans piyasasında birbirleriyle entegre olmalarına ve ülkeler arasında sermaye hareketliliğinin artışına yol açmıştır. Öte yandan finansal piyasaların küreselleşmesi ülkeler açısından faiz ve döviz kuru risklerini doğurabilmektedir. Meydana gelebilecek bu riskler ile spekülasyonlardan korunmak amacıyla bir türev piyasa aracı olan swap gibi finansal enstrümanlar kullanılmaktadır. Her geçen gün gerek Türkiye’de gerekse dünya çapında finansal belirsizlikleri azaltmak amacıyla swap işlemlerinden faydalanma oranı artmaya başlamıştır. Bu çalışmanın amacı; Özellikle son yıllarda Türkiye’deki swap piyasalarının işleyişini incelemek ve para politikasındaki yerini değerlendirerek TCMB swap miktarları ile dolar kuru arasındaki ilişkinin tespitidir. Bu amaç doğrultusunda Engle-Granger Tek Denklem Eşbütünleşme Testi uygulanmıştır. Çalışmanın bulgularına göre, reel efektif döviz kuru ile TCMB aylık swap miktarı arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.</p> <p><b>Anahtar Kelimeler:</b> Swap Piyasası, Döviz Kurları, Engle-Granger Tek Denklem Eşbütünleşme Testi</p>

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p><b>Received</b> 01.02.2022</p> <p><b>Revized</b> 15.02.2022</p> <p><b>Accepted</b> 20.03.2022</p> <p><b>Article Classification:</b> Research Article</p> <p><b>JEL Codes</b> E52 E58 E10</p>	<p>Financial globalization, including financial integration, has enabled many countries' financial markets to integrate with each other in a single global scale financial market and increase capital movements between countries. As a result of the globalization of financial markets, interest and exchange rate risks occur. In order to avoid these risks and speculations, specific financial instruments such as swap, which is a derivative market instrument, are used. The rate of benefiting from swap transactions has started to increase day by day in order to reduce financial uncertainties both in Turkey and worldwide. This study aims to examine the functioning of swap markets in Turkey and evaluate its place in monetary policy. For this purpose, statistical methods and Engle-Granger Single Equation Cointegration Test were employed. The purpose of these analyzes is to determine the relationship between the CBRT swap amounts and the dollar exchange rate. According to the findings, the cointegration relationship was detected between the real effective exchange rate and the monthly swap amount of the CBRT.</p> <p><b>Keywords:</b> Swap Markets, Exchange Rates, Engle-Granger Single Equation Cointegration Test</p>

**Atıf (Citation):** Özgün Acar, D. (2022). “Türkiye’de Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Swap İşlemleri ve Döviz Piyasası Üzerindeki Etkinliği”, *Kapanalti Muhasebe Finans Ekonomi Dergisi*, (1): 57-72



Content of this journal is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

## Giriş

Bretton Woods anlaşmasının 1970’li yılların başında fiilen sona ermesiyle birlikte aşırı dalgalanma gösteren döviz kurları, swap benzeri sözleşmelerin hayata geçirilmesi için gerekli ortamı hazırlamıştır (Dönmez vd., 2002, s.156). 1980’li yıllarda büyük ölçüde gelişme gösteren swap, günümüzde en fazla kullanılan vadeli işlem piyasası aracı haline gelmiştir (Önce, 1995, s.23). İngilizce kökenli bir sözcük olan swap; değiş-tokuş ve takas anlamına gelmekle birlikte iki tarafın birbirlerine belirli periyodlarla ödeme taahhütleri içeren bir sözleşmedir. (Ersan, 1997, s.166; Dönmez vd., 2002, s.156). Swaptaki temel amaç, döviz kurları ile faiz oranlarında belirlenen dalgalanmaların meydana getirdiği riski azaltmaktır (Karatepe, 2000, s.147).

Swap işlemleri ilk olarak döviz piyasalarında kullanılmış, daha sonra sermaye ve para piyasalarında borçlanma maliyetlerini düşüren bir finansman tekniği şeklinde kullanılmaya başlanmıştır (Karatepe, 2000, s.148). Ülkeler, swap işlemlerini özellikle ödemeler bilançosunda geçici sebeplerle ortaya çıkabilecek açıkları finanse etmek veya ulusal paradan spekülasyon kaçışları önlemek için yaparlar. Bir ülkenin ulusal parasının değeri düşmeye başladığı takdirde, spekülasyonlar, görece güçlü paralara yönelirler. Böyle durumlarda, ülkelerin başvurabileceği güvenlik enstrümanı swap anlaşmaları olmaktadır. Merkez Bankası’nın piyasaya yapacağı müdahalelerde kullanılmak üzere swap sözleşmeleri vasıtasıyla, paraları değerli ülkelerin paraları elde edilir. Böylece, spekülasyon hareketleri önemli ölçüde engellenir ve swap anlaşması amacına ulaşmış olur. Bundan sonraki aşama daha önceden alınmış olan dövizlerin iade edilmesi ve karşı ülkeye verilmiş olan ulusal paranın geri alınmasıdır (Başoğlu vd., 2009, s.407). Swap anlaşmaları son dönemlerde oldukça artmıştır. Tüm dünya borsalarını etkileyen unsur olan ABD Merkez Bankası FED’in tahvil alımını azaltması, diğer ülkeleri bunun olası negatif etkilerinden korunabilmek adına alternatif arayışlara yöneltmiştir. Bu açıdan, cari açığı yüksek olan veya cari kapasiteyi korumak isteyen yani ithalat-ihracat dengesi konusunda problem yaşayan ülkeler bakımından swap anlaşmaları önemli bir çözüm yoludur.

Merkez bankalarının fonksiyonlarından biri ulusal paranın diğer ülke paraları karşısındaki değerinde istikrarı sağlamaktır. Bu amaç doğrultusunda merkez bankaları, uluslararası kabul görmüş ödeme araçlarını, altın ve diğer merkez bankalarının bastıkları paraları kendi rezervlerinde bulundurmaları için farklı metotlar uygularlar. Bastıkları ulusal paralar karşılığında altın ve yabancı paraları merkez bankaları satın alırlar ve böylelikle altın ve döviz biriktirme yoluna giderler (Eğilmez, 2020, s.147). Rezerv tutmadaki amaç, para politikaları uygularken esneklik sağlamak ve olası kriz zamanlarında özellikle dış şokların ülke ekonomisine verebilecek zararı en aza indirmektir. Para Takası (swap) anlaşması kaynaklarının kullanılması, Türk şirketlerinin uluslararası nakdi kaynaklara erişimi açısından ve dış ticaret ödemelerinde önemli olmasıyla birlikte her iki ülke arasındaki finansal iş birliğini de güçlendirecek bir adım olarak değerlendirilmektedir (TCMB, 2020). Döviz swap piyasalarında işlem yapan kurumların artmasıyla birlikte küresel finans piyasalarının birbirine olan etkileşimi ve bağımlılığı artmıştır. Bunun en önemli sebebi likiditenin hızlı değişimler sergilediği ve para piyasasındaki belirsizliğin arttığı dönemlerde uluslararası finans kurumlarının ihtiyaç duydukları dolar fonlarına erişimde yaşanan sıkıntılardır (Yalçınkaya ve Tunalı, 2019, s.18). Dolayısıyla para takası anlaşmalarının gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye akımlarını teşvik etme sebebi kur ve faiz risklerini azaltıyor olmasıdır (Bahaj ve Reis, 2018). Piyasa döviz likiditesi sağlamak amacıyla merkez bankaları kendi rezervlerini kullandığında, hâlihazırda sınırlı olan döviz rezervleri tükenebilir. Bu sonucu engellemek üzere devletler, bu duruma alternatif olarak swap kanalıyla piyasaya döviz likiditesi sağlayabilirler (Obstfeld vd., 2009). Bu amaçla 31 Ağustos 2018’de TCMB bünyesinde döviz karşılığı TL swap piyasası açılması kararı verilmiş ve Kasım 2018’de piyasa faaliyete geçmiştir (TCMB, 2018). TCMB’nin TL para takası piyasasının temel amacı, bankaların TL ve YP (Yabancı Para) likidite yönetiminde esnekliği ve araç çeşitliliğini artırmaktır. Bu piyasadaki işlemler, uzun vadeli bir etki yaratmadan, TCMB rezervlerini yalnızca geçici olarak artırmaktadır. İşlemler önceden belirlenmiş limitler dahilinde yürütüldüğünden, offshore swap piyasasının ikamesi olarak düşünülmemelidir.

Türkiye’nin döviz takas piyasası bankacılık sektörü için önemlidir. Swaplar, bankalar tarafından döviz varlıklarını döviz riski üstlenmeden TL varlıklara dönüştürmek için yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Kısa süre önce, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Türk bankalarının yabancı karşı taraflarla olan döviz swap ve swap benzeri işlemlerinin toplam kavramsal anapara tutarını, yerli bankaların ilgili bankanın yasal sermayesinin maksimum %25’i ile TL ödeyebilmeleri ve döviz alabilmeleri için sınırlandırmıştır. Öte yandan bu karar yabancı tarafların TL likiditesini de sınırlandırmıştır Bu kararın alınmasındaki temel amaç, finansal istikrarı desteklemek ve döviz kuru oynaklığını azaltmaktır (BIS,2019, s.272).

Çalışmanın planı şu şekildedir: İkinci bölümde swap sözleşmeleri ve çeşitleri hakkında bilgiler verilecektir. Üçüncü bölümde swap piyasalarının nasıl işlediği ve Türkiye’deki para swaplarının tarihçesi hakkında bilgi verilmiştir. Dördüncü bölümde ise TCMB’nin yeni bir para politikası aracı olarak swap işlemlerini ve piyasalarını nasıl kullandığı anlatılmıştır. Beşinci bölümde ise TCMB swap miktarları ile döviz kuru arasındaki ilişki grafiksel ve ekonometrik metotlarla analiz edilmiş, çalışma sonuç bölümüyle tamamlanmıştır.

