

**SERMAYE PİYASASI TÜREV ÜRÜNLER VE
PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ**

Yusuf Ekrem AKBAŞ

**İnönü Üniversitesi SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliğinin İKTİSAT ANABİLİM DALI
İçin Öngördüğü YÜKSEK LİSANS TEZİ Olarak Hazırlanmıştır**

(MALATYA, TEMMUZ 2008)

**SERMAYE PİYASASI TÜREV ÜRÜNLER VE
PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ**

Yusuf Ekrem AKBAŞ

**İnönü Üniversitesi SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliğinin İKTİSAT ANABİLİM DALI
İçin Öngördüğü YÜKSEK LİSANS TEZİ Olarak Hazırlanmıştır**

Danışman: Yrd. Doç. Dr. İrfan Kalaycı

(MALATYA, TEMMUZ 2008)

ONUR SÖZÜ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Sermaye Piyasası Türev Ürünler ve Para Politikası İlişkisi” konu başlıklı bu çalışmanın bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın tarafımdan yazıldığını ve yararlandığım bütün yapıtların hem metin içinde hem de kaynakçada yöntemine uygun biçimde gösterilenlerden oluştuğunu belirtir, bunu onurumla doğrularım.

Yusuf Ekrem AKBAŞ

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ.....	1
------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜREV PİYASALARI

1.TARİHÇE.....	4
----------------	---

2.TÜREV ÜRÜNLER.....	5
----------------------	---

2.1.Türev Piyasalar ve Spot Piyasalar.....	5
--	---

2.2.Türev İşlemlerin İşleyişi.....	7
------------------------------------	---

2.2.1.Türev Piyasasında Organizasyon Yapısı ve Tarafları.....	7
---	---

2.1.1.1.Borsa.....	7
--------------------	---

2.1.1.2.Takas Kurumu.....	8
---------------------------	---

2.2.1.3.Aracı Kurumlar.....	9
-----------------------------	---

2.2.1.4.Denetleyici Kurumlar.....	10
-----------------------------------	----

2.3.Terminoloji.....	10
----------------------	----

3.FORWARD VE FUTURE SÖZLEŞMELER.....	12
--------------------------------------	----

3.1.Forward Sözleşmeler.....	12
------------------------------	----

3.1.1.Forward İşlem Çeşitleri.....	13
------------------------------------	----

3.1.1.1.Yabancı Para Forwardları.....	13
---------------------------------------	----

3.1.1.2.Forward Faiz Anlaşmaları.....	16
---------------------------------------	----

3.2.Future Sözleşmeler.....	17
-----------------------------	----

3.2.1.Future İşlem Çeşitleri.....	19
-----------------------------------	----

3.2.1.1.Faiz Future Sözleşmeleri.....	19
---------------------------------------	----

3.2.1.2.Yabancı Para Future Sözleşmeleri.....	21
3.2.2.Future İşlemlerin Fonksiyonları.....	22
3.2.2.1.Future İşlemlerin Ekonomik Fonksiyonları.....	22
3.2.2.1.1.Piyasada Fiyat Oluşumunu Sağlama Fonksiyonu.....	22
3.2.2.1.2.Riskten Korunma ve Risk Transferi Sağlama Fonksiyonu.....	22
3.2.2.1.3.Piyasada Oluşabilecek Tekelci Yaklaşımları Kırma ve Piyasa Etkinliği Sağlama Fonksiyonu.....	23
3.2.2.1.4.Yatırımcılara Bili Sunma Fonksiyonu.....	24
3.2.2.2.Future İşlemlerin Siyasi Fonksiyonları.....	24
3.2.2.2.1.Kaynakları Ülkeye Yönlendirme Fonksiyonu.....	24
3.2.2.2.2.Uluslararası Alanda Prestij Sağlama Fonksiyonu.....	25
3.2.3.Forward ve Future Sözleşmeleri Kullanma Amaçları.....	25
3.2.3.1.Korunma Amaçlı İşlemler.....	25
3.2.3.2.Spekülatif Amaçlı İşlemler.....	27
3.2.3.3.Arbitraj Amaçlı İşlemler.....	28
3.2.4.Forward İşlemler ile Future İşlemler Arasındaki Farklar.....	28
4.OPSİYON VE SWAP SÖZLEŞMELERİ.....	29
4.1.Opsiyon Sözleşmeleri.....	29
4.2.Opsiyon Türleri.....	31
4.2.1.Haklar Açısından Opsiyon Türleri.....	31
4.2.1.1.Alım Opsiyonları.....	32
4.2.1.2.Satım Opsiyonu.....	33

4.2.2. Opsiyonun Üzerine Yazıldığı Varlığa Göre Opsiyon Türleri...	34
4.2.2.1. Hisse Senedi Opsiyonları.....	35
4.2.2.2. Gelecek Sözleşmesi(Future)Üzerine Opsiyonlar	35
4.2.2.3. Döviz Opsiyonları.....	36
4.2.3. İşlem Gördükleri Piyasalar Açısından Opsiyon Türleri.....	36
4.2.4. Opsiyonun Uygulama Fiyatının Opsiyonun Üzerine	
YazıldığıVarlığın Opsiyonun Satış Anındaki Cari Fiyatı	
ile Karşılaştırılmasının bir Sonucu Olarak Opsiyon Türleri.....	37
4.3.Opsiyon Alım Satım Stratejileri.....	37
4.3.1. Fiyat Bazlı Dikey Yayılma Stratejileri.....	38
4.3.1.1. Alım Opsiyonlu Fiyat Bazlı (Dikey) Yayılma Stratejileri...	38
4.3.1.2. Satım Opsiyonlu Fiyat Bazlı Dikey Yayılma Stratejileri...	39
4.3.1.2.1.Satım Opsiyonlu Alacaklı Dikey Yayılma Stratejisi....	39
4.3.1.2.2.Satım Opsiyonlu Borçlu Dikey Yayılma Stratejisi.....	40
4.3.2.Pergel Stratejisi.....	41
4.3.3.Çanak Stratejisi.....	41
4.3.4.Kelebek Stratejisi.....	42
4.3.5.Çit Stratejisi.....	42
4.3.6.Sentetik Pozisyonlar.....	43
4.4.Swap Sözleşmeleri.....	43
4.4.1.Swap Piyasaları ve Kullanım Alanları.....	44
4.4.2.Swap İşleminin Tarafları	45

4.4.3. Swap Türleri	46
4.4.3.1.Faiz Swapları.....	46
4.4.3.2.Para Swapları.....	48
4.4.4. Swap'ın Diğer Türev Ürünlerden Farklılıkları.....	48

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI VE SERMAYE PİYASASI

5. Para Politikası ve Sermaye Piyasası Türev Ürünleri.....	50
5.1. Para Piyasası ve Sermaye Piyasası.....	50
5.2. Para Politikası Amaç ve Araçları.....	52
5.2.1. Para Politikasının Amaçları.....	52
5.2.1.1. Fiyat İstikrarı.....	52
5.2.1.2. Tam İstihdam.....	53
5.2.1.3. Ekonomik Büyüme.....	54
5.2.1.4. Ödemeler Bilânçosu Dengesi.....	55
5.2.2. Para Politikası Araçları.....	56
5.2.2.1. Para Politikasının Genel Araçları.....	56
5.2.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	56
5.2.2.1.2. Reeskont Politikası.....	57
5.2.2.1.3.Zorunlu Karşılıklar Politikası.....	58
5.2.2.1.4. Disponilite Oranı.....	59
5.2.2.2. Para Politikasının Özel Araçları.....	59
5.2.2.2.1. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları.....	59
5.2.2.2.2.Ticari Banka Kredilerinin Miktar, Vade ve Faiz Oranları Açısından Selektif Kontrolü.....	60
5.2.2.2.3. Bankalar ve Banka Dışı Mali Aracılara Belli Miktarda Devlet Tahvili, Hazine Bonosu Satın	

Alma Zorunluluğunun Getirilmesi.....	60
5.2.2.2.4.Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi.....	60
5.3. Para Politikası Aktarma Süreci.....	60
5.3.1. Para Politikası Ara Göstergeleri.....	61
5.3.2. Para Politikasının Ana Göstergeleri.....	61
5.4. Para Politikası Stratejileri.....	61
5.4.1. Tek Aşamalı Strateji.....	61
5.4.2. İki Aşamalı Strateji.....	62
5.5. Para Politikasının Ekonomiye Etkileme Kanalları.....	62
5.5.1. Faiz.....	62
5.5.2. Portföy Dengesi Değişimi.....	63
5.5.3. Servetin Net Değişimi.....	63
5.6. Enflasyonist ve Deflasyonist Ortamda Uygulanacak Para Politikaları.....	63
5.6.1. Enflasyonist Ortamda Uygulanacak Para Politikaları.....	64
5.6.2. Enflasyonist Ortamda Uygulanacak Diğer Politikalar.....	65
5.6.2.1. Ortodoks Politikalar.....	65
5.6.2.2. Heterodoks Politikalar.....	66
5.6.3. Deflasyonist Ortamda Uygulanacak Para Politikası.....	67
5.7. Sermaye Piyasası Türev Ürünler ile Para Politikası İlişkisi.....	67
5.7.1. Forward İşlem Hacmi ve Para Politikası İlişkisi.....	68
5.7.2. Future İşlem Hacmi ve Para Politikası İle İlişkisi.....	78
5.7.3.Opsiyon İşlem Hacmi ve Para Politikası İlişkisi.....	85

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM PİYASASI

6. Türkiye'de Vadeli İşlemler ve VOB.....	92
6.1. VOB'da İşlem Hacimleri.....	95

7.SONUÇ.....	99
KAYNAKÇA.....	104

TABLÖLER

Tablo 1.Uluslararası Borsalarda Faize Dayalı Vadeli İşlem Hacimleri.....	19
Tablo 2.Dünya Borsalarında İşlem Gören Faiz Futures Sözleşme Sayı ve Nominal Olarak Açık Pozisyon ve Hacim Değerleri.....	20
Tablo 3. Forward ve Future İşlem Farkları.....	29
Tablo 4.Küresel Tezgahüstü Forward ve Swap Türev İşlem Hacmi.....	69
Tablo 5.İngiltere’de 2000-2007 Dönemine Ait Döviz ile Faiz Oranı Forward veSwap İşlem Hacmi.....	71
Tablo 6.İngiltere’de 2000-2007 Yılları Arası Aralık Ayı Verilerine Göre Faiz Oranı, Döviz Kuru ve Enflasyon Oranları	72
Tablo 7.İngiltere’de 2000-2007 Dönemine Ait Forward ve Swap İşlem Hacmi,Faiz Oranı ve Enflasyon Oranı.....	74
Tablo 8.Parametrelerin Bulunması İçin Gerekli Veriler	76
Tablo 9.Organize Borsalarda 2002-2007 Dönemi Futures İşlem Hacmi.....	79
Tablo 10.Organize Borsalarda 2002-2007 Dönemi Futures İşlem Hacmi.....	80
Tablo 11. ABD’de 2000-2006 Dönemleri Arasında Gerçekleşen Faiz Oranı, Enflasyon Oranı ve Döviz Kuru.....	81
Tablo 12. Dünya OTC Türev İşlem Hacmi ve Opsiyon İşlem Hacmi.....	85

Tablo 13. Japonya’da OTC Piyasalarında 1998-2007 Dönemleri Arasında Tezgahüstü Türev Piyasalarında Gerçekleşen Türev Hacmi	87
Tablo 14. Japonya’da 1998-2007 Arası Gerçekleşen Dönemi Faiz Oranı, Enflasyon Oranı ve Döviz Kuru.....	88
Tablo 15. Japonya’nın 1998-2007 Dönemine Ait Opsiyon İşlem Hacmi, Faiz oranı ve Enflasyon Verileri.....	89
Tablo 16 : VOB’a Üye Bazı Aracı Kurumlar ve Bankalar	93
Tablo 17 : VOB’da Hisse Oranları.....	95
Tablo 18 : Türkiye’de Bankaların Yaptıkları Türev İşlemleri	97

1.GİRİŞ

Sermaye piyasası türev ürünleri, belli tutardaki standart bir malın, menkul kıymetin, finansal göstergenin ya da yabancı paranın işlem anında belirlenmiş fiyattan, belirli bir yerde ve belirli bir tarihte satın alınmasını ya da satılmasını sağlayan araçlardır. Türev piyasalarına duyulan gereksinim, piyasa katılımcılarının fiyat değişimlerinden ve diğer risklerden korunma istekleriyle ortaya çıkmıştır. Türev işlemleri ve bu işlemlerin yapıldığı piyasaların ortaya çıkması oldukça eskilere dayanmaktadır. Ancak finansal olarak 20.yüzyılla birlikte kullanılmaya başlanılmıştır. Türev piyasalarında yapılan işlemler 100 yıllık bir süre içinde tarım ve sanayi ürünlerinin konu olduğu mala dayalı işlemler şeklinde devam etmiştir. Ancak uluslararası ticarete 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren meydana gelen önemli gelişmeler karşısında finansman teknikleri yetersiz kalmış, piyasalarda oluşan tıkanmaların aşılması amacıyla vadeli işlem piyasalarında faiz, döviz, borsa endeksi, devlet tahvili ve hazine bonosu üzerine de vadeli işlem sözleşmeleri yazılmaya başlanmıştır. Vadeli işlem piyasaları 1970’li yıllardan itibaren faiz, döviz ve endeks araçlarının da işlem gördüğü, trilyon dolarların çok kısa bir süre zarfında el değiştirdiği ve borsaların birleşerek 24 saat boyunca işlem yapabildikleri piyasalar haline gelmiştir.

Günümüz anlamındaysa, özellikle 1970’li yıllardan sonra, yükselen volatilite ve piyasa riski türev piyasaların önemini artırmış; türev sözleşmeler, riskten korunma nitelikleri nedeniyle bir çok borsada aktif olarak işlem görmeye başlamışlardır. Bu piyasalarda işlem yapan katılımcıların en önemlileri bankalar, yatırım, emeklilik ve sigorta fonları, aracı kurumlar, firmalar, bireysel yatırımcılar ve hatta yerel yönetimlerdir. Finansal riskten kaçınmak veya bu riski azaltmak amacıyla ortaya çıkan bu araçların kapsamında futures, forwards, swaps ve opsiyonlar bulunmaktadır. Türev ürünler, değerleri diğer bazı temel varlıklara bağlı olan finansal ürünlerdir. Bu temel varlıklar da hisse senetleri, tahviller, yabancı para, faiz ve emtia olarak sıralanabilir. Bu anlamda türev ürünler, cari piyasalarda işlem konusu olan varlıkların türevi konumundaki finansal araçlardır.

Türev piyasalar da söz konusu türev ürünler ile ilgili işlemlerin gerçekleştiği ve türev ürünlerin alım satımının yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalar dünyada büyük tutarlara ulaşarak, dünya finans piyasalarında önemli ölçüde belirleyici olma özelliğini elde etmişlerdir.

Türev piyasalar, ilk olarak gelişmiş piyasalarda kurulmuştur. Ardından, işlevsellikleri ve yararlılıkları nedeniyle gelişmekte olan piyasaların dikkatini çekmişlerdir. Gelişmekte olan piyasalar; türev araçların likiditeye ve spot piyasadaki fiyat oluşum mekanizmasına etkisi, yeni ürün imkanları, yatırım alternatiflerini çoğaltması, sistematik riski azaltması, optimal varlık dağılım olanaklarını gerçekleştirilmesi, tamamlayıcı özelliklerinin bulunması ve ülke içinde ve ülkeler arasında risk transferine olanak sağlaması nedeniyle türev piyasalara yer vermektedirler. Türev piyasaların olağanüstü boyutlara ulaşmasının ve gelişmekte olan ülkelerde türev piyasalara giderek daha fazla yer verilmesinin altında yatan temel neden, ekonomik fonksiyonlarıdır. Son yıllarda türev ürünlerin kullanım hacmi artmıştır. Küresel piyasalarda görülen dalgalanmalar ve likidite bolluğu finansal piyasalarda büyük kazançların oluşmasını sağlamıştır. Bu büyük kazançlar büyük risklerle oluşmuştur. Türev ürünler, finansal piyasalarda risk ve getiri arasında bir denge sağlama olanağının elde edilmesi özelliği ve likit olma özelliği sayesinde söz konusu piyasaların büyük başarı sağlamalarına katkıda bulunmuştur.

Sermaye piyasası aracı olan türev ürünleri, para piyasasıyla sermaye piyasası arasında finansal küreselleşme faaliyetleri sonucunda önemli bir etkileşim meydana geldiği için para piyasasıyla da doğrudan ilişki içindedir. Türev ürünler ilk başta farklı ürünlerde farklı amaçla kullanılmıştır. Özellikle 1980 sonrası dönemde dünyada meydana gelen finansal liberalizasyon süreciyle finansal piyasaların önemi artmış ve birçok yatırım aracı kullanılmaya başlanmıştır. Bu süreçte finansal piyasalar karmaşık hale gelmiştir. Yatırımcılara birçok araç sunmuştur. Bu araçlardan en önemli olanlarından biri de sermaye

piyasası türev ürünleridir. Türev ürünler özelliklerinden dolayı yatırımcıya büyük olanak sunmaktadır. Böylelikle yatırımcılar kârlılıklarını rahatça artırabilmektedir. Dolayısıyla türev ürünler; enflasyon, büyüme, istihdam v.b makro ekonomik göstergelere önemli katkı sağlayarak para piyasasının işlemlerini sağlayan para politikasıyla yakından ilişkilidir. İlişkinin yönü ve şiddeti bu ürünlerin dahil olduğu piyasalara göre değişmektedir. Ayrıca türev ürünlerle para politikası arasında çift yönlü ilişki bulunmaktadır. Türev ürünler, para politikasının amacına ulaşmasına yardımcı olacağı gibi para politikası uygulayıcısı faiz, döviz kuru gibi araçları kullanarak türev ürünleri etkileyebilmektedir.

Sermaye piyasası türev ürünleri en çok korunma amaçlı kullanılmaktadır. 1980'li yıllardan önce bu ürünler arbitraj ve spekülasyon amaçlı olarak fazla kullanılmamaktaydı. Son yıllarda dünyada meydana gelen küresel dalgalanmalar sonucu spekülasyon amaçlı kullanım artmaktadır. Bu durum dünya genelinde işlem gören emtia ve diğer varlıkların fiyatlarında büyük artışa yol açmaktadır. Dolayısıyla dünya genelinde enflasyon oranı artış eğilimine girerek para politikası uygulayıcılarının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamaları zora girmiştir.

Sermaye piyasası türev ürünler ve para politikası ile ilişkisi konu başlıklı bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk iki bölümde sermaye piyasası türev ürünleri araçları olan forward, future, opsiyon ve swap gibi kavramlar birbirleriyle kıyaslanarak açıklanacaktır. Son bölümde para ve sermaye piyasası ayrıntılı bir şekilde incelenerek birbiriyle ilişkisi ele alınacaktır. Bu ilintiden hareketle para piyasasının düzenli işlemlerini sağlamak için merkez bankası tarafından yürütülen para politikası ile sermaye piyasası türev ürünler arasındaki ilişkinin yönü belirtilmeye çalışılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜREV PİYASALARI

1.TARİHÇE

İlk vadeli işlemlerin Japonya’da Dojima Pirinç Pazarı ve Hollanda’da Antwerp Tahıl Pazarında yapıldığı bilinmektedir. İlk futures işlemi 1679 yılında Japonya’da kaydedilmiştir. Bu tür işlemler için ilk piyasa sayılabilecek örgütlenme 1730 yılında Osaka’da kurulan Dojima Pirinç Ticaret Borsası’dır. Günümüzde bilinen anlamda modern vadeli işlem borsalarının oluşumu 1840’lı yıllarda A.B.D’de gerçekleşmiştir. 1848 yılında **Chicago Board of Trade** olarak bilinen tahıl borsası pazar örgütlü bir yapıya kavuşturulmuştur. Bu borsada buğday ve mısır alım-satımı, nakit ve vadeli olarak yapılmıştır. Nakit piyasada iç Savaş yüzünden ortaya çıkan fiyat değişimlerinden korunmak ve yararlanmak için diğer bir ifade ile riskten korunma ve spekülasyon yapmak için, forward sözleşmelerini kullanmak ve bu sözleşmeler üstüne işlem yapmak kısa zamanda popüler hale gelmiştir Bunun üzerine Chicago Board of Trade 1865 yılında Genel Kuralları koyarak, modern vadeli işlem piyasalarının ilk adımını atmıştır. Bu gelişmelerin ardından 1872 yılında New York Pamuk Borsası’nda da vadeli işlemlere başlanmıştır. 20.yüzyıla gelindiğinde özellikle bu yüzyılın son çeyreğinde 1971 yılında, tüm para birimlerinin belirli bir altın standardına bağlanmasını sağlayan Bretton Woods anlaşmasının tamamıyla son buluşuyla ve piyasalarda yaşanan yüksek dalgalanmaların ardından, ilk olarak 1972 yılında Chicago Mercantile Exchange bünyesinde International Monetary Market kurulması ile dövizde dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır. Daha sonra ise finansal vadeli işlem sözleşmeleri büyük bir hızla popüler hale gelmeye başlamış ve 1975 yılında National Mortgage Association bünyesinde Government National Mortgage Association sözleşmeleri ile birlikte ilk faize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır. Dünyada ilk hisse senedi endeksi üzerine vadeli işlemler 24 Şubat 1982 tarihinde Kansas City Board of Trade tarafından Value

Line Composite Index'i üzerine düzenlenmiştir. ABD'nde yaşanan bu gelişmeler paralelinde Avrupa'da da vadeli piyasalarda büyük gelişmeler görülmüş, bazı ülke borsalarının birleşmesiyle işlem hacmi oldukça yüksek alım satım platformları oluşmuştur. Örneğin Almanya-İsviçre ortaklığı ile kurulan Eurex Borsası bugün işlem hacminde Chicago'daki borsalarla yarışır bir konuma gelmiştir. İlk swap işlemi. 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından, Avusturya Şilingi'nin İngiliz Sterlin'i karşısında cari piyasada satılıp forward piyasada geri alınmasıyla gerçekleşmiştir. İlk para swapı sözleşmesinin 1979 yılında Londra'da düzenlendiği sanılmaktadır. İlk faiz swap sözleşmesinin 1981 yılında Londra'da düzenlendiği sanılmaktadır (Dönmez v.d.2002:1- 2).

2.TÜREV ÜRÜNLER

2.1.Türev Piyasalar ve Spot piyasalar

Sermaye piyasası türev ürünleri bir tarihte teslimat veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapılmasını sağlayan ürünlerdir. Bu ürünlerin fiyatı hisse senedi, tahvil, faiz, emtia vb. varlıklara bağlı olarak gerçekleşir. Bu ürünlerin işlem gördüğü piyasalara **türev piyasalar** (Vadeli İşlem Piyasaları) denir. Bir de belli miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından takas günü el değiştirdiği piyasalar vardır. Bu piyasalara ise **spot piyasalar** denir. Bu piyasalarda gerçekleştirilen alım-satım işlemi sonucu para ve alım-satıma konu olan varlık işlemin hemen ardından el değiştirir. Türev piyasalarda işlem gören sözleşmeler spot piyasa işlemlerine göre daha karmaşık ve bu nedenle profesyonel yatırımcıya daha fazla hitap eden ürünlerdir. İMKB bünyesinde faaliyet gösteren hisse senetleri piyasası ve tahvil ve bono piyasasıyla bankalararası döviz piyasası spot piyasalara örnek olarak verilebilir (tspakb.org.tr).

Spot piyasalarda oluşan fiyatlar, içinde bulunulan an için geçerlilik arz etmektedir. Hisse senetleri ve döviz piyasalarında olduğu gibi bu piyasaların tümünde fiyatların sürekli değiştiği görülebilir. Gelişmiş spot piyasaların rasyonel fiyat oluşumuna imkan vermesine rağmen oluşan fiyatlar anlıktır. Bu piyasalarda

bir veya on dakika sonra fiyatların ne olacağını önceden kestirebilmek mümkün değildir. Piyasa katılımcılarının gelecekteki fiyat değişimlerinden olumlu veya olumsuz etkilenmeleri kaçınılmazdır.

Spot piyasalar dokunulabilen döviz, pamuk, buğday vb. malların alınıp satıldığı, para ve mal takasının aynı anda veya birkaç gün içerisinde yapıldığı piyasalardır. Türev piyasalarında ise taraflar, türev sözleşmesine konu ürünü; döviz, pamuk, buğday, bono vb. gelecek bir vadede teslim alma veya teslim etme yükümlüğü altına girmektedir. Diğer bir deyişle türev piyasalarda mal ve paranın takası ileri bir tarihte gerçekleşmektedir. Spot piyasalarda o an geçerli fiyattan gerçek bir ürün alınmakta veya satılmaktadır.

Türev piyasalarda alıcı ve satıcılar; kalite, miktar, sözleşme vadesi, ürünün teslim yeri gibi özellikleri önceden belirlenmiş standart bir varlığı teslim almak veya teslim etmek üzere anlaşılır. Sözleşmelerde tek değişken unsur fiyattır. Buna karşılık spot piyasalarda fiyat dışında da pazarlık yapabilirler.

Spot piyasalarda işlemler iki taraf arasında yapılırken, türev piyasalarında alıcı ve satıcının muhatabı takas kurumudur. Future ve opsiyon işlemleri için taraflar takas kurumuna teminat yatırmak zorundadırlar. Türev piyasasının bu özelliği nedeniyle işlem yapan karşı tarafın edimini yerine getirmeme riski yoktur (tspakb.org.tr...).

Spot ve vadeli piyasalarda meydana gelecek risk de farklılık gösterir. Spot piyasalardaki riskler sistematik (piyasanın genel olarak düşüşü) ve sistematik olmayan (hisse senedi bazında düşüşler) riskler olarak ikiye ayrılmaktadır. Vadeli işlem piyasalarında korunma amacıyla işlem yapan yatırımcılar sistematik riskten kurtulmuş olurlar (Yılmaz, 2001: 1-7).

Genel olarak türev piyasalar spot piyasalarda işlem gören varlıkların gerçek değerlerini ortaya çıkmasına yardımcı olmaktadır. Ancak, buna rağmen her iki

piyasa arasındaki ilişki basit birtakım önermeler yapmayı imkansız kılacak kadar karmaşıktır. Türev piyasaların spot piyasa ile ilişkisini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bu yüzden türev piyasanın spot piyasa üzerindeki etkisinin bir ülkeden diğerine değişmekte ve değişik çalışmalar değişik sonuçlar doğurmaktadır. Bununla birlikte türev piyasalar genel olarak mali piyasa, özelde de spot piyasa üzerindeki etkisi, bilgisel etkinliği arttırıcı, orta-uzun vadede volatilitiyi azaltıcı ve piyasaya derinlik kazandırıcı nitelikte olduğu ifade edilebilir. Ayrıca spot ve türev piyasalar arasındaki öncü-izleyici ilişkisine yönelik ampirik bulgular, genelde türev piyasaların spot piyasalara öncülük ettiğini, spot piyasaların türev piyasaları izlediğini ortaya koymaktadır (Dönmez,1999: 55-58).

2.2.Türev İşlemlerin İşleyişi

2.2.1.Türev Piyasalarında Organizasyon Yapısı ve Tarafları

2.2.1.1.Borsa

Dünyada vadeli işlem borsalarını sahiplik yapıları itibarıyla kooperatif borsalar ve özel borsalar olarak iki gruba ayırmak mümkündür.

Kooperatif borsalar, üyeler tarafından kurulur ve yönetilir. Bu tür borsalarda borsanın kâr etmesi amaçlanmaz ve borsanın işlemlerden alacağı komisyonların düzeyi masrafları karşılayacak şekilde belirlenir.

Üyelerce kurulan borsalar halen varlığını sürdürmekle birlikte son yıllarda sahipleri üyelerden oluşmayan borsalar da kurulmaya başlamıştır. Bunun yanında, kooperatif borsalar yapılarını kâr amaçlı özel sermayedarlı kuruluşlara dönüştürmeye başlamıştır. Değişen şartlara daha iyi uyum sağlama ve piyasanın beklentilerini etkin bir şekilde karşılama gibi hususlar kooperatif yapıların terk edilmesinin arkasında yatan sebep olarak ortaya çıkmaktadır.

Borsalar, üyelerce gerçekleştirilen işlemleri takas kurumu aracılığıyla garanti eder. Takas Kurumu borsa bünyesinde olabileceği gibi, borsadan bağımsız ayrı bir yapı olarak da düzenlenebilir.

Borsalar türev piyasalarına; Piyasada oluşan fiyat bilgilerini ve işlemlere ilişkin verileri güncel olarak yayınlamak, borsada işlem görecekt sözleşmeleri dizayn etmek, borsada faaliyet gösterecek aracı üyeleri belirlemek, fiyat hareketlerine uygun olarak sözleşmelere ilişkin başlangıç ve sürdürme teminat oran veya tutarlarını belirlemek, piyasanın işleyişine ilişkin kanun ve genel yönetmeliklere uygun olarak düzenlemeler yapmak, borsanın sağlıklı işleyişine yönelik her türlü tedbiri almak ve bu amaçla gerekli yaptırımları uygulamak gibi fonksiyonları icra etmek amacıyla gerekli organizasyonları ve fiziki altyapıyı sağlamaktadır (tspakb.org.tr...).

2.2.1.2. Takas Kurumu

Takas kurumu, borsada alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumuna geçerek piyasa katılımcılarının hak ve yükümlülüklerini teminat altına alan, gerçekleşen işlemler sonucu oluşan ödeme ve teslimat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlayan ve risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini sağlamakla görevli merkezdir. Takas Kurumu borsa bünyesinde bir birim olabileceği gibi borsa tarafından yukarıdaki görevleri yerine getirmek üzere kurulmuş borsa dışında bağımsız bir kurum da olabilir. Takas kurumu riskin transfer edilmesinde temel yapı taşlarından biridir.

Takas kurumu bu yükümlülüğünü yerine getirebilmek için teslim tarihinde tarafların yükümlülüklerini yerine getirmelerini gözetir. Takas Kurumu bu gözetim görevini yürütebilmek için bir teminat sistemi uygular. Vadeli işlem sözleşmesinde bir pozisyon alabilmek için, öncelikle yatırımcının işlemi gerçekleştirdiği aracı kuruma bir teminat yatırması gerekir. Bu teminat aracı kurum tarafından takas kurumuna yatırılır. Bu teminatın tutulmasındaki tek amaç,

her yatırımcının sözleşme şartlarını yerine getirebilmesini garanti etmektir. Vadeli işlem sözleşmelerinde uzun taraf da, kısa taraf da zarar edebileceği için, her iki tarafında potansiyel riski karşılayabilecek kadar bir teminat yatırması gerekir.

Teminatların nemalandırılması borsadan borsaya farklılık göstermektedir. Borsalar genellikle teminatların nemalarını kendi bünyesinde tutmaktadır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, yatırımcıların düşük maliyetle işlem yapmasını sağlamak üzere, teminat yükümlülüğünün bir kısmının faiz getirisi olan menkul kıymetlerle de yerine getirilebilmesine imkan tanımıştır. Nakit olarak yatırılan teminatların nemasını da belirli oranlarda hesap sahibine ödenmektedir (vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_aracilar_kilavuzu.pdf).

2.2.1.3.Aracı Kurumlar

Türev piyasalarda gerek korunma gerekse yatırım amacıyla işlem yapmak isteyenlere her türlü hizmeti vermek üzere aracı kurumlar faaliyet gösterir. Türkiye’de vadeli işlem piyasalarında işlem yapabilmek için borsa üyesi bir aracı kurum nezdinde hesap açtırmak gerekir. Aracı kurumlar diğer borsalarda olduğu gibi vadeli işlem borsalarında da olması zorunlu kuruluşlardır.

Türev piyasalarında üyeler öncelikle takas üyeleri ve takas üyesi olmayan üyeler olarak iki gruba ayrılır. Takas üyeleri borsada gerçekleştirdikleri tüm işlemlerin takasını yapabilirler. İşlemlerin takasının yapılması, sözleşme bazında borsa takas kurumunca talep edilen teminatların toplanması ve takas kurumuna yatırılmasıdır. Takas üyeleri kendi nam ve hesaplarına müşteri nam ve hesabına, kendi namına ve müşteri hesabına işlemlere aracılık yapabilirler. Takas üyeleri diğer üyelerin yapmış olduğu işlemlerin takasını komisyon karşılığı yapar. Takas üyesi olmayan aracı kurumlar borsada işlem yapabilmek için bir takas üyesi ile anlaşma yapmak zorundadırlar. Takas üyesi olmayan üyelerin işlemlerine ait teminatların yatırılması ve takas kurumuna karşı garanti edilmesi anlaşmış oldukları takas üyelerince yapılır.

