

VADELİ İŞLEM PİYASALARINA İHTİYACIMIZ VAR ! MI ?

Güray Küçükkocaolu^{1a}

Okuduğunuz bu makale iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, Ocak 2000 ayında DSP-MHP-ANAP koalisyonunun uygulamaya koyduğu istikrar paketinin kamuoyuna açıklanmasının ardından yazılmış olup, ikinci bölüm, Şubat 2001 ayında Cumhuriyet tarihinde yaşanan en derin ekonomik krizin patlak verdiği dönemde yazılmıştır.

1. Bölüm

Ocak 2000

ÖNSÖZ. 1 Ocak 2000 itibariyle Merkez Bankası'nın uygulamaya koyduğu kur politikasının Türk Lirası'na 1 Dolar + 0,77 Euro kur sepetine karşı 2000 yılında reel olarak yüzde 10 düzeyinde değer kazandıracağı ve böyle bir durum karşısında ihracatçımızın ürünlerini satmakta zorlanacağı, ithalatın artacağı ülkemizin ödemeler dengesinin bozulacağı beklenmektedir. Türkiye'de Vadeli İşlem Piyasaları'nın yokluğu, ihracatçımızın olası kaybını telafi edecek finansal enstrümanların piyasalarda bulunmaması, ihracatçımızı dış piyasalarda işlem yapmaya zorlamaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Vadeli İşlemler Piyasası üzerinde yaptığı çalışmaların biran önce tamamlanması gerekmektedir.

1999 yılı sonunda uygulamaya konulan IMF destekli, DSP-MHP-ANAP koalisyonunun uyguladığı istikrar programı ile uzun yıllar süreklilik gösteren enflasyonun kontrol altına alınması ve kamunun sürdürülemez hale gelen borç yapısının sürdürülebilir boyutlara indirilmesi temel hedefler olarak belirlenmiştir. Bu program çerçevesinde Merkez Bankası Türk Lirası'nın 1 Dolar + 0,77 Euro'dan oluşan kur sepeti karşısındaki değerini, on sekiz aylık bir dönem için ilk on iki aylık süreyi kapsayacak şekilde açıklamayı taahhüt etmiştir. 2000 yılı sonu itibariyle TL'nin sepet karşısındaki değer kaybı yüzde 20 olarak açıklanmıştır. Kurun hedeflenen enflasyona göre, önceden belirlenmesini öngören yeni politikanın, enflasyonun düşmesine ve Türk Lirası'na olan güvenin sağlanmasına katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

Bu program hakkında Merkez Bankası Başkanı Gazi Erçel, kendisine yöneltilen sorulara cevap verirken dikkatimi çeken bir konu ekonomik programın ödemeler dengesi üzerindeki etkisiydi. Ekonomik programın ödemeler dengesini bozabileceğini ve uygulamaya konulan kur politikasının ihracatı olumsuz yönde etkileyebileceğini ve yapılan hesaplar doğrultusunda Türk Lirası'nın reel olarak yüzde 10 düzeyinde değer kazanabileceğini söyleyen Erçel, böyle bir durumda ihracatçımızın, ürünlerini satmakta zorluk çekebileceğini belirtiyor. Peki koalisyon hükümeti ve Merkez Bankası uygulanan ekonomik istikrar paketinin ve kur politikasının ihracatçıya getirdiği yükü onlara ne kadar anlatıyor. Eğer Türk Lirası diğer para

¹ Başkent Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Bağlıca Kampüsü, Ankara, Türkiye. Tel : +90 (312) 234 10 10/1728, Fax: +90 (312) 234 10 43 E-mail : gurayk@baskent.edu.tr

^aBu makalenin ve örnek çalışmanın yazılmasında Ekonomist Dergisinin 1999, 2000, 2001, 2002 ve 2003 yıllarında basılan haftalık yayınlarından, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü'nün Vadeli İşlem Piyasaları hakkındaki yayınlarından, DSP-MHP-ANAP koalisyonunun IMF'e gönderdiği Niyet Mektuplarından, TC. Merkez Bankası, İMKB, DPT, DIE ve IEA verilerinden yararlanılmıştır.

birimlerine karşı reel olarak yüzde 10'luk bir değer kazanacaksa, ihracatçımız bu duruma karşı kendisini nasıl korumalı ve hangi önlemleri almalı?

Tablo 1.