## 1. Kavramsal İfadeler

### 1.1. Swap (takas) Sözleşmesi Nedir?

Swap sözleşmeleri 1970'lerde İngiltere'de ortaya çıkan paralel (*parallel*) ve karşılıklı (*back-to-back*) kredi anlaşmasının bir uzantısıdır. Bu kredi anlaşmaları İngiliz hükümetinin yurt dışına sermaye çıkışını zorlaştırmak ve yerli yatırımı özendirmek amacıyla döviz işlemlerinden vergi almasına başlanmasıyla beraber uygulanmıştır. Ayrıca bu kredi anlaşmaları döviz kuru üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla beraber para swap işlemlerine dönüşmüştür. İlk para swapı sözleşmesinin 1979 yılında, ilk faiz swap sözleşmesinin ise 1981 yılında Londra'da, Banker Trust Co. tarafından karşılıklı paralar kullanılarak sabit faizden değişken faize borcun kaydırılması ve anaparaların da değiştirilmesi şeklinde düzenlenmiştir (Dönmez vd., 2002, s.156; Ceylan, 1998, s.187).

Swap sözleşmesi günümüzde, daha önceden belirlenmiş bir formüle ve vadelere göre, taraflar arasında gerçekleşecek nakit akışının mübadelesini sağlayan sözleşmeleri ifade etmektedir. Yaygın olarak kullanılan swap sözleşmeleri döviz ve borçlanma senetlerine dayalı olanlardır. Genellikle bir swap sözleşmesine taraf olanların (*counter-party*) gerçekleştirdiği nakit akışları, dövizin değişen değerine veya sözleşmeye konu olan borçlanma senetlerine dayandırılır. Örneğin faize dayalı bir swap sözleşmesi şu şekildedir: A bankasının B bankasının önümüzdeki 3 yıllık bir süre zarfında, her sene 10 milyon dolar toplamı tutarındaki bir borç üzerinden sözleşmede belirlenmiş olan sabit bir faiz ile ödeme yükümlülüğü altına girmesi ve buna mukabil B bankasının da A bankasına aynı ödeme vadelerinde yine 10 milyon dolar üzerinden ancak değişken faizli bir ödeme yapmayı teyit etmesi, değişken faizin sabit faiz ile değiştirilmesi (*swap*) şeklinde ifade edilebilir (Borsa İstanbul, 2017).

### 1.2. Swap Türleri

Swapın yapısal özellikleri bakımından temelde iki çeşidi bulunmaktadır. Bunlar faiz swapları ve para (döviz) swaplarıdır (Chambers, 1996, s.139).

#### 1.2.1. Para (Döviz) Swapı:

Para (Döviz) Swapı farklı birimlerden aynı büyüklükteki iki paranın, vade tarihinde orijinal para birimleri üzerinden ve daha önce anlaşmaya varılmış belirli bir kur hesabıyla geri ödenmek kaydıyla değiş-tokuş edilmesidir (Başoğlu vd., 2009, s.409). Döviz swap piyasası işlemleri, yurt dışındaki yatırımcılar tarafından portföy yatırımı yapmak veya kredi vermek üzere kaynak oluşturulması amacıyla kullanılabilir. Böylelikle kur riskinden de korunmuş olmaktadır. Ayrıca söz konusu işlemlerden, getiri eğrisi veya döviz kuru hareketliliğine ait pozisyonların ve ayrıca ara kazanç ticareti pozisyonlarının oluşturulması, yurt içinde yerleşik bulunan bireylerin kur riskinin yönetimi, bankaların yükümlülük ve varlık yönetimleri kapsamında yararlanılmaktadır. Kullanılan alanların fazlalığı nedeniyle bu piyasalarda işlem hacimleri görece yüksek seyretmektedir (Küçüksaraç vd., 2020, s.3).

#### 1.2.2. Faiz Swapı:

Faiz oranlarından 1980'lerde yaşanan aşırı dalgalanmalar faiz swaplarının yaygınlaşmasına önemli katkıda bulunmuştur. Faiz oranı riskini daha çok maruz kalan finansal kuruluşlar faiz oranına karşı duyarlılığı yüksek olan pasifleri aktiflerden çok olan kuruluşlardır. Bu kuruluşlar ellerindeki sabit oranlı faiz ödemelerini, faize karşı duyarlılığı az olan varlıklara sahip kuruluşların elindeki değişken faizli ödemelerle değiştirerek swap işlemleri gerçekleştirmektedirler. Bu swap işlemi her iki tarafın da faydasına olmaktadır.

Faiz swapları birçok firmanın karşılaştığı faiz oranı riskini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir. Bir tarafın belli bir düzeydeki faiz ödemelerini diğer ödemeye değiştirdiği bir anlaşmadır. Günümüzdeki en kapsamlı örneği, değişken oranlı faiz ödemelerinin sabit oranlı faiz ödemeleriyle değiştirilmesi (Günel, 2012, s.115). Faiz swapı ile para swapı arasındaki en belirgin farklılık, faiz swapında anaparanın başlangıçta da vade sonunda da değiştirilmemesidir. Faiz swapında anaparalar sabit kalmakta değiştirilen sadece karşılıklı olarak faizlerdir. Böylece risk, yalnızca faiz ödemeleri için söz konusudur (Başoğlu vd., 2009, s.408).

## 2. Swap Piyasaları:

Swap işlemleri tezgâh üstü piyasalarda yapılmasından kaynaklı olarak herhangi bir katılımcı kısıtlaması söz konusu değildir. Karşı tarafın kredi riskini kabul etmiş olan herkes swap işlemini gerçekleştirebilir. Aktif olarak swap işlemi yapan kurum ve kuruluşlar arasında hükümetler, bankalar, Asya Kalkınma Bankası ve Dünya Bankası gibi çok uluslu kuruluşlar, birden fazla ülkede ticaret yapan firmalar ile uluslararası piyasalarında tahvil ihracı yapamayan küçük işletmeler sayılabilir.

Uluslararası Swap Aracıları Birliği (ISDA), swap işlemi ile uğraşan belli başlı bankalar tarafından kurulmuştur. Böylece devletlerin düzenleyici kuruluşlarının muhatap alabilecekleri piyasa temsilcisi sıfatına haiz bir tüzel kişilik ortaya çıkmıştır. Bu birliğin amacı, swap işlemlerinin belli bir standart dahilinde yapılmasını koordine etmektir (Dönmez vd., 2002, s.158).

### 2.1. Swap Hattı (Swap Line)

Merkez bankaları arasındaki iş birliğinin en önemli örneklerinden biri, 2007 Aralık ayında ABD Merkez Bankası’nın (Fed) diğer merkez bankalarına (İsviçre Ulusal Bankası ve Avrupa Merkez Bankası (ECB)) swap hattı açmasıdır. (Obstfeld, Shambaugh vd., 2009, s.7).

Merkez bankacılığı tarihinde uzun bir geçmişe sahip olan swap hattı döviz piyasasına müdahale etmek ve köprü finansmanı sağlamak için kullanılmıştır (McCauley ve Rigaudy, 2011, s.19). Küresel ekonomide önemli olan swap hatları esasen devletler arasındaki siyasi ilişkilerle ilgili gibi gözükse de daha çok ulusal finansal sistemler arasındaki ticari ilişkilerle ilgilidir (Mehrling, 2015, s.2).

Fed, Covid-19 pandemisi öncesi sadece Kanada Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası, İsviçre Ulusal Bankası ve Japonya Merkez Bankası ile swap hattı anlaşmalarına sahipken 19 Mart 2020’de bu swap hattı anlaşmalarına 9 ülke daha dahil edildi. Bu ülkeler, İsveç Merkez Bankası, Norveç Merkez Bankası, Singapur Para Kurumu, Kore Merkez Bankası, Danimarka Ulusal Bankası, Avustralya Merkez Bankası, Brezilya Merkez Bankası, Yeni Zelanda Merkez Bankası ve Meksika Merkez Bankasıdır (Federal Reserve Board, 2020). Özellikle son dönemde Türkiye de swap hattına katılmak istediğini açıklayan ülkeler arasındadır (BBC Türkçe, 2020).

Swap hatları başlangıçta merkez bankaları tarafından belirli piyasa müdahalelerini finanse etmek için kullanılırken, son yıllarda finansal istikrarı korumak ve piyasa geriliminin reel ekonomiyi etkilemesini önlemek için önemli bir araç haline gelmiştir. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası’nın 2007 yılından beri yaptığı takas anlaşmaları, yerli bankalara döviz likiditesi sağlamaya yöneliktir. Bir para biriminde fonlama piyasaları kötüleştiğinde, bu para birimi alanı dışındaki bankaların, para birimini ihraç eden yabancı merkez bankasına doğrudan erişimleri olmadığı için bu para birimine bağlı varlıklarını finanse etmeleri zorlaşır. Ancak, merkez bankalarının diğer yabancı merkez bankası ile bir takas hattı varsa, ana merkez bankası, bankalarına döviz rezervlerini kullanmadan yabancı para cinsinden gerekli likiditeyi sağlayabilir (European Central Bank, 2020).

ABD Merkez Bankası ile swap hatlarına erişimi olmayan bazı gelişmekte olan piyasa ekonomileri Fed’in yeni FIMA (Temporary Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility) kullanmaya başlamışlardır. Amaç ise, çok ihtiyaç duyulan kısa vadeli ABD doları likiditesini etkin bir şekilde sağlamaktır (Blake ve Weisman, 2020, s.7).