2.2.1.4.Denetleyici Kurumlar

Türev piyasaların sağlıklı işlemesi için borsalar ve borsalarda faaliyet gösteren aracı kurumlar ile piyasalarda yapılan işlemler denetime tabidir. Bu yönü ile denetleyici kurumlar da türev işlemlere kamu adına taraf olan kuruluşlardır. Denetleyici kurumların temel amacı, yatırımcıların korunması ve yapay fiyat oluşumlarının önlenmesidir. Denetleyici kuruluşlar bu amaçla işlem görecekt sözleşmelere izin verilmesi, aracı kurumlara aracılık yetki belgesi verilmesi, vadeli işlem ve opsiyon borsalarının alacağı belli kararların onaylanması gibi yetkilere sahiptir (tspakb.org.tr...).

2.3.Terminoloji

Sermaye piyasası türev ürünlerle ilgili birçok kavram bulunmaktadır. Bu konunun daha iyi anlaşılması için sık kullanılan bazı kavramları açıklamak konuyu daha iyi ifade etmek için gerekmektedir. Bu kavramların en sık kullanılanları aşağıda verilmiştir.

Dayanak Varlık: Sözleşmeye konu alım satım aracının türünün tanımlanmasıdır.

Vade Ayları: Standart olarak ilgili sözleşmede hangi vade aylarının işlemlere konu olduğunun tanımlanmasıdır.

Kotasyon Şekli: Piyasada ilgili sözleşmede fiyatlamının para ve ölçü biriminin tanımlanmasını ifade eder.

Sürdürme Seviyesi: Başlangıç teminatının zarar sonucu azalacağı azami seviyeyi ifade eder.

Pozisyon Limiti: Vadeli işlem sözleşmesinde vadeler ve toplam olarak herhangi bir hesap sahibinin alım veya satım yönünde alabileceği azami sözleşme sayısı veya oranının tanımlanmasıdır. Vadeli işlem ve opsiyon borsasında pozisyon limiti her bir hesap için ilgili vade ayı bazında 10.000 sözleşme sabit, bunun aşılması halinde ise açık pozisyon sayısının %10'nu olarak belirlenmiştir.

Uzlaşma Fiyatı: Her gün sonunda, belirlenen yöntem çerçevesinde hesaplanan teminatların güncelleştirilmesi ve kâr/zararların hesaplanmasında kullanılacak fiyattır. (vob.org.tr ...).

Kısa pozisyon: Türev piyasalarında kısa pozisyon almış bir yatırımcı gelecekte belirli bir tarihte, belirlenen fiyattan, belirlenen miktarda malı, parayı ya da menkul kıymeti, anlaşmanın karşı tarafında yer alan kişiye yani uzun pozisyon almış kişiye teslim zorunda olan kişidir. Kısa pozisyon almış bir yatırımcı fiyatlar düşerse kar eder.

Uzun pozisyon: Türev piyasalarında uzun pozisyon almış bir yatırımcı, gelecekte belli bir tarihte, belirlenen fiyattan ve belirlenen miktarda malı, anlaşmanın karşı tarafından satın almak zorunda olan kişidir. Uzun pozisyon almış bir yatırımcı fiyatların artması halinde kar eder.

Basis: Bir malın ya da menkul kıymetin cari (spot) fiyatı ile vadeli işlem fiyatı arasındaki farktır.

Günlük hesaplaşma: Bir türev sözleşmesinde kısa ve uzun pozisyon almış bir kişinin bu sözleşmeyi alış ve satış fiyatları ile piyasa kapanış fiyatları gün sonunda karşılaştırılarak, günlük kâr ve zararlar hesaplanır. Bu işleme günlük hesaplaşma denir (Canbaş, 2001: 87).

Yayılma Pozisyonu: Farklı teslimat vadelerine ait aynı kıymet üzerine yazılmış vadeli veya opsiyonlu işlem sözleşmelerinin eşzamanlı olarak aynı hesap altında bulunmasından doğan pozisyonlar olup; ilgili nakit piyasanın hareket yönünün tespitinden ziyade pozisyonu oluşturan sözleşmelerin alım-satımına ilişkin fiyat farklarından kazanç elde etmek temel amacı oluşturur. Yayılma pozisyonu vadeli işlem ve opsiyonlu işlem sözleşmelerinin her ikisini birlikte içerebilir.

Açık Pozisyon: Belirlenmiş vadede teslimi gerçekleşecek veya nakit uzlaşması yapılacak herhangi bir aracın alımı veya satımı için düzenlenmiş olan tüm sözleşmeler, netleştirme, fiziki teslimatın veya nakit uzlaşmanın gerçekleşmesi ya da yükümlülüklerin yerine getirilmesine bağlı olarak sonuçlanıncaya kadar açık pozisyon olarak adlandırılır. Vadeli işlem sözleşmesinde uzun veya kısa pozisyon tutan yatırımcı, açık pozisyonadadır. Piyasanın açık pozisyon durumu, seans içi pozisyon kapatma ve yeni pozisyon alma işlemleri netleştirildikten sonra, vadeli işlem sözleşme yükümlülükleri hala devam eden katılımcıların tuttukları toplam açık pozisyon sayısını gösterir. Açık pozisyon sayısı, piyasadaki uzun veya kısa pozisyon sayısının ayrı ayrı toplamalarına eşittir (Dönmez, v.d.2002: 3- 5).

Ters İşlem (Pozisyon Kapatma): Ters işlem piyasada sahip olunan pozisyona aksi yönde işlem yapmaktır. Kısaca ters işlem, alım karşısında satım, satım karşısında alım yönünde işlem yapılmasıdır. Bir işlemin ters işlem olabilmesi için işlemin mevcut sözleşmelerde ve aynı vadelerde yapılması zorunludur.

Ters işlem sonucunda sözleşme ile ilgili tüm hak ve yükümlülükler sona erer. Artık piyasadan çıkmış olunur (tspakb.org.tr...).

3. Forward ve Future Sözleşmeler

3.1. Forward Sözleşmeler

Forward işlemler, ileri bir tarihte söz konusu olacak herhangi bir malın; vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenerek, sözleşmeye bağlandığı işlemler veya sözleşmelerdir. Forward işlemlere, Türkçe karşılık olarak, vadeli işlemler de denilebilir. Forward işlemler, her türlü mal ve piyasa için söz konusu olabilecek işlemlerdir. Forward işlemlerde sözleşmenin yapıldığı anda ilke olarak bir ödeme yapılmaz. Ancak öngörülen teslim ve ödeme süresi genellikle bir yıldan kısadır (Ceylan, 2004:317). Forward sözleşmeleri, alıcı ve satıcı arasında yer alan, bir malın, paranın ya da menkul kıymetin; miktarını ve kalitesini, teslim yerini, zamanını ve fiyatını gösteren anlaşmalardır (Canbaş, 2001: 93).

Forward işlemlerin ticaret şekli diğer ticari işlemlerde olduğu gibidir. Yani alıcı ve satıcı işlem konusu olan varlığın miktar ve fiyatı hakkında anlaşmışlardır. Vadeye ulaşıldığında alıcı, önceden anlaşılan fiyat üzerinden ödemeyi yapar, satıcı da anlaşılan miktar ya da tutarda varlığı alıcıya teslim eder. Vade gününde satıcının iki seçeneği vardır. Ya kendi varlık stokunu azaltarak stoklarından teslim yapar, ya da spot piyasadan varlığı satın alarak alıcıya teslimatı gerçekleştirir (Chambers, 2007: 42-43).

Forward işlemler, merkezi bir pazaryeri olmayan ve bankalarla müşterileri veya broker'lar arasında yapılan işlemlerdir. Bu sözleşmeler, standart sözleşmeler değildir. Sözleşme tarafları birbirlerini çok iyi tanıyan ve birbirlerine güvenen kişilerdir.

Çünkü vadeli sözleşmelerin yerine getirilmesi, tarafların iyi niyetine bağlıdır. Bu nedenle, vadeli sözleşmeler, üçüncü kişilere devredilemez. Bunun sonucu olarak vadeli işlem sözleşmelerinin ikincil piyasası yoktur. Bu sözleşmeler, standart sözleşmeler olmadıklarından, taraflar sözleşme ile ilgili tüm ayrıntıları serbest bir şekilde belirleyebilirler. Forward sözleşmelerde işlemin yapılması için aracıya gerek yoktur. Bu nedenle aracı kuruluşlara komisyon ödemesi yapılmaz. Ayrıca forward sözleşmelerde sözleşmenin gerçekleşme anına kadar, tarafların birbirlerine ödeme yapmaları söz konusu değildir.

Forward işlemler, spot işlemlere göre daha fazla risk taşırlar. Vade uzadıkça risk artar. Forward işlemlerde fiyatı belirleyen birçok faktör vardır. Bu faktörlerden en önemlilerinden biri vadedir. Vade uzadıkça risk artar. Riskin artması fiyatı yükseltir. Bu faktörün yanı sıra sözleşmeye konu olan dayanak varlığın spot piyasadaki arz ve talep durumu, risk alacak yatırımcının dayanak varlığa karşı talebinin şiddeti, yatırımcı tarafından arzu edilen sözleşmeye karşı alternatif sözleşmelerin mevcudiyeti v.b. faktörler etkilidir (Ceylan, 2004: 317).

3.1.1. Forward İşlem Çeşitleri

Forward sözleşmeler genelde iki faktör üzerine gerçekleştirilir. Bunlar yabancı para ve faizdir.

3.1.1.1.Yabancı Para Forwardları (Forward Contracts On Currency)

Yabancı para forward sözleşmesi iki taraf arasında, belirli tutardaki bir yabancı paranın başka bir para birimine çevrilerek, bugünden belirlenmiş geleceğe ait bir tarihte veya belirli bir zaman periyodu içinde teslimi konusunda yapılan bir anlaşmadır. Teslimi yapılacak para ile ilgili döviz kuru, sözleşmenin hazırlandığı tarihte, bu tarih ile teslim tarihi arasında kalan süre boyunca oluşabilecek döviz kuru değişiklikleri dikkate alınmadan sabitleştirilmektedir.

Forward kurlar spot kurlardan daha yüksek ya da düşük olabilirler. Eğer forward ve spot kur aynı ise bu durumda forward fiyat düzdür. Eğer yabancı

paranın değeri yerli paraya göre, forward piyasada spot piyasadan daha yüksekse, yabancı para prim yapmış demektir. Buna **forward prim** denir. Bu durumda yerli para yabancı paraya karşı değer kaybetmiştir. Eğer yabancı paranın forward değeri spot değerden düşükse yabancı para iskontoya uğramıştır. Buna **forward iskontası** denir. Bu durumda ise yerli para yabancı paraya karşı prim yapmıştır. Buna örnek vermek gerekirse, spot piyasada 1£=2,4370 YTL ve 1 aylık forward kuru 1£=2,4320 YTL ise 1 aylık forward YTL primdedir. Çünkü forward YTL daha değerli hale gelmiştir. Forward piyasada 1£ almak için 2,4320 YTL ödenirken, spot piyasada, daha fazla, 2,4370 YTL ödenmesi gerekmektedir. Diğer taraftan forward sterlin değer düşüklüğüne uğramıştır. Çünkü sterlin, forward piyasada spot piyasaya göre daha az YTL alabilmektedir (Chambers, 2007:43-44).

Yabancı para forwardlarının hesaplanması, iki ülke paralarının cari değeri ve iki ülkede uygulanan faiz oranları ile ilgilidir. Bunun için aşağıdaki formül-
den yararlanılabilir.

$$\dot{I} \text{ YTL} - \dot{I} \text{ EURO} = \{((FR - SR) / SR) * 12/n\} \quad (1)$$

Burada,

$\dot{I} \text{ (YTL)}$ = Vadeli YTL hesabına uygulanan faiz oranını,

$\dot{I} \text{ (EURO)}$ = Vadeli Euro hesabına uygulanan faiz oranını,

SR = Cari veya spot kuru,

FR = Forward kuru,

n = Ay olarak vadeyi göstermektedir.

Bu ilişkiye örnek olarak, Bursa’da faaliyet gösteren bir ithalatçının Almanya’dan 3 ay vadeli 100.000 Euro tutarında elektronik malzeme ithal ettiğini varsayalım. Mallar ithal edildiğinde €/YTL spot kurun 1.3 YTL olduğunu varsayalım. Eğer kur değişmezse, ithalatçının borcu 130.000 YTL olacaktır. Oysa,

ithalatçı firma, üç ay içerisinde kurun aratacağını düşünmektedir. Kur yükselirse, ithalatçının maliyeti artacak. Bunun sonucu olarak ithalatçının kârı azalacaktır. Bu riski önlemek için, ithalatçı firma, bir bankayla 3 ay vadeli 100.000 Euro tutarında bir vadeli sözleşme imzalayabilir. Sözleşmenin yapıldığı gün, 3 ay vadeli Euro'nun değeri 1.500 YTL olsun. Bu durumda ithalatçı 3 ay sonra borcunu transfer ederken Türk lirası olarak, 150.000 YTL ödeme yapacaktır. Böylece ithalatçının döviz kuru riski ortadan kalkmış olmaktadır.

İki ülkede uygulanan faiz oranlarını da dikkate alarak, ithalatçının kararını değerlendirirsek, Eğer, Euro'ya uygulanan faiz oranı %7, YTL'ye uygulanan faiz oranı %50 ise, 3 ay sonrası için forward kur veya parite kur, önceki sayfadaki formül yardımıyla hesaplanabilir

Örnekte verilen rakamları yerine koyarsak,

$$0,50 - 0,07 = ((FR - 1.300)/1300)*12/3$$

Formülde parite kurun değeri 1.439,750YTL olarak bulunur (Ceylan,2004: 320).

Döviz kuru ve faiz oranındaki değişimin ithalatçı firmanın türev ürün edinmesine yönelik kararını nasıl etkilediği böylelikle anlaşılmıştır. Esnek kur uygulayan bir ekonomide döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaya karşın yatırımcılar türev ürünlere yönelerek risklerini en aza indirmektedir. Böylelikle fiyat dalgalanmaları azalmakta ve merkez bankaları, para politikası araçlarıyla piyasaya müdahale etmede en önemli hedefi olan fiyat istikrarı konusunda önemli bir aşama kaydedebilmektedir. Türev ürünlerin para politikasına etkisine karşılık para politikasının da türev ürün kullanımına etkisi bulunmaktadır. Her ne kadar piyasada belirsizlik söz konusu olduğunda türev ürün edinilerek bu belirsizliğin ortadan kalkacağı öngörülse de özellikle spekülörlerin devreye girmesiyle forward fiyat ve dolayısıyla spot fiyat da yükselir. Dolayısıyla, merkez bankalarının piyasada oluşabilecek dalgalanmaları önlemesi gerekmektedir. Merkez bankalarının uygulayacağı para politikası sonucu oluşan istikrar ortamında, örneğin piyasada döviz talebinin arttığı dönemde piyasadan yerli para

alıp karşılığında döviz sürmesi, açık piyasa işlemlerine baş vurması, ekonominin büyümesine karşılık genişletici politika uygulaması v.b. yatırımcıların önu açılacak ve daha iyi karar alacaktır. Böylelikle firmalar daha fazla yatırım yapacaktır. Dolayısıyla firmaların kârlılığı artacak ve ülkenin milli geliri ve buna bağlı olarak fert başına düşen gelir artacaktır. Bunun sonucunda para politikasının nihai amaçlarından olan ekonomik büyüme ve istihdam artışı sağlanmış olacaktır.

3.1.1.2. Forward Faiz Anlaşmaları

Bir faiz forward anlaşmasında taraflar belli tutardaki anaparaya ileri bir tarihte, belli bir süreç için uygulanacak faiz oranı üzerinde anlaşılır. Bu orana forward faiz oranı denir. Burada tarafların amacı kendilerini ileride oluşabilecek faiz değişikliklerine karşı korumaktır. Alıcı olan taraf olası faiz artışlarına karşı, satıcı olan tarafta olası faiz düşüşlerine karşı kendilerini korumaya çalışırlar.

Vade sonunda anapara el değıştirmez, bunun üzerine taraflardan biri diğerine nakit ödemedede bulunur. Bu ödemenin tutarı sözleşmede anlaşılan faiz oranı ile spot piyasada gerçekleşen faiz oranı arasındaki fark kadardır. Diğer bir ifadeyle, faiz oranları birbiriyle karşılaştırıldıktan sonra taraflardan biri diğerinin faizlerdeki aleyhte değışme sonucu uğradığı zararı giderir.

Herhangi bir zaman diliminde başlayan 1 yıllık forward faiz oranının hesaplanması aşağıdaki formül (2) kullanılarak yapılabilir.

$$F[t,t+1]=(1+r[0,t+1])^{t+1}/(1+r[0,t])^t-1 \quad (2)$$

Formülde ;

$f[t,t+1]$ = t zamanından t+1 zamanına kadar olan 1 yıllık forward oranı

$r[0,t]$ = 0 zamanından t zamanına kadar olan cari faiz oranı

Parantez içindeki ilk rakam faiz oranının başlangıç zamanını, ikinci rakam da bitiş zamanını belirlemektedir. Bu iki rakam arasındaki fark da, faiz oranı

hesaplanacak zaman periyodunu vermektedir. Örneğin, $f[1,2]$, başlangıcı 1, bitişi 2 olan bir yıllık zaman periyodu için forward faiz oranını temsil etmektedir.

Aşağıdaki örnek, başlangıcı bugünden itibaren 1 yıl ve bugünden itibaren 4 yıl olan ve 2 yıllık forward faiz oranlarının hesaplanmasını göstermektedir.

<u>Yıllar</u>	<u>N Yıllık Cari Faiz Oranları</u>
1	0,06
2	0,065
3	0,07
4	0,077
5	0,084

Aşağıdaki hesaplama 1 yıllık zaman periyodu için, başlangıcı bugünden itibaren bir yıl ($f[1,2]$) ve dört yıl ($f[4,5]$) olan forward faiz oranlarının hesaplanmasını göstermektedir.

$$f[t,t+1]=(1+r[0,t+1])^{t+1}/(1+r[0,t])-1$$

$$f[1,2]=(1,065)^2/(1,06)-1=0,0700=\%7$$

$$f[4,5]=(1,084)^5/(1,077)^4-1=0,1125=\%11,25$$

Yukarıdaki verilere dayanarak, bugünden itibaren 2 yıl sonra başlayacak ve 2 yıl için geçerli olacak forward faiz aşağıdaki gibi olacaktır (Chambers, 2007: 50).

$$R[2,4]=[(1,077)^4/(1,065)^2]^{1/2}-1=0,0891=\%8,91$$

3.2. Future Sözleşmeler

İngilizce’de “futures markets” olarak ifade edilen bu piyasalar, Türkçeye

“gelecek piyasaları” şeklinde çevrilebilir. Bununla beraber, forward piyasaları da, vadeli işlem olduğundan dolayı, forward piyasalarla ayırım yapmak için, bu piyasalara “standart vadeli piyasalar” denilebilir.

Future sözleşmeleri, belli miktardaki mal, döviz, altın ve menkul kıymetin önceden belirlenen bir fiyattan, gelecekteki belirli bir tarihte teslim edileceğine ilişkin alım ve satımının yapılmasıdır. Future piyasalar gelecek sözleşmelerinin yapıldığı ve el değiştirdiği, üyelik esasına göre çalışan piyasalardır. Bu piyasalarda gerçekleştirilen sözleşmelere gelecek sözleşmeleri denilmektedir. Gelecek sözleşmeleri, organize borsalarda işlem görür (Ceylan, 2004:325).

Futures sözleşmelerinde tek değişken, alım satım sırasında oluşan fiyattır. Futures sözleşmeleri, vadeli işlem borsalarında işlem görür ve borsa takas kurumunun garantisi altındadır. İşlemlerin borsa takas kurumu tarafından garanti edilmesi, uygulanan teminat sistemi ile mümkün olmaktadır. Sözleşme bazında teminatlar potansiyel günlük zarar riskini karşılayacak şekilde borsa tarafından belirlenir. Futures sözleşmelerinde alım satım yapmak isteyen yatırımcılar sözleşme bazında belirlenmiş olan teminatları yatırmak zorundadır. Teminat sistemi ile işlemlerin garanti edilmesi ve sözleşmelerin standart hale gelmesi, futures sözleşmelerinin alım satım aracına dönüşmesini sağlamıştır. Futures sözleşmelerinde pozisyon alan yatırımcı vade sonuna kadar beklemek zorunda değildir. Vadeli işlem sözleşmelerinde yatırımcı ilk pozisyonunu alım veya satım yönünde başlatabilir. Yatırımcı satıma konu ürünü gelecekte teslim etme yükümlülüğü ile satmış olacağı için işlem gününde satacağı ürüne sahip olmak zorunda değildir. Futures sözleşmelerinin bu özelliği, riske karşı korunmak isteyenlerin risklerini, risk alarak kazanç elde etmek isteyen spekülâtlörlere devretmelerine imkan vermektedir (vob.org.tr ...).

Bir yatırımcı futures işlemi kısa pozisyon olarak yaptığında dayanak varlığa sahip olması gerekmemektedir. Bununla birlikte, yatırımcı söz konusu finansal varlıklara sahip olmadan da futures sözleşme satabilmektedir. Böylelikle

başlangıçta yatırımcı çok az bir meblağla büyük kazanç elde edebilir (Chambers,2007:7).

3.2.1.Futures İşlem Çeşitleri

Futures işlem çeşitleri genellikle iki faktör üzerine gerçekleştirilir. Bunlar faiz ve dövizdir.

3.2.1.1. Faiz Futures Sözleşmeleri

Faize dayalı futures sözleşmeler ileri tarihte alınan ve satılan Devlet Tahvili, Hazine Bonosu veya piyasa tarafından kabul edilen ve kullanılan herhangi bir faiz oranıdır. Faiz futures sözleşmesi (FVİS), fiyatı yalnızca belirli bir faize dayanan bir menkul değer üzerine yapılan vadeli bir anlaşmadır.

Tablo 1 : Uluslararası Borsalarda Vadeli İşlem Sözleşme Hacimleri

Araç	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
VİS	2.110,4	1.902,6	1.576,8	1.152,1	1.057,5	780,2	674,6	759,9

Kaynak: Bank for International Settlement, Futures Industry Association.

FVİS gerek hacim olarak gerekse açık pozisyon sayısı itibarıyla dünyadaki organize borsalarda işlem gören sözleşmeler arasında büyük bir paya sahiptir. Tablo 2'ye göre 2005 senesi itibari ile FVİS'nin toplam hacmi nominal değer bazında 939 trilyon dolara ulaşmıştır. Bütün finansal vadeli işlem sözleşmelerinin (faiz, parite ve endeks) nominal değer bazında toplam hacminin aynı dönemde yaklaşık 1 katrilyon dolar civarındadır. Böylelikle faiz sözleşmelerinin toplam sözleşme hacminin yüzde 93'ü civarında olduğu gözlenmektedir. Yine aynı dönemde adet olarak işlem hacmine baktığımızda ise, FVİS'lerinin dünyadaki vadeli işlem borsalarında alımı satımı yapılan tüm finansal VİS'lerinin toplam hacminin yüzde 67'sini oluşturduğu ortaya çıkmaktadır. Nominal değer olarak

yüzdenin bu kadar yüksek çıkması FVİS'nin sözleşme büyüklüklerinin diğer finansal vadeli işlem sözleşmelerine oranla daha yüksek olmasındandır.

Tablo 2'ye göre sene sonu itibari ile açık sözleşme sayısı, 2005 senesinde tüm sözleşmelerde 21,6 trilyon dolar olduğunu ve bunun yüzde 96'sının yine FVİS'den kaynaklandığını söyleyebiliriz. Adet olarak ise bu rakam yüzde 50 civarındadır (tspakb.org.tr...).

Tablo 2 : Dünya Borsalarında İşlem Gören Faiz Futures Sözleşme Sayı ve Nominal Olarak Açık Pozisyon ve Hacim Değerleri

	Aralık İtibari İle Açık Pozisyon					Hacim			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	Nominal Değer (Milyar \$)					Nominal Değer (Milyar\$)			
Bütün Sözleşmeler		10.328,1	13.752,9	18.903,6	21.619,0	501.854,2	625.122	831.848	1.005.816,0
Faiz		9.955,6	13.123,7	18.164,9	20.708,7 (%96)	472.827,1	588.741	783.199	939.590,1 (%93)
Parite		47	79,9	103,5	107,6	2.513,1	3.937	6.618	11.126
Endeks		325,5	549,3	635,2	802,7	26.514	32.44	42.0	55.099

Kaynak :BIS, 2007.

FVİS piyasalarında dayanak varlık olarak kullanılan ve önemli bir yere sahip olan üç değişik faiz oranı şunlardır:

Hazine Oranları: Devletin kendi ülkesinin para birimiyle borçlandığı faiz oranını temsil eder. Mesela, Türkiye'de Hazine Müsteşarlığı YTL cinsinden piyasada belirlenen bir faiz oranı üzerinden borçlanmaktadır. Devletin kendi para birimi cinsindeki borçlarını ödememe riski bulunmadığı için, hazine faiz oranları risksiz oranlar olarak da ifade edilir.

LIBOR Oranları: Büyük bankalar değişik para cinsinden 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık mevduatları birbirleriyle değişik tokuş ederler. Söz konusu bankalar,

mevduat kabul etmek için alış, mevduat hesabı açtırmak içinse satış oranını kullanırlar. Alış oranı Londra Bankalararası Alış oranı ya da LIBID olarak adlandırılır. Satış oranı Londra Bankalararası Satış oranı LIBOR olarak adlandırılmaktadır.

LİBOR çok kullanılan bir orandır. Borç alan bankanın ödememe riski bulunduğu için LIBOR risksiz faiz oranı olan hazine oranından daha yüksektir. Fakat bankalar ve diğer büyük kuruluşlar LIBOR'u risksiz faiz oranı olarak kullanırlar. Çünkü finansal kurumlar fazla fonlarını bu piyasada değerlendirirken, ihtiyaçları olan fonları yine bu piyasadan karşılar. LİBOR sermayenin fırsat maliyeti olarak da ele alınır.

Repo Oranları: Repo, menkul kıymetler sahibi yatırımcının bunları başka bir kuruma şimdi satıp belirlenen daha sonraki bir tarihte daha yüksek bir fiyattan almayı kabul etmesi üzerine yapılan bir sözleşmedir. Menkul kıymetlerin satıldığı ve geri alındığı fiyatlar arasındaki farka repo faiz oranı denmektedir. En çok kullanılan repo sözleşmenin her gün gözden geçirildiği gecelik repodur. Daha uzun zaman dilimini kapsayan repolar da mevcuttur.

3.2.1.2. Yabancı Para Futures İşlemleri

Yabancı para futures sözleşmeler, gelecekte belirlenen bir zamanda belirli bir tutardaki yabancı bir para, yine belirli tutardaki bir başka yabancı paraya çevrilecektir. Yabancı para sözleşmelerde, her bir yabancı para için, sözleşme büyüklükleri standart hale getirilmiştir. Fiyatlar, her bir yabancı para birimi için dolar olarak kote edilmektedir. Örneğin bir YTL futures sözleşmesi 125.000YTL'nin ileride teslimini gerektiğini varsayalım (vob.tr...). Dolar/YTL paritesinin 1,27 olduğu kabul edilirse, bu sözleşmenin değeri aşağıdaki gibidir.

$$1,27 \$ * 125.000 \text{ YTL} = 158.750 \$$$

3.2.2.Future İşlemlerin Fonksiyonları

Futures işlemlerin fonksiyonlarını ekonomik ve siyasi fonksiyonlar olarak iki ana gruba ayrılabilir.

3.2.2.1. Future İşlemlerin Ekonomik Fonksiyonları

Futures işlemlerin ekonomik fonksiyonları; piyasada fiyat oluşturma, risk transferine olanak sağlama, piyasa tekeli önleme, etkinlik sağlama ve işlem yapan taraflara bilgi sağlama olarak sayılabilir.

3.2.2.1.1. Piyasada Fiyat Oluşumunu Sağlama Fonksiyonu

Bu fonksiyon, borsaların ortak fonksiyonudur. Ancak; futures piyasalarda işlem yapan yatırımcı sayısı diğer piyasalara göre çok daha fazla olduğu için, piyasaya gelen ve fiyat belirlemede yararlı olabilecek bilgilerin en iyi şekilde analiz edilip fiyatlara yansıtılmasına yardımcı olmaktadır. Böylece, gelecek dönemdeki fiyatların belirsizliği çok sayıda yatırımcının ortak beklentileri nedeniyle azalmaktadır. Fiyat oluşumu, her zaman doğru gerçekleşmeyebilir. Ancak, bu, fiyat oluşturma mekanizmasının yararsız olduğu anlamına gelmez. Zira piyasa, yanlışlığı işlemler sürdüğü sürece düzeltecek ve bu da gelecek döneme yönelik tek bir defa tahmin yapmaktan her zaman için daha yararlı olacaktır (Tufan, 2001: 30).

3.2.2.1.2. Riskten Korunma ve Risk Transferi Sağlama Fonksiyonu

Geleceğin belirsizliği, yatırımcılar ve işletmeler açısından fiyat değişim riskini doğurmaktadır. Bu, bazen gelir kaybı şeklinde, bazen borçlanma maliyetinin artması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden, risk almak istemeyen yatırımcılar ve işletmeler futures piyasalarından kabul edebilecekleri fiyat değişim noktasından futures sözleşme alarak veya satarak riskten korunmaktadırlar.

Riskten korunmak isteyen üretici ve tüccarlar, futures işlemlerden yararlanarak, likit bir piyasada diğer piyasa üyeleriyle fiyat değişim riskini

değiştirme olanağı bulurlar. Riskten korunmak isteyen yatırımcılar bunu, satın alma ve satma pozisyonlarının her ikisine de sahip olarak yaparlar. Futures borsalarında risk transferi sağlanmasıyla, üreticiler, satmak istedikleri malların fiyatlarının değişme riskini ortadan kaldırarak, üretim planlaması yapabilirler.

Özellikle, tarım üreticilerinin bundan yararlanmasıyla, piyasada Örumcek Ağı Teorisi'nin işlemesi engellenmiş olur. Teori, arzın talebe ancak bir gecikme ile uyabildiği hallerde, malların üretim ve fiyatlarındaki dalgalanmaları açıklar. Bu teoriye göre, üreticiler, birinci yıl piyasada en çok gelir getiren malı, ertesi yıl, daha fazla üretmeye çalışmaktadır. Pek çok üreticinin aynı şeyi hedeflemesiyle, ertesi yıl aynı ürünün arzı gereğinden fazla artmakta ve dolayısıyla fiyatı düşmektedir. Eğer, tarım üreticileri, futures işlemlerden yararlanıp fiyatı bugünden sabitlerlerse, ertesi yıl fiyatlar düşmeyecek veya düşse bile üreticiler zarar etmeyeceklerdir.

Tüccarlar ise, korunma işlemine başvurarak, risk transferi yaparak pazarlama birim maliyetlerini aşağıya çekebilirler. İşletmeler için pazarlama maliyetleri yarı değişkendir. Dolayısıyla, işlerin beklendiği gibi gitmemesi durumunda, bu maliyetlerin bir kısmından kaçınmak mümkün iken, bir kısmından mümkün değildir. Hatta, reklam harcamalarında olduğu gibi satışların daha fazla düşmesine engel olmak için kötü gidişe rağmen, reklam harcamalarını arttırmak gerekebilir. İşte, bu durumda işletmeler futures piyasasından yararlanarak, satacakları malın fiyatının düşme riskini spekülörlere transfer ederek, sabitleyebilir ve pazarlarına birim maliyetlerini düşürebilirler (Aren, 1989: 89).