Aylar	Döviz Sepeti		
	(1\$+0.77€)	Dolar	Euro
1999 Aralık	959.020,46	537.912	546.895
2000 Ocak	979.159,89	549.208	558.379
2000 Şubat	999.722,25	560.741	570.150
2000 Mart	1.020.716,42	572.517	582.078
2000 Nisan	1.038.068,59	582.249	591.973
2000 Mayıs	1.055.715,76	592.148	602.037
2000 Haziran	1.073.662,93	602.214	612.271
2000 Temmuz	1.087.620,55	610.043	620.231
2000 Ağustos	1.101.759,61	617.973	628.294
2000 Eylül	1.116.082,49	626.007	636.461
2000 Ekim	1.127.243,31	632.267	642.826
2000 Kasım	1.138.515,75	638.590	649.254
2000 Aralık	1.149.900,90	644.976	655.747

Kaynak : TCMB

Yukarıdaki tabloda görülen kur artışları bir takvime, takvime bağlı olarak da bir değere bağlanarak yatırımcılara sunuldu. Gerçekleşip gerçekleşmeyeceğini ve artışların gerçekten sapmaya uğrayıp uğramayacağını zamanla göreceğiz. Merkez Bankası başkanı tarafından açıklanan kur politikasının gerçekleşmesi için Merkez Bankası gerçekten otoriter bir rol oynayıp 2000 yılı sonunda “İşte daha önce beyan ettiğim kur artışını yakaladım” diyerek, 1 Dolar + 0,77 Euro kur sepetindeki yüzde 20'lik artışı gerçekten tutturabilecek mi, yoksa ekonomik programın birkaç yerden patlak vermesi durumunda değişik bir rakam mı göreceğiz? Mesela dünyadaki petrol fiyatlarının üç ay daha bugünkü yüksek değerlerini koruması ülke ekonomisini ve istikrar paketini olumsuz yönde etkiler. Birçok ekonomist tarafından merakla beklenense ekonomik programın sonuçlarının nasıl ortaya çıkmaya başlayacağı?

Şimdi durum şu, Merkez Bankası başkanının açıklamasına göre, Türk Lirasının reel düzeyde yüzde 10'luk bir değer artışına ulaşması söz konusu, peki böyle bir düzenlemeye reel sektöründe onayı alınarak gidildi mi, herkes beklentisini bu artış üzerine kurarak, Merkez Bankası'nın kur politikasına yüzde yüz inanmaya başladı mı? Açıkçası henüz bu güven tam olarak sağlanmadı veya sağlanamadı. O zaman ortada bir gerçek var, o da insanların beklentilerinde ki farklılık, kur politikasından, enflasyona, ekonomik durumdan borsaya kadar her şey de kendini gösterecektir. Farklı beklentilerin olduğu ortamda ortaya çıkan, finansal araçların başında gelen ve gelecek hakkında değişik fikirlere sahip olan insanların kullanmalarına olanak sağlanan araçlar ise, vadeli işlem enstrümanları olarak karşımıza çıkıyor. Opsiyon'undan, Future'ına, Forward'ından, Swap'ına kadar yatırımcıya riskini farklı yollarla şekillendirecek finansal araçlar sınıfına giren bu araçlar, Türk yatırımcısının hayatına artık belirli bir düzenlemeyle girmelidir. Eğer Türk Lirası gelecekte dolara karşı reel olarak yüzde 10'luk bir değer artışı sağlayacaksa ihracatçımız bu artışın kendisini minimum düzeyde etkilenmesi için vadeli işlem piyasalarında yerini almalı ve pu piyasada bulunan araçların kendisine sunacağı avantajlardan yararlanmalıdır. Bunun için de İstanbul Menkul Kıymetler

Borsası'na Vadeli İşlemler Piyasasını sağlıklı bir düzeye ulaştırmada ve yatırımcıyı bu piyasada bulunan araçlar üzerinde bilinçleştirmede ve tanıtımını yapmada önemli rol düşmektedir.

Varsayalım ki, bir Türk tekstil firması birçok ürününü Amerika Birleşik Devletleri'ne ihraç etmekte ve giriştiği ihracattan dolayı Türk Lirası/Dolar arasında değişen kur farklarından dolayı parite riski taşımaktadır. Firmanın Amerika Birleşik Devletleri'nden sağladığı dolar geliri, Türk Lirası/Dolar kur değişikliğine göre farklılık göstermektedir, bu durumda firmanın yapması gereken Amerika'da sattığı malın etiket fiyatında değiştirmeye gitmesidir. Diyelim ki, Türk Lirası Dolara karşı yüzde 10 değer kazandı, o zaman ihracatçı firma etiket fiyatını yüzde 10 düzeyinde artırmalı ki doların değer kaybından önceki gelir seviyesine ulaşabilsin, fakat şu da gerçektir ki, firmanın, rekabet ortamında iş yaptığı ABD piyasasında, fiyat artışına gitmesi mallarına olan talebi büyük ölçüde düşürecektir.