### 2.2. Türkiye’de Para Swapı

1970’lerin sonunda Türkiye, %100'lere varan enflasyon, yüksek borç yükü ve döviz darboğazıyla yüzleşmek zorunda kalmıştır. 24 Ocak 1980’de Ortodoks bir istikrar programının uygulamaya konmasının ardında yatan sebep, yüksek enflasyon oranının, kötüleşmiş ödemeler dengesinin ve eksi büyüme oranının baskısıyla yapısal reformların gerekli olduğuna hükümet tarafından kanaat getirilmesidir. Programın hedefi ekonomide istikrarı sağlamak, ihracat artışını desteklemek, dış ticaretin önündeki engelleri ve dövizle ilgili kısıtlamaları kaldıracak önlemler almaktır. Bu radikal önlemler sayesinde, Türkiye ekonomisinde uzun yıllardır süregelen korumacı anlayışı bir ölçüde nihayete erdirmiş ve serbest piyasa ekonomisinin temelini oluşturacak yapısal değişiklikler dönemini başlatmıştır (Günel, 2001, s.54).

Bu bağlamda, kur riski yönetiminde en gelişmiş tekniklerden biri olan para swapı ülkemizde ilk kez 16 Temmuz 1985 tarihinde T.C. Merkez Bankası ile ticari bankalar arasında gerçekleşmiştir. Buna göre swap en fazla bir ay vadeli olabilmekte, döviz için uluslararası para piyasasındaki faiz oranları temel alınırken, TL faizinin T.C. Merkez Bankası’na belirlenmesi söz konusu olmaktadır. Bununla birlikte ilk olarak 28 Kasım 1995’te kurulan Piyasalar Genel Müdürlüğüne, TCMB bünyesinde vadeli döviz alım-satım işlemleri gerçekleştirmeye başlanmıştır (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008, s.166).

Özellikle 32 Sayılı Karar ile yasal dayanağa kavuşan para swapı işlemlerinin son yıllarında bankalarca yurt dışı finans kuruluşları arasında daha ziyade kısa vadeli ve yabancı para cinsinden gerçekleştirildikleri gözlemlenmiştir. Para swapında vergi yükü, tekniğin gelişimi açısından ayrı bir öneme sahiptir. Para swapında karşılıklı paraların faiz farkı vadeli kura yansıtılmakla birlikte karşılıklı bir faiz ödemesi söz konusu değildir. Alış ve satış arasındaki olası kar bankalar için herhangi bir vergi yükü doğurmamaktadır. Banka dışı kuruluşlar için ise para swapından doğan kar ve zarar kur farkı olarak dikkate alınacak ve Kurumlar Vergisi matrahını etkileyecektir. Döviz/Döviz bacaklı para swapları 8 Ağustos 1994 tarihinden itibaren Kambiyo Gider vergisine tabi değildir. %0,1 oranındaki söz konusu vergi TL/Döviz bacaklı para swaplarında döviz satışında uygulanmaktadır.

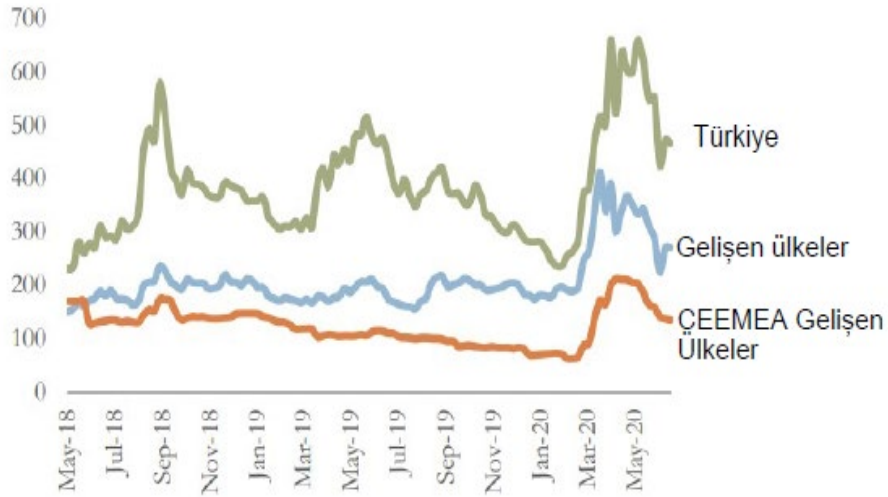
Para Swapının diğer türevsel ürünlerle birlikte başarılı olarak kullanımının bir örneği 1990’lı yılların başında Ankara Belediyesi tarafından gerçekleştirilmiştir. 1991 yılı Mayıs ayında Ankara Büyükşehir Belediyesi metro yapımının finansmanı için Japon Sermaye Pazarında 8,5 milyar Japon yeni (JPY) tutarında, 5 yıl vadeli olmak üzere yüzde 8,4 kupon faizli bir tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. İzleyen yıllarda Japon yeninin dolar karşısında hızla değer kazanması swap işleminin ne derece yerinde olduğunu göstermiştir.

Genel olarak hem TCMB ile diğer bankalar arasında hem de TCMB dışındaki bankaların kendi aralarında kısa süreli olarak kullanılmaktadır. Para swapı uzun süreli bir risk yönetim aracı olarak bilgi yetersizliği, muhasebe ve vergi uygulamalarındaki belirsizlik, ülkemizin ekonomik ve politik riski gibi çeşitli nedenlerle özellikle 90’lı yıllarda yeterli ölçüde kullanılmamıştır (Ersan, 1997, s.203). Daha sonraki yıllarda ise, Türkiye’de müşteri taleplerine göre bankaların döviz varlıklarının kur riskine karşı korunması ya da spekülatif amaçlarla yapılan vadeli

olan döviz swapları yaygınlaşmıştır. Son yıllarda Türkiye’de şube açmak suretiyle faaliyet gösteren bazı özel bankalar ve yabancı bankalar tarafından giderek artan bir şekilde swap işlemi yapılmaktadır (Parlak, 2003, s.163). Türkiye’nin ikili para takas anlaşma girişimi daha çok 2000’li yıllarda kendini göstermiştir. Pakistan Merkez Bankası (SBP) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası arasında, 1 Kasım 2011’de 1 milyar dolara eşdeğer yerel para birimleri tutarında, Pakistan Rupisi ve Türk Lirası üzerinden 3 yıllık swap anlaşması gerçekleştirilmiştir. 21 Şubat 2012 tarihinde Çin Merkez Bankası (PBC) ve TCMB arasında 3 milyar Türk Lirası (10 milyar Çin Yuanı) tutarında ve 3 yıllık bir swap anlaşması daha imzalanmıştır. 16 Kasım 2015 tarihinde ise TCMB Çin Merkez Bankası ile olan swap anlaşmasını 3 yıllık süre için yenilediğini duyurmuştur. Çin Yuanı (CNY) fonlamasının ilk kullanımları, 2019 yılında TCMB ve PBC arasında yenilenen para takası anlaşması çerçevesinde 18 Haziran 2020 tarihinde yapılmıştır. Böylelikle, çeşitli sektörlerdeki Türk şirketleri ilgili bankalar aracılığı ile, Çin ile ithalatlarını CNY cinsinden ödeme yaparak gerçekleştirmiştir. Katar Merkez Bankası ve TCMB arasında da 17 Ağustos 2018 tarihinde 3 milyar dolar karşılığı Türk Lirası ve Katar riyali cinsinden swap anlaşması gerçekleştirilmiştir. Bu ikili arasında gerçekleştirilen para takası anlaşması ilk olarak 25 Kasım 2019 tarihinde tutar, 5 milyar dolar karşılığı Türk Lirası ve Katar riyaline çıkartılırken daha sonra ise 20 Mayıs 2020 tarihinde de ikili arasında gerçekleşen swap anlaşması tutarı 15 milyar dolar karşılığı Türk Lirası ve Katar riyaline yükseltilmiştir (Parlakkaya, 2003, s.164).

Küresel çaptaki Covid-19 salgını, yüksek cari açık, dış finansman baskısı gibi global ve makroekonomik gelişmeler Türkiye’nin son dönemde döviz rezervlerinde yaşadığı en keskin düşüşlerden birine katkıda bulunmuştur. Mart 2020’de rezervlerde 16,6 milyar ABD doları düşüş meydana gelmiş ve kayıtlara göre 1992’den bu yana en büyük aylık rezerv değişikliği olarak geçmiştir. Nisan 2020’de ise 8,6 milyar ABD dolarlık miktar daha düşmüştür. Katar Merkez Bankası ile kur takası düzenlemesinin genişletilmesiyle Mayıs 2020 sonunda brüt rezervler 90 milyar ABD dolarının üzerine çıkmıştır. Emsal ülkeler ile karşılaştırıldığında Türkiye’nin para birimindeki değer kaybına göre rezervlerdeki düşüş oldukça fazladır.

Bu dönemde Türkiye’nin borçları üzerindeki risk primine ilişkin piyasa algılamaları artmış ve son haftalardaki düşüşe rağmen risk primi yüksek kalmıştır. Bunun sebepleri arasında rezervlerdeki düşüş ve yetkililer tarafından döviz spekülasyonu konusundaki endişelere bağlı olarak atılan bazı adımlar sayılabilir (örneğin, yurtdışı swap piyasalarında Lira likiditesinin kısıtlanması gibi). Mart 2020’nin başından bu yana gelişen piyasalarda piyasa riskleri artmıştır. Ancak Türkiye’de, Nisan ayının ilk haftasında 5 yıllık Kredi Temerrüt Swapı (CDS) Ocak 2020’deki ortalama 250 baz puan ile karşılaştırıldığında iki katından fazla artarak 660 baz puana çıkmıştır. (Şekil.1). O zamandan itibaren CDS primleri düşmüş olsa da yükselen piyasa ekonomilerinde en yüksekler (Arjantin hariç) arasında kalmaya devam etmektedir.