3.2.2.1.3. Piyasada Oluşabilecek Tekelci Yaklaşımları Kırma ve Piyasa Etkinliği Sağlama Fonksiyonu

Dünyada futures borsalarından çok sayıda yatırımcı yararlanmaktadır. Alıcı ve satıcılar, birbirlerine takas merkezi sayesinde kolayca ulaşmakta, bu da sözleşmeye taraf olacak yatırımcıyı bulma maliyetini düşürmektedir. Yatırımcı sayısının çok olması ve küçük bir başlangıç marjini ödenerek büyük miktarda

işlem yapılabilmesi, işlem miktarının da çok olması sonucunu doğurmakta, bu da piyasa etkinliğini düşüren tekelci yaklaşımların başarı şansını azaltmaktadır. Ancak, bunun tam tersi de gerçekleşebilir. Küçük bir başlangıç marjini ödeyerek, işlem yapma olanağına sahip spekülâtörler, bazen suni fiyat değişimlerine neden olabilmekte, bu da piyasa etkinliğini olumsuz yönde etkilemektedir

3.2.2.1.4. Yatırımcılara Bilgi Sunma Fonksiyonu

Futures piyasalar, pek çok yatırımcının ücretsiz yararlandığı bir bilgilendirme fonksiyonuna da sahiptir. Bilgilenme, futures fiyatlardan piyasa sinyalleri olarak yararlanılması ve alış ile satış zamanının belirlenmesi şeklinde olmaktadır. Futures fiyatların spot fiyatlarla, ilişkisi bunu olanaklı kılmaktadır. Futures fiyatlar vade sonuna yaklaşıldıkça spot fiyatlara yaklaşmakta ve vade sonunda eşitlenmektedir. Bu yüzden yatırımcılar futures fiyatlardan, işlem hacminden ve diğer yatırımcıların piyasa beklentilerinden yararlanmaktadırlar. Bunun yanında futures piyasa, spot piyasaya göre piyasanın kullanabileceği bilgiyi fiyatlara daha iyi yansıtmaktadır.

3.2.2.2. Future İşlemlerin Siyasi Fonksiyonları

Birçok ülkenin hükümeti, futures borsasının ve diğer borsaların ekonomiye katkısından dolayı bu borsaların gelişmesini teşvik etmekte ve desteklemektedir. Eğer amaç, sadece ekonomik olsaydı küreselleşmenin yaygınlaşmasıyla birlikte, gelişmiş borsaların önemli ve işlem hacmi daha da artacak ve yeni borsaların kurulmasına gerek kalmayacaktı. Bu borsaların desteklenmesinde iki önemli etken bulunmaktadır. Bunlar; kaynakları ülkeye yönlendirme ve uluslararası siyasi alanda prestij sağlamaktadır.

3.2.2.2.1. Kaynakları Ülkeye Yönlendirme Fonksiyonu

Ülkeler, borsalarındaki işlemlerin yoğunluğuna bağlı olarak, nakit giriş çıkışlarıyla karşılaşmaktadırlar. Bu nakit akımı sayesinde o ülkenin bankacılık sektörü, komisyon vb. gelirler elde etmekte ve kârları üzerinden ödedikleri

vergiler nedeniyle de ülkelerine gelir kazandırmaktadırlar. Ayrıca, bu nakit giriş çıkışı, bankacılık sektörünü de geliştirmekte ve diğer ülkelerin bankacılık sektörleriyle yarışabilmesine olanak sağlamaktadır. Başka ülkelerin işletmelerine açılan uluslararası kredilere ev sahipliği yapma olanağı o ülkeye siyasi ve ekonomik prestij de sağlamaktadır.

Bunun yanında, pozitif nakit girişi olduğunda, artan fon miktarı o ülkenin ekonomisine kaynak olabilmekte ve katkı sağlayabilmektedir.

3.2.2.2. Uluslararası Siyasi Alanda Prestij Sağlama Fonksiyonu

En çok işlemin gerçekleştirildiği, dolayısıyla, paranın en çok hareket ettiği borsalar, insanların odak noktası olmaktadır. Paranın, bir ülkenin borsasına giriş çıkışı, o ülkenin siyasi yönetiminin alacağı ekonomik ve siyasi kararlarla yakından ilgilidir. Borsanın yer aldığı ülkede; ihtilal olması, borsa işlemlerine vergi konması vb. gibi olasılıklar yatırımcıların o ülkenin ekonomisi ve siyaseti ile de ilgilenmelerine yol açmaktadır. Dolayısıyla, bir ülke ne kadar çok sayıda iyi örgütlenmiş borsaya ve yüksek işlem hacmine sahip olursa, dünyanın gözleri o kadar çok onun üzerinde olmaktadır.

Çok sayıda insanın ilgisini üzerinde toplamayı başaran ülke, siyasi alanda prestij kazanmaktadır. Buna en güzel örnek, uzak doğu ülkeleridir. Ülkelerindeki borsaları dünya çapında geliştirmek için yarışan bu ülkeler, dünya kamuoyunun ilgi odağı olmuştur (Tufan, 200:33-34).

3.2.3. Forward ve Future Sözleşmeleri Kullanma Amaçları

3.2.3.1. Korunma Amaçlı İşlemler

Türev piyasaların en temel işlevi, bu piyasaların ortaya koyduğu riskten korunma fonksiyonudur. Korunma işlevi sayesinde risk, istekli olan spekülörlere transfer edilmiş ve korunma mekanizması ile bir çeşit sigortalama sağlanmış olmaktadır. Böylelikle, türev sözleşmeler riskleri, ekonomideki farklı birey ve

gruplar arasında etkin bir şekilde dağıtma işlevi yüklenmiş olmaktadır.

Türev ürünlerle korunma, kullanılan türev sözleşme türüne göre farklılık göstermektedir. Örneğin, opsiyon sözleşmeler, sahibine alım ya da satım hakkı veren ama zorunluluk yüklemeyen sözleşmeler olduğundan riskten korunma mekanizmasının işleyişi ve bu amaçla kullanılan stratejiler futures sözleşmelerden farklı olmaktadır. Basitçe, bir portföy yöneticisi, üstlendiği riskleri azaltmak için portföyündeki hisse senetlerini satmak yerine, hisse senedi futures ya da endeks futures sözleşmesi satma olanağına sahiptir. Böylelikle, piyasada düşüş yaşanması halinde, türev piyasada elde edilen kazanç, hisse senedinin spot piyasasındaki zararını karşılayabilecektir. Özetle, futures piyasalarında işlem yapan yatırımcılar, spot piyasada fiyatların yükselmesinden korunmak için futures sözleşmesinde uzun pozisyon alarak alıcı, düşmesinden korunmak içinse kısa pozisyon tutarak satıcı olmaktadır.

Riskten korunma işlevleri nedeniyle türev araçların finansal olan ve olmayan kuruluşlar tarafından, özellikle gelişmiş ülkelerde, yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir (Ayrıçay, 2003:1-19). 1993 yılında Group of Thirty (G30), tezgah üstü piyasalarda işlem yapan, finansal olan ve olmayan işletmeler arasında bir araştırma yapmıştır. Buna göre, finansal olmayan kuruluşların tezgah üstü türev araçları, finansman işleminden kaynaklanan risklerden korunmak için % 82, döviz muhasebe riski için % 33, döviz işlem riskleri için % 69, aktif/pasif yönetimi içinse % 78 oranında kullandıkları belirlenmiştir. Finansal kurumlarsa, türev araçlardan, finansman işleminden kaynaklanan riskleri gidermek için % 84, döviz muhasebe risklerini gidermek için % 46, işlem riskleri için % 39 ve kurumlarının aktif/pasif pozisyonlarını karşılamak için % 39 oranında yararlandıkları tespit edilmiştir. Bir başka çalışma, finansal olmayan ABD işletmelerinin % 81 'inin kur riskinden, % 67'sinin faiz oranı riskinden, % 42'sinin mal fiyatlarındaki risklerden ve % 23'ününse hisse senedi fiyat riskinden korunmak için türev piyasaları kullandıklarını ortaya koymuştur (Sill, 1997: 15-25).

3.2.3.2. Spekülatif Amaçlı İşlemler

Türev piyasalarında spekülatörler son derece önemli işlevlere sahiptir. Spekülatörler piyasanın ihtiyacı olan likiditeyi sağlayarak mali araçların ticaretini kolaylaştırırlar. Genel kanaatin aksine spekülatörler türev piyasalar için oldukça faydalı ve gereklidir. Spekülatörler riski kabul ederler. Üretici ve tüketicilerin korunmak istedikleri riskleri, kâr fırsatı olarak görerek zarar etme pahasına gönüllü olarak üstlenirler.

Speklatrlerin olmadığı piyasalarda üreticiler ellerindeki ürünleri mümkün olan en yüksek fiyattan satmak isterken alıcılar mümkün olan en düşük fiyattan almak isteyecekleri için orta bir fiyat seviyesinde buluşmaları çok zor, hatta imknsız olacaktır. Spekülatörler bir nevi gerçek alıcı ve satıcılar arasında arabulucu vazifesini görmektedirler. Speklatrlerin amacı piyasadaki her fiyat seviyesinden beklentileri doğrultusunda işlem yaparak düşük fiyattan alıp, yüksek fiyattan satmaktır. Onlar için fiyatların seviyesinin ne olduğu değil hangi yönde hareket edeceği önemlidir. Bu nedenle spekülatörler beklentileri alıp satarlar. Speklatrlerin piyasaya girmesi ile alıcı ve satıcıların sayısı artar ve piyasa katılımcıları sadece korunma amaçlı işlem yapanlarla sınırlı kalmaz ve piyasanın likiditesi artar. Likiditenin artması ile korunma amaçlı alım veya satım yapmak isteyenler her zaman piyasada işlem yapacak birini bulabilirler (Seyidoğlu, 2003: 311-348).

Spekülatörler, vadeli işlem piyasalarında riski almaları, likidite sağlamalarının yanında piyasanın istikrarına önemli katkı sağlarlar. Aktif ve doğru yapılan spekülasyon, fiyatların aşırı yükselmesi ve düşmesini azaltıcı yönde etki eder. Çünkü fiyatların normalin üzerinde yükselmesi halinde spekülatörler satış yönünde işlem yaparken, fiyatların aşırı düşmesi halinde de alım yönünde pozisyon alarak piyasanın dengelenmesini sağlarlar (tspakb.org.tr...).

Spot piyasalar yerine türev piyasalarda spekülatif amaçlı işlem yapmanın avantajı, kaldıraç etkisinin büyüklüğüdür. Kaldıraç olanağının ykseklği

sayesinde daha küçük fonlarla daha büyük meblağlar için spekülasyon yapma olanağı bulunmaktadır. Türev araçlar yoluyla spekülatif işlemlere çekinceli yaklaşanlar, türev piyasaların spot piyasa volatilitesini artırdığına ilişkin iddialara dayanmaktadırlar. Özellikle 1987 borsa krizinin sonrasında bu görüş daha yüksek sesle ifade edilmeye başlamıştır. Ancak yapılan çok sayıda çalışma göstermektedir ki, türev araçlar hisse senedi ve tahvil piyasasındaki fiyat istikrarını artırmaktadır (Akgiray, 1998 :25). Bu açıdan, türev piyasaların kesin olarak volatilitiyi artırdığını söylemek çok isabetli bir görüş olmayacaktır.

3.2.3.3. Arbitraj Amaçlı İşlemler

Arbitraj, yatırım yapmadan elde edilen risksiz kazançtır. Diğer bir ifade ile aynı anda bir ürünü düşük fiyattan alıp, yüksek fiyattan satma yönünde yapılan bir alım satım işlemidir (terside geçerlidir). Önemli olan lehte fiyat farkı oluşturacak şekilde birden fazla işlemi aynı anda yapmaktır.

Etkin çalışan piyasalarda bu şekilde arbitraj fırsatlarının oluşmayacağı beklenir. Arbitraj imkânının doğması halinde de bilinçli işlem yapan arbitrajcıların yapacakları işlemler ile fiyatların arbitraj olmayacak seviyeye doğru hareket etmesi beklenir (tspakb.org.tr...)

3.2.4. Forward İşlemler İle Future İşlemler Arasındaki Farklar

Forward işlemler de future işlemler de vadeli işlemlerdir. Ancak future işlemleri fiyat dışında tüm unsurlar standart olduğu için Bunlar standart vadeli işlemlerdir. Forward ve futures sözleşmelerin her ikisi de vadeli işlem sözleşmesi olmasına rağmen bu iki sözleşme arasında bazı farklılıklar vardır. Bunlar tablo 3’de verilmiştir.

Tablo 3 : Forward ve Future İşlem Farkları

<i>Temel Özellikler</i>	<i>Forward</i>	<i>Futures</i>		
1. Riskten Korunma Aracı	Evet	Evet		
2. Standart Sözleşmeler	Hayır	Evet		
3. Borsada veya Tezgahüstü Piyasada (OTC) işlem Görme	Genelde OTC	Genelde Borsa		
4. Takas (Teslim) Yükümlülüğü	Şart	Nadiren		
5. Teminat (Margin) Zorunlulu	Yok	Var		
6. Vadeye Kadar Nakit Akışı	Yok	Var		
7. Kredi Riski	Var	Yok		
8. Kaldıraç Etkisi	Yok	Var		
9.Hak ve Zorunlulukların Birbirinden Ayrı Olması	Hayır	Hayır		

Kaynak: İMKB, 2007.

4. OPSİYON VE SWAP SÖZLEŞMELERİ

4.1. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyonlar, belli bir vadeye kadar veya belirli bir vadede opsiyona dayanak varlık oluşturan belli miktardaki bir malı, finansal ürünü, sermaye piyasası aracını veya ekonomik göstergiyi belli bir fiyattan alma ya da satma hakkını, belli bir prim karşılığında opsiyonu satın alan kişiye (Lehdar) veren ancak zorunlu tutmayan, buna karşın opsiyonun satıcısını (Keşideci) opsiyonu alan tarafından talep edilmesi halinde satmaya zorunlu tutan sözleşmelerdir (vob.org.tr...).

Opsiyonu satın alan taraf, belirli bir fiyat üzerinden opsiyon konusu varlığı alma veya satma hakkına sahip olmaktadır. Bunun için alıcı, satıcıya opsiyon fiyatı da denilen bir prim öder. Diğer taraftan satıcı opsiyon anlaşmasıyla, alıcı

talep ettiğinde önceden anlaşılan fiyat üzerinden varlığı teslim etme yükümlülüğünü üstlenmektedir (Chambers, 2007: 57).

Opsiyonun tarafları ve opsiyon işlemlerinde bazı özel kavramlar kullanılmakta olup bunlar; Lehdar, keşideci, prim ve kullanım fiyatıdır.

Lehdar (uzun pozisyon sahibi), alım opsiyonlarında primi ödeyen ve dolayısıyla dayanak varlığı alma hakkı elde eden, satım opsiyonlarında ise ödediği prim karşısında dayanak varlığı satma hakkı elde eden taraftır. Keşideci (kısa pozisyon sahibi), alım opsiyonlarında opsiyon primini alan ve dayanak varlığı satma yükümlülüğü altında olan, satım opsiyonlarında ise dayanak varlığı alma yükümlülüğü altında bulunan taraftır. Prim, satıcının opsiyonu yazmak için talep ettiği fiyat olup, genelde işlem anında tahsil edilmekte ve opsiyon kullanılmadığı durumda alıcıya iade edilmemektedir. Primler, opsiyonun vadesine olan uzaklığına, opsiyona konu olan mal veya finansal ürünün piyasa fiyatının opsiyonunun kullanım fiyatı ile arasındaki farka, fiyat dalgalanmalarının büyüklüğüne, risksiz faiz oranına ve sermaye kazancı dışındaki getirilere göre değişmektedir. Opsiyon sözleşmesinde önceden belirlenen ve opsiyon işleme konulduğunda söz konusu varlığa ödenecek alım ya da satım fiyatına ise kullanım fiyatı denilmektedir (İTO, 2006: 95).

Opsiyonların hepsi borsalarda işlem görmezler. Bazı opsiyonlar tezgah üstü denilen piyasalarda (over the counter) işlem konusu olurlar. Bu piyasalar, iki finansal kuruluş arasında ya da bir finansal kuruluş ve bir kişisel yatırımcı arasında oluşan piyasalardır (Chambers, 2007: 59).

Borsada işlem gören opsiyonların tüm alım satım işlemleri organize borsalarda Borsa'ca konulan kural ve ilkeler doğrultusunda gerçekleşir. Sözleşme büyüklükleri standarttır. Opsiyonların vadeleri ya da geçerlilik bitimleri de standarttır. Yalnızca opsiyonun satıcı ya da yazıcısı işlemin yapıldığı borsaya sözleşme değerinin borsaca belirlenen bir yüzdesini marj ya da teminat olarak yatırmaktadır. Tezgah üstü opsiyon piyasalarında ise opsiyonlar borsa dışında

banka ya da finans kuruluşları ile müşterileri aralarında gerçekleşmektedir. Opsiyonların sözleşme büyüklükleri, uygulama fiyatları ve vadeleri standart olmayıp tümüyle banka ile müşterisi arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenmektedir. Opsiyon primi yalnızca anlaşmadaki taraflarca bilinmektedir. Prim dışında herhangi bir teminat gerekmemektedir. Bu opsiyonların bazıları alıcıya opsiyonu satın almış olduğu bankaya vadeden önce uygun bir fiyatla satma olanağı tanımaktadır. Bütün bu özelliklerin yanında tezgah üstü opsiyonlar esneklik avantajlarına karşılık, işlemin yerine getirilememesi ya da kredi riski gibi temel bir sakıncaya sahiptirler (Ersan, 1998: 96).

4.2. Opsiyon Türleri

Genel olarak opsiyon türleri 4 ana sınıflama ile incelenebilir. Bu sınıflamalar opsiyonun alıcısına tanıdığı haklar, opsiyonun üzerine yazıldığı varlık, opsiyonun işlem gördüğü piyasa ve opsiyonun uygulama fiyatının opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın o anki cari fiyatı ile karşılaştırılmasının bir sonucu olarak ele alınabilir (Ceylan, 2002:323-329).

Opsiyon sahibi, vade bitiminde opsiyonu kullanmak istemeyebilir. Bu durumda karşı taraftan ödediği primin iadesini isteyemez.. Opsiyon sahibinin maksimum kaybı ödediği prim kadardır. Kazancı, teorik olarak sınırsızdır. Opsiyon satıcısı belli bir fiyat veya prim karşılığında, opsiyon sözleşmesini hazırlayıp satmakla yükümlülük altına giren taraftır. Opsiyon sahibi veya alıcısı, talep ettiği takdirde, satıcı, yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır. Opsiyon satıcısının kazancı, aldığı prim ile sınırlı olup, teorik olarak kaybı sınırsızdır (Ceylan, 2004:337).

4.2.1. Haklar Açısından Opsiyon Türleri

Alıcısına tanıdığı haklar açısından opsiyon türleri iki ana hakkın alt türleri ile oluşmaktadır. Burada sözü geçen iki ana alma veya satma hakkı ile sadece vadede veya vadeye kadarki herhangi bir işgününde uygulama haklarıdır. Alıcısına satın alma hakkı tanıyan opsiyonlara alım opsiyonları (call options)

denir. Alıcısına satma alma hakkı tanıyan opsiyonlara satım opsiyonları (put options) denir.

Alıcısına satın aldığı opsiyonun kendisine tanıdığı satın alma ya da satma hakkını sadece üzerinde belirtilmiş olduğu tarihte uygulama hakkı tanıyan opsiyonlara Avrupa opsiyonları (European options) denir. Alıcısına satın aldığı opsiyonun kendisine tanıdığı satın alma ya da satma hakkını üzerinde belirtilmiş olduğu tarihe kadarki herhangi bir işgününde uygulama hakkı tanıyan opsiyonlara Amerikan opsiyonları (American options) denir (Chambers, 2007:59).

4.2.1.1. Alım Opsiyonu(Call Option)

Alım opsiyonu, opsiyonu alan tarafa belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alıma hakkı veren, ancak almayı zorunlu tutmayan, satan tarafı ise alıcının talebi halinde satmaya yükümlü kılan sözleşmeyi ifade eder (baskent.edu.tr...).

Satın alma opsiyonunun fiyatı diğer bir deyişle satın alınan opsiyonunun primi, opsiyon satın alanın opsiyon satana ödediği bir ücrettir. Opsiyon satan, opsiyonu yazandır. Opsiyon yazan opsiyonu isteyen opsiyonun önceki sahibidir. Hisse senedi için düzenlenen opsiyonlarda ifade edilen miktarlar bir adet hisse senedi için belirtilmektedir (Alpan, 1999:67).

Opsiyon piyasalarında yapılmış çalışmalar, karşılıklı opsiyon yazanların kazançlarının, zararlarından daha fazla olduğunu göstermektedir.

Satın alma opsiyon sözleşmelerinde belirlenen kullanım, uygulama, vade sonu veya işlem fiyatı, genelde sözleşmeye konu olan varlıkların cari fiyatından yüksektir. Örneğin, kasım ayı içerisinde cari fiyatı 7.000 lira olan Beko hisse senetlerini, şubat ayı sonuna kadar 8.000 liradan satın alma hakkı veren bir opsiyon sözleşmesinin imzalandığını düşünelim. Sözleşmenin primi 400 lira olsun. Bu durumda, opsiyon alıcısı, Beko hisse senetlerinin, şubat ayında 8.000

liranın üzerine çıkacağını düşünmektedir. Öte yandan, opsiyon satıcısı ise, hisse senedi fiyatının düşeceğini tahmin etmektedir. Alım opsiyonunda, opsiyonun işleme konulması için, işlem fiyatının piyasa fiyatının altında olması gerekmektedir. Beko örneğinde olduğu gibi, hisse senedinin piyasa fiyatı, 8.000 liranın üstünde olursa, opsiyon alıcısı sözleşmeyi işleme koyacaktır. Eğer, Beko hisse senedinin piyasa fiyatı, işlem fiyatının altında olursa, opsiyon sözleşmesi işleme konulmayacaktır. Beko şirketi hisse senedinin fiyatı arttıkça satın alma opsiyonu sahibinin kârı artar, zararı ise en fazla ödediği prim kadardır. Piyasa fiyatı, sözleşmede belirtilen fiyatı aşmaya başladığı andan itibaren opsiyon kullanılır. Fakat hemen kâra geçilmez. Çünkü, sözleşme yapıldığında prim ödendiğinden, opsiyon alıcısı ödediği prim kadar zararla işe başlamaktadır. Piyasa fiyatı, primi telafi edici düzeye ulaştıktan sonra ($8.000 + 400 = 8.400$) opsiyon sahibi kâra geçmeye başlar. Hisse senedinin piyasa fiyatı arttıkça, satın alma opsiyonu sahibi kazançlı çıkarken satıcı zarara uğramaktadır. Opsiyon satıcısının kârı en fazla prim kadardır. Opsiyon sahibinin kârı(zararı), opsiyon satıcısının zararını(kârını) oluşturur (Ceylan, 2004:338).

4.2.1.2. Satım Opsiyonu(Put Option)

Satım opsiyonu, opsiyonu alan tarafa belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizli satma hakkı veren (ancak satmaya zorunlu tutmayan), satan tarafı ise opsiyon alıcısının talebi halinde satmaya yükümlü kılan sözleşmeyi ifade eder. Opsiyonu alan tarafın ileride fiyatların düşeceği yönünde bir beklentisi veya çekincesi vardır. Beklentisi doğru çıktığı takdirde elindeki menkul kıymetleri piyasaya göre daha yüksek fiyattan opsiyon yazıcısına satma hakkı doğacaktır. Elinde menkul kıymet yoksa piyasadan daha ucuz fiyattan menkul kıymeti satın alıp opsiyon yazıcısına satarak kâr etmesi de mümkündür. Ancak fiyatlar alıcının beklediği yönde gelişmezse, yani fiyatlar yükselirse opsiyonu kullanmak alıcı için kârlı olmayacaktır. Piyasada daha yüksek fiyata menkul kıymetlerini

satabilecekken daha düşük fiyata opsiyon yazıcısına satmak istemeyecek, dolayısıyla opsiyondan doğan hakkını kullanmayacaktır (Chambers, 2007:65). Bu durumda ödediği prim kadar bir zararı söz konusu olacaktır. Diğer taraftan opsiyon yazıcısının beklentisi alıcının tam ters yönündedir. Gelecekte fiyatların yükseleceğini beklediğinden opsiyonun kullanılmayacağını veya fiyatın aldığı prim kadar yükselmeyeceğini tahmin etmekte ve aldığı prim kadar kâr etmeyi hedeflemektedir. Fiyatlar kısa tarafın beklentilerinin aksine bir gelişim gösterirse opsiyonu alan taraf opsiyonu kullanmak isteyecek ve opsiyonu yazan için zarar oluşacaktır (Dönmez vd.2002:121).

Satım opsiyonlarında, satın alma opsiyonlarının aksine, işlem fiyatı özellikle söz konusu varlığın piyasa fiyatının altında belirlenir. Satım opsiyonunun yazıcısı, sözleşmenin alıcı tarafından işleme konulmasıyla, söz konusu hisse senetlerini, belirlenmiş miktarda ve fiyattan alma zorunluluğundadır. Yazıcının en yüksek kazancı aldığı prim kadardır. Hisse senetlerinin fiyatının düşmesi durumunda, satma opsiyonunu elinde bulunduran tarafın kârı artacaktır. Hisse senedinin piyasa fiyatı, sözleşmede belirtilen fiyatın altına düşmeye başladığı andan itibaren, opsiyon kullanılır. Ancak, başlangıçta prim ödendiği için, hemen kâra geçilmez. Fiyat, primi telafi edecek düzeye düştükten sonra, kâra geçilmeye başlanır. Hisse senetlerinin piyasa fiyatı düştükçe, satma opsiyonu sahibi kazançlı çıkarken, satıcısı zarara uğramaktadır. Opsiyonu, yatırımcılar için cazip kılan en önemli özellik, küçük sermaye ile yatırım yapıp, büyük kâr elde edilebilme olasılığıdır. Kaldıraç etkisi ile fiyatlardaki küçük bir dalgalanma, yatırımcıların oransal olarak çok daha fazla kazanç sağlamalarına fırsat vermektedir. Ayrıca, opsiyon sözleşmeleri yardımıyla, çeşitli pazarlarda fiyat değişimlerindeki aşırı dalgalanmalar önlenebilir (Ceylan, 2004:339-340).

4.2.2. Opsiyonun Üzerine Yazıldığı Varlığa Göre Opsiyon Türleri

Niteliği gereği her türev ürünün üzerine yazıldığı bir gerçek veya finansal ürün vardır. Opsiyonlar çok çeşitli finansal ya da gerçek varlıklar üzerine yazılabilmektedirler ve üzerine yazıldıkları varlıklarla da adlandırılırlar

(Chambers, 2007:58).

4.2.2.1.Hisse Senedi Opsiyonları

Hisse senedi opsiyonları, sahiplerine belirli bir hisse senedini önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir süre içinde satın alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Opsiyonların hisse senetlerini ihraç etmiş işletmelerle hiçbir ilgisi yoktur. Bunlar, söz konusu işletmelerin hisse senetlerinin değerleri üzerine girilmiş birer bahis olarak da görülebilir. Opsiyona konu teşkil eden hisse senedinin işletme ünvanı, tertibi, kupürü vs. gibi bilgileri taşıması gerekir.

4.2.2.2.Gelecek Sözleşmesi(Future)Üzerine Opsiyonlar

Gelecek sözleşmesi opsiyonu, sahibine belirli bir süre içinde, belirli bir gelecek sözleşmesini (mal veya menkul kıymet), belirli bir fiyattan alma veya satma hakkı tanıyan, fakat yükümlülük vermeyen finansal araçtır. Gelecek sözleşmesine yatırım yapan yatırımcı sınırlı bir riskle (ödediği prim kadar) büyük kârlar elde etme şansına sahiptir. Başka bir ifadeyle, opsiyon sahibinin gerçek amacı, opsiyona konu olan gelecek anlaşmasını satın almak veya satmak değil, gelecek anlaşmasının piyasa fiyatında meydana gelecek değişimlerden yararlanmak suretiyle spekülatif kâr elde etmektir. Gelecek sözleşmesi opsiyonlarının fiyat değişimleri normal opsiyonlara göre daha fazladır. Dolayısıyla, gelecek sözleşmesi opsiyonuna yatırım daha fazla risk taşımaktadır. Gelecek piyasaları üzerine yapılan opsiyonlarda, yatırımcı futures piyasadaki fiyatları veri alacaktır. Çünkü, futures piyasadaki fiyatlar üreticiye, dağıtıcıya ve bu ürünleri kullanacak olanlara değerli bilgiler sağlamaktadır. Ayrıca, yatırımcılar futures piyasalardaki fiyat değişimlerini uzun bir süre yakından izledikleri zaman, en iyi yatırım zamanının tespitinde isabetli kararlar verebileceklerdir. Uygulamada alanında yapılan gözlemler, spot fiyatların değişimi ile futures fiyatların değişimi arasında yüksek korelasyonun var olduğunu ortaya koymaktadır. Spot ve futures fiyatları ürünle ilgili arz, talep ve maliyet değişimleri gibi faktörler tarafından belirlenmektedir. Ayrıca, faiz oranları ve ürünün depolanma maliyeti, fiyatı

belirleyen faktörler arasındadır. Eğer, futures piyasada işlem gören bir tarım ürünüyse, genellikle ürünün hasat edildiği sezon sözkonusu ürünün spot piyasadaki fiyatının düşmesine neden olmaktadır. Futures piyasada işlem gören bir emtianın veya menkul kıymetin opsiyon sözleşmesine konu olması dolayısıyla, futures piyasada değişik nedenlerle etkilenen fiyatlar doğrudan opsiyonun değerini etkilemektedir (vob.org.tr...).

4.2.2.3.Döviz Opsiyonları

Döviz opsiyonu, sahibine, belirli bir vadede veya öncesinde, belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir miktarda döviz satın alma veya satma hakkı tanıyıp, yükümlülük yüklemeyen sözleşmedir.

Döviz opsiyon piyasası işlem hacmi bakımından dünyanın en büyük opsiyon piyasasına sahip olmasına rağmen işlemlerin çoğunun borsa dışında yapılmasından dolayı gerçek rakamları tespit etmek tam olarak mümkün değildir. (Ceylan, 2004:345-350).

4.2.3. İşlem Gördükleri Piyasalar Açısından Opsiyon Türleri

Opsiyonlar işlem gördükleri piyasalara göre de iki türe ayrılabilirler: Bunlar organize olmuş piyasalarda işlem gören opsiyonlar ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören opsiyonlardır. Borsa opsiyonları olarak da adlandırılan ilk tür opsiyonların en önemli özelliği organize, kurallı piyasalarda işlem görmeleridir. Bu piyasalar tezgahüstü piyasalardan standartlaştırma, halka açık fiyatlandırma, takas merkezi, teminat sistemi ve likidite kolaylığı gibi özelliklerle ayrılırlar. Tezgahüstü piyasalardaki opsiyonlar ise ihtiyaçlara göre dizayn edilebilme özelliğine sahip oldukları için daha esnektirler (Chambers, 2007:59).

4.2.4. Opsiyonun Uygulama Fiyatının Opsiyonun Üzerine Yazıldığı Varlığın Opsiyonun Satış Anındaki Cari Fiyatı ile Karşılaştırılmasının bir Sonucu Olarak Opsiyon Türleri

Herhangi bir tarihte opsiyonun uygulama fiyatı opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın o tarihteki spot piyasa fiyatına eşitse bu opsiyona, o tarih için geçerli olmak üzere, başabaş opsiyon denmektedir.

Parada opsiyonlar olarak da adlandırılabilen kârda opsiyonlar, alım ve satım opsiyonları için özellikleri olarak ayrı ayrı tanımlanırlar. Bir alım/satım opsiyonunun herhangi bir tarihteki uygulama fiyatı alım/satım opsiyonunun üzerine yazıldığı varlığın o anki spot piyasa fiyatından daha düşük/yüksek ise, o tarih için geçerli olmak üzere, bu opsiyona kârda opsiyon adı verilmektedir. Spot fiyatla uygulama fiyatı arasındaki fark büyükse bu tür opsiyonlara ayrıca derin kârda opsiyonlar denilmektedir (Ceylan, 2003:323-329).

4.3.Opsiyon Alım-Satım Stratejileri

Opsiyon stratejileri birden çok alım ve/veya satım opsiyonu işleminin bir arada yapılmasıyla gerçekleştirilen yayılma işlemleri ile oluşturulur. Opsiyon stratejilerinin doğası gereği yatırımcı bazı opsiyon veya opsiyonları alırken bazılarını satarak çok taraflı işlem yapar. Bu işlemlerle oluşturulan stratejiler fiyat bazlı, vade bazlı veya aynı anda hem vade bazlı hem de fiyat bazlı olabilir. Vadeye ve fiyata göre oluşturulan bu stratejiler sayesinde, yatırımcılar yükselen veya düşen piyasalarda kâr edebilme imkanına sahip olduğu gibi, durgun piyasalarda da kâr edebilme imkanına sahiptir. Önemli bir opsiyon stratejisi olan spread, bir opsiyonun alınıp diğerinin satılması işlemidir. Bu işlem riskini sınırlarken, yüksek potansiyelde kâr sağlamaktadır. Riskin azaltılması, bir pozisyonda alıcı, diğerinde satıcı olmakla gerçekleştirilmektedir. Hisse senedi fiyatlarındaki bir düşüş nedeniyle uzun pozisyonda oluşabilecek kayıp, kısa pozisyonda elde edilebilecek gelirle karşılanabilir. Kazancın kayıptan fazla olup, olmayacağı satın alma opsiyonunun değişkenliğine bağlıdır (Chambers,2007 :73).