Dolar'ın Türk Lirası'na karşı kaybettiği değerden kaynaklanan riski en aza indirebilmek ve kur farklılıklarının yaratabileceği ihracat/ithalat dengesizliğini tekrar dengeye ulaştırmak için firmanın yapması gereken şey, vadeli işlem araçlarını kullanmak ve dolar'ın olası bir değer kaybında, satışlarından ortaya çıkabilecek gelir azalmasını vadeli işlemler piyasasında telafi etmektir.

Aklıma gelen en mantıklı örnek, firmanın gireceği dolar kontratına karşılık Türk Lirası gönderme hakkına sahip olabileceği Opsiyon işlemidir. Vadeli işlem piyasalarında işlem yapacak ve para birimini gönderici olacak firma için Put Opsiyonu en uygun kontrattır. Böylelikle dolar değer kaybettiğinde, opsiyon kâr'a geçecektir.

Diyelim ki, dolar bugün vadeli işlem piyasasında 3 ay sonra 580,000 TL'den işlem görmektedir. Dolar cinsinden geliri olan bir yatırımcı döviz pozisyonundan kaynaklanan riski dolar üzerine yazılan opsiyon sözleşmesiyle karşılamak isteyecektir. Bu durumda, Tekstil firmamızın vadeli işlem piyasasına gidip 3 aylık (Nisan 2000) put opsiyonlu fiyatı 580,000 TL olan dolar satışı kontratına girdiğini düşünelim, 3 ay sonra dolar eğer 560,000 TL'den işlem görüyorsa firma put opsiyonunu kullanacak ve girdiği kontrattan dolar başına (20,000 TL – dolar başına ödenen prim TL) kazanacaktır. Piyasadan 560,000 TL'ye 1 dolar alacak veya ihracattan gelecek dolarını kullanacak ve kontrat ölçüsünde doları 580,000 TL'ye satacaktır. Firma opsiyon işleminden beklediği kâra göre, opsiyon kontratının hacminin ne kadar olabileceğini ve ihracattaki kaybın telafisinin ne kadar büyüklükteki bir kontratla giderilebileceğini analiz edecek ihracattaki zararını büyük ölçüde opsiyon kontratıyla karşılayacaktır. Dolar'ın değeri yükselirse firma opsiyonu kullanmayacak, dolar başına ödediği prim TL kadar zarar etmeyi göze alacaktır. Bunun yanında opsiyon sözleşmesinden zarar etse dahi ihracattan elde edeceği dolarları spot piyasada daha yüksek fiyattan satacaktır.

Yukarıda yapılan işlemin teknik tanımı Hedging'dir. Bu işlemin esası risk aktarımıdır. Yatırımcı böyle bir işlemi riskten korunma amaçlı yapabileceği gibi spekülasyon amaçlı da yapabilir. Firmalar vadeli işlemler piyasasının kendilerine sunduğu vadeli işlem sözleşmelerini şu an Türkiye'deki piyasa ortamında yeterli düzenleme ve zemin olmadığı için gerçekleştirememekte ve bu gibi işlemleri yeri geldiğinden yabancı piyasalarda yapmaktadırlar, istediğimiz Vadeli işlemler piyasasının biran önce ülkemize girmesi ve işlemlerimizi kendi piyasalarımızda yapabilmemizdir.

2. Bölüm

Ocak 2001

ÖNSÖZ. 1 Ocak 2000 itibariyle Merkez Bankası'nın uygulamaya koyduğu kur politikasının Türk Lirası'na 1 Dolar + 0,77 Euro kur sepetine karşı 2000 yılında reel olarak yaklaşık yüzde 10 düzeyinde değer kazandırdığı görülmüştür. Önceden açıklanan kur artışlarının enflasyonun gerisinde kalmasının da etkisiyle değer kazanan Türk Lirası'nın satın alma gücündeki artış nedeniyle iç talep kısa sürede canlanmış ithal mallara olan talep artarken ihracatımız göreceli olarak azalmıştır. Vadeli işlem piyasalarının yokluğundan dolayı vadeli işlem ürünlerini kullanamayan ihracatçımız Dolar'ın Türk Lirası'na karşı reel kaybından kaynaklanan riski dağıtamamış azalan satışlarından dolayı gelir kaybına uğramıştır.