Şekil 1: Kredi temerrüt swapları (CDS) (5 yıllık, baz puan)

Kaynak: Dünya Bankası (2020)

TCMB, COVID-19 nedeniyle alışılmadık likidite desteği uygulamıştır. Politika faizlerinin ve likidite enjeksiyonunun düşürülmesine ek olarak, diğer önemli adımlar şunlardır: (i) ticari bankaların açık döviz pozisyonlarını kapatmalarını sağlayan ve büyük miktarda Lira likidite desteği sağlayan TL para takası işlemlerinin uzatılması; (ii) daha uzun vadeli (91 güne kadar) repo işlemlerinin başlatılması; (iii) TCMB’nin lirası ve döviz işlemleri için teminat havuzunun varlık ve ipotega dayalı menkul kıymetleri içerecek şekilde genişletilmesi; ve (iv) ikincil piyasada devlet tahvillerinin alımında düşük bir taban oluştursa da keskin bir artış da dahil olmak üzere niceliksel genişleme yapılması.

Azalan dış yükümlülöklere rağmen banka bilançolarındaki kur riski, özellikle kamu bankaları için 2020’nin başlarında hızla artmıştır. Özel bankalar pozitif döviz net pozisyonlarını korumuştur. Öte yandan, kamu bankalarının yabancı para net pozisyonu, 2020’nin başından bu yana kötüleşmiş ve paranın değer kaybetmesi ile

YP kredilere göre YP mevduatların artması aynı zamana denk gelmiştir. Daha zayıf bir Lira, Lira cinsinden varlıkların döviz değerini döviz yükümlülüklerine göre düşürmüştür. Bankalar, döviz riskini yönetmek için, ayrıca deniz aşırı döviz swapları üzerindeki sınırlamalar ve yeni bir Varlık Oranı'nın<sup>1</sup> uygulamaya konulması nedeniyle, TCMB ile swap işlemlerini genişletmiştir. Bu, Lira likiditesi karşılığında döviz rezervlerinde geçici bir artışa katkıda bulunmuştur (Dünya Bankası, 2020).

### 2.3. TCMB'nin Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Swap İşlemleri

2018 yılı Türkiye açısından zorlu geçmiştir. Türkiye'nin ekonomik performansını, uluslararası para ve sermaye piyasalarında meydana gelen dalgalanmalar, global ekonomide istikrarsızlık, ABD ile yaşanan siyasi gerginlikler, yatırımcıların seçici davranışları gibi nedenler olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde uluslararası sermaye girişinin azalması nedeniyle TL'ye olan talep hızlı bir şekilde düşmüştür. TL'deki değer kaybı üçüncü çeyreğin sonlarında hızlanmış, bunun sonucunda enflasyon beklentileri bozulmuş ve Merkez Bankası döviz rezervleri azalmıştır. 2018 Aralık dönemi bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında reel kur endeksi yaklaşık olarak %12 gerilemiştir. Finansal piyasalarda Ağustos ayında yaşanan dalgalanmalar sebebiyle döviz ve TL likiditesi konusunda birtakım önlemler alınmıştır. TCMB Borsa İstanbul VOİP'te TL uzlaşmalı vadeli döviz işlemlerine başlamakla birlikte Kasım ayında Döviz Karşılığı TL Swap Piyasası kurmuştur (TBB, 2019). Bankalar bu piyasada bir hafta vadeli olarak spotta TL alım, döviz satım şeklinde TCMB ile limitleri dikkate alarak swap işlemleri gerçekleştirebilmektedir. Mart ayının sonuna doğru yurt dışı swap piyasasında meydana gelen TL likidite sıkışıklığı sonrasında, bu uygulama sayesinde başlangıçta yurt dışı swap piyasasındaki görece rahat likidite koşulları sebebiyle bankalarca sınırlı şekilde kullanılan söz konusu imkana olan talepte artış görülmüştür. TCMB, yurt içinde artan talebi ve yurt dışı swap piyasasındaki söz konusu gelişmeleri göz önüne alarak Döviz karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası'nda bankalara ait olan işlem limitlerini TCMB Döviz ve Efektif Piyasalarında bankalara sağlanan toplam işlem limitlerinin yüzde 10'undan kademeli bir şekilde yüzde 40'a kadar yükseltmiştir. Söz konusu limitlerin arttırılması özellikle bankaların yurt dışı piyasalarla gerçekleştirdiği swap işlemlerinin düşüş gösterdiği bir dönemde bankaların likidite yöntemine olumlu katkıde bulunmuştur.

Ayrıca, limitlerin arttırılması, yurt dışı swap piyasasında yurt içi bankaların TL alım yönündeki swap talebini azaltmış ve yurtdışı swap faizlerinin normal haline gelmesine de önemli bir katkı sağlamıştır. Döviz swap işlemlerinin büyük bir kısmı tezgâh üstü piyasalarda gerçekleştirilmesi nedeniyle 2008 Küresel Finansal Krizi sonrasında tezgâh üstü türev piyasalarında gerçekleşen işlemlerin daha yakın takibe alınması ve bu işlemlere ilişkin risklerin kontrol edilebilirliğinin gerekliliği sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda, 2009 yılında Pittsburg'ta G20 Zirvesi gerçekleştirilmiştir. Bu toplantıda tezgâh üstü türev işlemlerin organize piyasa işlem süreçlerine ve elektronik platforma dahil edilmesi yönünde hususlar belirlenmiştir. Bu çerçevede Swap piyasası 2018 yılı Ekim ayında BİST bünyesinde faaliyete geçmiştir. Bunun amacı, çoğunluğu tezgâh üstü piyasada gerçekleştirilen swap işlemlerinin organize piyasada merkezi takas sürecine ilave edilerek gerçekleştirilmesine olanak vermektir. Söz konusu piyasa, bankalar açısından sistemsel likidite riskini düşürerek ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini arttırarak finansal istikrara katkı sağlayacaktır. Halihazırda uygulanmakta olan para politikası ile uyumlu olacak şekilde TCMB tarafından BİST Swap Piyasası'nda da çeşitli vadelerde döviz karşılığı TL swap işlemleri gerçekleştirileceği 2019 Yılı Para ve Kur Politikası metninde ifade edilmiştir. (TCMB, 2019).

2019 yılında ise TCMB politika faizini hızlı bir şekilde %24'ten %12'ye düşürmüştür. Bu indirim sonucu oluşan fonlama ihtiyacının büyük bir kısmı Borsa İstanbul ve Merkez Bankası bünyesinde gerçekleştirilen döviz karşılığı TL swap işlemleriyle karşılanmıştır (TBB,2020). TCMB bünyesinde swap piyasasına ilişkin atılan politika adımları diğer piyasalarda olduğu gibi finansal istikrara katkı sağlama ve parasal aktarım mekanizmasını kuvvetlendirme amacını gütmektedir. TCMB'nin söz konusu piyasalardaki varlığı sayesinde bankalar likidite yönetiminde esneklik kazanmışlardır. (TCMB, 2020). Tablo 1'de 2018-2020 döneminde TCMB'nin ekonomik istikrarı sağlamak için para politikası aracı olarak kullandığı swap işlemleri kapsamında aldığı önlemler özetlenmiştir.

<sup>1</sup>BDDK, yeni bir aktif oranı oluşturdu ve ardından revize etmiştir. Bankaların, Mayıs ayı başından itibaren en az % 100 yeni bir konsolide ve bireysel varlık oranını korumaları gerekmektedir, aksi takdirde idari bir ücret ödemeleri gerekecektir. Bir bankanın kredilerinin toplamı, menkul kıymet portföyünün %75'i ve merkez bankası takas bakiyelerinin %50'si, Türk lirası mevduatlarının toplamını ve döviz mevduatlarının %175'ini aşmalıdır. (İslami bankacılık düzenlemelerine uyan katılmı bankaları için krediler, menkul kıymetler ve swaplar mevduatın en az %80'ine eşit olmalıdır.

**Tablo 1:** TCMB'nin Para Politikası Açısından 2018-2020 Döneminde Aldığı Önlemler- Swap İşlemleri

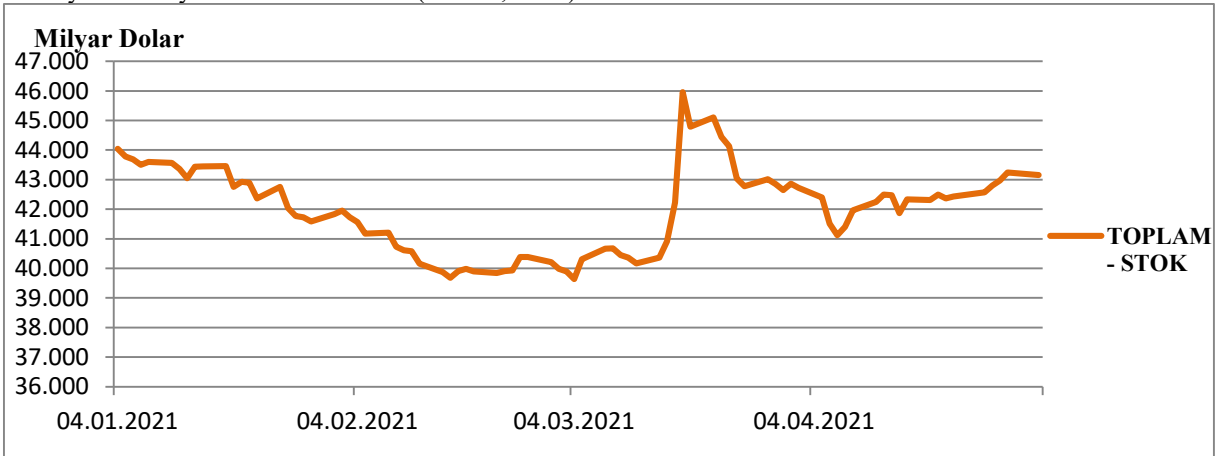
TCMB'nin Para Politikası açısından 2018-2019 Döneminde İçin Aldığı Önlemler	TCMB'nin Para Politikası açısından 2019-2020 Döneminde İçin Aldığı Önlemler
<ul style="list-style-type: none"> <li>• TL karşılığı döviz swap piyasasının TCMB bünyesinde uygulanmasına karar verilmiştir.</li> <li>• Swap piyasasında bankaların Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitleri belirlenmekle birlikte izleyen süreçte de limitler arttırılmıştır.</li> <li>• TL uzlaşmalı vadeli döviz alım satım işlemlerinin Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsa'sında da yapılmasına olanak sağlanmıştır.</li> <li>• Katar ile swap anlaşması yapılmış ve ilk aşamada 3 milyar dolar olan anlaşma tutarı 5 milyar dolara yükseltilmiştir</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• TCMB, gün içi ve gecelik vadedeki hazır imkanlar, piyasa yapıcı bankaların APİ limitlerinin arttırılması, farklı vadelerde repo ihaleleri, teminat havuzunun genişletilmesi ve swap ihaleleri gibi yöntemlerle bankalara likidite sağlanmıştır.</li> <li>• Döviz Karşılığı TL Swap ihaleleri vasıtasıyla gerçekleştirilen vadesi gelmemiş toplam TCMB swap pozisyonu miktarı Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitleri %60'a yükseltilmiştir.</li> <li>• Yapılan değişiklikle Katar ve TCMB arasındaki swap anlaşmasının tutarı 15 milyar dolara yükseltilmiştir.</li> </ul>