4.3.1.Fiyat Bazlı Dikey Yayılma Stratejileri

Fiyat bazlı yayılma stratejileri, değişik kullanım fiyatlı aynı türde (alım veya satım) iki opsiyondan eş zamanlı olarak birinin alınması, diğerinin satılmasıyla oluşturulur. Alınan ve satılan opsiyonlar farklı kullanım fiyatlı alım opsiyonlarıysa, oluşturulan strateji fiyat bazlı dikey alım opsiyonu yayılma stratejisi olarak adlandırılır.

Fiyat bazlı yayılma işlemleriyle oluşturulan stratejiler farklı kullanım fiyatlı opsiyonları içerdiğinden alınan ve satılan opsiyonların primlerinde de farklılıklar vardır. Primlerdeki söz konusu farklılık, yatırımcının yaptığı işlemler sonucunda nakit akımını negatif etkilerse borçlu, pozitif etkilerse alacaklı olmasına sebep olur. Eğer yatırımcının aldığı opsiyon, sattığı opsiyondan pahalıysa, opsiyon satımından tahsil ettiği prim ödediği primi karşılayamaz. Bu durumda yatırımcının net nakit akımı negatif yönde oluşur. Bir başka deyişle yatırımcı bu işlem sonucunda ödeme yapar. Yatırımcının aldığı opsiyon, sattığı opsiyondan ucuzsa, opsiyon satımından tahsil ettiği prim, ödediği primi fazlasıyla karşılar. Bu durumda yatırımcının net nakit akımı pozitif yönde oluşur. Bir başka deyişle yatırımcı bu işlem sonucunda nakit tahsil etmiş olur (Hull, 2005:85).

4.3.1.1. Alım Opsiyonlu Fiyat Bazlı (Dikey) Yayılma Stratejileri

Bu stratejiler, kullanım fiyatları farklı iki alım opsiyonundan birinin alınıp diğerinin satılmasıyla gerçekleşir. İki farklı uygulaması vardır. Bunlardan ilki, iki farklı kullanım fiyatlı alım opsiyonundan düşük kullanım fiyatlı opsiyonu alıp, eş zamanlı olarak yüksek kullanım fiyatlı alım opsiyonunun satılmasıdır. Dolayısıyla, yatırımcı asli değeri daha yüksek olan alım opsiyonunu alır ve eş zamanlı olarak, asli değeri daha düşük olan alım opsiyonunu satar. Bu işlem sonucunda yatırımcı primi yüksek opsiyonu alıp, primi düşük opsiyonu sattığından, yatırımcının hesabından nakit para çıkışı olur. Dayanak varlık fiyatının yükselmesi durumunda, yatırımcının satın aldığı alım opsiyonunun

değeri, sattığı alım opsiyonun değerinden daha önce yükselmeye başlayacağı için yatırımcının beklentisi dayanak varlık fiyatının yükseleceğidir. Dayanak varlık fiyatının yükselişi öncelikle düşük kullanım fiyatlı opsiyonun sağladığı kârı artıracak olsa da, fiyat yükselişinin bir süre daha devam etmesi sayesinde satılmış olan yüksek kullanım fiyatlı alım opsiyonunun lehdarına sonradan kâr getirmeye başlaması sonucu opsiyonu satan yatırımcının kâr potansiyeli bir noktada sınırlanmış olur. Döğer yöntem, yatırımcı düşük kullanım fiyatlı opsiyon satıp yüksek kullanım fiyatlı alım opsiyonu almasıdır. Bu durumda yatırımcı pahalı opsiyonu satar ucuzu alır. Bu stratejilerden ilkinde borçlu dikey yayılma stratejisi ikincisine ise alacaklı dikey yayılma stratejisi denir (vob.org.tr...).

4.3.1.2.Satım Opsiyonlu Fiyat Bazlı Dikey Yayılma Stratejileri

Satım opsiyonlu fiyat bazlı dikey yayılma stratejileri, kullanım fiyatları farklı iki satım opsiyonundan birinin alınması, diğlerinin satılmasıyla gerçekleştirilir. Satım opsiyonlu fiyat bazlı dikey yayılma stratejilerinde yatırımcı yüksek kullanım fiyatlı satım opsiyonunu alır ve aynı anda düşük kullanım fiyatlı satım opsiyonunu satarsa yatırımcı pahalı olan opsiyonu alıp ucuz olan opsiyonu sattığı için bu iki işlemin sonunda prim ödemesi yapar ve pozisyonu borçlu olur. Eğer yatırımcı yüksek kullanım fiyatlı satım opsiyonu satar ve aynı anda düşük kullanım fiyatlı satım opsiyonunu alırsa yatırımcı pahalı opsiyonu satar ve ucuz olan opsiyonu alır. Bu iki işlem sonucunda da yatırımcı prim tahsilatı yapar ve pozisyonu alacaklı olur (tspakb.org.tr...).

4.3.1.2.1.Satım Opsiyonlu Alacaklı Dikey Yayılma Stratejisi

Bu stratejiyi uygulayan yatırımcı, iki farklı kullanım fiyatlı satım opsiyonundan yüksek kullanım fiyatlı opsiyonu satıp, eş zamanlı olarak düşük kullanım fiyatlı satım opsiyonunu satın alır. Dolayısıyla, yatırımcı asli değeri daha yüksek olan satım opsiyonunu satar ve eş zamanlı olarak, değeri daha düşük alım opsiyonunu alır. Bu işlem sonucunda yatırımcı primi yüksek opsiyonu satıp, primi

düşük opsiyonu aldığından, yatırımcının hesabına nakit para girişi olur. Dayanak varlık fiyatının düşmesi durumunda, yatırımcının sattığı yüksek kullanım fiyatlı satım opsiyonunun değeri, aldığı düşük fiyatlı satım opsiyonun değerinden daha önce yükselmeye başlayacağı için yatırımcının temennisi ve beklentisi dayanak varlık fiyatının yükselmesidir. Çünkü eğer aksi olursa yani dayanak varlık fiyatı düşerse yatırımcının satmış olduğu yüksek kullanım fiyatlı opsiyon değerli olabilecek ve söz konusu opsiyonu satın alan yatırımcının opsiyonu satan yatırımcıya karşı kullanması söz konusu olacaktır. Ancak dayanak varlık fiyatının daha da düşmeye devam etmesiyle birlikte, satılmış olan satım opsiyonunun kârlılığının daha da artmasına karşın belli bir seviyeden sonra satın alınan düşük kullanım fiyatlı satım opsiyonu da lehdarına kâr getirmeye başlayacaktır. Bu durumda dayanak varlık fiyatının düşmeye devam etmesi sonucu, yatırımcı satmış olduğu yüksek kullanım fiyatlı opsiyondan zarar ederken aynı anda alınan düşük kullanım fiyatlı opsiyondan da kâr etmeye başlayacaktır. Bu durumda yüksek kullanım fiyatlı opsiyon satışı sonrası fiyat düşüşüyle oluşan zarar satın alınan düşük kullanım fiyatlı satım opsiyonu sayesinde sınırlanacaktır. Dayanak varlık fiyatının yükselmesi durumunda, yatırımcı sattığı yüksek kullanım fiyatlı satım opsiyonunun kendisine karşı kullanılmasından kurtulacak ve böylece yatırımcı opsiyon satışından tahsil ettiği primi hak edecektir. Bütün bunlar olurken yatırımcının satın almış olduğu düşük kullanım fiyatlı satım opsiyonu da dayanak varlık fiyatının yükselmesiyle değersiz olacak ve yatırımcı bu opsiyonu satın almak için ödediği primi kaybedecektir. Ancak yatırımcının sattığı yüksek kullanım fiyatlı satım opsiyonunun primi, satın aldığı düşük kullanım fiyatlı satım opsiyonunun priminden daha yüksek olduğu için yatırımcının almış olduğu opsiyon değersiz olsa da dayanak varlık fiyatının yükselmesi durumunda yatırımcı bu stratejiden net olarak tahsil ettiği primi hak edecektir (vob.org.tr...)

4.3.1.2.2.Satım Opsiyonlu Borçlu Dikey Yayılma Stratejisi

Bu stratejiyi uygulayan yatırımcı, iki farklı kullanım fiyatlı satım opsiyonundan yüksek kullanım fiyatlı opsiyonu alıp, eş zamanlı olarak düşük

kullanım fiyatlı satım opsiyonunu satar. Dolayısıyla, yatırımcı değeri daha yüksek olan satım opsiyonunu alır ve eş zamanlı olarak, değeri daha düşük olan satım opsiyonunu satar. Bu işlem sonucunda yatırımcı primi yüksek opsiyonu alıp, primi düşük opsiyonu sattığından, yatırımcının hesabından nakit para çıkışı olur. Dayanak varlık fiyatının düşmesi durumunda, yatırımcının satın aldığı satım opsiyonunun değeri, sattığı satım opsiyonun değerinden daha önce yükselmeye başlayacağı için yatırımcının temennisi ve beklentisi dayanak varlık fiyatının düşeceğidir. Dayanak varlık fiyatının düşüşü öncelikle yüksek kullanım fiyatlı opsiyonun sağladığı kârı artıracak olsa da, fiyat düşüşünün bir süre daha devam etmesi sayesinde satılmış olan satım opsiyonunun kârlılığının da artması sonucu yüksek kullanım fiyatlı satım opsiyonunun kâr potansiyeli bir noktada sınırlanmış olur (vob.org tr...).

4.3.2.Pergel Stratejisi

Bu stratejiyi uygulayan yatırımcı, kullanım fiyatları ve vadesi aynı olan biri alım, diğeri satım opsiyonunu eş zamanlı olarak satın alır veya satar. Yatırımcı söz konusu opsiyonların ikisini aynı anda satın alırsa uyguladığı strateji uzun pozisyonlu pergel stratejisi; satarsa kısa pozisyonlu pergel stratejisi olarak tanımlanır.

4.3.3.Çanak Stratejisi

Çanak stratejisinin oluşturulma mantığı açısından pergel stratejisinden çok farkı yoktur. Yatırımcı bu stratejiyi oluşturmak için vadeleri aynı olan, farklı kullanım fiyatlı bir alım, bir de satım opsiyonu alır veya satar. Bu stratejinin pergel stratejisine göre tek farkı pergel stratejisinde alınan veya satılan opsiyonların kullanım fiyatları aynıyken, çanak stratejisinde farklıdır. Yatırımcı söz konusu opsiyonların ikisini aynı anda satın alırsa uyguladığı stratejiye uzun pozisyonlu çanak stratejisi; satarsa kısa pozisyonlu çanak stratejisi denir (tspakb.org.tr/).

4.3.4.Kelebek Stratejisi

Kelebek stratejisi genelde fon yöneticileri gibi profesyonel yatırımcıların kullandığı ileri bir opsiyon stratejisidir. Kâr-zarar grafiğinde kelebek kanadına benzer bir şekil oluştuğu için böyle adlandırılmıştır ve dört adet ayrı alım veya satım opsiyonuna girilerek gerçekleştirilir. Fiyatların aşırı derecede aşağı veya yukarı doğru hareket edeceğini veya kısa bir bantta seyredeceğini düşünen yatırımcı kısa veya uzun kelebek stratejisini uygulayarak pozisyon alır. Eğer fiyatların aşırı yükseleceği veya aşırı azalacağı tahmin ediliyorsa kısa kelebek pozisyonuna girilerek aşırı fiyat dalgalanmalarından kâr elde etmek amaçlanır. Eğer beklenti fiyatların aynı seviyelerde olacağı yönündeyse uzun kelebek pozisyonuna girilir. Kelebek stratejisinin pergel veya çanak stratejisinden farkı, elde edilen kârın veya zararın kelebek stratejisinde sınırlandırılmasıdır. Yatırımcı pergel veya çanak stratejisinde oluşabilecek sınırsız zararı almak istemiyorsa kelebek stratejisi ile bu zararı belli bir seviyede tutabilir (vob.org.tr...).

4.3.5.Çit Stratejisi

Çit stratejisi arbitraj amaçlı işlemler için kullanılmasından ziyade yatırımcıların korunma amaçlı işlem maliyetlerini azaltmak için başvurduğu bir stratejidir. Bu strateji genellikle hisse senedi veya bono portföy yöneticileri tarafından kullanılan bir strateji olsa da, tarımsal ürünler ve diğer tüm varlıklar için de uygulanabilir.

Çit stratejisi eş zamanlı olarak bir alım opsiyonunun alınması ve bir satım opsiyonunun satılmasıyla veya bir alım opsiyonunun satılması ve eş zamanlı olarak bir satım opsiyonunun alınmasıyla oluşturulur. Her stratejide olduğu gibi, çit stratejisi de hem uzun hem de kısa pozisyonlu olabilir. Sahip olunan bir varlığın değerini korumak amacıyla eş zamanlı olarak satım opsiyonu alınması ve alım opsiyonu satılmasıyla oluşturulan çit stratejisi uzun pozisyonlu çit stratejisidir. Gelecekte satın alınacak bir varlığın veya ödenecek bir borcun değerinin yükselmesine karşı korunmak amacıyla eş zamanlı olarak satım opsiyonu satılması ve alım opsiyonu alınmasıyla oluşturulan çit stratejisi ise kısa pozisyonlu

çit stratejisidir. Gelecekte satın alınacak bir varlığın veya ödenecek bir borcun değerinin artması riskine karşı yatırımcılar alım opsiyonu alabilirler. Bunun yanında yatırımcılar gelecekte satılacak bir varlığın değerinin düşmesi riskine karşı da satım opsiyonu alabilirler.

4.3.6.Sentetik Pozisyonlar

Piyasada var olan bir enstrümanla alınabilecek bir pozisyonu opsiyonlarla veya opsiyonlar ve dayanak varlıklar ile birden fazla pozisyona girmek suretiyle taklit etme işlemine sentetik pozisyon alma denir. Burada oluşturulan sentetik pozisyon ile piyasada bulunan tek bir enstrüman ile girilen pozisyonun kar/zarar profili aynıdır (tspakb.org.tr/).

4.4.Swap Sözleşmeleri

Swap İngilizce kökenli bir sözcük olup; değiştirme, kaydırma ve takas anlamına gelmektedir (Ersan,1998:166). Swap iki taraf arasında, önceden belirtilen bir sistem içinde, belirli bir finansal varlıktan kaynaklanan gelecekteki nakit akışlarının değiştirilmesi konusunda yapılan özel bir anlaşmadır (Chambers, 2007:124). Diğer bir ifadeyle swap; döviz kurları ve faiz oranları riskine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fona değiştirme imkanı veren finansal bir tekniktir (Bal, 2001:148).

Swap piyasasının devamlılık göstermesinde ve gelişmesinde en önemli etken bu piyasanın potansiyel kullanıcılarının diğer finansal araçlarla karşılanamayan isteklerinin karşılanmasıdır. Hatta swap işlemleri yapan bazı bankalar müşterilerin çeşitli isteklerini karşılayabilmek için devamlı yeni swap uygulamaları yapmaya müşterilerine sunmaya çalışmaktadırlar.

Swap sözleşmeleri başlangıçta merkez bankaları tarafından yapılırken günümüzde ticaret bankaları, çok uluslu işletmeler ve resmi kuruluşlar tarafından da yapılmaktadır (baskent.edu.tr...).

Swap işlemleri tezgahüstü piyasalarda yapıldığından herhangi bir katılımcı kısıtlaması bulunmamaktadır. Karşı tarafın kredi riskini kabul eden herkes swap işlemi yapabilir. Aktif olarak swap işlemi gerçekleştiren kurum ve kuruluşlar arasında Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası gibi çok uluslu kuruluşlar, hükümetler, birden fazla ülkede ticaret yapan firmalar, bankalar ve uluslararası tahvil piyasasında ihraç yapamayan küçük firmalar sayılabilir. Karşı tarafın kredi riskini hesaplama güçlüğü çeken firmalar, genellikle diğer bir firmayla swap işlemi yapmak yerine, bir aracıyla işlem yapmayı tercih etmektedir. Buna karşılık profesyonel kredi analistleri bulunan bankalar her bir müşteri için kredi riskini özenle hazırlamakta ve firmaların swap işlemlerine taraf olmak suretiyle ihtiyaçlarını karşılamaktadır (Dönmez vd.2002:158).

4.4.1.Swap Piyasaları ve Kullanım Alanları

Swap piyasasının gelişmesindeki en önemli nedenlerden birisi, swapın bir para piyasası aracı olmaktan çıkarak, bir kredi piyasası aracı haline gelmesidir. Swap işlemleri krediden farklı olarak son derece hızlı bir şekilde gerçekleştirilir. Swap işlemleri, ülkeler açısından özellikle ödemeler bilançosunda geçici nedenlerle ortaya çıkan açıkları finanse etmek veya ulusal paradan spekülasyon kaçışları önlemek için yapılır. Bir ülkenin ulusal parası değer kaybettiği zaman spekülasyonörler, güçlü paralara yönelirler. Bu durumda swap anlaşmaları, ülkelerin başvurabileceği güvenlik aracı durumundadır. Böyle durumda, swap sözleşmeleri aracılığıyla, sağlam paralı ülkelerin paraları elde edilerek, merkez bankasının piyasaya yapacağı müdahalelerde kullanılmaktadır. Böylece spekülasyon hareketleri durdurulduğu zaman, swap işlemi amacına ulaşmış olur. Bundan sonra yapılacak işlem, alınan bu dövizleri iade etmek ve karşı ülkeye verilen ulusal paraları geri almaktır. Swap sözleşmeleri, büyük işletmeler tarafından avantaj sağlamak amacıyla kullanılır. Bu avantajlardan birisi arbitraj diğer ise korunmadır. Swap, işletme yöneticilerine hem riskleri azaltma hem de gelirlerini artırma olanağı veren bir yöntemdir. Yöneticiler yapacakları swap işlemleriyle ihtiyaçlarına göre borçlarını yeniden değerlendirmek için araç sağlamakta, para cinsinin ve araç

tipinin avantaj sağladığı yerlerden borçlanabilmektedir. Böylece, swap aracılığıyla, işletme, kaynaklarını etkin şekilde kullanabilmektedir. Swap işlemlerinin kullanılma amaçlarından biri de taraflara, bazı vergi yasalarından ve bir takım ekonomik düzenlemelerden kaçınma olanağı sağlamasıdır. Bu durum, genellikle, swap yapanların farklı ülkelerde olmaları durumunda geçerlidir. (Ceylan, 2007:385-386).

4.4.2.Swap İşleminin Tarafları

Swap işleminin tarafları döviz piyasalarında ve faiz oranlarında ortaya çıkan değişikliklerden lehte yararlanmak üzere bu işlemi yapabilmektedirler (Önce, 1995:23). Taraflar doğrudan birbirleriyle sözleşme yapabilirler. Ancak, swap piyasasının gelişimiyle birlikte swap işlemine girmek isteyen taraflar arasında bağlantıyı sağlamak amacıyla özellikle bankalara aracılık rolü yüklenmiştir (Chambers, 2007:124). Aracı bankanın esas olarak taraflara ödeme yapma yasal zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak bankalar temsilci veya acente olarak ya da yasal ödeme zorunluluğu olan bir aracı olarak da faaliyette bulunabilmektedir. Aracılar, swap işlemine giren her iki taraf için de karşı taraf olarak faaliyette bulunabilmektedirler. Bu nedenle swap işlemine giren taraflar, diğer swap işlemcisini bilmek veya tanımak zorunda değildir. Ödemeler ve değişim, aracı banka tarafından yapılmaktadır. Bu nedenle swap, banka açısından tek bir tarafla ve tek bir işlemle yapılan bir işlem olma özelliği de kazanabilmektedir (Önce, 1995:24).

Bankaların yanı sıra aracılık faaliyetlerinde bulunan diğer kuruluşlar da, ticari kâr elde etmek veya komisyon almak amacıyla swap işlemine girerler. Bu kuruluşlar da aynı bankalar gibi döviz ve faiz swaplarının gerçekleştirilmesi için karşılıklı ihtiyaçları tespit ederek tarafları bir araya getirebilmektedirler. Bu aracı kurumlar garantörlük ve aracılık görevleri karşılığında anaparanın 1/16'sı ile 1/18'i arasında değişen komisyonlar almaktadırlar.

BIS tarafından 2003 yılında yapılan araştırmaya göre vadeli işlem piyasalarında faiz oranı swapı kullananlarından, Bankalar olarak ifade edilen

Finansal Yatırımcılar % 42 orana sahipken aracı kurumların bu piyasadaki payı % 51 olmaktadır. Finansal olmayan yatırımcıların payı ise %7'dir (Bal, 2001:149).

Çokuluslu işletmeler, yabancı ülkelerdeki bağlı şirketlerin finansman gereksinimlerini swap tekniği yardımıyla daha ucuza karşılayabilmektedirler. Birbirlerinden bağımsız olarak ve farklı koşullarda kredi alan taraflar swap işlemine girerek önceden almış oldukları kredilerin faizlerini kendileri için daha avantajlı olacak şekilde değiştirebilirler (Önce, 1995:24).

4.4.3. Swap Türleri

Piyasalarda üzerine işlem yapılan unsur genelde iki türdür. Bunlar faiz ve para swapıdır.

4.4.3.1.Faiz Swapları

Faiz oranı swap sözleşmesi, tarafların belirli bir süre zarfında faiz ödemelerini veya faiz gelirlerini birbirleriyle değiştirdikleri vadeli bir işlem çeşididir. Faiz ödemelerinin el değiştirdiği sözleşmelere borç swapı (liability swap), faiz gelirlerinin el değiştirdiği sözleşmelere de varlık swapı (asset swap) adı verilir. Yaygın kullanımı nedeniyle faiz swap denilince genellikle borç swapı sözleşmeleri anlaşılmaktadır.

Swap sözleşmesinin faiz tutarı, üzerinde anlaşılan nominal değer üzerinde hesaplanır. Nominal değer ne başlangıçta ne de vade sonunda el değiştirmez. Bu bakımdan swap sözleşmeleri bir borçlanma veya yatırım aracı değildir.

En çok işlem gören faiz swap sözleşmeleri, aynı para birimi üzerinden değişken faiz oranı ile sabit faiz oranının değiştirildiği sözleşmelerdir. Bu swap sözleşmesinin tarafları genelde "sabit faizi ödeyen" ve "sabit faizi alan" olarak anılır. Sabit faizi ödeyen tarafın pozisyonu, sabit getirili menkul kıymette kısa, değişken getirili menkul kıymette uzun pozisyonu bulunan bir yatırımcının pozisyonuna benzer. Aynı şekilde sabit faizi alan taraf ise, sabit getirili menkul

kıymette uzun, değişken getirili menkul kıymette kısa pozisyona sahip bir yatırımcının nakit akışını elde eder. Swap sözleşmelerinin büyüklükleri ve vadeleri konusunda herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır. Ancak daha büyük nominal değerli ve daha uzun vadeli sözleşmeler likit olmadıkları için çok fazla tercih edilmemektedir (Dönmez vd.2002:160). İşlem hacmi bakımından faiz swapları, swap türleri arasında en başta gelenlerden biridir. Bir faiz oranı swapı, tarafların anlaştıkları varsayımsal (notional) ana para tutarına bağlı olarak hesaplanan sabit faiz ödemeleri ile dalgalı faiz ödemelerinin aynı para birimi üzerinden birbirleri ile değiştirilmesine ilişkin iki taraf arasında yapılan bir anlaşmadır. Anapara tutarı ilgili varlığın değeri veya alınan borç tutarı kadardır. Faiz swapı işleminde ana para hiçbir şekilde el değiştirmez, yalnızca ödemelerin hesaplanmasına baz oluşturur (Berk,1998:411).

Faiz swapında vade 1-15 yıl arasında değişmektedir. Uygulamalarda, aynı tutar ve vadedeki borçların yalnız faizleri değiştirilerek swap yapılmaktadır. Bu işlemde sadece faiz ödemeleri el değiştirilmekte, anaparalar değiştirilmemektedir. Ayrıca, kredi değerliliği düşük olan borçlu, kredi değerliliği yüksek olan tarafa bir prim ödemektedir (Ceylan,2004:387).

Faiz swapı anlaşması tarafların kolay ve ucuza borçlanabilecekleri piyasalara girmelerine olanak sağlar. Taraflar faiz oranlarını başka bir borcun faiz oranları ile değiştirdiklerinde, kendi tercih ettikleri faiz ödemelerine kavuşmuş olmaktadır. Taraflardan her biri belirli piyasalara girerek ucuz faizle borçlanma olanağı ararlar. Başka bir deyişle, kredi değerliliklerinin yüksek olduğu piyasalara girerler ki bu piyasalar da diğer tarafın kolayca giremeyeceği piyasalardır (Hull,2005:151-159).

Faiz swapının en önemli yararlarından biri, kuruluşlara ve ülkelere çok geniş finansal olanaklar açması ve onlara faiz oranı riskini azaltma şansını vermesidir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere uluslararası finansal piyasalara girme ve sabit faizle borçlanma olanağı sağlanması önem taşımaktadır.

4.4.3.2. Para Swapları

Para swapı iki taraf arasında, belirlenen tutarda bir paranın başka bir para ile değiştirilmesi ve belirli bir süre sonunda değiştirilen anaparaların geri verilmesini içeren bir anlaşma olarak tanımlanabilir. Başka bir deyişle para swapı bir geri satın alma anlaşmasıdır. Bu anlaşmada taraflardan biri belirlenen tutarda bir yabancı parayı belirlenen bir döviz kuru üzerinden satar. Ancak bu satış, satıcının söz konusu yabancı parayı, önceden belirlenen bir kur üzerinden gelecekte belirli bir tarihte geri satın almayı kabul etmesi koşuluyla gerçekleşir (Chambers, 2007:132).

Para swapı sözleşmelerinin sabit faiz ayağı istenilen bir para birimi cinsinden belirlenebilirken, değişken faiz ayağı genellikle ABD doları cinsinden olmaktadır. İki para birimi arasındaki çapraz kur sözleşme düzenlenirken taraflarca belirlenir. Faiz swap sözleşmelerinden farklı olarak, vade başında ve sonunda nominal değerler el değiştirir. Ancak bazı para swap sözleşmelerinde nominal değer sadece vade sonunda son faiz ödemesiyle beraber el değiştirebilir (Dönmez vd.2002:169).

Para swap işlemleri faiz swapı işlemlerine göre daha eski olmasına karşın piyasası çok fazla gelişmemiştir. Para swap sözleşmeleri genellikle en az 2 en çok 10 yıl için yapılır. En fazla işlem gören vade 5 yıldır. Para swap sözleşmelerinin nominal değeri 3 ile 5 milyon ABD doları arasında değişir (Ceylan,2004:390).

4.4.4. Swap'ın Diğer Türev Ürünlerden Farklılıkları

Swap işlemini diğer türev ürünler olarak adlandırılan Future ve Forward' dan ayıran temel özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Swap işlemleri genellikle orta vadeli iken, future ve forward' da vadeler genelde kısadır,

- Swap işlemlerinde taraflardan her biri, aynı oranda olmasa bile, fayda sağlayabilmektedirler. Ancak Future ve forward'da taraflardan birisi fayda sağlarken diğeri zarara uğrayabilmektedir,
- Future ve forward işlemleri çoğunlukla sözleşmeler halinde düzenlenmektedir. Hatta future işlemleri için özel borsalara ihtiyaç duyulmaktadır. Swap işlemlerinde ise çoğunlukla bir banka aracılık ederek tüm işlemleri yürütmektedir,
- Özellikle faiz swaplarında sonsuz sayıda swap işlem yapma imkanı vardır. Bu da swapın, diğere türev ürünlere göre, daha esnek bir yapıda olduğunu gösterir.
- Future ve forward bir alıcı ve bir satıcı arasında yapılabilir. Swap işlemleri ise, çoğunlukla bir banka aracılığıyla üçüncü bir tarafla yapılmaktadır (Savaş, 2003: 18-30).

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI VE SERMAYE PİYASASI

5. Para Politikası ve Sermaye Piyasası Türev Ürünleri

Para piyasası ile sermaye piyasası birbirleriyle etkileşim içindedir. Gerek para piyasasında gerekse sermaye piyasasında yapılan işlemler birbirlerinden etkilenmektedir. Söz gelimi bir ekonomide para piyasasını temelini oluşturan merkez bankası, bankalararası para piyasası ve para piyasasını teşkil eden diğer piyasalar iyi işlediği müddetçe ekonomi hem kısa vadede hem de uzun vadede istikrar kazanacaktır. Bu yüzden finansal sistemin iki önemli unsuru olan para ve sermaye piyasaları birbirinden etkilenmektedir. Para piyasasını doğrudan etkileme kanalı para politikası vasıtasıyla olur. Ancak sermaye piyasası para politikasından dolaylı olarak etkilenir. Dolayısıyla para politikası uygulayıcılarının uyguladıkları politikalar önce para piyasasında, daha sonra sermaye piyasasında etkisini göstermektedir. Söz gelimi merkez bankasının enflasyonu düşürmek için uygulayacağı daraltıcı politikalar sonucu piyasada faiz oranının yükselmesi ve bunu takiben talebin daralması para piyasasını etkileyecektir. Likidite sıkışıklığı gerek bankalararası gerekse serbest piyasada faiz oranlarını yükseltecektir. Bu likidite sıkışıklığı para piyasasını etkilediği gibi ekonomik aktörlerin uzun vadeli davranışlarını da etkilemektedir. Ekonomik aktörler kârlarını artırmak ve oluşabilecek zararlarını da asgari düzeyde tutmak isteyeceklerdir. Bunun için sermaye piyasası araçlarına yönelir. Sermaye piyasası türev ürünleri bu araçların bir kısmını oluşturur. Bunun için para politikasıyla sermaye piyasası türev ürünleri arasında etkileşim söz konusudur.

5.1. Para Piyasası ve Sermaye Piyasası

Finansal piyasaların bir alt grubu olan para piyasası, vadesi bir yıla kadar olan başka bir ifadeyle kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılandığı piyasalardır. Vadesi bir yıldan kısa ifadesiyle belirtilmek istenen varlığın likit oluşudur. Yani

kısa sürede harcamaya konu olan para ve benzeri unsurlara çevrilebileceğini ifade etmektedir. Para piyasasında vadelerin kısa olması nedeniyle bu piyasada alınıp satılan borç araçlarının arz fiyatlarında fazla dalgalanma olmaz. Dolayısıyla para piyasası araçlarının riski azdır (Parasız, 2005:83-84). Para piyasasından sağlanan fonlar kredi olarak işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasasının kendi içinde örgütlenmiş ve örgütlenmemiş para piyasası olarak da bir ayrımı yapılabilir. Örgütlenmiş para piyasası bir bankalar sistemidir. Çünkü işletmelerin nakit ihtiyacı çoğunlukla ticari bankalar tarafından karşılanmaktadır. Örgütlenmemiş para piyasası banka sisteminin dışında kalan piyasadır. Bankalar dışındaki kişi ve kuruluşlar da bazen işletmelere kısa vadeli fon sağlarlar. Para piyasasının araçlarını ticari senetler; kaynaklarını çeşitli mevduat oluşturmaktadır (İMKB,2006:2). En önemli para piyasası Merkez Bankası para piyasasıdır. Türkiye’de diğer para piyasaları; bankalararası para piyasası ve takasbank para piyasasıdır (ekodialog.com/Konular/borsa_yatirim/para_piyasasi.html). Belli başlı para piyasası araçları; hazine bonoları, ciro edilebilir mevduat sertifikası, finansman bonosu, repo, banka bonoları, eurodolar v.b. araçlarıdır (Parasız, 2005:86). Finansal piyasaların diğer bir alt grubu olan sermaye piyasası orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Sermaye piyasası mali piyasa kavramından daha dar ve teknik bir nitelik taşır. Sermaye piyasasının tipik özelliği ve para piyasasından ayrıldığı en belirgin niteliği bu piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Bu vade bir yıldan fazla olmalıdır. Sermaye piyasasından sağlanan krediler genellikle, işletmelerin bina, makine ve teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanında kullanılır (spk.gov.tr...). Her ne kadar para piyasası ile sermaye piyasası arasında bu tür farklılıklar olmasına rağmen iki piyasa arasında kalın bir çizgi kullanılamayacağını aralarında bir bağ olduğunu finansal küreselleşme faaliyetlerinden dolayı bilmekteyiz. Geniş anlamda sermaye piyasası kavramına para piyasası da dahil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz haddi iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan bir dengeleyici olmaktadır. Fon arz edenler, kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak

yatırılabilir fonları bu piyasalardan birine veya her ikisine yönlendirilebilirler. Fon talep edenler de, ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre her iki piyasadan borçlanabilirler. Bazı aracı kuruluşlar, özellikle bankalar hem para, hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler ve her piyasada çalışabilirler. Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Fonlar genellikle düşük faiz haddinden yüksek olana doğru kayar. Para piyasasında meydana gelen faiz oranı artışı, sermaye piyasasını da etkiler.