1999 yılı sonunda uygulamaya konulan IMF destekli, DSP-MHP-ANAP koalisyonunun uyguladığı istikrar programı sayesinde 2000 yılında Türkiye ekonomisinin performansında iyileşme görülmüştür. Ekonomik faaliyet yeni program sayesinde genişlemiş üretim, tüketim ve gelir reel olarak artmış, kamu kesimi borçlanma gereksinimi azalmış, reel faiz oranları, özellikle yılın ilk yarısında hızla düşmüştür. Enflasyon oranı yıl sonuna göre yüzde 33 olmuş, Türk Lirası, Dolar karşısında yüzde 24, Euro karşısında ise yüzde 14 oranında; 1 Dolar + 0,77 Euro sepeti karşısında yaklaşık yüzde 20 oranında değer kaybetmiştir.

2000 yılında A.B.D ve Euro Devletleri'nin enflasyon oranları göz önünde bulundurulduğunda reel olarak yaklaşık yüzde 10 düzeyinde değer kazanan Türk Lirası'nın, ihracata olan etkisi azalma, ithalata olan etkisi ise hızlı bir şekilde artış olarak görülmüştür. Yıl sonu itibariyle dış ticaret açığı büyümüş ve cari işlemler dengesi rekor düzeyde açık vermiştir. Cari işlemler açığının büyüdüğü bir ortamda yurtdışı borçlanma imkanlarının sınırlanmaya başlaması ve yıl sonuna doğru yerleşik bankaların açık döviz pozisyonlarını, yabancı bankaların ise TL pozisyonlarını küçültme çabaları kaynak arzının daralmasına neden olmuştur. Bu nedenle TL üzerindeki baskı artmış ve faiz oranları yıl sonuna doğru yükselmeye başlamıştır. Faiz oranlarındaki tırmanmaya karşın uygulanan program nedeniyle Merkez Bankası'nın pasif tavrı faiz hadlerinin daha da yükselmesine ve nihayet Kasım ayında faiz riskinin realize olmasına ve sistemin ufak bir şok yaşamasına neden olmuştur. Merkez Bankası Kasım ayında yaşanan kriz esnasında piyasalara yoğun döviz müdahalelerinde bulunmuş ve izlenen kur politikası savunulabilmiştir.

Aşağıdaki tablo, 2000 yılında ay sonları itibariyle gerçekleşen Dolar/TL ve Euro/TL değerlerini vermektedir. Merkez Bankası'nın Aralık 1999 itibariyle uygulamaya koyduğu kur politikasında özellikle 1\$+0.77€ Döviz Sepeti'nde önemli oranda sapma görülmemekle birlikte sepeti oluşturan Dolar ve Euro değerlerinde Aralık 1999 ayında açıklanan rakamlara göre önemli ölçüde farklılıklar görülmektedir. Nitekim, Merkez Bankası'nın açıkladığı kur değerleri ile piyasa şartlarına göre oluşan değerler arasındaki farklılığın, Ocak 2000 ayında makalenin birinci bölümünde belirttiğimiz gibi, vadeli işlem ürünlerine riski dağıtmada duyulan ihtiyacın ne kadar gerekli olduğu açıkça görülmektedir.

Tablo 2.

Aylar	Döviz Sepeti		
	(1\$+0.77€)	Dolar	Euro
2000 Ocak	971.206	544.340	554.371
2000 Şubat	988.782	562.679	553.380
2000 Mart	1.009.976	579.195	559.456
2000 Nisan	1.028.829	594.836	563.627
2000 Mayıs	1.046.509	616.559	558.376
2000 Haziran	1.064.125	614.999	583.281
2000 Temmuz	1.080.242	626.594	589.153
2000 Ağustos	1.094.256	644.489	584.113
2000 Eylül	1.108.492	662.536	579.164
2000 Ekim	1.121.303	675.873	578.480
2000 Kasım	1.132.469	682.928	583.819
2000 Aralık	1.144.102	676.000	607.925

Kaynak : DPT

Dış ticaret hacmi ithalattaki hızlı artış nedeniyle yüzde 21 oranında büyümüş ve 81,2 milyar dolara ulaşmıştır. Dış ticaret hacminin milli gelire oranı 5,7 puan artarak yüzde 42'ye yükselmiştir. İthalat yüzde 32 genişleyerek 54 milyar dolara ulaşmış, ihracat ise 27 milyar dolar düzeyinde yaklaşık olarak aynı kalmıştır. İthalatın milli gelire oranı yüzde 28 ile yıl sonunda ulaşılan en yüksek düzeye çıkmıştır.

Tablo 3.