**Kaynak:** TBB'nin Faaliyet Raporu ve TCMB'nin Finansal İstikrar Raporu'ndan elde edilen bilgiler ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

COVID-19 pandemisi nedeniyle, yerleşik olmayanların sermaye çıkışları, TL'de bir değer kaybına yol açmıştır. Bu ise döviz müdahalelerini gerektirmiştir ve döviz rezervlerinin azalmasına sebep olmuştur. 17 Temmuz 2020 itibarıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) net rezervleri 31 milyar \$ olarak gerçekleşmiş olup, bunun 55 milyar \$'ı swap anlaşmaları yoluyla elde edilmiştir. Bu durum, negatif TCMB net rezervlerine işaret etmektedir (Çakmaklı vd., 2020, s.11).

TCMB'nin 2021 yılında yayımlanmış olan para ve kur politikası raporuna göre 'Finansal istikrar ve para politikasının etkinliği açısından döviz rezervlerinin güçlendirilmesi amaçlanmaktadır. TCMB kuralları önceden açıklanmış bir plan dahilinde, piyasadaki döviz arzının döviz talebine göre güçlü ve istikrarlı bir şekilde yükseldiği dönemlerde, dalgalı kur rejimi ile çelişmemek şartıyla, şeffaf yöntemlerle döviz alım ihaleleri düzenleyebilecektir. TCMB, bankaların döviz ve TL likidite yöntemlerine katkıda bulunmak amacıyla swap işlemlerine devam etmeyi sürdürecektir. 2021 yılı boyunca bankaların ihtiyaçları doğrultusunda haftalık vadede altın ve döviz karşılığı TL kotasyon swap işlemleri, BIST Swap Piyasa İşlemleri ve geleneksel yöntemli swap ihaleleri kullanılması öngörülmüştür. Ayrıca bankalarla TL ve döviz karşılığı altın kotasyon swap işlemlerini, altın karşılığı TL swap ihalelerini ve lokasyon swap işlemlerini 2021 yılında kullanabilecekleri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından duyurulmuştur (TCMB, 2021).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 4 Ocak 2021 tarihinden itibaren günlük olarak, "TCMB tarafından yurt içi piyasalarda bankalarla gerçekleştirilen swap işlemlerine ayrıca BIST nezdindeki Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda gerçekleştirilen TL uzlaşmalı vadeli döviz işlemlerine ilişkin akım ve stok verileri", TCMB'nin web sitesinde yayımlamaya başlamıştır. Grafik 1'de TCMB'nin verilerine göre, 4 Ocak'ta toplam swap stoku 44 milyar dolar iken 16 Şubat'a kadar giderek azalmış ve 39,6 milyar dolara gerilemiştir. Bu tarihten itibaren yatay seyir izleyen swap stoku 15 Mart 2021 tarihinden itibaren artmaya başlamış ve 18 Mart tarihinde en yüksek seviyesi olan yaklaşık 46 milyar dolara yükselmiştir. Bu tarihten sonra azalma trendine girmiş olan swap stokları 3 Mayıs itibarıyla 43 Milyar dolar civarındadır (TCMB, 2021).

**Grafik 1:** TCMB Tarafı Swap İşlemleri (milyon ABD doları)

**Kaynak:** TCMB, 2021. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a6ffdb2f-47d9-4ae9-8c39-5075867aaec3/TCMB+Tarafı%20C4%B1+Swap+%20C4%B0%20C5%9Flemleri.pdf?MOD=AJPERES>. Erişim tarih: 04.05.2021

Fed veya başka bir uluslararası kuruluşla bir swap anlaşması Covid-19 kaynaklı krizden dolayı likidite ihtiyaçlarının karşılanmasına yardımcı olabilir, ancak salgın devam eder, iç mali ihtiyaçlar ve dış finansman ihtiyaçları göz önüne alındığında işletmelerin faaliyette kalma ve hizmetlerini sürdürme kabiliyeti zayıflarsa bu tek başına yeterli olmayabilir. 20 Mayıs 2020 tarihinde Türkiye, Katar ile mevcut takas hattının 15 milyar dolara çıkarıldığını açıklamıştır. Ancak, Türkiye'nin önemli ticari ilişkilerinin olduğu G20 ülkeleriyle henüz bir takas anlaşması açıklanmadı (Çakmaklı vd., 2020, s.55).

### 3. Literatür

Türkiye’de yeni bir konu olması nedeniyle literatürde bir para politikası aracı olarak swap işlemleri ile döviz piyasası ilişkisi arasındaki ilişkiyi genel çerçevede ele alan çalışmaların sayısı sınırlıdır. Bununla birlikte aşağıdaki çalışmalar göze çarpmaktadır.

Yalcinkaya ve Tunali (2019), TCMB’nin yeni para politikası aracı olarak kullandığı swap işleminin Türk Lirası, TCMB politika faizi ve Londra piyasası ABD Doları/Türk Lirası (USD/TL) swap oranı üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu çalışmada; 2017-2018 dönemine ait ve Bloomberg’den temin edilen Londra Piyasası TL swap oranı, ABD Doları swap oranı, USD/TL kuru verileri ile birlikte TCMB’nin elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilen TCMB’nin borçlanma ve politika faizi kullanılmıştır. Sonuç olarak, Londra piyasası TL swap oranıyla USD/TL, USD/TL ile TCMB politika faizi, TCMB politika faiziyle TCMB borçlanma faizi ve TCMB borçlanma faiziyle USD/TL arasında çift yönlü nedensellik görülmektedir.

Yang ve Han (2013), 2001-2010 dönemi için en küçük kareler yöntemi kullanılarak döviz talebinin ortalama değerinin, oynaklığının ve dağılım biçiminin optimal swap büyüklüğü için önemini araştırmıştır. Analiz sonucunda, döviz talebinin ortalama değeri, oynaklığı ve dağılım biçiminin optimal swap büyüklüğünü belirlemede önemli faktörler olduğu bulgusu tespit edilmiştir.

Kim ve Lim (2018), para politikası şoklarının dört ülke ekonominin döviz kurları üzerindeki etkilerini ampirik olarak araştırmıştır. Daraltıcı bir para politikası, önemli döviz kuru değerlenmesine yol açacağı ve para politikası değişikliğinin döviz kurundaki etkisi kısa sürede ortaya çıkacağı (altı ay veya daha kısa) sonucuna varılmıştır.

Öztürk ve Alp (2021), TSVAR metodu kullanarak Türkiye’nin 2006:01- 2020:10 dönemi için finansal araçları ile yeni para politikası yaklaşımları arasındaki etkileşimi teorik ve uygulama bazında analiz etmiştir. Bulgular, döviz kurunda oluşan bir artışın enflasyonist yansımaları görüldüğünden fiyat istikrarı hedefi ile döviz piyasalarına yönelik uygulamaların uyumlu olduğunu göstermektedir.