5.2. Para Politikası Amaç ve Araçları

Para politikası bir ekonomide toplam fiyat seviyesini amaçlanan yönde etkilemek üzere ülkenin Merkez Bankası tarafından para ve kredi hacmini değiştirici politikalardır. Merkez Bankası para politikasını yürütürken ekonomide likiditeyi düzene sokmayı amaç edinir ve bunu yaparken başarıya ulaşması için hükümetin uyguladığı politikalarla, yani maliye politikasıyla çalışmameli, birbirlerini tamamlamalıdır.

5.2.1. Para Politikasının Amaçları

Para politikasının en önemli amaçları aynı zamanda ekonomi politikasının da önemli amaçları olan fiyat istikrarını sağlamak, tam istihdama ulaşmak, ekonomik büyümeyi gerçekleştirmek ve ödemeler dengesini düzenlemektir (Savaş, 1998:38-40).

5.2.1.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı amacına para değerinin korunması amacı da diyebiliriz. Para değerinin istikrarından, öncelikle paranın yurtiçi değeri anlaşılmaktadır. Bilindiği gibi fiyatlar genel düzeyinin yıllık ortalama artış hızı enflasyon oranını verir. Enflasyon 1970’li yıllarda temel olarak parasal bir olgu olarak kabul ediliyordu. Burada para ve fiyatlar arasında bir ilişki vardı. Bu yüzden fiyat istikrarını elde etmek için parasal hedefleme kullanılmıştır. Bununla birlikte, zamanla hem reel dengelerin tam olarak tahmin edilemeyişi hem de paranın dolaşım hızındaki hareketliliği tahmin etme zorluğu para

talebinin istikrarsız olmasına ve fiyat seviyesiyle ilişkisinin kopmasına yol açtı. Bu istikrarsızlık için birkaç tane sebep gösterildi. Bunlardan ilki, finansal liberalizasyon ve finansal yeniliktir. Diğer ise para ikâmesidir. Bunlara ek olarak kurumsal reformlar, regülasyon ve deregülasyon da sebep olarak gösterilmiştir (Altinkemer, 2004:3). Fiyat istikrarının gerçekleştirilmesine en önemli unsur teşkil eden enflasyon oranının % 1-2 oranında tutulduğu bir ekonomide de fiyat istikrarının olduğunu rahatça söyleyebiliriz. Bu orandaki fiyat artışı, tam istihdamda ve büyüyen bir ekonomide olağan karşılanabilir. Gelişmekte olan ülkelerde %5 fiyat artışı normal karşılanmaktadır. Enflasyon oranının normal kabul edilen bu oranların üzerine çıkması parasal servet biriktirme işlevinin sarsılmasına neden olabilir. Özellikle paradan kaçış olgusu, tasarruf oranını genellikle olumsuz yönde etkileyebilir. Ayrıca enflasyonun geliri yeniden dağıtıcı etkisini de unutmamak gerekir. Yani enflasyon sabit gelirli aleyhine bir durum yaratır (Parasız, 1998:2-3). Enflasyonla mücadele de diğer yöntem heterodoks politikalar olarak da bilinen gelirler politikasıdır. Burada asıl olan fiyatların, ücretlerin, kiraların vb. dondurulmasıdır. Bu tür kalemler üzerine konulacak limitlerle kısa sürede dezenflasyonist sonuçlar alınması mümkündür. Yöntemin en önemli özelliği çok kısa sürede kullanılma zorunluluğudur. Uzun süre kullanılması halinde karaborsa piyasasını canlandıracağı için sakıncalıdır (Eğilmez,2007:278). Fiyat istikrarı, geleceğe yönelik belirsizliği ortadan kaldırarak yatırım kararlarının alınmasına öncülük eder. Böylece ekonomik büyüme ve istihdam artışı gerçekleşmiş olur. Başka bir ifadeyle fiyat istikrarı makro ekonomik istikrarın sağlanabilmesi için önemli bir faktördür. Fiyat istikrarının sağlanması ile ilk olarak yüksek ve kronik enflasyonun ekonomiye yaptığı tahribat önlenecektir. Fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomide, yeterli güven tesis edilmişse faiz oranları düşer, bu da bir taraftan harcamaların diğer taraftan yatırım, üretim ve istihdamın artmasını sağlar. İkinci olarak fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyon kaynaklı belirsizliğin finansal piyasalar üzerindeki etkisinin hafiflemesi sonucu finansal piyasalarda istikrar sağlanacak ve bankacılık-reel sektör ilişkileri olması gereken düzeye gelecektir (Doğan, 2006:2).

5.2.1.2. Tam İstihdam

Ekonomi açısından tam istihdamın amacı tüm üretim faktörlerinin, özellikle emek faktörünün üretim sürecinde kullanılmasıdır. Para politikası

uygulaması açısından tam istihdam amacı ise, konjonktürel işsizliğin önlenmesini, yapısal, mevsimlik ve arızı işsizlik türlerinin giderilmesini ya da ortadan kaldırılmasını da içermektedir. Ancak, tam istihdamının ölçülmesinde, arızı ve mevsimlik işsizliğin tamamen ortadan kaldırılmasının zorluğu nedeniyle, kabul edilebilir bir asgari işsizlik oranı, tam istihdam sayılmaktadır. Bu oran doğal işsizlik oranıdır. Gelişmiş bir ekonomide ortalama %3 oranındaki işsizlik normal kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu oranın %5 olması normal karşılanabilmektedir (Parasız,1998:1). Tam istihdama para politikasının çeşitli araçlarıyla ulaşabilmek olağandır. İşsizlik üzerinde bankalararası para piyasası (interbank) faiz oranı ve döviz kurunun imalat sektörü hariç, finans ve hizmet sektöründe çok önemli bir etkiye sahip olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu iki sektör için etkiler olumludur ve ilk aşamalarda önemli düzeydedir. Döviz kuru ve bankalararası para piyasası faiz şokları çoğu kez işsizliği etkilememesine rağmen para arzı (M1 + repo) işsizlik üzerinde büyük etkisi bulunmaktadır. Bunun sonucunda bankalararası para piyasası faiz oranı ve döviz kurunun işsizlikle mücadelede etkili bir araç olmadığı anlaşılmaktadır. Bunun sebebi yatırımcılar yatırım yaparken mukayese edecekleri tek unsurun faiz oranları ve döviz kuru olmayışıdır. Faiz oranı ve döviz kuru yükselebilir. Ancak yatırımcı yapacağı analizlerle kârının daha yüksek olacağı sonucuna varırsa yatırım kararı alacaktır. Bu yüzden kısa vadeli faiz oranı ve döviz kuru beklentisi birinci derecede öneme sahip değildir. Ancak tedavüldeki para olan M1 işsizlik üzerinde daha büyük etkiye sahiptir. Piyasada yaşanan likidite sıkışıklığı reel sektörün işlem yapamamasına neden olacaktır. Reel sektörün düzgün işlememesi sonucu üretim kaybı yaşanacaktır. Dolayısıyla işsizlik ortaya çıkacaktır. İnterbank faiz oranı ve döviz kuru para politikasının hedefini tam olarak yerine getiremese de M1 ve repo para politikasını yerine getirmede etkilidir. Bununla birlikte gelir politikası ve yapısal reformlar işsizliği etkilemede para politikasından daha etkilidir (Berument vd. 2008:12-14).

5.2.1.3. Ekonomik Büyüme

Para politikasının yanı sıra ekonomi politikasının amaçlarından da biri olan ekonomik büyüme, II. Dünya Savaşından sonra önem kazanmıştır. Daha önceki dönemlerde ekonomik büyüme konjonktür olgusundan ayrı olarak düşünülüyor ve kısa dönemli ekonomik dalgalanmaların hafifletilmesi daha önemli bulunuyordu. II. Dünya Savaşından sonra uzun

dönemde ekonomik gelişme sorunu da ekonomi politikasının amaçlarından biri olmuştur. Enflasyoncu politikalarla kısa dönemde ekonomik büyüme sağlanabilir. Ancak uzun dönemde, ekonomik büyümenin parasal gelişmelerle gerçekleştirilmesi desteklenebilir bir politika değildir (Parasız,1998: 1). Bunun maliye politikasıyla desteklenmesi gerekmektedir. O halde para politikasının amacı, ekonomik gelişmeyi destekleyici olmalıdır ve bu amaca ulaşmak için maliye politikasıyla eşgüdümlü olmalıdır. Uzun dönemde ekonomik büyüme teknolojik gelişmeyle gerçekleşir. Teknolojik değişikliğin olmayışı ekonomik büyümeye bir sınır koyar. Teknolojik değişimin henüz gerçekleşmediği yatırımlar, piyasalar doyum noktasına ulaşmaya kadar, sadece kısıtlı bir büyüme gerçekleştirirler. Sürdürülebilir ekonomik büyüme için teknolojik gelişmenin önemi yadsınamaz. Bunun yanında iş hayatında emek faktörünün eğitim- öğretimle kabiliyetinin gelişeceği açıktır. İnsan kaynaklarının kabiliyetinin yükselmesiyle artan üretkenlik teknolojik değişime çok ihtiyaç duymaz. Ancak teknolojik değişim ve uzun dönemli büyüme yaratıcı entelektüel emek gücünün katkı sağlaması için zorunludur (Gürak,2000:2-23).

5.2.1.4. Ödemeler Bilânçosu Dengesi

Ödemeler bilânçosu genellikle bir ülkede yerleşik kişilerin belirli bir dönem boyunca yabancı ülkede yerleşik kişilerle yaptıkları tüm ekonomik işlerin sonucunu gösteren sistematik bir kayıt sistemidir (Seyidoğlu, 2003:397). Para politikası açısından ödemeler bilânçosu dengesine ulaşma amacını, ödemeler bilânçosunun iyileştirilmesi şeklinde anlayabiliriz. Para miktarındaki değişimler ödemeler dengesi üzerinde, faizler ise sermaye hareketleri üzerinde etkilidir. Bu dengenin sağlanmasında bir ülkede uygulanan döviz kuru sistemi önceliklidir. Gelişmiş sanayi ülkeleri yönünden ödemeler dengesinin açık veya fazla vermesi devamlı hale gelmedikçe kısa dönemli parasal bir sorundur. Bu ülkelerin paraları uluslararası arenada kolaylıkla diğer paralara çevrilebildikleri için ödemeler dengesinin açık veya fazla vermesi ulusal ekonomide üretimle para arzı arasındaki dengeyi bozar. Gelişmiş ülkeler bu tür sorunları para arzında ve onu etkileyen faiz haddi, açık piyasa işlemleri gibi faktörlerde yapacağı değişikliklerle giderebilir. Az gelişmiş ülkelerde ise ödemeler dengesi sorunu uzun vadeli ve yapısal bir sorundur. Bunun nedeni bu ekonomilerin parasal ikilik içinde bulunuşudur. Bu durum az gelişmiş

lkelerde ekonomik aktörlerin ulusal paraları yanında mecburen yabancı para bulundurma zorunluluğundandır (Savaş, 2000: 45).

5.2.2. Para Politikası Araçları

Para miktarında değişmelerin ekonomik faaliyetleri etkilemesi ve para politikası amaçlarına ulaşılması açısından para politikası araçları genel ve özel olmak üzere iki gruba ayrılabilir.

5.2.2.1. Para Politikasının Genel Araçları

Merkez bankaları parasal sistemi beklenmedik durumlara karşı korumak zorundadır. Merkez bankalarının bunu gerçekleştirmek için üç tane önemli aracı vardır. Bunlar açık piyasa işlemleri, reeskont politikası ve zorunlu karşılık oranlarıdır. Bunun yanında disponsibilite politikası, selektik politikalar gibi uygulamaları da mevcut bulunmaktadır. Bu üç araç ekonomik aktiviteleri doğrudan etkilemez. Para politikası araçlarının mevduat kuruluşları tarafından tutulan rezervlerin arzı ve talebi üzerinde etkiye sahiptir. Bu araçlar üzerinde oynama yaparak, merkez bankaları; para arzının büyüme oranını, faiz oranı seviyesini, hizmet fiyatların ve kredi kapasitesini etkiler (Koğar,1995:2).

5.2.2.1.1. Aık Piyasa İşlemleri

Aık piyasa işlemleri para arzını kontrol etmede en önemli politika aracıdır. Aık piyasa alımı parasal tabanı büyütür, bu yüzden para arzını artırır. İki tür aık piyasa işlemleri vardır. Bunlardan dinamik aık piyasa işlemleri parasal tabanı ve rezerv seviyesini değiştirmeye çalışılır. Savunmaya yönelik aık piyasa işlemleri ise parasal tabanı etkileyen diğer faktörlerdeki hareketliliğin dengeyle sonuçlanması denenir (Koğar,1995:3-4).

Merkez bankası tarafından aık piyasa işlemleri hem savunmaya yönelik, hem de hücuma yönelik amaçlarla yapılır. Bilindiği gibi birçok etmen parasal tabanı etkiler. Eğer

bu etmenlerin arzulanmayan miktarda, parasal tabanı değiştirme tehdidi olursa, merkez bankaları bunu dengeleyici yönde davranır. Bu durumda merkez bankaları, parasal tabanı değiştirmeye yönelik etmenlere karşı sadece savunma yaptığında bu tür işlemlere savunma işlemler denilmektedir. Öte yandan merkez bankası bir tehdit olmasa bile, parasal tabanı değiştirmek amacıyla açık piyasa işlemlerine giriyorsa, buna dinamik işlemler veya hücuma yönelik işlemler denilmektedir (Paya,1998:154).

Açık piyasa işlemlerine bağlı olarak iki etkiden söz edilebilir. Bunlar miktar etkisi ve fiyat etkisidir. Miktar etkisi, para arzındaki değişmeyle açıklanır. Merkez bankaları, para piyasasında kişilerden ve bankalardan senet alır, senet satar. Bu alışverişlerin sonucu olarak bankaların likiditeleri artar ya da azalır. Bankaların tuttukları rezerv paranın değişmesi, bankaların kaydı para yaratma ve bu parayı kredi olarak dağıtma politikalarını etkiler. Yani açık piyasa işlemlerinin miktar etkisi, önce banka likiditesinin daha sonra da kredi çarpanı yoluyla para arzının etkilenmesidir. Merkez bankaları bazen para piyasasına senet satıcısı bazen de alıcısı olarak girmektedir. Dolayısıyla merkez bankaları, piyasada oluşmuş denge fiyatını değiştirmektedir. Eğer merkez bankası senet satarsa senedin değeri düşecek ve tahvil ile faiz oranı arasında negatif bir ilişki olduğu için faiz oranı yükselecektir. Merkez bankası senet alırsa senedin değeri yükselecek ve buna bağlı olarak faiz oranı düşecektir. Bu tür fiyat hareketlenmeleri fiyat etkisi olarak açıklanır.

Merkez bankaları açık piyasa işlemleri çerçevesinde dört çeşit işlem yapmaktadır. Bunlar; kesin alım ve satım (outright işlemleri) ile geri alım vaadiyle satış (ters repo) ve geri satım vaadiyle alım (repo) işlemidir.

5.2.2.1.2. Reeskont Politikası

Merkez bankası ödünç para veren son merci olarak tanımlanmaktadır. Bunun için merkez bankasına bankaların bankası denilebilir; onların mevduatlarını kabul eder, onlara ödünç para verir. Reeskont, bankalarca iskonto edilmiş bir senedin merkez bankasınca iskonto edilmesidir. Reeskont oranı ise merkez bankasının bankalara ödünç para verme

işlemlerinde uyguladığı faiz oranıdır (Keyder, 2002:79). Bankalar ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezervlerini arttırabileceklerine göre, onların bu başvurularını, reeskont oranlarında yapacağı değiştirmeler yoluyla teşvik ederek bankaların rezervlerini ve kaydi para yaratma olanaklarını etkileyebilir (Parasız, 1998: 11).

Reeskont işlemlerinin temelde iki türü vardır. Bunlar; Reeskont kredileri ve avanslardır. Reeskont kredilerinde, ticari bankalar, ellerinde bulunan ve vadesi henüz dolmamış iskonto edilmiş senetleri merkez bankasına teslim ederler. Senetler, merkez bankasının cari faiz oranlarıyla iskonto edilir. Yani kredi karşılığı olan faizler düşülür, bakiye, senetleri veren bankaya ödenir. Avanslarda ise, senetler karşılığı, iskonto uygulanmadan belirli bir faiz karşılığı, ilgili bankaya kredi verilir. Maddi bir teminatın rehin ve ipoteği karşılığında sağlanan krediler genellikle Avans adını alır (Paya, 1998:156).

Merkez bankası açısından reeskont oranlarının değiştirilmesiyle, para stoku ve kredi genişlemesi iki yönden kontrol edilebilir. Bunlar maliyet ve beyan etkileridir. Reeskont oranındaki yükseliş ödünç almayı pahalılaştırır ve bunun sonucu olarak kredi hacmi daralır. Reeskont oranının düşürülmesi sonucu ise kredi maliyeti düşeceğinden kredi hacmi genişler. Maliyet etkisi bu şekilde açıklanabilmektedir. Beyan etkisi ise; reeskont oranındaki değişimler genelde gazetelerden halka duyurulur. Reeskont oranındaki artış finansal çevrelerce merkez bankasının yakın zamanda daha güçlü diğer araçları kullanılacağına ilişkin uyarı görevi üstlenir. Beyan etkisinin en önemli yönü enflasyon ve resesyon bekleyişlerinin yönünü değiştirmede yardımcı olmasıdır (Parasız, 1998:13).

5.2.2.1.3.Zorunlu Karşılıklar Politikası

Ticari bankalar mevduatlarının bir kısmını (bankalararası mevduat hariç) kanunen saptanan bir oranını zorunlu karşılık olarak tutmak zorundadırlar. Merkez bankası, karşılık oranlarını azaltmak ya da artırmak yolu ile bankaların kaydi para yaratma olanaklarını etkileyebilir. Zorunlu karşılık oranının yükseltilmesi durumunda, şayet bankanın atıl rezervleri yoksa bankalar -

sağladıkları kredileri ve yatırımları geri çekmek durumunda kalırlar. Zorunlu karşılık oranının düşürülmesi halinde ise zorunlu karşılıkların bir kısmı, kullanılabilir rezerv şekline dönüşecek, bu da bankaların kredi tabanını arttıracaktır.

5.2.2.1.4. Disponilite Oranı

Disponibilite esas itibariyle "satılabilir varlıklar" demektir. Türkiye’de mevduat kabul eden bankalar taahhütlerine karşı disponibl değerler bulundurmak zorundadırlar. Disponibl değerler "birinci derecede" ve "ikinci derecede" disponibl değerler şeklinde ikiye ayrılmıştır. Birinci derece disponibl değerler, bankaların YTL kasa mevcudu ve bankaların T.C.M.B.'deki serbest mevduatlar için ayrılan değerlerdir. Bu bölüm, disponibilitenin nakit kısmı olarak da bilinir. İkinci derecede disponibl değerler iç borçlanma senedi olarak tutulmaktadır. Bu da bankaların Hazine'ye ek, kredi açması anlamına gelmektedir. Zorunlu karşılık oranlarındaki artışlar bankaların fon maliyetini artırmaktadır. Fakat disponibilite oranındaki artışlar, nakit kısmı dışındakiler, faiz getirisi olan devlet iç borçlanma senetlerinden oluştuğundan, fon maliyeti üzerindeki etkisi bu tahvillerin faiz oranlarına bağlı olarak değişmektedir (Keyder, 2002:50).

5.2.2.2. Para Politikasının Özel Araçları

Selektif kontrol aracı adı da verilen bu tür araçların başlangıç etkisi, tüm ekonomi üzerinde meydana gelmez; bazı spesifik piyasalarda hissedilir.

5.2.2.2.1. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları

Merkez bankaları, ticari bankaların getirecekleri senetlere özelliklerine göre farklı reeskont oranı uygulayabilir. Böylece merkez bankası, bazı sektör ve faaliyetlerin gelişmesini sınırlandırabilir ya da özendirebilir. Bununla birlikte bu tür ayrıcalıklı para politikasının olumlu sonuç verebilmesi için ticari bankaların merkez bankasına getirdikleri senet tutarlarının büyük rakamlara ulaşması gerekir.

5.2.2.2.2.Ticari Banka Kredilerinin Miktar, Vade ve Faiz Oranları Açısından Selektif Kontrolü

Merkez bankası, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir tavan getirebilir. Öte yandan bazı ayrıcalık getirilen üretim faaliyet ve alanları için orta ve uzun vadeli kredi olanaklarını genişletebilir ve bunlar için çeşitli faiz kolaylıklarını getirebilir. Bu tür önlemlerle para otoriteleri, bir yandan ticari banka fonlarının bazı spekülatif faaliyet ve alanlara kaymasını önlerken, öte yandan fonların arzulanan sektörlere yönlendirilmesini de sağlar.

5.2.2.2.3. Bankalar ve Banka Dışı Mali Aracılara Belli Miktarda Devlet Tahvili, Hazine Bonosu Satın Alma Zorunluluğunun Getirilmesi

Para otoriteleri, ticari bankaları ve banka dışı mali araçları ellerindeki fonların belli bir oranıyla öngördükleri tahvil ve bonoları satın almaya zorlayabilir. Eğer piyasa faiz oranları bu gibi aktiflerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla normal piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olur. Ticari bankalardan ucuza sağladığı bu fonları ekonomik kalkınmada öncelikli olan faaliyetlerin finansmanında kullanabilir.

5.2.2.2.4.Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası, ticari banka ve banka dışı mali kurumların portföylerinde bulunduracakları kıymetlerin bir kısmına el atabilir. Örneğin, bu kuruluşların satın alacakları tahvil ve hisse gibi kıymetlerin hangi faaliyet dallarına ait olacağı, bunların oranının veya tutarının ne kadar olacağını belirleyebilir. Böylece, finansal kuruluşların ellerinde bulunan fonların ekonomik büyümeye katkıda bulunacak sektörlere transferi sağlanabilir. Ancak böyle bir politikanın başarılı olabilmesi için söz konusu ekonomide menkul kıymet çeşit ve alışverişlerinin bol olması gerekir (Parasız, 1998: 22).

5.3. Para Politikası Aktarma Süreci

Para politikası amaçlarına ulaşmak isteyen para politikası uygulayıcısı para politikası araçlarını uygulayacaktır. Bu araçların etkilerinin nihai amaçlara

ulaştırılmasını ifade eden para politikası aktarma sürecinin işleyişi amaçların ve göstergelerin belirlenmesini gerektirir.

5.3.1. Para Politikası Ara Göstergeleri

Ara gösterge seçimi nihai hedefle ilgili bilgilerin toplanmasındaki gecikme ve belirsizlik koşulları altında para politikası için optimal bir stratejinin ya da stratejilerin seçimidir.

Para politikası araçlarının etkisinin görülebilmesi için belli bir sürenin geçmesi ve nihai amaçların para politikası dışında diğer bir kısım faktörlerden de etkilenmesi gibi nedenlerle para politikası uygulayıcıları para politikası araçlarının kısa dönemdeki etkisini ölçmek için nihai hedef yanında bir de ana ve ara göstergeler seçerler. Bu göstergeler belli bir yönde değişirse, para politikası uygulayıcısı uygulanan para politikası araçlarının etkin olduğunu kabul edecektir. Ara göstergeler kullanılan para politikası araçlarının ana göstergeler üzerindeki, yakın geçmişte meydana getirdikleri değişiklikleri ölçmektedirler. Genel olarak baz para, parasal taban, merkez bankası parası gibi rezerv büyüklükleri ve kısa vadeli faiz oranları ara gösterge olarak kabul edilir.

5.3.2. Para Politikasının Ana Göstergeleri

Ana göstergeler merkez bankalarının doğrudan kontrolü altına almadığı, dolaylı bir şekilde ve uzun bir süre sonunda etkiledikleri göstergelerdir. Ana göstergeleri M1, M2, M3 gibi para büyüklükleri, piyasadaki kredi miktarı ve uzun vadeli faiz oranlarıdır (Doğan, 2006: 66).

5.4. Para Politikası Stratejileri

Para politikasının yürütülmesinde biri tek aşamalı, diğeri iki aşamalı olmak üzere iki stratejiden söz edilebilir.

5.4.1. Tek Aşamalı Strateji

Tek aşamalı stratejide para politikası doğrudan doğruya nihai amaçlara yönelik

olarak izlenmektedir. Eğer nihai amaçlar arzulan rotadan saparsa, aletler arzulanan yönde değiştirilmektedir.

5.4.2. İki Aşamalı Strateji

İki aşamalı para politikası stratejisinde nihai amaca ulaşmak için ara hedefler kullanılmaktadır. Sorun iki ayrı aşamaya bölünmektedir. Birinci aşamada merkez bankası nihai amaçlarla uyumlu ara amaç rotalarını belirlemektedir. Örneğin merkez bankası gelecek iki yıl içinde enflasyon oranını yıllık %80'den %20'lere indirmek istiyorsa, bu nihai amaçla uyumlu olacağını ümit ederek ara hedef olarak M1 para arzında %60'lık bir büyüme öngörmektedir. İkinci aşamada verilen ara hedefle uyumlu olarak araçlardaki değişme oranını belirlemektedir (Parasız, 1998:9).

5.5. Para Politikasının Ekonomiye Etkileme Kanalları

Para politikası uygulayıcısı ekonomiye genellikle üç değişik yolla etkiler. Bunlar; faiz, ekonomik sistem içinde var olan portföy değişimi, ve servetin net değerinin ortaya konulmasıyla gerçekleşir.

5.5.1. Faiz

Ekonomik sistemde finansal piyasaların temeli faizdir. Faiz, sisteme sunulan likit varlıklarla sistemden alınan ödünç fonların farkı ile belirlenir. Faizin fiyat oluşum sürecine zarar vermeyecek düzeyde olması gerekir. Ayrıca faizin finansal sisteme girebilmesi için bankacılık sistemine likidite olarak girmesi gerekir. Finansal sisteme borç veren belli oranda fiyat getirisi alır. Fonları sisteme çekecek şekilde faizin belirli olması gerekir. Faizi belirlerken ilk olarak sistemde para arzının artırılması için tasarrufların sisteme çekimi öngörülür. İkinci olarak belirlenen faiz oranının kişiye tekrar dönebilmesi için sistem içinde mutlaka gelir yaratıcı olarak kullanılması gerekmektedir. Parasal değer olan likit fonlar belirli faiz oranı karşılığında yatırıma dönüştürülecek kişilere ödünç fon olarak verilir. Likidite tekrar sermaye oluşum sürecine dahil olur. Burada likitin gelir yaratma özelliği oluşur. Finansal sistem içerisinde para arzı ile para talebi bu şekilde faiz tarafından dengeye getirilir. Ancak para arzı ve talebi çeşitli sebeplerden ötürü dengeye

gelemeyebilir (Keyder,2002:388). Örneğin mal piyasasında istihdam sorunu yaşandığında bu sorun para piyasasını da etkileyecektir. Bu dengesizlik sonucu merkez bankası tasarrufların sisteme çekimi için faiz oranını artırmaktadır. Para arzını sistemde reel sektör oluşturacak şekilde yapılandırmak için maliyet unsuru olan reel sektöre verilen kredinin faiz oranı düşülebilir. Faiz oranının mutlaka tasarrufların yatırıma dönüşecek düzeyde olması gerekir

5.5.2. Portföy Dengesi Değişimi

Portföy dengesi var olan likiditenin nasıl tutulduğunun ve nasıl kullanıldığının göstergesidir. Döviz, hisse senedi, tahvil, gayrimenkul ve menkul değerler arası parasal değişimde para politikasının etkileme yönünü oluşturur. Burada amaç reel sektörü harekete geçirme yolu ile likit akışı sağlamaktır. Merkez bankasının döviz rezervleri artarsa para arzı istikrarlı olur. Nominal değerlerin payı artarsa ülkeden döviz rezervi çıkar. Portföy dengesinde amaç reel değerlerin miktarını artırmaktır. Reel ekonomi içinde iddihar da vardır. Güvensizlik ortamında iddihar ortaya çıkar. İddihar sonucu likidite sisteme girmez. GSMH içinde baskı yaratmayacaksa merkez bankası emisyon yapıp likidite sağlamalıdır.

5.5.3. Servetin Net Değişimi

Servetin net değerine bakarak merkez bankası uygulamaların sonucu hakkında bilgi verir. Servet miktarı para arzındaki dalgalanmalar sonucu iki şekilde etkilenmektedir. Bunlardan biri, fiyat düzeyindeki dalgalanmaların kişilerin servetinin reel ankes bölümünü etkilemesiyle, diğeri ise para arzındaki dalgalanmalar sonucu meydana gelen faiz oranı oynamaları, ikincil piyasadaki menkul kıymetlerin piyasa değerlerini ve böylece de, elde bulunan servetin piyasa değerini etkilemesiyle meydana gelir. Servet reel getiriden oluşuyorsa merkez bankası uygulamaları etkin ve güvenlidir (Parasız, 1998: 388-390).

5.6. Enflasyonist ve Deflasyonist Ortamda Uygulanacak Para Politikaları

Enflasyon ortamında talep miktarı arz miktarını geçtiği için talebi kısma ya da arzı talep seviyesine çıkarmaya yönelik politikalar uygulanır. Talebi kısma yönelik politikalar kısa dönemde gerçekleşebilecek politikalar. Ancak bu durumda halkın refah

düzeyi düşeceği için bu şekilde yapılan para politikalarıyla enflasyonu düşürme programları çok önemli değildir. Asıl önemli olan arzı talep seviyesine çıkaracak politikalarla enflasyonu önlemektir. Bu durum ise uzun dönemde mümkündür.

5.6.1. Enflasyonist Ortamda Uygulanacak Para Politikaları

Enflasyonist bir ortamda genellikle arzı talep seviyesine çıkarma yerine talebi arz seviyesine düşürme politikası güdülmektedir. Bunun en önemli sebeplerinden biri uygulama alanında kolay oluşu ve uzun zaman almayışıdır. Ayrıca arzın talep seviyesine çıkarılması için para politikası tek başına işe yaramamaktadır. Para politikasıyla birlikte maliye politikasının da uygulanması gerekmektedir. Maliye politikasını yürütmekle yükümlü olan hükümet ve diğer kamu organları da seçimle geldikleri için ve belirli bir zaman sonra görevleri sona erecekleri için merkez bankası daha çok talebi kısıcı politikalara yönelir.

Enflasyonist ortamda talebi kısmak için merkez bankası daraltıcı para politikası uygular. Daraltıcı para politikasıyla, toplam harcamaları kısmak amacıyla para arzını daraltıp faiz oranlarını yükseltmek ve yatırımlarla birlikte kredi hacminin kısılması hedeflenmektedir. Daraltıcı para politikasını uygularken merkez bankaları mevcut araçlarını talebi kısıcı yönde kullanır. Bu araçlardan reeskont oranları ve zorunlu karşılık oranlarını yükselterek, açık piyasa işlemleri ile piyasaya hazine bonosu satarak kullanır.