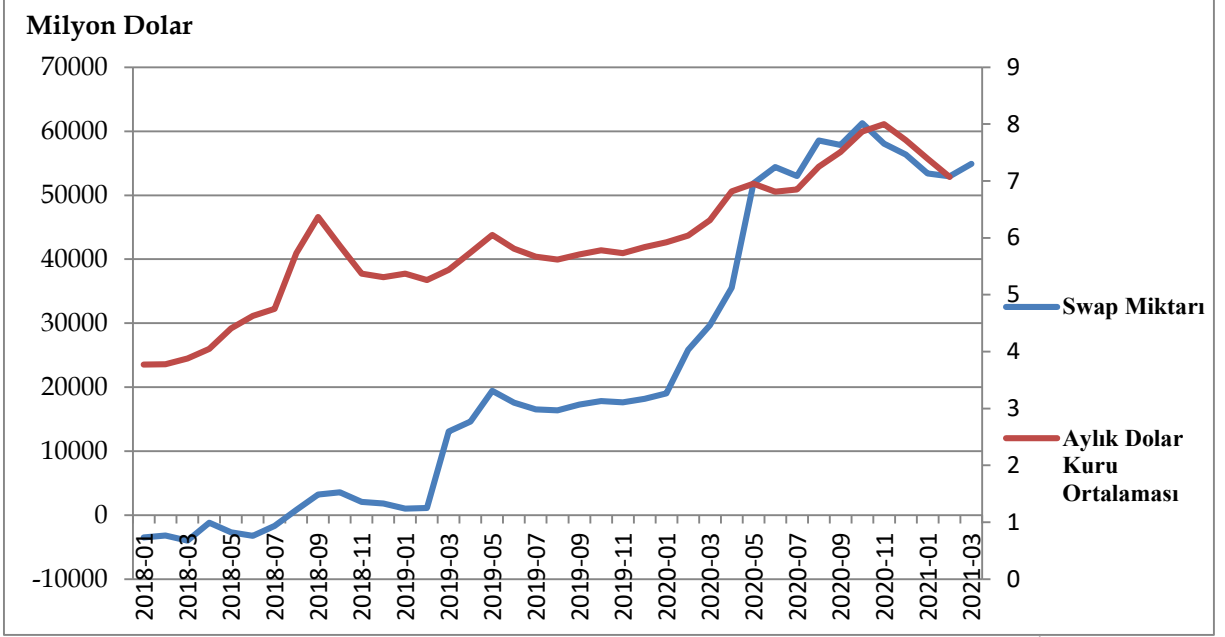
Bozkurt (2021), Türkiye’de piyasa faiz oranı ve para politikası faiz oranının döviz kuru ve enflasyon üzerindeki etkilerinin ampirik olarak analiz edilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca bu çalışmada, Merkez Bankası tarafından uygulanan piyasa faizi, politika faizi, enflasyon (TÜFE) ve nominal dolar kuru arasındaki ilişkiler VAR analizi, ve Granger Nedensellik testleri ve etki tepki fonksiyonları kullanılmıştır. Analizlerden elde edilen bulgulara göre, para politikasının fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda politika faizinin yönünü belirlediği sonucuna ulaşıırken dolar kurunun enflasyondaki dalgalanmaların en büyük belirleyicisi olduğu görülmüştür.

### 4. Veri ve Yöntem

Bu çalışmanın amacı son dönemlerde TCMB tarafından kullanılmaya başlanan swap işlemleri ile döviz kurları arasında muhtemel ilişkiyi tespit etmektir. Bu amaçla TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi olan EVDS’den indirilen 2018 Ocak ile 2021 Şubat arası aylık swap stoku ile aylık dolar kurları ve fiyat etkisinden arındırılmış reel efektif döviz kurları kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için iki farklı yöntem uygulanmıştır. Bunlardan ilki basit istatistiksel korelasyon analizidir, diğeri ise tek denklemlili Engle-Granger eşbütünlük analizi. Aşağıda bu iki yöntem ve sonuçları anlatılmıştır.



## 4.1. TCMB Swap Miktarları ile Döviz Kuru Arasındaki Korelasyon Analizi



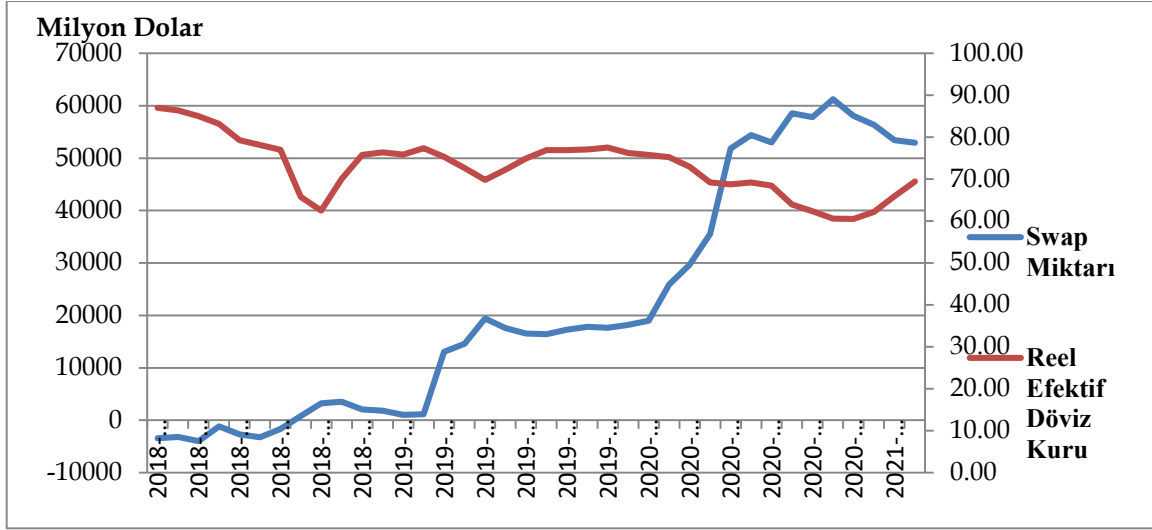
**Grafik 2:** 2018-2021 Aylık Swap Stoku ile Aylık dolar Kuru Ortalaması Arasındaki İlişki  
**Kaynak:** TCMB EVDS verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Ağustos 2018’de yaşanan kur atağı krizi grafikte açık bir şekilde görülmektedir. Nisan 2018’de 4,05 TL seviyelerinde olan dolar kuru, 12 Ağustos 2018 gecesi 7 TL’yi aştıktan hemen sonra 6,80 TL’ye inmiş daha sonra düşüşüne kademeli olarak devam etmiştir. Buna karşılık TCMB, döviz krizini yönetmek için swap işlemlerine başlamış ve swap stokunu aynı dönemde artırmıştır. Ağustos 2018 dönemine kadar swap miktarı negatif iken bu tarihten sonra swap işlemlerinin artması nedeniyle pozitif hala gelmiştir. Swap işlemleri Şubat 2019’da yaklaşık 1 milyar dolar iken Mayıs 2019’da 19,5 milyar dolara yükselmiştir. 2020’nin Ocak ayına kadar bu seviyelerde kalan swap miktarı bu tarihten itibaren yükselişe geçmiştir, Ekim 2020’de 61 milyar dolara ulaşmıştır. Bu tarihten sonra kısmi azalmayla birlikte Mart 2021’de 55 milyar dolar civarındadır. Grafik 2’den açıkça görülmektedir ki TCMB swap miktarı ile dolar kuru arasında yakın bir ilişki mevcuttur. TCMB, döviz piyasasındaki döviz talebini yönetmek, döviz piyasasını istikrara kavuşturmak ve volatilitiyi azaltmak amacıyla swap işlemlerini yürütmüştür. Döviz kurları arttıkça TCMB swap miktarları da yükseliş göstermiştir.

Eviews 10 ekonometrik paket programı kullanılarak TCMB swap miktarları ile dolar kuru arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla korelasyon analizi yapılmış ve sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Korelasyon analizi sonucuna göre TCMB swap miktarları ile dolar kuru arasında %90 oranında pozitif bir ilişki söz konusudur. Korelasyon analizi sonucunun *t*-istatistiğinin değeri 13.01 ve olasılık değeri 0.000’dır. Bu sonuç, yapılan korelasyon analizinin istatistik olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

**Tablo 2:** TCMB Swap Miktarı ile Dolar Kuru Arasındaki Korelasyon

Korelasyon		
t-Statistic		
Olasılık	Swap miktarı	Dolar kuru
Swap miktarı	1.000000	
	-----	
	-----	
Dolar kuru	<b>0.908128</b>	1.000000
	13.01375	-----
	0.0000	-----



**Grafik 3:** 2018-2021 Aylık Swap Stoku ile Aylık Reel Efektif Döviz Kuru Ortalaması Arasındaki İlişki  
**Kaynak:** TCMB EVDS verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Grafik 3, 2018-2021 Aylık Swap Stoku ile nispi fiyat etkilerinin arındırılmasıyla oluşturulan aylık reel efektif döviz kuru ortalaması arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bilindiği üzere, reel efektif döviz kurunun düşmesi ulusal paranın değer kaybetmesi anlamına gelmektedir. Grafik 3'te sol eksen TCMB swap miktarlarını, sağ eksen ise aylık ortalama reel efektif döviz kurunu göstermektedir. Grafik 2'deki sonuçlara destek olacak şekilde, ulusal paradaki değer azalışına mukabil TCMB swap miktarlarında artış gözlemlenmektedir. Reel efektif döviz kurunun en çok azalış gösterdiği Mart 2020 tarihinden sonra TCMB aylık swap işlemlerinde de yükseliş kaydedilmiştir.

**Tablo 3:** TCMB Swap Miktarı ile Reel Efektif Döviz Kuru Arasındaki Korelasyon

Olasılık	Korelasyon t-Statistic	
	Reel Efektif Döviz Kuru	Swap Miktarı
Reel Efektif Döviz Kuru	1.000000	
	----	
	----	
Swap Miktarı	<b>-0.751027</b>	1.000000
	-6.824719	----
	0.0000	----

Yukarıdaki korelasyon analizinin benzeri Eviews 10 ekonometrik paket programı kullanılarak TCMB swap miktarları ile reel efektif döviz kuru arasındaki yapılmış ve sonuçları yukarıdaki tabloda verilmiştir. Korelasyon analizi sonucuna göre TCMB swap miktarları ile reel efektif döviz kuru arasında %75 oranında negatif bir ilişki söz konusudur. Korelasyon analizi sonucunun *t* istatistiğinin değeri -6,82 ve olasılık değeri 0.000'dır. Bu sonuç, yapılan korelasyon analizinin istatistiki olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle, reel efektif döviz kuru ile TCMB aylık swap miktarı istatistiki olarak birbirlerinin tersine hareket etmektedirler.

#### 4.2. Engle-Granger Tek Denklem Kointegrasyon Testi

Pek çok ekonomik zaman serisinin farkları alındığında durağan hale geldiği bilinmektedir. Genel olarak, bu I(1) serilerinin seviyelerini içeren bir regresyon, ilişkisiz seriler arasında anlamlı bir ilişkiyi sahte bir şekilde gösteren katsayı anlamlılığı için geleneksel Wald testleri ile yanıltıcı sonuçlar üretecektir (Phillips 1986).

Engle ve Granger (1987), iki veya daha fazla I(1) serisinin doğrusal bir kombinasyonunun durağan veya I(0) olabileceğini, bu durumda serilerin eşbütünleşik olduğunu ifade eder. Böyle bir doğrusal kombinasyon, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi karakterize eden eşbütünleşme vektörü ile eşbütünleşme denklemini tanımlamaktadır.

Engle-Granger ve Phillips-Ouliaris kalıntı (residual) temelli eşbütünleşme testleri, SOLS (System Ordinary Least Squares) tahmininden elde edilen kalıntılara uygulanan birim kök testleridir. Serilerin eşbütünleşik olmadığı varsayımı altında, SOLS'den kalan kalıntılar da dahil olmak üzere  $(y_t, X_t')$ 'nin tüm doğrusal kombinasyonları birim

kök durağan değildir. Bu nedenle, eşbütünleşme alternatifine karşı eşbütünleşme yok hipotezinin bir testi, durağanlık alternatifine karşı durağanlık sıfırının bir birim kök testine karşılık gelir.

**Tablo 4:** Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	Düzy/Birinci Fark	Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test istatistiği	
		Sabitli Model	Sabit+Trendli Model
Reel Efektif Döviz	Düzy	-1.707	-3.501
Kuru	Birinci Fark	-4.868***	-4.916***
Swap Miktarı	Düzy	-0.204	-2.837
	Birinci Fark	-4.739***	-4.672***

**Not:** Notlar: ADF testinde kullanılan gecikme sayısını belirlemede Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) kullanılmıştır ve SIC yöntemi ile gecikme sayısı maksimum 9 olarak alınmıştır. \*\*\*,\*\* ve\* işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi sonuçları tüm serilerin birinci farkında durağan olduğunu göstermektedir.  $p$ -gecikmeli geliştirilmiş Engle-Granger testi regresyonu aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\Delta u_{1t} = (\rho - 1)u_{1t-1} + \sum_{j=1}^{\rho} \delta_j \Delta u_{1t-j} + \vartheta_t$$

Dolar kuru ve TCMB swap miktarı arasındaki nedensellik ilişkisinin sonuçları Tablo 4'te sunulmuştur.

**Tablo 5:** Engle-Granger Tek Denklem Eşbütünleşme Analizi

Bağımlı Değişken	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
DOLARKUR	-5.065687	0.0012	-59.39619	0.0000
SWAP	-5.223368	0.0007	-31.51269	0.0004

\*MacKinnon (1996) p-values.

Intermediate Results:

	DOLARKUR	SWAP
Rho - 1	-0.962706	-0.875353
Rho S.E.	0.190045	0.167584
Artık Varyansı	0.061519	13485041
Uzun-Dönem artık varyansı	0.191162	13485041
Gecikme sayısı	1	0
Gözlem sayısı	35	36
Stokastik trend sayısı**	2	2

\*\*Asimptotik dağılımda stokastik trend sayısı

Tek denklemlili Engle-Granger test sonuçlarına göre, %1 olasılık seviyesinde değişkenler arasında eşbütünleşme yoktur boş hipotezi reddedilmektedir. Hem dolar kuru hem de swap miktarı ile eşbütünleşik hareket etmektedirler. Finansal küreselleşme çağında finansal piyasaların birbirini etkileme gücü ve birbirine bağımlılığı gün geçtikçe artmaktadır. Uygulayacakları para politikası araçlarında Merkez bankaları bağımsız olmalarına karşılık küresel finans piyasalarında meydana gelen gelişmelerden bağımsız değillerdir. Bu açıdan bakıldığında para politikasının etkinliğine, döviz riskinin finansal istikrar odaklı yönetilmesine dair faaliyetler önemli katkı sağlayacaktır (Yalçınkaya ve Tunalı, 2019:35). TCMB'nin tarafli swap imkanları, bankalara likidite ve döviz kuru riski yönetiminde elastikiyet sağlamıştır. Böylelikle swap piyasasında arz ile talep arasında bir dengesizlik ortaya çıktığı takdirde, bu dengesizliğin ortadan kaldırılmasına veya minimize edilmesine ve politika faizlerinin piyasa faizleri ile uyumlu olmasına katkıda bulunarak para politikası aktarım mekanizmasının daha doğru çalışmasına olanak sağlamıştır. (TCMB,2019).

## 5. Sonuç ve Tartışma

Merkez Bankası bir ülkede parasal otoritedir ve ulusal paranın basılması ve tedavüle sokulması merkez bankasının temel görevidir. Bugüne baktığımızda merkez bankaları, ulusal paraların istikrarlı olması için gerekli tedbirleri almakla sorumlu olmalarının yanında, para politikasının tüm gerekli araçlarını kullanarak genel ekonomik dengeyi sağlamadan da sorumlu kuruluşlar haline gelmişlerdir. Bu minvalden bakılacak olursa, merkez bankasının görevi,

bir ülkedeki para, faiz ve kur politikalarını yöneterek ve fiyat istikrarını sağlama temel hedefi doğrultusunda ekonomik dengelerin oluşumuna katkı sağlamaktır. Döviz kurları ise açık ekonomilerde dış ticaret vasıtasıyla enflasyon üzerinde etkilidir. İthal ara veya nihai malların fiyatlarındaki kur bazlı artışlar enflasyon geçişkenliğine sebep olmaktadır. Bu nedendir ki TCMB döviz kuru istikrarını sağlamak üzere swap piyasalarında işlemler yapmakta ve rezervlerini bu yolla güçlendirme yoluna gitmektedir.

Dünyada sermaye piyasalarının 1980’li yılların ilk yarısından itibaren gösterdiği hızlı gelişmeler doğrultusunda ortaya çıkan arbitraj olanakları swap işlemlerinin yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmasına yol açan temel etkenlerdendir. Özellikle döviz swapları, bankalar, yatırımcılar ve çok uluslu şirketler tarafından kullanılan önemli finansal araçlardır. Merkez bankası swapları, merkez bankalarının kendi yetki alanlarındaki ticari bankalara döviz likiditesi sağlamasına olanak tanır. Para yaratmak için merkez bankalarının sınırsız ve özel gücüyle birleştirilen döviz swapları, uluslararası sermaye akışlarının oynaklığını da karşılayabilir. Swaplar faydaları makro düzeyde ülkelerin ödemeler bilançosunda görülmektedir. Faydalardan biri ülkelerin ödemeler bilançosunda oluşan açıkları swap işlemleri ile kapatılabilmeleri diğeri ise spekülasyon olarak yerli paradan kaçışı önlemektir. Merkez Bankaları ulusal paranın değer kaybetmeye başladığı dönemlerde daha değerli ve faiz oranları daha düşük bir para birimine yönelerek ulusal para biriminin değer yitirmesini önlemeye çalışmaktadırlar. Böylelikle swaplar merkez bankalarının piyasaya müdahale etmede yeni ve modern bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır. Bununla birlikte, uluslararası kabul görmüş bir dizi ilke, bu döviz swap enstrümanının daha adil ve belki de daha verimli bir şekilde kullanılmasını sağlayabilir. Bu ilkeler, şeffaflık taahhüdü içermeleri ve istikrarı teşvik etmek için uzun süreli anlaşmaları ve ticari bankaların dış likidite riskini sağlam bir şekilde yönetmelerini gerektiren hükümlerin dahil edilmesini teşvik etmeleri yararlı olacaktır.

Çalışmada 2018 Ocak-2021 Şubat dönemi için TCMB swap miktarları ile döviz kurları arasındaki ilişkinin varlığı test edilmiştir. Tek denklem Engle-Granger Eşbütünleşme yöntemi kullanılarak yapılan analiz sonuçlarına göre, söz konusu dönemde TCMB swap işlemleri ile döviz kurları eşbütünleşik oldukları ve beraber hareket ettikleri tespit edilmiştir. Bu bulgu TCMB’nin son dönemlerde uyguladığı yeni bir para politikası aracı haline gelen swap işlemlerinin döviz piyasalarının istikrara kavuşturulmasında kullanıldığını gösterir niteliktedir.

Finansal sistemin sağlıklı işlemesi için makroekonomik politika denilen para politikasının hedeflerinin yanısıra, mikro temelli politika da denilen bankaların durumu da önemlidir. Bankalardan birinin yapısında meydana gelebilecek bir bozulma, domino etkisiyle sistemin tamamına yayılacak ve bu da piyasaya olan güveni sarsacak, para politikasının etkin bir biçimde uygulanmasını zorlaştıracaktır. Bu çerçevede, merkez bankalarının birinci görevi, artık fiyat istikrarını sağlamak olmaktan çıkmıştır. Merkez bankalarının temel görevi, artık finansal sistemin sağlıklı işlemesini sağlamaktır. Yani, finansal gelişmelere paralel olarak, merkez bankalarının son başvuru mercii olma (lender of last resort) fonksiyonu ön plana çıkmaktadır. Bu bağlamda da kısa vadeli faiz oranları ve döviz kurları daha çok önem kazanmaktadır. Dolayısıyla TCMB’nin son dönemlerde yapmış olduğu swap işlemleri bu açıdan değerlendirilmelidir.