Enflasyonist dönemde yalnızca daraltıcı politikalar uygulanarak talep kısıcı yöntemler uygulanmaz. Bunun yanında arzı artırıcı politikalar da uygulanır. Ancak bu politikanın uygulanması için maliye politikasıyla aynı yönde politikanın uygulanması gerekmektedir. Söz gelimi hükümet ve diğer yetkili karar mercilerinin genişletici maliye politikası uygulaması sonucu otonom yatırımlar artacaktır. Bunun sonucu olarak çarpan mekanizmasıyla milli gelir ve buna bağlı olarak toplam talep artacaktır. Sonunda üretim devletin yapmış olduğu bir birimlik artıştan çok daha fazla artacaktır. Buna paralel olarak üretim artışıyla birlikte para arzının da artması gerekmektedir. Aksi takdirde üretimde bir artış olmaksızın yalnızca para arzının artırılması var olan enflasyonu daha da körükler. Bu politika sonucunda yani uygulanan genişletici maliye politikası sonucunda arz talep

seviyesini yakalayıp geçtikten sonra talebi canlandıracak politikaların uygulanmayışı ekonomiyi deflasyonist bir ortama sürükleyebilir.

Ekonominin enflasyonist sürece girmemesi için finansal sistemin, özellikle sermaye piyasalarının etkin olması gerekmektedir. 1980’li yıllarda dünyada yaşanan krizler finansal piyasaların önemini artırmış ve finansal piyasalarda yeni araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Sermaye piyasası aracı olarak bu dönemlerde kullanılmaya başlayan türev ürünler bu araçların başını çekmektedir. Sermaye piyasası türev ürünleri enflasyonist dönemde etkisini göstermektedir. Önceden belirlenen fiyattan varlık alım-satımını konu edindiği için yatırımcıların önünü görmesine yardımcı olmaktadır. Böylelikle yatırımcı daha fazla yatırım yapabilecek ve arz artacaktır. Ayrıca spekülatif amaçla yatırım yapan kişiler de portföylerini değerlendirmek için türev ürünlere yöneleceklerdir. Bu yöneliş piyasanın dengeye gelmesini sağlayacaktır. Herhangi bir yatırımcı kendi yaptığı tahminlere göre değerinin yükseleceğini varsaydığı varlığı satın alıp, değerinin düşeceğini varsaydığı varlığı satarak kâr elde etmeye çalışır. Bu durum o varlığa yönelik spekülatif talebi artırır. Bu talep artışı bir noktaya kadar devam eder. Piyasada oluşan bu talep artışını karşılamak için bu varlığın arzı artar. Sonunda bu varlığın arz ve talebi dengelenir. Arbitraj amaçlı yapılan türev ürün alımı ve satımı da benzer sonuç doğurur.

5.6.2. Enflasyonist Ortamda Uygulanacak Diğer Politikalar

Enflasyonist ortamda talep kısıcıcı yönde uygulanan daraltıcı para politikasının yanında Ortodoks ve heterodoks politikalar da uygulanabilir.

5.6.2.1. Ortodoks Politikalar

Ortodoks politikalar talebi kontrol almaya yönelik politikalardır. Aynı zamanda istikrar programıdır. Genelde ödemeler dengesini düzeltmek ve enflasyonu düşürmek gibi iki ana amacı bulunan ortodoks istikrar politikaları, nominal para arzının kontrolü ve kamu harcamalarının kısılması esasına dayalı ve kısa dönemli şok programlardır. İç ve dış dengeyi birlikte kurmayı amaçlayan ortodoks programlar; sübvansiyonların kısılması ve vergi artışlarıyla bütçe dengesini

dolayısıyla da iç dengeyi, dış borçlarda yeniden yapılanma ve/veya yeni dış borç ile de dış dengeyi sağlamaya çalışır. Programın başlangıcında yapılacak devalüasyon, Merkez Bankasının bağımsızlığının artırılması ve fiyatların serbest bırakılması ortodoks istikrar paketinin diğer önemli öğelerini teşkil eder (Parasız, 1998: 218).

5.6.2.2. Heterodoks Politikalar

Heterodoks politikalar arzı kontrol altına almaya yönelik politikalarlardır. Bu politikalar da ortodoks politikalar gibi istikrar programları kapsamına girmektedir. Heterodoks istikrar politikaları geçici bir süre için kısmen veya tamamen fiyat, faiz, döviz kurunun, mal fiyatları, ücretler gibi araçların dondurulması esasına dayalı programlardır. Bu programda temel amaç, hiperenflasyonu şok tedavi yöntemiyle kısa sürede kontrol altına almaktır. Bu bağlamda, fiyat ve ücret kontrolleriyle ekonomide fiyatlar genel düzeyi düşürülürken, daraltıcı maliye politikası ve sabit döviz kuru politikası araçlarıyla fiyatlar genel seviyesinin geldiği düzeyi korunması sağlanır. Çapa olarak kullanılan sabit döviz kuru politikası ile ulusal paranın yabancı para birimleri karşısında değer kaybedeceği beklentisinin kırılması amaçlanır. Fiyat ve ücret kontrolü ve sabit döviz kuru politikası ile kısa vadede ve şok bir yöntemle yerli fiyatların istikrara kavuşturulması ve bunun sonucunda da vergi gelirlerinin artırılması amaçlanır. Böylece, kamu harcamalarının kısılması politikası ile birleşince bütçe dengesinin sağlanacağı ve kamu açıklarının kapatılacağı umulur. Parasal reform, mali düzenlemeler ve gelirler politikalarının bütünleşmesine dayalıdır. Heterodoks yaklaşım IMF paketlerinin aksine, toplam talebin kontrolüne dayalı politikaların istikrar için yeterli olmadığını belirterek daraltıcı para politikalarını ve mali düzenlemeleri istikrar politikalarının temel araçları olarak tanımlarlar (Parasız,1998:221). Gelir politikalarına ek olarak, heterodoks yaklaşım mali açıkların sert bir şekilde düşürülmesinde ısrarcıdırlar. Heterodoks programlar ancak mali konsolidasyonun söz konusu olması durumunda işler. IMF programları ile heterodoks yaklaşım arasındaki diğer önemli bir fark ise IMF programlarının parasal kısıtlamaları öngörmesine karşın heterodoks yaklaşımın

reel faiz oranlarının yükselmesini önlemek için parasal genişlemeyi önermesidir (Doğan, 2006: 37-38).

5.6.3. Deflasyonist Ortamda Uygulanacak Para Politikası

Deflasyonist ortamda uygulanacak para politikası enflasyonist ortamda uygulanması gereken politikanın tam tersidir. Enflasyonist ortamda talep fazlalığı mevcutken deflasyonist ortamda arz fazlalığı bulunmaktadır. Bu yüzden talebi arz seviyesine çıkaracak politikalar ya da arzı talep seviyesine düşürecek politikalar uygulanır. Arzı talep seviyesine düşürmek pek uygulanmak istenen politika değildir. Esas olan talebi arz seviyesine yükseltmektir. Bunun için merkez bankası mevcut araçlarını enflasyonist ortamda kullandığı istikametinin tam tersi yönde kullanacaktır. Yani genişletici para politikası uygulayacaktır. Bunun yanında arzı talep seviyesine düşürerek de deflasyonist açık giderilebilir. Merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını artırmasıyla borçlanma maliyeti artacaktır. Bunun sonucu yatırımlar azalacaktır. Dolayısıyla arz kısılmış olacaktır. Arzı kısmanın diğer bir yolu da türev ürün yoluyla gerçekleştirilebilir. Bugün arzı fazla olan varlığa gelecekte spekülasyon talep olabilir. Bu durum kişilerin beklentisinin bu yönde değişmesi sonucu gerçekleşir. Bundan dolayı bu varlığa yönelik türev işlemlerde artış olur ve elinde bu varlıktan olan kişiler bu varlığı türev piyasalarında değerlendirerek gelecekte işlem yapmak üzere saklı tutar. Böylelikle hem piyasada arz fazlalığı kalmamış olur hem de daha sonra yaşanması muhtemel arz yetersizliğine karşı stoklama işlemi yapılmış olur (Türk, 2006: 139-158).

5.7. Sermaye Piyasası Türev Ürünler ile Para Politikası İlişkisi

Sermaye piyasası ile para piyasası arasında uzak bir mesafe olmayıp aralarında bir bağ olduğu gibi para politikasıyla da bir bağlantı bulunmaktadır. Bu bağlantı tek yönlü olabildiği gibi bazen çift yönlü olabilmektedir. Sermaye piyasası araçlarından özellikle türev ürünlerle para politikası arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Sermaye piyasası türev ürünleri piyasayı yönlendirerek para politikasının hedefine ulaşmasına katkı sağlamaktadır. Aynı şekilde para politikası

uygulamalarıyla da türev işlemler etkilenmektedir. Sözgelimi türev ürün sözleşmeleriyle gelecekte herhangi bir varlığı şimdiden alımı veya satımı yapılarak yatırımcının önünü görmesi sağlanacaktır. Böylelikle yatırımcı daha güvenle yatırım yapacaktır. Dolayısıyla üretim artışı gerçekleşmiş olacaktır. Bu üretim artışı emek talebini artıracak, dolayısıyla istihdam seviyesi artacaktır. Üretim ve istihdam artışına paralel olarak ekonomik büyüme gerçekleşmiş olacaktır. Ayrıca üretim de talebe göre ayarlanacağı için para politikasının en önemli amacı olan fiyat istikrarında önemli bir aşama kaydedilmiş olunur. Buna göre türev ürünler, bu etkilerinden dolayı para politikası uygulayıcısına amacına ulaşmasında kolaylık sağlar. Sermaye piyasası türev ürünler ile para politikası araçları arası ilişki çift yönlüdür. Daha önce ifade edildiği gibi türev ürünlerin para politikasını etkilediği gibi para politikası araçlarındaki değişimler de türev ürünleri etkilemektedir. Burada para politikasının önemli araçları olan faiz oranı ve döviz kuru ile para politikasının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamada önemli bir yere sahip olan enflasyon gibi değişkenlerde meydana gelen değişimlerin türev işlemlerde meydana getirdiği etki ölçülecektir. Bunun için ekonometrik analiz yapılacaktır.

5.7.1. Forward İşlem Hacmi ve Para Politikası İlişkisi

Türev işlem piyasası son yıllarda oldukça gelişmiştir. 1980'li yıllarda serbest piyasa ekonomisine geçişle birlikte ilk başta gelişmiş ülkelerde ve daha sonraki yıllarda da gelişmekte olan ülkelerde türev ürün kullanımı artmıştır. Türev ürünlerle ilgili düzenli bilgileri BIS (Bank for International Settlement) kayıt altına alıp altışar aylık dönemler itibarıyla yayınlamaktadır. Türev ürünlerle ilgili işlemler iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunların ilki tezgahüstü piyasalarda gerçekleşmektedir. Diğerisi ise organize borsalarda gerçekleşmektedir. BIS bu verileri ülkelerin merkez bankaları verileriyle yayınlamaktadır. Tezgahüstü piyasalarda marjin sistemi, takas odası v.b. standartlar olmazken organize borsalarda butür standartlar mevcuttur. Bu yüzden organize borsalar daha denetimli, güvenlidir ve diğer piyasalarda meydana gelen bir krizden daha az etkilenir. Buna karşılık tezgahüstü piyasalarda işlem hacmi daha fazladır. Bunun

en önemli sebebi ise bu piyasaların organize piyasalar gibi katı kurallara sahip olmasıdır (Bolgun vd, 2003:73-75). Aşağıdaki tabloda BIS tarafından yayınlanmış olan küresel tezgahüstü türev piyasalarda (OTC) gerçekleşen işlem hacimleri verilmiştir.

Tablo 4 :Küresel Tezgahüstü Forward ve Swap Türev İşlem Hacmi

		İşlem Hacmi(milyar\$)					
		Yıllar	Aralık	Haziran	Aralık	Aralık	Haziran
			1998	2000	2005	2006	2004
TOPLAM							
			80,317	94,037	297,670	415,183	220,070
A	Döviz Sözleşmeleri		18,011	15,494	31,364	40,179	31,500
	Forward ve Döviz Swapları		12,063	10,504	15,873	19,828	16,764
B	Faiz Oranı Sözleşmeleri		50,015	64,125	211,970	291,987	177,458
	Faiz Forwardları		5,756	6,771	14,269	18,689	14,399
	Faiz Swapları		36,261.58	48,768.12	163,749.44	229,241.32	127,570.32
C	Hisse Senedi Sözleşmeleri		1,488	1,671	5,793	7,485	5,094
	Forwards ve swaps		146	348	1,177	1,764	773
D	Emtia Sözleşmeleri		415	584	5,434	6,938	1,354
	Forwards ve swaps		137	163	1,909	2,813	541

Kaynak:Bank For International Settlement, 2007

Tablo 4’e göre 1998 yılının ikinci altı aylık döneminde tezgahüstü türev piyasalarında toplam işlem hacmi 80,317 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın içindeki en büyük pay 50,015 (%62,27) trilyon dolarla faiz oranı sözleşmelere aittir. Bu tutar içindeki forward miktarı ise 5,756 (%11,50) trilyon dolardır. Döviz sözleşmeleri hacmi ise 18,011 (%22,42) trilyon dolardır. Döviz

sözleşmelerinin içinde forward ve swap işlem hacmi 12,063 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde hisse senedi sözleşmeleri ise 1,488 (%1,85) trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Hisse senetleri sözleşmeleri içinde forward ve swap hacmi ise 146 (%9,8) trilyon dolardır.

2000 yılının birinci altı aylık döneminde OTC (over-the-counter derivatives) büyüdüğü görülmektedir. Tüm OTC sözleşmeleri yılın ilk altı ayında 94,037 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Türev işlem hacmi 1998 yılına göre %17,08'lik bir artış göstermiştir. Döviz sözleşmelerinde %13,97 oranda bir azalma görülmesine rağmen diğer ürünlerde artış meydana gelmiştir. 2000 yılı işlem hacmindeki en büyük pay 1998 yılında olduğu gibi faiz sözleşmelerine aittir. Faiz sözleşmeleri 64,125 (%68,2) trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın içinde faiz forward sözleşmeleri 1998 yılına göre %20 artışla 6,771 (% 11) trilyon dolara yükselmiştir. Hisse senedi forward ve swap sözleşmelerinde 1998 yılına göre büyük bir artış gözlenmektedir. Forward ve swap sözleşmelerinde bu dönemde %138,35 bir artış olmuştur (bis.org/publ/otc_hy0011.pdf?noframes=1).

2005 yılında ikinci altı aylık dönemde ise gerçekleşen türev işlem hacmi 297,670 trilyon dolardır. 2000 yılına göre yaklaşık üç kat artmıştır. Diğer yıllarda olduğu gibi gerçekleşen işlem hacimleri içinde en yüksek tutar faiz sözleşmelerine aittir. Faiz sözleşmeleri içinde forward sözleşmelerin payı ise 14,269 (%6,73)'tür. Faiz forward sözleşmeleri 2000 yılına göre %110,78 artmıştır. Hisse senedi ve emtia sözleşmelerinde de 2000 yılına göre büyük artış görülmüştür. Emtia sözleşmelerindeki artış 2000 yılı işlem hacminin yaklaşık on katıdır. Hisse senedi sözleşmeleri ise 2000 yılına göre yaklaşık olarak beş kat artmıştır (bis.org/publ/otc_hy0511.pdf?noframes=1)

Forward ve swap işlem hacmi 2007 ilk altı ayda 516,407 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Faiz türev sözleşmeleri 346,937 (%67,18) trilyon dolara yükselmiştir. Bu tutarın içinde faiz forward sözleşme tutarı ise 22,809 trilyon dolardır. Faiz forward sözleşme hacmi 2005 yılına göre %63,95 artış göstermiştir.

Hisse senedi sözleşmeleri ise 2005 yılına göre %58,85 artışla 9,202 trilyon dolara yükselmiştir. Hisse senedi sözleşmelerin içinde forward ve swap sözleşmeleri ise 2,599 trilyon dolardır. Sonuç olarak takip eden yıllar boyunca türev işlem hacmi 1998-2000 yılı döviz türevleri hariç düzenli bir artış göstermiştir. Bu yıllarda döviz türevleri yaklaşık olarak 18 trilyon dolardan 15 trilyon dolara düşmüştür. Bu düşüş yaklaşık olarak %16,6'ya tekâbül etmektedir (bis.org/publ/otc_hy0711.pdf?noframes=1).

Tablo 5'e göre 2000 yılında İngiltere'de gerçekleşen dövize dayalı forward ve swap işlem hacmi 1,603 trilyon dolardır. 2002 yılında ise 2000 yılına göre %9,3 azalarak 1,453.89 trilyon dolara gerilemiştir. 2003 yılında %27,75'lik bir artışla 1,3856.54 trilyon dolara yükselmiştir.

Tablo 5 : İngiltere'de 2000-2007 Dönemine Ait Döviz ile Faiz Oranı Forward ve Swap İşlem Hacmi

Yıllar	Aralık 2000	Aralık 2002	Aralık 2003	Aralık 2004	Aralık 2005	Aralık 2006	Aralık 2007
Finansal Araçlar							
Döviz Forward ve Swaplar	1,603,41	1,453,89	1,856,54	2,053,18	2,099,32	2,906,14	3,873,24
Faiz Oranı Forward ve Swaplar	4,852.28	7,441.52	9,884.23	15,288.83	15,060.14	22,233.56	27,673.23
TOPLAM	6,455.69	8,895.41	11,740.77	17,342.01	17,159.46	25,139.70	31,546.47

Kaynak: BIS, 2008.

Bundan sonraki yıllarda türev işlemlerde sürekli bir artış gözlemlenmektedir ve 2007 yılı ikinci altı aylık döneminde 3,873.24 trilyon dolara yükselmiştir. Faiz üzerine forward ve swap işlemleri ise döviz üzerine forward ve swap işlemlerinden oldukça fazladır. 2000 yılında gerçekleşen faiz

üzerine gerçekleşen işlem hacmi 4,852.28 trilyon dolardır. 2002 yılında ise 2000 yılına göre %53 artarak 7,441 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer yıllarda da düzenli bir şekilde artarak 2007 yılı sonunda 27,673 trilyon dolara ulaşmıştır. Döviz ve faiz oranı üzerine forward ve swap işlem hacmi toplamda ise 2000 yılında 6,455.69 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılında %37 artarak 8,895 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer yıllarda da düzenli bir şekilde artarak 2007 yılı sonunda yaklaşık olarak 31,546.47 trilyon dolara ulaşmıştır (bis.org.statistics/otcdet/dt01. .csv).

Tablo 6 'ya göre 2000 yılında İngiltere'de faiz oranı AB ortalaması'nın biraz üzerinde %6,00 olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılında İngiltere Merkez Bankası genişletici politika sonucu olarak faizleri 2 baz puan aşağı çekmiştir (bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions/decisions07.htm). Bundan sonraki yıllarda ise 0,25 ile 1,00 baz puan arasında düzenli bir şekilde yükselmiştir. Bu yıllarda enflasyon oranı faiz oranı bağlı şekilde değişiklik göstermiştir.

Tablo 6 : İngiltere'de 2000-2007 Yılları Arası Aralık Ayı Verilerine Göre Faiz Oranı, Döviz Kuru ve Enflasyon Oranları

Yıllar	Aralık 2000	Aralık 2002	Aralık 2003	Aralık 2004	Aralık 2005	Aralık 2006	Aralık 2007
Araçlar							
Faiz Oranları	6,00	4,00	3,75	4,75	4,50	5,00	5,50
Döviz Kuru £/dolar	1,46	1,60	1,78	1,92	1,77	1,96	2,01
Enflasyon Oranı	2,2	2,3	2,8	1,1	2,5	2,4	2,00

Kaynak: Bank of England, 2008.

Enflasyon oranı 2000 yılında 2,2 olarak gerçekleşmiş ve 2003 yılına kadar

artış trendine girmiştir. Bu yıllarda faiz oranlarında da düşüş olduğu için; yani İngiltere Merkez Bankası genişletici bir para politikası benimsediği için bu yıllar için enflasyon oranı İngiliz Hükümeti'nin ve İngiltere Merkez Bankası'nın gerçekleştirmek istediği hedef enflasyon oranı'nın üzerinde seyretmiştir. Enflasyon oranlarındaki bu olumsuz gidişata rağmen 2004 yılında enflasyon oranı büyük bir düşüş göstererek 1,1 seviyesine gerilemiştir. Bu düşüşte faiz oranlarındaki 1 baz puanlık yükselişin de etkisi bulunmaktadır. Başka bir deyişle İngiltere Merkez Bankasının uygulamış olduğu ortodoks politika sonucunda faiz oranı yükselmiş ve bunun sonucunda kredi maliyetleri arttığı için böylelikle kredi talebi azalacağı için enflasyon oranı düşmüştür (bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/2007.htm). Takip eden yıllarda ise enflasyon oranında artış görülmektedir. 2005 yılında 2.5, 2006 yılında 2.4 ve son olarak 2007 yılında ise 2,00 olarak gerçekleşmiştir

Döviz kuru 2000 yılı için £/\$ bazında 1,46 dolar olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılına kadar döviz kuru paritesi düşüş göstererek kur1.92 dolara yükselmiştir. Bu durum genişletici bir para politikasının etkisidir. 2005 yılında ise kur yükselerek 1,77 seviyesine gelmiştir. Bu yükseliş faiz oranındaki düşüşle birlikte gerçekleşmiştir. Diğer yıllarda ise sterlin dolara karşı düzenli bir şekilde artış göstererek parite 2007 yılında 2,01 seviyesine gelmiştir (bankofengland.co.uk/mfsd/iadb/Rates.asp?TD=18&TM=Dec&TY=2000&into=GBP&POINT.x=1&POINT.y=7).

Ülkelerde gerçekleşen türev işlem hacmi küreselleşme sonucu diğer yabancı ülkelerin ekonomi politikasından etkileneceği gibi ilgili ülkelerin uyguladıkları para politikasından da dolaylı etkilenmektedir. Türev ürünler korunma, spekülasyon ve arbitraj gibi amaçlarla kullanıldığı için bu tür işlemler gelecekte oluşacak fiyat riski ve benzeri riskleri azaltacaktır. Bu yüzden merkez bankaları'nın belirsizlik doğurmayacak para politikası uygulaması gerekmektedir. Türev ürünler her ne kadar piyasada belirsizliği azaltsa bile merkez bankaları'nın uygulayacakları tutarsız politikalar, istikrar bozucu politikalar ve ilgili hükümetlerin uyguladıkları politikalarla çelişen politikalar uygulaması sonucu

türev ürünler de etkilenmektedir ve belirsizlik ortamında işlem hacmi yeteri kadar artmamaktadır.

Türev işlem hacmi ile para politikası araçları olan faiz oranı, enflasyon oranı ve döviz kuru gibi enstrümanlar ekonometrik analizlerle ilişkilendirilebilir. Aşağıda İngiltere’de 2000-2007 yılları arasında gerçekleşen forward türev işlem hacmi, enflasyon oranı ve faiz oranı verilmiştir. Bu verilerden hareketle çoklu regresyon analizi yöntemiyle bu araçlarla türev işlem hacmi arasında bağlantı kurulmaya çalışılacaktır

Tablo 7 : İngiltere’de 2000-2007 Dönemine Ait Forward ve Swap İşlem Hacmi, Faiz Oranı ve Enflasyon Oranı

Yıllar	Forward ve Swap Hacmi Trilyon\$	Faiz Oranı	Enf. Oranı	X ₁ Y	X ₂ Y	X ₁ ²	X ₁ X ₂	X ₂ ²
2000	6,45	6,00	2,2	38,73	14,20	36	13,2	4,84
2002	8,89	4,00	2,3	35,58	20,45	16	9,2	5,29
2003	11,74	3,75	2,8	44,02	32,87	14,06	10,5	7,84
2004	17,34	4,75	1,1	82,37	19,07	22,56	5,22	1,21
2005	17,15	4,50	2,5	77,21	42,89	20,25	11,25	6,25
2006	25,13	5,00	2,4	125,69	60,33	25	12	5,76
2007	31,54	5,50	2,00	173,50	63,09	30,25	11	4
Toplam	ΣY= 118,2	ΣX ₁ = 33,5	Σ X ₂ = 15,3	ΣX ₁ Y= 577,13	Σ X ₂ = 252,9	ΣX ₁ ² =164.1	ΣX ₁ X ₂ =72, 3	Σ X ₂ ² =35,1

Çoklu regresyon analiziyle incelenen model,

$$Y=b_0 + b_1X_1 + b_2X_2+u \quad (3)$$

biçimindedir. Burada Y: Forward türev işlem hacmi, X₁: Faiz oranı, X₂: Enflasyon oranı değişkenleridir. İngiltere’nin 2000-2007 dönemine ait forward türev işlem

hacmi en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilecektir.

Türev işlem hacmi fonksiyonunun tahmini için gerekli olan E.K.K denklemleri,

$$\sum Y = nb_0 + b_1 \sum X_1 + b_2 \sum X_2$$

$$\sum X_1 Y = b_0 \sum X_1 + b_1 \sum X_1^2 + b_2 \sum X_1 X_2$$

$$\sum X_2 Y = b_0 \sum X_2 + b_1 \sum X_1 X_2 + b_2 \sum X_2^2$$

dir. Tablodaki gerekli değerleri denklemdaki yerlerine koyarsak,

$$118,27 = 7 b_0 + 33,50 b_1 + 15,3 b_2$$

$$577,13 = 33,50 b_0 + 164,12 b_1 + 72,37 b_2$$

$$252,93 = 15,3 b_0 + 72,37 b_1 + 35,19 b_2$$

eşitlikleri elde edilir. Bu denklemlerdeki b_1 ve b_2 katsayıları kısmi regresyon parametreleridir. Bunlara kısmi regresyon parametreleri denmesinin sebebi, bunların, ilgili bağımsız değişkenlerin Y üzerindeki kısmi etkilerini göstermeleridir. Bunu daha da açarsak; b_1 , X_2 değişkeni sabit tutulduğunda, X_1 değişkenindeki 1 birimlik değişimin Y 'nin ortalama değeri üzerinde yapacağı değişmeyi gösterir. Aynı şekilde b_2 de, X_1 değişkeni sabit tutulduğunda, X_2 değişkenindeki 1 birimlik değişimin Y 'nin ortalama değeri üzerinde yapacağı değişmeyi ifade eder. Bu parametreler, matematik olarak, Y 'nin X_1 ve X_2 'ye göre kısmi türevleri olarak da ifade edilirler. Buna göre, Y 'ye göre X_1 ve X_2 ' kısmi türevleri alındıktan sonra,

$$\sum x_1 y = b_1 \sum x_1^2 + b_2 \sum x_1 x_2 \quad (4)$$

$$\sum x_2 y = b_1 \sum x_1 x_2 + b_2 \sum x_2^2 \quad (5)$$

normal denklemleri elde edilir. Burada, $y = Y - \bar{Y}$, $x_1 = X_1 - \bar{X}_1$ ve $x_2 = X_2 - \bar{X}_2$ 'dir. Bu denklemlerde b_1 ve b_2 hesaplandıktan sonra b_0 değeri de,

$$b_0 = \bar{Y} - b_1 \bar{X}_1 - b_2 \bar{X}_2 \quad (6)$$

denklemleri ile hesaplanır.

Tablo 8 : Parametrelerin Bulunması İçin Gerekli Veriler

y	x ₁	x ₂	y ²	x ₁ ²	x ₂ ²	x ₁ y	x ₂ y	x ₁ x ₂
-1,04	1,22	0,015	1,09	1,49	0,000225	-1,27	-0,015	0.018
-8,00	-0,78	0,115	64,02	0,60	0,013	6,24	-0,92	-0.09
-5,15	-1,035	0,615	26,58	1,07	0,38	5,33	-3,17	-0,63
0,445	-0,035	-1,085	0,19	0,001225	1,18	-0,015	-0,48	0.038
0,262	-0,285	0,315	68,88	0,081	0,10	-0,074	8,26	-0,09
8,28	0,215	0,215	68,60	0,051	0,05	1,78	1,78	0.046
14,64	0,715	-0,185	214,60	0,51	0,034	10,47	-2,71	-0.13
Toplam	$\sum x_1 = 0$	$\sum x_2 = 0$	$\sum y^2 = 443,96$	$\sum x_1^2 = 3,80$	$\sum x_2^2 = 1,76$	$\sum x_1 y = 22,46$	$\sum x_2 y = 5,43$	$\sum x_1 x_2 = -0,84$

Bu değerleri 3 ve 4 nolu denklemde yerine koyarsak,

$$22,46 = 3,80 b_1 - 0,84 b_2$$

$$5,43 = -0,81 b_1 + 1,76 b_2$$

$$b_1 = 7,37 \quad b_2 = 6,60 \quad b_0 = -32,75$$

olarak bulunur. Bulunan bu tahmin değerlerini modeldeki yerlerine koyarsak, döviz ile faiz oranı üzerine gerçekleşen türev fonksiyonu,

$$\dot{Y} = -32,75 + 7,37 X_1 + 6,60 X_2$$

şeklinde yazılır.

Bu tahmin sonuçları şöyle yorumlanır: $b_0 = -32,75$ değeri, $X_1 = X_2 = 0$ iken

gerçekleşen türev hacmini gösterir. $b_1=7,37$ ise, X_2 değişkeni'nin Y üzerindeki etkisi sabit tutulduğunda, X_1 değişkeni'ndeki 1 baz puanlık artışın türev hacmini ortalama olarak 7,37 trilyon \$ artırdığını gösterir. Bu durumda $b_2 =6,6$ değeri de X_1 değişkeni (Faiz oranı) 'nin Y üzerindeki etkisi sabit tutulduğunda X_2 değişkeni (Döviz kuru)'ndaki 1 birim artışın türev işlem hacmini ortalama olarak 6,6 trilyon \$ artırdığını ifade eder. Görüldüğü gibi her iki değişken de türev işlemlerle doğru orantılıdır. Ancak İngiltere'de faiz oranı, döviz kuruna göre türev işlemleri daha fazla etkilemektedir. Gerçekleşen türev işlemlere baktığımızda tablo 4'de de görüldüğü gibi faiz üzerine gerçekleştirilen türev işlemler oldukça fazladır. Bu sonuç yalnız İngiltere'de değil tüm dünyada böyledir. Bu durum serbest döviz kuru uygulayan ülkelerde merkez bankaları'nın türev ürünlerle daha yakından ilgilenmesine yol açar. Merkez bankaları belirsizlik yaratmayacak para politikasıyla türev ürünlerin de katkısıyla ekonomide istenilen amaçlara ulaşabilir. Türev ürünler yatırımcılara farklı yatırım araçları sunarak risklerini azaltmaktadır. Fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek isteyen merkez bankaları için fiyat artışlarını kontrol etmek için en önemli silah faiz'dir. Faiz oranı artışı karşısında talep daralması olacağı için enflasyon bastırılmış olacaktır. Ancak enflasyon artış oranının azalması için yalnızca merkez bankalarının daraltıcı politikalar uygulaması yetmez. Üretiminde artması gerekmektedir. Türev ürünler yatırımcıların önlerini görmesini sağladığı için yatırımcıların güvenini artırır ve bu pozitif etki üretimin artmasını sağlar. Böylelikle milli hasıla artacak ve dolayısıyla arz artacağı için fiyatlarda meydana gelecek dalgalanmanın önüne geçilecektir. Başka bir ifadeyle faiz oranlarında meydana gelen bir artışla veya daha önceden yatırımcıların türev ürünlere yönelmesi sonucu yatırımcılar, oluşabilecek zarardan kendilerini korumuş olacaklardır. Böylelikle merkez bankalarının faiz oranlarını artırması sonucu bir yandan talep daralması gerçekleşerek merkez bankalarının en önemli hedefi olan fiyat istikrarı yolunda önemli bir yol aşama gerçekleşecek diğer yandan türev ürünlere yönelen firmaların kârı artarak ülke ekonomisine katkı sağlayacaktır. Bunun sonucu olarak milli gelir artacak ve ekonomik büyüme hızlanacaktır.

Çoklu regresyon analiziyle incelenen türev hacmi ile faiz oranı ve döviz kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Türev işlemleri yalnızca faiz oranı ve döviz kuruna bağlı olarak gerçekleşmez. Bu işlemleri etkileyen birçok parametre vardır. Bu yüzden faiz oranı ve döviz kurunun türev işlemleri ne kadar açıkladığını belirtmemiz gerekir. Bunu çoklu belirlilik katsayısıyla ifade edebiliriz. R^2 ile gösterilen çoklu belirlilik katsayısı, birden çok bağımsız değişkenli modellerde, bağımlı değişkende meydana gelen değişimlerin, modeldeki bağımsız değişkenler tarafından açıklanabilen oranını verir. R^2 'nin değeri 0 ile 1 arasında değişmektedir. R^2 büyüdükçe, Y'deki değişimin modelin bağımsız değişkenleri ile açıklanan yüzdesi de büyür ve regresyon doğrusunun, gözlemlere uyumunun iyiliği artar (Darı, 2002:69-78).