**Kaynakça**

- Aşıkoğlu, R., & Kayahan, C. (2008). Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(2), 157-179.
- Bahaj, S., & Reis, R. (2018). Central bank swap lines (Bank of England, Staff Working Paper No. No.741). <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2018/central-bank-swap-lines.pdf?la=en&hash=37459215724CDC67F2FA1FB54B28E75%206D42E8906>.
- Başoğlu, U., Ceylan A., & Parasız İ. (2009), Finans Teori kurum Uygulama, Bursa: Ekin Yayınevi.
- BBC Türkçe (2020). Swap hattı nedir: Türkiye'nin diğer ülkelerle görüşmeleri hakkında neler biliniyor? <https://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-52574548> (Erişim Tarihi: 20.03.2021).
- BIS (Bank for International Settlements) (2019). Reserve management and FX intervention, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap104.htm> (Erişim Tarihi: 07.05.2021).
- Borsa İstanbul (2017). Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf> (Erişim Tarihi: 28.03.2021).
- Bozkurt, H. (2021). Türkiye'de Para Politikası-Döviz Kuru-Enflasyon İlişkisinin Ampirik Analizi. *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 11(3), 981-994.
- Ceylan, A. (1998), Finansal Teknikler, Bursa: Ekin Yayınları.
- Chambers, N. R. (1996). Swaps. *Marmara Üniversitesi, S.B.E Öneri Dergisi*, 1(5).
- Çakmaklı, C., Demiralp, S., Kalemler-Özcan, Ş., Yesiltas, S., & Yildirim, M. A. (2020). *Covid-19 and emerging markets: An epidemiological multi-sector model for a small open economy with an application to turkey* (No. w27191). National Bureau of Economic Research.
- Dönmez, A.Ç., Başaran, Y., Doğru G., Yılmaz, M.K., Uğur, S., Kartallı Y., & Ugan G.(2002), Finansal Vadeli İşlemler Piyasasına Giriş, *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayını*.
- Dünya Bankası (2020). Turkey Economic Monitor, August 2020: Adjusting the Sails. <https://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/34318> (Erişim Tarihi: 07.05.2021).
- Eğilmez, M. (2020), Türkiye Ekonomisi, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Ersan, İ. (1998), Finansal Türevler, İstanbul: Literatür Yayınları.
- European Central Bank (2020). What are currency swap lines?, [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency\\_swap\\_lines.en.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.en.html) (Erişim Tarihi: 01.04.2021).
- EVDS (2021). Dolar Kuru ve Swap Miktarı. <https://evds2.tcmb.gov.tr/>
- Federal Reserve Board (2020). Swap Lines FAQs. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/swap-lines-faqs.htm> (Erişim Tarihi: 18. 03. 2021).
- Günel, M. (2001), Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. <https://www.google.com/search?q=tcmb+duyurular&oq=TCMB+&aqs=chrome.0.69i5913j0i433j69i6014.2811j0j4&sourceid=chrome&ie=UTF-8> (Erişim Tarihi: 13.04.2021).
- Karatepe, Y. (2000), Türev Piyasaları, Futures- Opsiyon- Swap, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Yayın No: 587
- Kim, S., & Lim, K. (2018). Effects of monetary policy shocks on exchange rate in small open Economies. *Journal of Macroeconomics*, 56, 324-339.
- Kucuksarac, D., Ozbek, I., & Talasli, I. (2020). Tahvil ve Doviz Swap Piyasaları Likidite Gostergesi (No. 2014). *Research and Monetary Policy Department*, Central Bank of the Republic of Turkey.
- McCauley, R., & Rigaudy, J.F. (2011), "Managing foreign Exchange reserves in the crisis and after", in Portfolio and Risk Management for Central Banks and Sovereign Wealth Funds", BIS Paper no 58, Ekim, s. 19-47.
- Mehrling, P. (2015). Elasticity and discipline in the global swap network. *International Journal of Political Economy*, 44(4), 311-324.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2009). Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008. *The American Economic Review*, 99(2), 480-486.
- Önce, S. (1995), Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar İçin Muhasebeleştirme Şekilleri, Eskişehir: Türkiye Bankalar Birliği.
- Öztürk, N., & Alp, E. A. (2021). Türkiye'de Yeni Para Politikası Uygulamaları ve Bu Kapsamda Kullanılan Finansal Araçların Analizi. *Uluslararası Bankacılık Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(2), 1-32.
- Parlakkaya, R. (2003). Finansal Türev Ürünler ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları, Ankara: Nobel Yayınları.
- TCMB (2011-2021). Duyurular.
- TCMB, 'Finansal İstikrar Raporu' (2018-2019-2020). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/finansal+istikrar+raporu/> (Erişim Tarihi: 10.04.2021).

- Türkiye Bankalar Birliği (2020). ‘2019-2020 Faaliyet Raporu’  
[https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7672/Faaliyet\\_Raporu\\_2019-2020.pdf](https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7672/Faaliyet_Raporu_2019-2020.pdf) (Erişim Tarihi: 05.04.2021).
- Türkiye Bankalar Birliği (2020). 2018-2019 Faaliyet Raporu.  
[https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7598/Faaliyet\\_Raporu\\_2018-2019.pdf](https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7598/Faaliyet_Raporu_2018-2019.pdf) (Erişim Tarihi: 03.04.2021).
- Yalçınkaya, Y., & Tunali, H. (2019). 2017- 2018 Döviz Kuru Türbülansı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası Araçları. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 17–36.
- Yang, J., & Han, L. (2013). Optimal size of currency swap between central banks: Evidence from China. *Applied Economics Letters*, 20(3), 203-207.

## Extended Summary

### Swap Transactions as a New Monetary Policy Tool in Turkey and Its Effectiveness on the Foreign Exchange Market

#### Theoretical Background

With the actual termination of the Bretton Woods agreement in the early 1970s, the excessively fluctuating exchange rates created the necessary environment for the implementation of swap-like contracts (Dönmez et al., 2002, p. 156). The swap, which developed significantly in the 1980s, has become the most used futures market tool today (First, 1995: 23). An English word swap: Although it means to exchange and to clear, it is a contract that includes periodic payment commitments of the two parties to each other. (Ersan, 1997: 166, Dönmez et al., 2002, p. 156). The primary purpose of the swap is to reduce the risk caused by the fluctuations determined in exchange rates and interest rates (Karatepe, 2000: 147).

Swap transactions were first used in foreign exchange markets, and later it was used as a financing technique that reduces borrowing costs in capital and money markets (Karatepe, 2000: 148). Countries carry out swap transactions mainly to finance temporary deficits in the balance of payments or prevent the speculative flight from the national currency. When the value of a country's national currency starts to decline, speculators turn to relatively strong currencies. In such cases, there are security instrument swap agreements that countries can apply. The money of countries with strong money is obtained through swap contracts to be used in the Central Bank interventions in the market. Thus, speculative movements can be stopped, and the swap agreement has achieved its purpose. The following process is to return these previously purchased foreign currencies and take back the national currencies given to the other country (Başoğlu vd., 2009: 407).

The main objective of the CBRT's TL currency swap market is to increase the flexibility and variety of instruments in banks' TL and FX liquidity management. The market started functioning in November 2018. Transactions in this market increase the CBRT reserves only temporarily, without any long-term effects. Since the transactions are carried out within pre-determined limits, they should not be considered a substitute for the offshore swap market. However, the benefits of shifting these existing over-the-counter market transactions to an organized exchange are clear in terms of increased transparency, operational risk, cost reduction, central clearing, monitoring, reporting, and systemic risk reduction.

In general, currency swaps are used in Turkey for a short time with the CBRT and banks and between banks. As a long-term risk management tool, the currency swap was not used sufficiently, especially in the 90s, due to various reasons such as insufficient information, uncertainty in accounting and tax practices, economic and political risks of our country (Ersan, 1997: 203). In the following years, according to customer demands, foreign currency swaps with forward terms made for the protection of foreign exchange assets of banks against exchange rate risk or for speculative purposes have become widespread in Turkey. In recent years, some private banks and foreign banks operating by opening branches in Turkey have increasingly made swap transactions (Parlak, 2003: 163).

#### Data, Design, and Method

The purpose of this study is to determine the possible relationship between swap transactions, which have recently been used by the CBRT, and exchange rates. For this purpose, monthly swap stock between January 2018 and February 2021, dollar Exchange rate and real effective exchange rates adjusted for prices were used, which were downloaded from the CBRT Electronic Data Distribution System, EVDS. Two different methods were applied to determine the relationship between variables. The first is the simple statistical correlation analysis; the other is the single equation Engle-Granger cointegration analysis.

#### Findings

There is a close relationship between the CBRT swap amount and the dollar rate. The CBRT carried out swap transactions in order to manage the foreign exchange demand in the foreign exchange market, stabilize the foreign exchange market and reduce volatility. As the exchange rates increased, the CBRT swap amounts also increased.

Correlation analysis was conducted to determine the relationship between CBRT swap amounts and dollar rate using Eviews 10 econometric package program. According to the correlation analysis, there is a 90% positive relationship between the CBRT swap amounts and the dollar rate. The t statistic of the correlation analysis result is 13.01, and the probability value is 0.000. This result indicates that the correlation analysis performed is statistically significant.

According to the single equation Engle-Granger test results, the null hypothesis that there is no cointegration between variables at the 1% probability level is rejected. Both the dollar rate and the swap amount are cointegrated.

#### Conclusion and Discussion

The Central Bank is the monetary authority in a country and the printing and circulation of the national currency is the central bank's primary task. When we look at today, central banks have become the institutions responsible for ensuring the general economic balance by using all the necessary tools of monetary policy and taking the necessary measures to ensure the stability of the national currencies. From this point of view, the central bank's task is to contribute to the formation of economic balances by managing the monetary, interest, and exchange rate policies in a country and in line with the main objective of maintaining price stability. Exchange rates are effective on inflation in open economies through foreign trade. Exchange-based increases in the prices of imported intermediate or final goods cause inflation pass-through. For this reason, the CBRT conducts transactions in swap markets to stabilize the exchange rate and strengthen its reserves in this way.

The relationship between CBRT swap amounts and exchange rates for 2018 January-2021 February was tested in the study. According to the analysis results using the single equation Engle-Granger cointegration method, it was determined that CBRT swap transactions and exchange rates were cointegrated and moved together in the period above. This finding indicates that swap transactions, which have become a new monetary policy tool implemented by the CBRT, stabilize the foreign exchange markets.