R^2 şu formülle hesaplanır:

$$R^2 = (b_1 \sum x_{1,y} + b_2 \sum x_{2,y} + b_k \sum x_{k,y}) / (\sum y^2) \quad (7)$$

Denklemde verileri yerine koyarsak;

$$R^2 = ((7,37 * 22,46) + (6,60 * 5,43)) / 443,96$$

$$R^2 = 0,47$$

Bu sonuca göre, türev işlem hacminde meydana gelen değişimin %47'ı faiz oranı ve döviz kurunda meydana gelen değişimlerle açıklanmaktadır. Modelin açıklama gücü ortadır

5.7.2. Future İşlem Hacmi ve Para Politikası İle İlişkisi

Futures sözleşmeler de tıpkı forward sözleşmeler gibi vadeli bir sözleşme olmasına rağmen aralarında bazı farklılıklardan dolayı yatırımcılar tarafından daha farklı biçimde kullanılmaktadır. Futures sözleşmeleri forward işlemlere göre daha fazla tercih edilmektedir. Bunun en önemli sebebi futures sözleşmelerin Takasbank (Clearing House) tarafından garanti edilmesidir. Forward sözleşmelerde teminat olayı olmadığı için daha çok spekülatif amaçlı tercih

edilmektedir. Futures sözleşmeler ise Takasbank tarafından garanti altına alındığı için daha çok korunma amaçlı yapılmaktadır. Ancak istenilen özellikte sözleşme bulmakta yatırımcılar zorlanmaktadır. Bu yüzden yatırımcılar daha az güvenli ve zarar etme olasılığı yüksek olan bu sözleşme türüne yönelebilmektedir. Dünyada, şirketlerin türev sözleşmelerinden dolayı yaşamış oldukları iflas olayları genellikle forward ve swap gibi ürünlere yapılan yatırımlardan kaynaklanmaktadır. Bu tür ürünlerin piyasasında denetim yetersizdir. Ayrıca garantör de yoktur (Karan, 2004: 570-575). Tablo 'da ABD'de ve diğer ülkelerde 2002-2007 yılları arasında gerçekleşen futures hacmi verilmiştir.

Tablo 9 : Organize Borsalarda 2002-2007 Dönemi Futures İşlem Hacmi

Küresel Futures Hacmi(Trilyon\$)						
Trilyon\$	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ABD Futures Hacmi	5,660.08	7,384.63	10,043.61	11,855.23	13,077.13	13,844.68
ABD Dışı Futures Hacmi	4,833.29	4,103.28	6,856.14	9,456.9	12,605.83	14,235.02
Toplam Futures Hacmi	10,493.37	11,487.91	16,899.75	21,312.12	25,682.96	28,079.70

Kaynak: Bank Of International Settlement, 2008.

Tablo 9'a göre 2002 yılında dünya organize borsalarında 2002 yılında gerçekleşen futures işlem hacmi 10,5 trilyon dolardır. Bunun 5,6 trilyon doları ABD'de gerçekleşmektedir. 2003 yılında toplam futures hacmi yaklaşık %10 artmıştır. Bu dönemde ABD'de gerçekleşen işlem hacmi bir önceki yıla göre azalırken diğer borsalarda gerçekleşen futures hacmi ise artış göstermiştir. Diğer dönemlerde de futures işlem hacmi düzenli bir şekilde artış göstererek 2007 yılında 28 trilyon dolara ulaşmıştır. Futures işlem hacmi kontrat bazında da organize borsalarda düzenli bir şekilde artmaktadır

Tablo 10'a göre 2002 yılında dünya genelinde işlem gören futures hacmi 2,324,91 olarak gerçekleşmiştir. Bunun 851,31 (%36,67) ABD'de gerçekleşmiştir.

2003 yılında ise dünya işlem hacmi %28,84 artarak 2,995.45 hacmine ulaşmıştır. Türev işlemler 2006 yılına kadar düzenli şekilde artarak 5,279.64 seviyesine gelmiştir. Bunun 2,043.90 (%38,72) ABD tarafından gerçekleştirilmiştir.

Tablo 10 : Organize Borsalarda 2002-2007 Dönemi Futures İşlem Hacmi

Küresel Future Hacmi(Sözleşme)					
Milyar	2002	2003	2004	2005	2006
ABD Futures Hacmi	851.31	1,042.97	1,324.03	1,652.87	2,043.90
ABD Dışı Futures Hacmi	1,473.60	1,956.52	2,163.53	2,381.88	3,235.74
Toplam Futures Hacmi	2,324.91	2,995.45	3,487.56	4,034.75	5,279.64

Kaynak: Future Investment Association, 2007.

2006 yılında 2005 yılına göre %23,66 oranda bir artış gözlenmektedir. Bu artış oranı iyi bir rakamdır ancak dikkate değer olan şey büyüme basamağının hızlanmasıdır. 2005 yılında işlem hacmi 2004 yılından yaklaşık olarak %12 daha yüksektir ve 2004'deki işlem hacmi de 2003 yılından %9, 2006 yılı işlem hacmi ise 2005 yılı işlem hacminden % 19 daha yüksektir. Bu durum future işlem hacminin her yıl katlanarak arttığını göstermektedir.

Dünya genelinde ürün piyasalarındaki ticaret hacmi diğer piyasalardan daha hızlı büyürken, bu tür piyasalarda hâlâ finansal kararlar baskın olmaktadır. İşlem gören türev ürünlerde tüm işlemlerin %90 'ı faiz oranlarına veya hisse senedi fiyatlarına bağlıdır ve bu gelişmenin ileride değişmesine sebep olacak bir durum gözükmemektedir (futuresindustry.org/fi-magazin-e-home.asp?a=1171&iss=175).

Gerçekleşen türev işlem hacmi bakımından 2003-2004 yılları arasında birinci sırayı Avrupa'nın dev borsası olan EUREX almaktadır. EUREX'de 2003 yılında toplam 668,650,028 işlem yapılmıştır. 2004 yılında bu tutar %2,4 artarak 684,630,502 olarak gerçekleşmiştir. EUREX bu dönemlerde ilk sırayı

kaybetmemesine rağmen Chicago Emtia Borsası, Chicago Ticaret Borsası, BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS, New York Emtia Borsası gibi borsalarda gerçekleşen işlemlerde büyük artış görülmüştür. Özellikle merkezi Brezilya'da olan BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS 2004 yılında bir önceki yıla göre %52,4 artarak 173,533,508 olarak gerçekleşmiştir. Chicago Emtia Borsası ise 2004 yılında bir önceki yıla göre %25,2 artış göstererek toplam işlem hacmi 664,884,607 ile EUREX'in ardından ikinci sıradadır. EUREX borsası diğer borsalardan daha yavaş bir artış eğiliminde olduğundan dolayı sonraki yıllarda hem hacim olarak hem de gerçekleşen kontrat adedi bakımından Chicago Emtia Borsası zirveye çıkmıştır. ABD ve Avrupa borsalarının yanı sıra Çin borsası olan Dalian Emtia Borsası, Tokyo Emtia Borsası, Sydney Future Borsası gibi borsalar da gerçekleşen türev hacmi bakımından dünya türev piyasaları arasında ilk yirmi içindedir. Özellikle Dalian Emtia Borsası işlem hacmi olarak son yıllarda büyük artış göstermiştir. 2002 yılında 48.407.404, 2004 yılında 88.034.153 ve 2006 yılında 117.681.038 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye Türev Borsası ise 2005 yılında kurulmasına rağmen ilk kırk borsa arasına girmiştir. 2005 yılında 1,832,871 olarak gerçekleşen futures işlem hacmi 2006 yılında %273,63 artarak 6,848,087 olarak gerçekleşmiştir (futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?a=1032).

Tablo 11 : ABD’de 2000-2006 Dönemleri Arasında Gerçekleşen Faiz Oranı, Enflasyon Oranı ve Döviz Kuru

YILLAR	2000 Aralık	2001 Aralık	2002 Aralık	2003 Aralık	2004 Aralık	2005 Aralık	2006 Aralık
Araçlar							
Faiz Oranı	6.11	3.49	2.00	1.24	1.89	3.62	4.94
Enflasyon Oranı	3.38%	2.83%	1.59%	2.27%	2.68%	3.39%	3.24%
DövizKuru(Euro/\$)	0.9230	0.8822	1.0411	1.2441	1.3536	1.1857	1.2750

Kaynak: Federal Reserve Bank, 2007.

ABD gibi büyük ekonomilerde türev işlem hacmi de diğer geleneksel sermaye piyasası araçları gibi birçok faktörden etkilenebilmektedir. Türev işlem hacmi ile para politikası enstrümanlarını ifade etmek için diğer değişkenler sabit kabul edilmektedir.

Tablo 11'e göre faiz oranı 2003 yılına kadar Federal Reserve Bank (FED) faiz oranlarını düzenli bir şekilde azaltmıştır. Faiz oranlarındaki düşüş kısa vadede para çıkışına sebebiyet vereceği için döviz kurunda yükselme görülmüştür. Faiz oranları 2003 yılından sonra düzenli bir şekilde artarak sırasıyla %1.89, %3.62 ve 2006 yılında %4.94 olarak gerçekleşmiştir (federalreserve.gov/datadownload/Review.aspx?rel=H15). ABD'de 2000-2006 yılları arasında döviz kurunda artış görülmektedir. 2000 yılında 1 dolar 0.9 euro'ya denk gelirken, 2002 yılında euro, dolar karşısında değer kazanarak 1,041'e yükselmiştir ve 2006 yılına gelindiğinde çapraz kur 1,27 olmuştur (federalreserve.gov/releases/h10/default.htm). Enflasyon oranları ise 2003 yılına kadar düşüş eğilimdedir ve bu yıldan sonra yükselmeye başlamıştır. Bu yıllarda enflasyon oranları faiz oranlarıyla aynı yönde değişmiştir. Yani faiz oranı düşerken enflasyon oranı da düşmüş ve faiz oranı artarken enflasyon oranı da yükselmiştir. Bu sonuç faiz oranıyla enflasyon oranı arasındaki ilişkinin tam tersini ifade etmektedir. Normal şartlarda faiz oranı enflasyonu önlemek için arttırılır. Bu sonuç ABD gibi büyük ekonomilerde enflasyonun yalnız faiz silahıyla önlenemeyeceğinin göstergesidir (inflationdata.com/inflation_Rate/CurrentInflation.asp).

Futures işlem hacmi, para politikası araçlarındaki bu tür dengesiz değişmelere karşın ABD'de düzenli bir şekilde artış göstermiştir. Türev ürünlerin büyük bölümü korunma amaçlı yapılmaktadır. Özellikle büyük şirketler faiz oranlarındaki değişmelere ve döviz kurundaki dalgalanmalara karşı türev ürün alıp satmaktadır. Türev ürünleri arasında yapılan işlemlerin büyük bölümü faiz ve döviz üzerine gerçekleşmektedir. Emtia ve hisse senetleri üzerine yapılan sözleşmelerin seviyesi faiz ve döviz üzerine yapılan sözleşmelere göre çok azdır. 2003 yılında International Swap and Derivatives Association (ISDA) tarafından

yapılan dünyanın 500 büyük finansal olmayan şirketinin incelendiği araştırmaya göre bu şirketlerin %92'si korunma amacıyla türev araçlarını kullanmaktadır. Faiz riskinden korunmak amacıyla alım-satımı yapılan türev araçlar %85 ile en büyük paya sahiptir. Bunu %78 ile döviz, %23.5 ile emtia ve %11 ile hisse senedi fiyat riskinden korunmak amacıyla kullanılan ürünler takip etmektedir. Faiz oranı yükseldiğinde kâr edecek yatırımcılar olduğu gibi zarar edecek olan yatırımcılar da bulunmaktadır. Örneğin bono, tahvil gibi araçlarla LIBOR faiziyle borçlanan bir yatırımcı faiz oranının yükselmesiyle borcu artacaktır. Hazine bonosu almış başka bir yatırımcı için ise faiz oranlarının yükselmesi lehine bir kâr sağlar (vob.org.tr...). Ancak faiz oranı düşebilir. Bu yüzden her iki yatırımcının da türev ürün alması ileride gerçekleşebilecek zarar risklerini asgari edecek. Hatta, yatırımcılar kâr bile edebileceklerdir. Türev işlem hacminin sürekli olarak artış göstermesinin sebebi bu sebebe dayanmaktadır. Faiz oranının yükselme ya da düşme ihtimali olduğu bir ortamda yatırımcılar her iki durumdan da korunmak isteyeceği için türev işlem hacmi sürekli artacaktır. Spot piyasada gerçekleşen oranlar vadeli işlemler piyasasında üzerine sözleşme yapılan oranlardan daha iyi gerçekleşirse yatırımcının kısmi bir zararı söz konusu olacaktır. Ancak yatırımcı, yatırdığı teminattan vazgeçmesi şartıyla vadeli işlemler piyasasında ters işlem yapıp dayanak varlığını spot piyasada bozdurarak bu aradaki farkı alabilir. Böylelikle spot piyasa ile vadeli işlem piyasasının özellikle vadeli işlem piyasasının spot piyasada oluşan fiyat, faiz oranı, döviz kuru gibi parametreleri etkileyebildiği sonucuna ulaşılabilir (vob.org.tr ...).

Merkez bankalarının uygulayacağı para politikası sonucu üzerine sözleşme yapılacak olan türev ürünler de değişiklik gösterir. Merkez bankalarının para politikalarını yürütebilmeleri için günümüzde en önemli silahlarından biri faiz oranıdır. Bu yüzden merkez bankalarının faiz oranlarında yapacağı değişiklikler yatırımcıların faiz oranından doğan sorumluluklarını artıracığı için bu yönde korunma işlemi gerçekleştireceklerdir. Tablo 11'e bakıldığında euro, dolara karşı düzenli bir şekilde artmıştır. Döviz kurunun da faiz oranında olduğu gibi türev ürünlerle ilişkisi bulunmaktadır. Döviz kurunun yükselme riskine karşı

yatırımcılar döviz futures sözleşmesi veya başka bir türev ürün alımı yaparlar. Döviz kurunu etkileyen sebeplerden biri de merkez bankalarının faiz oranı ayarlamalarıdır. Merkez bankaları faiz oranını aşağıya çekmesi kısa vadeli sermaye girişinin kârını azaltır. Böylece dışarıya sermaye çıkışı olur. Bu durum döviz kurunu yükseltir (ceteris-paribus). Kur riskine karşı yatırımcılar döviz üzerine türev ürünlere yönelecektir. ABD’de 2000-2006 yılları arasında dolar, euro’ya karşı sürekli değer kaybetmiştir. Ayrıca FED faiz oranlarını düzenli bir şekilde düşürmüştür. Bu düşüş de döviz kurunu etkileyen sebeplerden biridir. Türev işlemler ise düzenli bir şekilde artmıştır (federalreserve.gov./rel eases/h10/default.htm). Döviz kurunun yükselmesi dış ticaret yapan firmaları etkileyeceği için kur’un yükselme ihtimaline karşı bu firmalar türev işlemlere yönelecektir. Ayrıca böyle bir ihtimale karşı spekülâtörler de kâr yapmak isteyeceklerdir. Kur’un yükselme ihtimaline karşı spekülâtörlerin türev işlem hacmi artacaktır. Oluşan bu baskıdan dolayı spot piyasada fiyatlar yükselecektir. Bu tür spekülâtif işlemlerden dolayı döviz kurunun aşırı yükselip fiyatların artmaması için merkez bankaları piyasaya döviz sürmesini gerektirecektir. Bu da ancak merkez bankasının yeterli döviz rezervinin olmasına bağlıdır. Bu yüzden türev işlemler sürekli artış göstermektedir. Dolayısıyla merkez bankaları’nın uyguladıkları politikalarla türev ürünler yakından ilgilidir (vob.org.tr ...).

Türev ürünleri’nin önemli bir özelliği de bu ürünlere sahip gelişmekte olan piyasalar, türev ürünlerin olmadığı piyasalara göre yatırımcılara genellikle daha fazla finansal ürün sunarak, yerli ve yabancı tasarrufların bu piyasalara girişini artırmaktadır. Türev ürünlerin varlığı ile yatırımcılar menkul kıymetleri daha sık aralıklarla değiştirebilmekte, bu işlemlerde piyasada etkinlik, likidite ve derinlik sağlayabilmektedir. Bunun sonucunda türev piyasasının olduğu ekonomilerde getiri daha yüksek olmaktadır (Korkmaz, 2001: 70-71). Dolayısıyla büyümeye pozitif katkısı bulunmaktadır. Bu sonuçla toplam geliri artırma ve ekonomik büyümeyi sağlama hedefinde olan merkez bankalarının amacına ulaşması bu piyasanın varlığıyla daha kolay gerçekleşecektir.

5.7.3.Opsiyon İşlem Hacmi ve Para Politikası İlişkisi

Opsiyon işlemleri hem organize borsalarda hem de tezgahüstü piyasalarda (OTC) yapılabilir. Bu özelliğinden dolayı büyük öneme sahiptir ve opsiyon işlem hacmi hem kontrat olarak hem de nominal değer olarak önemli bir meblağa sahiptir (Karan,2004:600). Aşağıdaki tablolarda dünyada ve Japonya’da tezgah-üstü türev piyasalarında belirli dönemlerde gerçekleşen opsiyon hacmi verilmiştir. Ayrıca bu dönemlerde Japonya’da gerçekleşen faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon oranı istatistikleri verilerek para politikası ile opsiyon işlem hacmi arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılacaktır

Tablo 12’ye göre dünya genelinde OTC piyasalarında 1998 yılında gerçekleşen opsiyon hacmi 13 trilyon dolardır. Bu dönemde en fazla işlem diğer türev ürünlerde olduğu gibi faiz oranı üzerine yapılmıştır. Bunu döviz üzerine yapılan sözleşmeler takip etmiştir.

Tablo 12 : Dünya OTC Türev İşlem Hacmi ve Opsiyon İşlem Hacmi

OTC Türev İşlem Hacmi				
<i>(Trilyon \$)</i>	1998	2001	2004	2007
TOPLAM OPSİYON	13,130.54	15,114.24	37,341.97	74,376
Döviz Üzerine Sözleşmeler	18,011	16,747.65	31,500	48,620.2
OTC Opsiyon Hacmi	3,694.72	2,470.09	6,115.05	11,803.61
Faiz Üzerine Sözleşmeler	50,015.10	77,567.66	190,501.05	346,936.96
OTC Opsiyon Hacmi	7,997.41	10,933.33	27,081.95	52,275.42
Hisse Senedi Üzerine	1,448.10	1,880.96	4,384.97	9,202.21
OTC Opsiyon Hacmi	1,341.92	1,561.01	3,629.22	6,602.81
Emtia Üzerine	415.25	598.06	1,443.43	7,566.67
OTC Opsiyon Hacmi	96.502	149.81	515.76	3,694.23

Kaynak: BIS, 2008.

Opsiyon sözleşmeleri 2001 yılına kadar normal bir seyirle artış göstermiştir. Bu yıldan sonra opsiyon hacmi katlanarak artmıştır. Opsiyon hacmi 2004 yılında 2001 yılına göre iki kat, 2007 yılında ise dört kat artış göstermiştir.

Bu dönemlerde de diğer dönemlerde olduğu gibi en yüksek opsiyon işlem hacmi faiz üzerine gerçekleşmiştir. OTC piyasalarında gerçekleşen türev işlem hacmi organize borsalara göre daha yüksektir. BIS'in 2007 yılında yayınlamış olduğu verilere göre 2005 yılında organize borsalarda gerçekleşen opsiyon hacmi 36,1 trilyon dolarken OTC piyasalarında 44 trilyon dolardır. 2007 yılında ise organize borsalarda opsiyon hacmi 52 trilyon dolarken OTC piyasalarında 74 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. OTC piyasalarında işlem hacmi organize borsalara göre daha yüksektir. Bunun sebebi organize borsalarda alım ve/veya satım işlemlerinde belirli bir standardın bulunmasıdır. Ayrıca yatırımcılar, organize borsalarda tam olarak istedikleri özelliklere sahip sözleşme bulamayabilirler. Bu yüzden OTC piyasalarında daha çok işlem gerçekleşir. Aşağıdaki tablo'da opsiyon sözleşmeleri ile para politikası arasındaki ilişkinin daha iyi anlaşılabilmesi için Japonya'nın belirli bir dönemine ait OTC opsiyon hacmi, faiz oranları, enflasyon oranları ve döviz kuru istatistikleri verilmiştir.

Tablo 13'e göre 1998 yılında Japonya'da OTC piyasalarında toplam türev hacmi 14,06 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutar içinde opsiyon hacmi yaklaşık olarak 1,4 trilyon dolardır. Bu dönemde opsiyon sözleşmesi, en çok faiz üzerine yapılmıştır. Bunu döviz üzerine opsiyon sözleşmeleri takip etmiştir. 2001 yılında türev işlem hacmi yaklaşık %10 gerileyerek 1,39 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde döviz üzerine türev sözleşmelerinde büyük düşüş gözlemlenmektedir. Diğer enstrümanlarla yapılan sözleşmeler ise artış göstermeye devam etmiştir. Diğer yıllarda da türev işlemleri düzenli bir şekilde artış göstererek 2007 yılı sonunda 25,4 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu tutar içinde opsiyon hacmi 2,25 trilyon dolarlık payla toplam türev işlem hacminin %10'luk kısmını oluşturmaktadır. Risk faktörüyle, faiz oranı sözleşme değeri toplam sözleşmelerin %82,4 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında bir önceki döneme kıyasla kredi türevleri on kattan fazla ve hisse senedi ile emtia türevleri ise iki üç kat artarken döviz üzerine gerçekleşen sözleşmeler ve faiz sözleşmeleri %40 artış göstermiştir. Döviz üzerine gerçekleşen türev sözleşmeleri bir önceki döneme göre %42,7 artış göstererek 3,5 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 13 : Japonya’da OTC Piyasalarında 1998-2007 Dönemleri Arasında Gerçekleşen Türev Hacmi

OTC Türev İşlem Hacmi (Trilyon\$)				
Yıllar	1998	2001	2004	2007
Döviz Üzerine Sözleşmeler	3.710.353	2.207.265	2.459.163	3.509.045
OTC Opsiyon Satımı	162.221	112.864	224.432	514.792
OTC Opsiyon Alımı	159.881	114.681	221.512	480.186
Toplam OTC Opsiyon Hacmi	322.101	227.544	445.944	994.974
Faiz Üzerine Sözleşmeler	10.360.189	11.676.571	15.085.189	20.924.834
OTC Opsiyon Satımı	447.855	332.321	367.639	1.216.645
OTC Opsiyon Alımı	368.344	291.887	348.461	854.178
Toplam OTC Opsiyon Hacmi	816.199	624.208	716.100	2.070.823
Hisse Senedi Üzerine	12.830	24.137	37.030	104.721
OTC Opsiyon Satımı	3.730	10.420	15.235	41.801
OTC Opsiyon Alımı	3.252	11.818	14.358	33.449
Toplam OTC Opsiyon Hacmi	6.982	22.238	29.593	75.250
Emtia Üzerine	2.634	3.112	13.835	28.909
OTC Opsiyon Satımı	1.027	1.421	3.304	6.178
OTC Opsiyon Alımı	1.150	1.679	4.009	5.747
Toplam OTC Opsiyon Hacmi	2.177	3.100	7.313	11.925

Kaynak: Bank of Japan, 2008.

Para birimi olarak, ABD doları ile Japon yeni piyasadaki işlemlerin %45,1 ve %42,9’nu kapsamaktadır. ABD doları, Japon yeni ve Euro dışındaki diğer para birimlerinin piyasa payı bir önceki döneme göre %3,8 artış göstererek %6,1 olarak gerçekleşmiştir. Faiz sözleşmeleri ise 2007 yılında bir önceki döneme göre %38,7 artarak 20,9 trilyon olarak gerçekleşmiştir. Para birimi olarak Japon yeni %66,0’dan %54,82 gerilemiştir. ABD doları ve Euro %18,7 ve %8,1’den %21,5 ve %15,1’e yükselmiştir. 2007 yılında hisse senedi sözleşmeleri bir önceki döneme göre %182,8 artarak 104,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutar içinde opsiyon hacmi ise 75,5 milyar dolardır (%72). Emtia sözleşmeleri ise toplam sözleşmeler içinde küçük yer kaplamaktadır. Buna rağmen büyük artış göstermektedir. Emtia sözleşmeleri 2007 yılında bir önceki döneme göre %109 artarak 28,9 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Emtia sözleşmelerinin içinde opsiyon sözleşmeleri’nin payı ise %52’den %42’ye gerilemiştir

(boj.or.jp/entypestatboj_statderidataderi0706.pdf). Aşağıdaki tabloda 1998-2007 yıllarına ait Japonya’da gerçekleşen faiz oranı, enflasyon oranı ve döviz kuru istatistikleri verilmiştir. Bu verilerle Japonya’da bu yıllar arasında gerçekleşen opsiyon sözleşmeleri ile döviz kuru, enflasyon oranı ve faiz oranı arasında ekonometrik analiz yapılarak para politikası ile opsiyon sözleşmeleri arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılacaktır.

Tablo 14 : Japonya’da 1998-2007 Arası Gerçekleşen Dönemi Faiz Oranı, Enflasyon Oranı ve Döviz Kuru

Yıllar	1998	2001	2004	2007
Araçlar				
Faiz Oranı (Uzun Dönem)	1,5	1,3	1,5	1,7
Enflasyon Oranı (Tüketici Fiyat Endeksi)	0,6	-0,7	0,0	0,1
Döviz Kuru(Dolar/Yen)	116,24	131,30	103,63	117,32

Kaynak: OECD, 2008.

Tablo 14’e göre 1998 yılında Japonya’da faiz oranı %1,5’dur. 2001 yılında iki baz puan düşerek %1,3 seviyesine inmiştir. Aynı yıllar arasında döviz kuru da, Japon Merkez Bankası’nın bu faiz indiriminden dolayı 116,24 seviyesinden 131,30 seviyesine yükselmiştir. Enflasyon oranı ise 0,6 seviyesinden -0,7 seviyesine gerilemiştir. Faiz oranlarındaki düşüş enflasyon oranını artırmamıştır. Bu durum Japon ekonomisinde talebin faize elastikiyetinin çok yüksek olmadığını ifade etmektedir. Bu durumda faiz oranı düşüşüyle birlikte yatırımların kârlılığı artacağı için üretim miktarı da artacaktır. Üretim artışına karşılık talep arzdan fazla artmaz ise enflasyon tehlikesi oluşmayacaktır. Japonya Merkez Bankası’nın bu tür faiz indirimi enflasyon değil de yerli üretimi ve/veya ihracatı artırmaya yönelik gibi gözükmemektedir. Japonya Merkez Bankası’nın yapmış olduğu bu faiz indirimiyle döviz kuru yükselirken enflasyon oranı artmamaktadır. Bu durumun sebebi artan döviz kuru doları yine karşı pahalı duruma getireceği için ihracat artacaktır. Bu yüzden faiz indiriminden dolayı enflasyon oranı artmamıştır. Faiz oranları bu şekilde çok büyük bir değişme göstermemiştir ve 2007 yılında %1,7 seviyesine ulaşmıştır. Döviz kuru ise 2004 yılında 103,63 seviyesine gerilemesine

rağmen 2007 yılında tekrar yükselerek 117,32 seviyesine ulaşmıştır (oecd.org/document/17/0,3343,en_2649_201185_40353553_1_1_1_1,00.html).

Opsiyon sözleşmeleri ile para politikası enstrümanlarından olan faiz, döviz kuru ve merkez bankalarının kontrol altına almayı amaçladığı enflasyon oranı arasındaki ilişki çoklu regresyon modeline göre incelenecektir. Model,

$$Y=b_0 + b_1X_1+ b_2X_2 +u$$

biçimindedir. Burada Y: Opsiyon işlem hacmi, X₁: Faiz oranı, X₂: Enflasyon oranı değişkenleridir. Japonya'nın 1998-2007 dönemine ait opsiyon işlem hacmi en küçük kareler yöntemiyle (E.K.K.) tahmin edilecektir.

Tablo 15 : Japonya'nın 1998-2007 Dönemine Ait Opsiyon İşlem Hacmi, Faiz oranı ve Enflasyon Verileri

Yıllar	Opsiyon İşlem Hacmi (trilyon\$)	Faiz Oranı	Enf. Oranı	X ₁ Y	X ₂ Y	X ₁ ²	X ₁ X ₂	X ₂ ²
1998	1,14	1,5	0,65	1,71	0,74	2,25	0,097	0,42
2001	0,88	1,3	-0,7	1,144	-0,62	1,69	-0,91	0,49
2004	1,19	1,5	0	1,79	0	2,25	0	0
2007	3,15	1,7	0,1	5,35	0,315	2,9	0,17	0,01
Toplam	ΣY= 6,36	ΣX ₁ = 6	ΣX ₂ = 0,05	ΣX ₁ Y= 9,99	ΣX ₂ = 0,44	ΣX ₁ ² = 9,09	Σ X ₁ X ₂ = 0,23	Σ X ₂ ² = 0,92

Kaynak: Bank of Japan, 2008.

Opsiyon fonksiyonunun tahmini için gerekli olan E.K.K normal denklemleri,

$$\sum Y = nb_0 + b_1 \sum X_1 + b_2 \sum X_2$$

$$\sum X_1 Y = b_0 \sum X_1 + b_1 \sum X_1^2 + b_2 \sum X_1 X_2$$

$$\sum X_2 Y = b_0 \sum X_2 + b_1 \sum X_1 X_2 + b_2 \sum X_2^2$$

dir. Tablodaki gerekli değerleri normal denklemlerdeki yerlerine koyarsak,

$$6,36 = 4 b_0 + 6 b_1 + 0,05 b_2$$

$$9,99 = 6 b_0 + 9,09 b_1 + 0,23 b_2$$

$$0,44 = 0,05 b_0 + 0,23 b_1 + 0,86 b_2$$

eşitlikleri elde edilir. Bu denklemlerin birlikte çözülmesiyle,

$$b_0 = -9,27 \quad b_1 = 7,23 \quad b_2 = -0,81$$

olarak bulunur. Bulunan bu tahmini değerleri modeldeki yerlerine koyarsak, tahmin edilen opsiyon fonksiyonu,

$$\hat{Y} = -9,27 + 7,23 X_1 - 0,81 X_2$$

şeklinde yazılır.

Bu tahmin sonuçlarına göre; $b_0 = -9,27$ değeri, $X_1 = X_2 = 0$ iken, gerçekleşen ortalama opsiyon sözleşme hacmini gösterir. $b_1 = 7,23$ ise, X_2 değişkeni'nin Y üzerindeki etkisi sabit tutulduğunda, X_1 değişkeni'ndeki (faiz oranı) 1 baz puanlık artışın opsiyon hacmini 7,23 artırdığını gösterir. $b_2 = -0,81$ değeri ise, X_1 değişkeni'nin Y üzerindeki etkisi sabit tutulduğunda, X_2 değişkeni'ndeki (Enflasyon oranı) 1 birim artışın opsiyon işlemlerini 0,81 azalttığını ifade eder. Ayrıca, türev ürünlerin faiz oranıyla doğru, enflasyon oranıyla ters orantılı olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda merkez bankalarının enflasyon oranını düşürücü para politikası uygulamaları normal koşullarda türev ürünleri artıracaktır.

$$R^2=[(7,23*0,452)+(-0,81*0,3905)]/3,3002$$

$$R^2= 0,88$$

Bu sonuca göre, opsiyon hacminde meydana gelen değişimin %88'i faiz ve enflasyonda meydana gelen değişmelere bağlı olarak açıklanmaktadır. Modelin açıklama gücü yüksek olup, regresyon doğrusunun gözlemlere uyumu iyidir (Darı,2002:75-70).

Bu sonuçlara dayanarak, organize piyasalara sahip ekonomilerde merkez bankaları, yalnız tezgah-üstü piyasalara sahip olan ekonomilere nazaran türev piyasalarını yönlendirmede daha etkili olduğu anlaşılmaktadır. Organize piyasalar tezgah-üstü piyasalara göre daha denetimli ve risk unsuru teminat altında olduğu için bu piyasalarda yatırımcılar büyük zararlarla daha az karşılaşır. Bu özelliklerinden dolayı merkez bankalarının faiz oranı, döviz kuru gibi araçları kullanarak uyguladığı para politikası organize piyasalarda işlem gören opsiyon ve futures gibi araçlar üzerinde daha büyük etkiye sahiptir.

III. BÖLÜM

TÜRKİYE’DE VADELİ İŞLEM PİYASASI

6. Türkiye’de Vadeli İşlemler ve VOB

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) 4 Şubat 2005’de faaliyete geçti. VOB’da işlemlerin başlamasıyla birlikte finansal piyasalarımızda yeni bir dönem başladı ve finansal sistemimizdeki bir eksiklik giderilmiş oldu. VOB vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alınıp satıldığı ülkemizdeki tek borsadır (vob.org.tr...). Ancak ülkemizde daha öncede çeşitli kurumlar aracılığıyla vadeli işlemler yapılmaktaydı. Türkiye’de türev ürünlerle ilgili ilk yasal düzenleme, vadeli döviz alım satımı, forward üzerine yapılmıştır. 29.12.1983 Tarihli Resmi Gazete’de bankalar, T.C Merkez Bankası’nın belirlenen esaslar dahilinde vadeli döviz alım satımı yapabilirler hükmüne yer verilmiştir. 11.08.1989 Tarihinde yayınlanan Türk Parası ve Kıymetini Koruma Hakkında Karar’ın dövizle ilişkin işlemlerle ilgili düzenlemelere yer verilmiştir. 16 Temmuz 1985 tarihinde T.C Merkez Bankası aldığı bir kararla, Merkez Bankası ile ticari bankalar arasında swap işlemlerini belirli koşullar içinde başlatmıştır. Buna göre swap işlemleri en fazla bir ay süreli olabilecek ve işlemler için Merkez Bankası alış kuru esas alınacaktır. 27.09.1985 tarihinde Merkez Bankası ‘nın yayınladığı genelgeye göre Merkez Bankası ile bankalar arasında yapılabilen vadeli döviz alım satım işleminin bankalar arasında yapılabilen vadeli döviz alım satım işleminin bankalar arasında yapılmasına olanak sağlamıştır. Future piyasalarında ilk yasal düzenleme 1992 yılında yapılmıştır. 23 temmuz 1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik ” yayınlanmıştır(tspakb.org.tr...).

VOB uzaktan erişimli elektronik bir borsadır. Emirler fiyat ve zaman önceliğine göre eşleştirilmektedir. Emirler, işlemler, pozisyonlar ve teminatlar

hesap bazında takip edilmektedir. İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.(Takasbank) VOB'un Takas Merkezi'dir.

VOB'da yatırılan teminatlar Takasbank nezdinde sizin adınıza açılan hesaplarda tutulmaktadır. Ayrıca teminatlarınız hergün belli bir faiz oranıyla nemalanmaktadır. Pozisyonunuzu kapattığınız anda teminatınız açığa çıkar ve teminat bakiyenizi geri alabilirsiniz (<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTurEduDocstim2005.pdf>).

Türev araçları SPK tarafından nitelik olarak diğer sermaye piyasası araçları olarak tanımlanmıştır. Türkiye'de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında bireysel yatırımcıların elde ettikleri kazançlarda tevkifat oranı sıfırdır. Ancak Türkiye'de yerleşik kurumların ve bireysel yatırımcıların hisse senedi, devlet iç borçlanma senedi gibi yatırım araçlarından elde ettikleri kazançlarda tevkifat oranı %10'dur

(<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=412>)

Bir vadeli borsa, üye kuruluşlardan oluşur. VOB'un herhangi bir üyesinde hesap açtıran müşteri işlem yapabilecektir. VOB' da üyeliğe kabul 2 adet potansiyel üye kategorisi arasından yapılmıştır:

- TSPAKB üyesi aracı kurumlar
- TSPAKB üyesi bankalar

Açılıшта 34 olan üye sayısı 54'e yükselmiştir. Bunlardan bir kısmı tablo 16'daki gibidir.

Tablo 16 : VOB’a Üye Bazı Aracı Kurumlar ve Bankalar

ÜYELER
1 BENDER MENKUL DEĞERLER A.Ş.
2 NUROL MENKUL KIYMETLER A.Ş.
3 GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
4 HSBC BANK A.Ş.
5 TARİŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
6 YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.
7 EGEMEN MENKUL KIYMETLER A.Ş.
8 FORM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
9 EVGİN YATIRIM MENKUL DEĞERLER TİC. A.Ş.
10 AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
11 RAYMOND JAMES YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
12 SANKO MENKUL DEĞERLER A.Ş.
13 AKBANK A.Ş.
14 OYAKBANK A.Ş.

Türkiye’de reel sektörün ve finansal piyasaların ihtiyaç duyduğu emtiaya ve finansal ürünlere dayalı sözleşmeler kote edilmektedir. VOB’da dört çeşit sözleşme yapılmaktadır. Bunlar; döviz (Dolar/YTL, Euro/YTL), hisse senedi endeksi (İMKB 30 Endeksi), faiz (365 ve 91günlük DİBS), pamuk ve buğday’dan oluşan emtia (vob.org.tr...).

VOB’da en fazla hisse Türkiye Odalar ve Borsalar Birliğine aittir. Bu sırayı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası takip etmektedir. Diğer hisse oranları ise tablo 17’de verilmiştir.

Tablo 17 : VOB’da Hisse Oranları

VOB’da Hisse Sahipleri Oranları	Hisse
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş	% 1
İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş	% 3
Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği	% 6
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş	% 6
Garanti Bankası T.A.Ş	% 6
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	% 6
Akbank T.A..Ş	% 6
Koçbank A. Ş	% 6
İzmir Ticaret Borsası(İTB)	%17
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB)	%18
Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği(TOBB)	%25

6.1. VOB’da İşlem Hacimleri

Türkiye’de VOB 2005 yılında kurulmasına rağmen yatırımcılar bu piyasalara yabancı değillerdir. Özellikle bankalar, yabancı sermayeli şirketler, yabancı yatırımcılarla çalışan aracı kuruluşlar ile yurtdışı işlemleri nedeniyle döviz kuru riskine uğrayan şirketler hem riskten korunmak hem de spekülasyon kar sağlamak amacıyla yurtdışı vadeli işlem borsalarında işlem yapmaktadırlar. Yabancı sermayeli bir yatırım bankasının yapmış olduğu bir araştırmaya göre, Türkiye’nin söz konusu piyasalarda toplam işlem hacmi yıllık 3.000-4.000 sözleşme arasında olmaktadır. Bu rakama Türk şirketlerinin yurtdışındaki iştirakleri ve acentaları aracılığıyla yaptıkları işlemler dahil değildir. Bunların yanı sıra, yabancı aracı kurumların Türkiye’de açmış oldukları irtibat büroları ile yurtdışı vadeli işlemler piyasalarında işlem yapan kişisel yatırımcıların sayısı da

artış göstermektedir.

Forward ve swap işlemleri Türkiye'de en yaygın olarak uygulanan türev ürünleridir. Futures ve opsiyonlar ise sınırlı olarak, bankalar tarafından uygulanmaktadır. Bu durum yapılan bir araştırma ile de ortaya konulmuştur. Bu araştırma, türev ürünlerin Türkiye'deki bankalarda kullanımlarına yönelik olarak 52 banka üzerinde yapılmıştır. Söz konusu araştırmanın sonuçlarına, yakın zamanı içermesi nedeniyle aşağıda yer verilmiştir.

Türk bankacılık sektörünün türev ürünlere ilişkin toplam işlem hacmi 1993 yılında 68.104 milyar TL. iken, 1996 yılında 2.130.665 milyar TL.ya ulaşmıştır. Bu tutarlar içinde;

- Kamu sermayeli bankaların payı, 1993 yılında 13.539 milyar TL. dan 1996 yılında 126.705 milyar TL.ye,
- Özel sermayeli bankaların payı 1993 yılında 48.944 milyar TL. dan 1996 yılında 1.669.222 milyar TL. ye,
- Yabancı sermayeli bankaların payı 1993 yılında 5.621 milyar TL. dan 1996 yılında 334.738 milyar TL.ye, yükselmiştir.

Bu sonuç özel sermayeli bankaların türev ürünlerini kullanmaya daha açık olduklarını göstermektedir. Ancak burada, Türkiye'deki özel sermayeli bankaların sayısının kamu sermayeli bankalardan ve yabancı sermayeli bankalardan fazla olduğunu belirtmekte de yarar vardır. Sonuçlara göre ayrıca, yıldan yıla türev ürünlerinin kullanımında önemli bir artış kaydedildiği anlaşılmaktadır.

Tablo 18 : Türkiye'de Bankaların Yaptıkları Türev İşlemleri

	Evet		Hayır		
	Banka Sayısı		Banka Sayısı		Toplam Banka Sayısı
Yapılan İşlem Türü		%		%	
Döviz Forward	41	78.8	11	21.2	52
Faiz Forward	10	19.2	42	80.8	52
Döviz Swap	38	73.1	14	26.9	52
Faiz Swap	9	17.3	43	82.7	52
Döviz Futures	10	19.2	42	80.8	52
Faiz Futures	7	13.5	45	86.5	52
Döviz Opsiyon	10	19.2	42	80.8	52
Faiz Opsiyon	4	7.7	48	92.3	52

Tablo'ya göre, Türkiye'de bankaların türev ürünler arasında en çok forward ve swapları kullandıkları ve döviz üzerine yazılan türev ürünlerinin faiz üzerine yazılanlardan daha çok tercih edildiği görülmektedir. Türev ürünler arasında en yaygın kullanım alanı yaklaşık %79 oran döviz forwardlara aittir. Bunu %73.1 ile döviz swapları izlemektedir. Döviz futures ile döviz opsiyonları bu oranların oldukça gerisinde kalarak her biri %19.2 oranında pay almışlardır. Faize dayalı türev ürünler içinde %19.2 ile faiz forwardlar, %17.3 - faiz swapları önde gelmektedir. Bunları %13.5 ile faiz futuresler, %7.7 'faiz opsiyonları izlemektedir.

Türev ürünlerinin Türkiye'de daha yaygın olarak kullanılmama nedenlerinin başında enflasyon gelmektedir. Gelecekteki enflasyon beklentisi nedeniyle bankalar, türev ürünlere uzun vade tanımaktan kaçınmaktadırlar. örneğin forward kontratların vadesi genellikle iki aydır. Vade uzadıkça bankalar belirsizlik primini yüksek tuttuklarından kote edilen oranlar artmakta " işlem oldukça pahalı hale

gelmektedir. Bunun sonucunda bankalar tarafından verilen forward kotasyonlar ihracatçı ve ithalatçı kuruluşlar tarafından beklendiği kadar kabul görmektedir (Chambers, 2007:210-212).

VOB’da türev işlem hacimleri’nin gelişimini diğer yıllar açısından şöyledir;

VOB’da açık pozisyon sayısı 2005 yılı Şubat ayında toplam 2.438 adettir. Ağustos ayında ise 86.384’e yükselmiştir.

İşlem hacmi ise 2005 Şubat ayında 16.038,413 YTL iken Ağustos ayında 262.497,064 YTL’ye yükselmiştir. İşlem Hacimlerinin adet olarak gelişimi ise; Şubat ayında 7088 adet, Ağustos ayında ise 178802 adet olarak gerçekleşmiştir.

VOB’da 2005 yılı Şubat- Ağustos arası işlem hacmi dağılımı ise; %83 Döviz, %15 Endeks, %2 Faiz, %0 ise Emtia olarak gerçekleşmiştir (<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTurEduDocstim2005.pdf>).

7. SONUÇ

Tarihsel süreç içerisinde ekonomik yapıya bağlı olarak sadece tarımsal ürünlerin vadeli işlemlere konu olduğu bir türev ürünler piyasasından, finansal ürünlerin de müdahil olduğu bir piyasaya geçiş olmuştur. Önceleri sadece risk ve belirsizliğin ekonomik etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik işlemler söz konusu iken günümüzde spekülasyon motifli işlemler de önem kazanmaktadır.

Ekonomik liberalizasyon, küreselleşme gibi etmenler bu piyasaların hacimsel olarak büyümesini sağlamış ve ulusal ekonomilerin birbirlerine bağımlılığını artırmıştır. Artık herhangi bir gelişmiş ekonomide meydana gelen bir kriz uluslararası boyutta sonuçlar doğurabilmekte ve gerek menkul kıymetler borsasında gerekse türev ürünler piyasasında ekonomik göstergeleri değiştirebilmektedir. Ekonomik göstergelerdeki bu değişiklik kendisini genellikle sermaye hareketleri sonucunda döviz kurlarının yükselişi, faiz ve enflasyon şeklinde göstermektedir. Finans sektörünün ekonomik konjonktürü değiştirebilecek boyutlara ulaşması bu alanda kurumsal ve hukuki altyapının oluşturmasını gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Zira para politikasının ve iktisat politikasının fiyat istikrarı, ödemeler dengesi, kalkınma gibi ortak hedefleri gerçekleştirebilmesi ancak bu tür düzenlemelerle gerçekleştirebilir. Ekonomilerde artık finansal piyasalar ile para ve iktisat politikaları arasında daha sıkı bir korelasyon vardır. Para otoriteleri para politikası amaçları çerçevesinde finansal piyasalar üzerinde konjonktüre göre etkin araçlarla müdahale etmeli ve çıkması muhtemel krizleri önceden ortadan kaldırmalıdır. Burada şu konuya da değinmek gerekmektedir: etkin bir para politikasının varlığı ancak para otoritesinin bağımsızlığı ile mümkündür.

Türev ürünlerin finansal piyasalara girişiyle, piyasada karşı karşıya kalınan riskleri anlamak, doğru ölçmek, ve etkin bir şekilde yönetmek açısından yeni araçlar sunmak suretiyle piyasalarda kabuk değişikliğine yol açmıştır. Türev ürünlerin yanlış kullanımından kaynaklanan birtakım zararlar oluşmuştur. Ancak meydana gelen tüm olumsuz durumları türev ürünlere bağlamak son derece

yanlıştır. Türev ürünlerin faydalarının yanında bu tür zararlar çok küçük boyuttadır. Ortaya çıkan bu olumsuz durumlar daha çok bu piyasaların yeterince bilinmemesinden ve gerekli alt yapının kurulamamasından kaynaklanmaktadır.

Günümüzde bu tür piyasaların bir diğer önemli özelliği ise, işlemin türüne ve hacmine göre ekonomide, özellikle spot piyasada beklentiler meydana getirerek ekonomiyi etkilemeleridir. Bir diğer ifadeyle, üretici ve tüketici birimler ekonomide oluşan bu göstergelere göre hareket ettikleri gerçeğidir. Çünkü iktisadi anlamda rasyonalite bu türden bir bilinçli hareketi gerektirmektedir. Birimlerin bu türden ortak hareketleri ise beklentileri gerçekleştirerek ekonominin işlem yönünü ve hacmini belirlemeleri ile sonuçlanmaktadır.

Ülkelerin istenilen refah düzeyine ulaşmaları, tasarrufların sermayeye dönüşmesi yoluyla mümkündür. Bu yüzden gerek menkul kıymetler borsasının gerekse vadeli işlemler piyasasının tasarrufların yatırıma dönüşmesinde ki rolü yadsınamaz. Özellikle Türkiye gibi gelişme yolunda olan ülkelerde bu fonksiyon daha da önem arz etmektedir. Vadeli işlem piyasaları bu mânada gerek yatırımcılara gerekse tüketicilere alternatif araçlar sunarak onların kârlılığına ve faydalarını artırmaktadır. Böylelikle ekonomik büyüme sağlanmakta ve buna bağlı olarak milli gelir, kişi başına düşen milli gelir v.b. artmaktadır. Bunun için türev ürünlere önem verilmeli ve gerekli alt yapının sağlanması gerekmektedir. Böylelikle para politikası amaçlarına daha kolay ulaşılmış olacaktır.

Finansal piyasaların liberalleşmeye başladığı dönem olan 1980'li yıllarda sermaye piyasalarının rolü artmıştır. Küreselleşme olgusu nedeniyle finansal piyasaların iki önemli ögesi olan sermaye piyasası ile para piyasası arasında çok büyük bir ayrılık olmadığı, bunun aksine aralarında bir bağ olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarıyla para piyasası arasında da bir bağ olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Para piyasasının düzgün işlemesinden sorumlu olan merkez bankaları ellerindeki mevcut araçları kullanarak hedefledikleri amaçlara ulaşmak isterler. Merkez bankalarının uyguladıkları politikalar sonucu hane halkı

ve firmalar bu durumu yorumlayıp kendi portföylerine göre karar verirler. Beklentiler ekonomi üzerinde büyük etkiye sahiptir. Bu şekilde merkez bankaları hane halkı ve diğer aktörlerin beklentilerini, mevcut araçlarıyla etkileyerek onların ekonomik kararlarını etkilemektedir. Söz gelimi fiyat istikrarını sağlamak için uygulanan anti- enflasyonist politikalar sonucu merkez bankasının almış olduğu faiz artırımı kararı sonucu enflasyon oranında fazla iyileşme gözükmemesi neticesinde hane halkı ve firmalar merkez bankasının tekrar faiz artırımı kararı alacağı bekleyişi içine girerler. Bu yüzden hane halkı bireyleri ellerinde veya evlerinde saklı şekilde iddihar olarak tutmayıp faiz getirisi elde edeceği şekilde yatırım yapacaktır. Bu yatırımı para piyasası veya sermaye piyasası araçları olarak yapacaktır. Bu araçlardan biri de sermaye piyasası türev ürünlerdir. Bir hane halkı bireyi, merkez bankasının enflasyonla mücadele politikası uygulayacağını açıkladığında kendi beklentisi doğrultusunda faiz oranının yükseleceği tahminini yapacaktır. Bunun için türev ürün olarak veya satarak kâr elde edebilir. Faiz oranlarının yükseleceğini bekleyen bir hane halkı faize dayalı türev ürün alımı yaparak hem ileride değerinin yükseleceğini tahmin ettiği varlığı gelecekteki spot fiyatından daha ucuza almış olacak hem de bu varlık bir defalık tüketime tabii değilse bu varlığı gelecekte yüksek spot fiyattan satarak iki yanlı bir kâr elde edebilir. Bu şekilde hane halkının iki yanlı kârı para piyasası araçlarıyla mümkün değildir. Hane halkı elindeki parasını bankaya vadeli mevduat olarak yatırdığında sadece faiz getirisi elde edecektir. Oysa faize dayalı türev ürün alımı yapıp daha sonra bu varlığı spot piyasada satarak vadeli mevduat getirisinden çok daha fazla getiri elde eder. Firmalar ise merkez bankasının faiz artırımı kararının kredi maliyetlerini artıracığı için korunma amaçlı işlem yapacaklardır. Bunun için en iyi yatırım aracı türev ürünlerdir. Merkez bankasının enflasyonla mücadele için sıkı para politikası uygulaması sonucunda dolaşımdaki para azalacak ve dolayısıyla bankalar ve diğer finans kuruluşları mevduat çekebilmek ve işlevlerini yerine getirebilmek için daha yüksek faizden borç alacaktır. Bu faiz artışı yatırımcıların kârlılıklarını da etkileyeceği için üretim hacminde daralma görülecektir. Dolayısıyla hammadde, ara mal ve mamül fiyatları yükselecektir. Firmaların bunun gibi girdi fiyatlarının yükselişinden etkilenmemek için yapacağı en önemli

işlem türev ürün almaktır. Yapılan işlemlerin büyük çoğunluğu bu tarz belirsizliklerden korunma amaçlı yapılmaktadır. Para politikasının diğer önemli bir müdahalesi döviz kuru ayarlamalarıyla olmaktadır. Fakat merkez bankası döviz kuruna ancak sabit kurun geçerli olduğu sistemde doğrudan müdahale edebilir. Serbest kurun geçerli olduğu sistemde merkez bankasının doğrudan bir müdahalesi yoktur. Sadece bardağın taşması misalinde taşan kısmını veya köpüğünü alır, ayrıca aşırı azalmasına da engel olur. Bu şekilde merkez bankası döviz kuruna rezerv tutarak, kısa vadeli faiz oranların değiştirerek dolaylı olarak müdahale etmektedir. Yatırımcının ve hane halkının para politikası uygulayıcısının bu değişiklikleri neticesiyle kararı tıpkı faiz oranında yapılan değişiklikte olduğu gibi olacaktır. Böylelikle para politikasının sermaye piyasası türev ürünlerini etkilediği sonucuna varılmıştır. Para politikasının sermaye piyasası türev ürünleri üzerindeki bu tür etkilerinin yanında türev ürünlerin de para politikası üzerinde etkisi bulunmaktadır. Yani etkileşim çift yönlüdür. Yatırımcılar korunma amaçlı türev ürün alımı veya satımı yaparak kârlarını artıracaklar veya zararları en aza indireceklerdir. Böylelikle ekonomide üretim hacmi genişleyecek ve firmaların üretim faktörü talebi artacaktır. Dolayısıyla para politikasının amaçları olan büyüme, istihdam, ödemeler dengesi ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşılmasına önemli katkı sağlamaktadır.

Sermaye piyasası türev ürünlerinin yatırımcılar ve diğer aktörler açısından olumlu yönleri olmasına karşın tedbiri alınmadıkça bazı olumsuz yönleri de olabilmektedir. Türev ürünlerin denetimi, organize borsalar dışında oldukça yetersizdir. Bu piyasalarda işlem hacimleri aniden çok yüksek meblağlara ulaşabilmektedir. Bu durum para politikası uygulayıcılarının fiyat istikrarını sağlamasında önemli engel teşkil etmektedir. Buna son zamanlarda yaşanan küresel kriz neticesiyle petrole yönelik spekülatif işlemler gösterilebilir. Petrol tüm dünyada A.B.D doları üzerinden fiyatlandırılmaktadır. A.B.D ekonomisinde son zamanlarda başlayan kriz tüm dünyayı etkilemiştir. Bu durum A.B.D dolarının değer kaybetmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda petrolün da reel olarak değer yitirmemesi için dolar olarak değeri yükselmiştir. Ayrıca başta

A.B.D olmak üzere gelişmiş ülkelerin petrol, doğalgaz v.b. enerji kaynaklarına yönelik talep artışı ve arzın talebi karşılayamaması sebebiyle enerji fiyatları yükselmiştir. Bundan dolayı başta petrol olmak üzere enerji kaynaklarına spekülâtif amaçlı türev işleminde büyük artış olmuştur. Sonuçta petrol fiyatları normalin çok üzerinde artış göstererek para politikası uygulayıcılarının enflasyon hedeflerini revize etmelerine neden olmuştur. Bu tür spekülâtif işlemler denetim altına alınamazsa para politikası uygulayıcılarının hedeflerine ulaşması oldukça zorlaşacaktır. Bunun için bu tür işlemlere engel konulabilir. Ayrıca spekülâtif ve arbitraj amaçlı işlemler bir şekilde piyasanın dengeye gelmesini sağlarlar. Fiyatın yüksek olduğu piyasaya spekülâtif saldırı olur. Bu durum aşırı kârın ortadan kalkmasına kadar devam eder. Aşırı kâr ortadan kalktığında spekülâtif ve arbitraj amaçlı işlemler de azalır. Ancak spekülâtif ve arbitraj amaçlı işlemlerin piyasaları bir şekilde dengeye getirebilmesi için spekülâtif veya arbitraj amaçla alınıp satılan varlığın ikâmesinin oluşturulması gerekir. Buna petrolü örnek vermek gerekirse, büyük ekonomilerin petrol talebi artmaktadır. Ancak petrol arzı bunu karşılayamamaktadır. Petrol ve diğer enerji kaynakları için ikâme mal bulunmadığı için petrol fiyatlarında uzun süredir düşüş yaşanmamaktadır. Bundan dolayı spekülâtif işlemler uzun süredir devam etmektedir ve edecek gibi gözükmektedir. Bu durum merkez bankalarının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlama açısından büyük engel teşkil etmektedir. Bunun için finansal piyasalarda, özellikle tezgah üstü piyasalarda denetim artırılmalı ve sınırlama getirilmelidir. Bunun haricinde stratejik kaynakların ya rezervi ya da alternatifleri artırılmalıdır. Bunlar gerçekleştiği takdirde sermaye piyasası türev ürünlerle para politikası arasındaki ilişki daha da belirginleşecektir.

KAYNAKÇA

AKGİRAY, Vedat (1998), *Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları*, İMKB Dergisi, Ocak-Şubat-Mart, Sayı 5, ss 1-10,

ALPAN, Fulya (1999), *Örneklerle Futures Anlaşmaları ve Opsiyonlar*, Literatür Yayınları, İstanbul

ALTINKEMER, Melike (2004), *Importance of Base Money Even When Inflation Targeting*.<http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0404ENG.pdf> (11.06.2008)

AREN, Sadun (1989), *İstihdam Para ve İktisadi Politika*, Savaş Yayınları, Ankara

AYRIÇAY, Yücel (2003), “Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olan Etkileri” *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (5). Sayı, ss.1-19. <http://www.sbe.kou.edu.tr/kosbed/dergi/%2005/ayricay.pdf> (19.12.2007)

BAL, Harun (2001), “Uluslararası Finansman Dış Borç yönetimi ve Türkiye” , *Türkiye Bankalar Birliği*, Yayın No:222, s.310-327

Başçı, E. Savaş (2003), “Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları” *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi*, No:12, s.18-30. http://www.esef.gazi.edu.tr/html/yayinlar/12_pdf12_2.pdf (10.01.2008)

BERUMENT, Hakan, Nükhet Doğan ve Aysit Tansel (2008), *Macroeconomic Policy and Unemployment by Economic Activity : Evidence from Turkey*. http://www.tek.org.tr/dosyalar/Tansel_work2_44-1.pdf (12.06.2008)

BOLGUN, Evren ve Barış Akçay (2003), *Risk Yönetimi, Finansal Piyasalarda Risk Ölçüm ve Yönetimine Türkiye Perspektifinden Stratejik Bakış*, Scala Yayınları, İstanbul

CANBAŞI, Serpil ve Hatice Doğukanlı (2002), *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Betaş Yayınları, İstanbul

CEYLAN, Ali ve Turhan Korkmaz (2004), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Yayınevi, Bursa

CEYLAN, Ali ve Turhan Korkmaz (2003), *Finansal Teknikler*, Ekin Yayınevi, Bursa

CHAMBERS, Nurgül (2007), *Türev Piyasalar*, Beta Yayınları, İstanbul

DARI, Recep (2002), *Ekonometri*, Alfa Yayınları, İstanbul

DÖNMEZ, Çetin Ali, Yaman Başaran, Güzin Doğru ve Sedat Uğur (2002), *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul

DÖNMEZ, Çetin Ali ve Mustafa K. Yılmaz (1999), “Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Bir Tehdit Oluşturabilir Mi? “, *İMKB Dergisi Cilt:3 Sayı:11*, s.50-78

EĞİLMEZ, Mağfi ve Ercan Kumcu (2007), *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*, Remzi Yayınevi, İstanbul

ERSAN, İhsan (1998), *Finansal Türevler*, Literatür Yayınları, İstanbul

EROL, Ümit (1999), *Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik*, Menkul Kıymetler Borsası Yayını, İstanbul

GÖKÇE, Gökçe Alp ve Serra Eren Sarıoğlu (2003), “Etkin Pazar Kuramı ve Zayıf Etkin Pazar Kuramının Geçerliliğinin İMKB’de Test Edilmesi” *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt 32, No:1, Nisan , s.45-61*

GÜRAK, Hasan (2000), *Economic Growth and Productive Knowledge*. <http://129.3.20.41/eps/ge/papers/0309/0309010.pdf> (12.06.2008)

HULL, John (2005), *Options, Futures and Other Derivatives*, Prentice-Hall International, Inc, Pearsa Education, 6.Baskı, A.B.D

İMKB (2006), *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu*, Menkul Kıymetler Borsası Yayını, İstanbul

İTO (2006), “*Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları*”, *Yayın No:19, s.10-30*

KARAN, Mehmet Baha (2004) *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Yayınları, Ankara

KAYACAN, Murat v.d. (1995), *Sermaye piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması*, Menkul Kıymetler Borsası Yayını, İstanbul

KEYDER, Nur (2002), *Para Teori – Politika- Uygulama*, Seçkin Yayınları, Ankara

KORKMAZ, Turhan (2001), “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü”, *İMKB Dergisi, Ocak-Şubat-Mart Cilt:5, Sayı: 17, s.70-99*

KOĞAR, Çiğdem İzgi (1995), *Financial Innovations and Monetary Control*,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/95/9515.pdf> (10.06.2008)

ÖÇAL, Tezer ve Ömer Faruk Çolak (1999), *Para Teori ve Politika*, Nobel Yayınları, Ankara

ÖNCE, Saime (1995), “Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar İçin Muhasebeleştirilme Şekilleri, *Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:192, s.15-25*

PARASIZ, İlker (2005), *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Yayınları, Bursa

PARASIZ, İlker (1998), *Para Politikası Türkiye Uygulaması*, Ezgi Yayınları, Bursa

PAYA, M. Merih (1998), *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Yayınevi, İstanbul

SAVAŞ, Vural (1998), *Politik İktisat*, Betaş Yayınları, İstanbul

SEYİDOĞLU, Halil (2003), *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, Güzem Can Yayınları, İstanbul

Sill K. (1997), “The Economic Benefits and Risks of Derivative Securities”,
Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review January/February: s. 15-26

TUFAN, Ekrem (2001), *Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir

VOBJEKTİF (2007), “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Bülteni” , *Vadeli İşlemler Borsası Dergisi, No:10, s.5-32*

YAVİLİOĞLU, Cengiz ve Güven Delice (2006),“Tezgah-Üstü Türev Piyasaları”*Maliye Dergisi,Sayı151,ss.6-12* <http://portall.sgm.gov.tr./calismalar/yayinlar/md/151/151-Yavilioglu-Delice.pdf> (10.12.2007)

YILMAZ, Mustafa Kemal (2001), “Vadeli Piyasa-Spot Piyasa Etkileşimi” *Active Dergisi, Sayı16, s.1-7*. http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?bWhere=true&nARTICLE_id=1310 (10.01.2008)

YARARLANILAN İNTERNET KAYNAKLARI

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/2007.htm>
(04.02.2008)

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions/decisions07>
(04.02.2008)

<http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/iadb/Rates.asp?TD=18&TM=Dec&TY=2000&into=GBP&POINT.x=1&POINT.y=7> (05.02.2008)

<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazartesi11.doc> (10.10.2007)

<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma12.doc+swap+s%C3%B6zle%C5%9Fmesi&hl=tr&ct=clnk&cd=14&gl=tr> (10.10.2007)

www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma12.doc+swap+s%C3%B6zle%C5%9Fmesi&hl=tr&ct=clnk&cd=14&gl=tr (15.11.2007)

Bank of International Settlement, <http://www.bis.org/statistics/otcdcr/dt1920a.pdf>
(03.01.2008)

Bank of International Settlement, http://www.bis.org/publ/otc_hy0011.pdf?noframes=1 (04.01.2008)

Bank of International Settlement, http://www.bis.org/publ/otc_hy0511.pdf?noframes=1 (08.01.2008)

Bank of International Settlement, http://www.bis.org/publ/otc_hy0711.pdf?noframes=1 (12.01.2008)

Bank of International Settlement, <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt01.csv> (12.01.2008)

Bank of Japan, http://www.boj.or.jp/entypestatboj_statderidataderi0706.pdf (12.02.2008)

http://www.ekodialog.com/Konular/borsa_yatirim/para_piyasasi.html

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Review.aspx?rel=H15> (09.02.2008)

<http://www.federalreserve.gov/releases/h10/default.htm> (09.02.2008)

<http://www.federalreserve.gov/releases/h10/default.htm> (09.02.2008)

(<http://www.futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?a=1171&iss=175>) (25.12.2007)

<http://www.futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?a=1032> (25.12.2007)

http://inflationdata.com/inflation_Rate/CurrentInflation.asp (12.02.2008)

Organization for Economic Co-Operation and Development, <http://www.oecd.org>

/document/17/0,3343,en_2649_201185_40353553_1_1_1_1,00.html (13.02.2008)

Sermaye Piyasalar Kurulu, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action.=showpage&menuid=5&pid=2> (04.05.2008)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, <http://www.tspakb.org.tr> (08.01.2008)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, <http://www.tspakb.org.treğiti> megitimnotlariturev_araclar_kilavuzu_kasim_2007.pdf (13.12.2007)

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf (05.01.2008)

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, http://www.vob.org.trNOBPortalTur/EduDocs/Hamdi_BAGCI.pdf (18.12.2007)

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, <http://www.vob.org.trVOBPortalTurEduDocstim2005.Pdf> (23.12.2007)