Dış Ticaret (Milyar dolar)	1999	2000
İhracat	26,6	27,3
İthalat	40,7	53,9
Dış Ticaret Açığı	14,1	26,6
Dış Ticaret Açığı/GSMH	7,5	13,3
İhracat/İthalat	65	51
Fiyat Endeksi (1994=100)		
İhracat	92	88
İthalat	91	95
Miktar Endeksi (1994=100)		
İhracat	150	167
İthalat	199	265

Kaynak : DİE

Faiz oranlarındaki hızlı düşüşe bağlı olarak iç talepteki genişleme yanında, kur politikası, yurtdışı borçlanma, petrol fiyatlarının yükselmesi, dış ticaret hadlerinin ithal malları lehine gelişmesi, Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesi, Rusya'nın yolcu beraberinde getirilen gümrüğe tabi olmayan mallara ve miktarlarına ilişkin sınırlama getirmesi 2000 yılında dış ticareti önemli ölçüde etkilemiştir.

Hükümet 2000 yılında ham petrol fiyatlarında görülen yüzde 59.2'lik artışı (1999 yılı ortalama spot ham petrol fiyatı 17.9 dolar/varil, 2000 yılı ortalama spot ham petrol fiyatı 28.5 dolar/varil) vergi oranlarıyla oynayarak akaryakıt fiyatlarına yansıtılmamaya çalışmıştır.

Tablo 4.

Spot Ham Petrol Fiyatları (Dolar/Varil)	
Aylar	\$/varil
1999 Aralık	25,10
2000 Ocak	26,17
2000 Şubat	28,83
2000 Mart	24,07
2000 Nisan	23,92
2000 Mayıs	29,06
2000 Haziran	31,82
2000 Temmuz	25,78
2000 Ağustos	34,83
2000 Eylül	28,48
2000 Ekim	30,25
2000 Kasım	32,44
2000 Aralık	22,50

Kaynak : International Energy Agency

Ekonomik performansı olumlu yönde etkileyen başlıca etken hiç kuşku yok ki enflasyonla mücadele ve yapısal reform programının uygulanması olmuştur. Petrol fiyatlarının yüksek kalmaya devam etmesi, Euro'nun Dolar karşısındaki değer kaybı, kamu kesimi mali yapısındaki müzmin bozukluklar, düzenlemelerin uygulamaya geçirilmesindeki gecikmeler ve/veya aksamalar, bankacılık sisteminin mali yapısından kaynaklanan sorunlar ekonomideki iyileşmeyi yavaşlatmıştır. Mali piyasaları sarsan Kasım 2000 krizinin etkileri kendini reel ekonomide yavaş yavaş göstermeye başlamıştır. Aralık 2000, Ocak 2001 ayında zorunlu tüketim harcamaları dışındaki ürünlere olan talep minimum seviyelere inmiş, ekonominin temelini oluşturan otomotiv, tekstil, konfeksiyon, beyaz ve elektronik eşya, bilişim, inşaat, demir çelik sektörleri ekonomik daralmadan etkilenmiş durumda, birçok tüketici zorunlu ihtiyaçlar dışındaki tüketim talebini erteleme ihtiyacı duymaktadır.

Şubat 2001

ÖNSÖZ. 19 Şubat Pazartesi günü Milli Güvenlik Kurulu toplantısında Başbakan Bülent Ecevit ile Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer arasında çıkan tartışma Türkiye Cumhuriyeti tarihinin en derin krizine neden olan olaylar zincirini tetiklemiştir. Merkez Bankası'nın 1 Ocak 2000 tarihinde uygulamaya koyduğu kur politikası 21 Şubat 2001 tarihinde sona ermiş, Merkez Bankası tarafından açıklanan kur sepeti değerleri bu tarihten sonra terkedilmiş, yeni bir düzenlemeyle kurların artık serbest piyasada dalgalı kur sistemine göre oluşacağı açıklanmıştır. Kriz etkisini mali piyasalarda derinden göstermiş Türk Lirası bir gecede %40 düzeyinde devalüe olmuştur. Bu kez, ihracatçımızın devalüasyonun etkisiyle rahatlaması beklenirken, ithalatçımızın sıkıntılı günlere hazırlıklı olması beklenmektedir. Vadeli işlem ürünleri ise cazibesini hala korumaktadır.

Mali piyasalar kasım ayında yaşanan krizin etkilerini üzerinden atamadan 19 Şubat Pazartesi günü Milli Güvenlik Kurulu toplantısında Başbakan Bülent Ecevit ile Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer arasında çıkan tartışmanın kamuoyuna yansımalarıyla şok etkisi yaşadı. 20 Şubat Salı günü, 3.9 katrilyon lirayla tarihinin en büyük itfasını yapmaya hazırlanan Hazine yaşanan tedirginlik nedeniyle iki ihaleyi bire düşürdü ve vadeyi bir aya çekmek zorunda kaldı. Bono bileşik faizleri ve gecelik faizler hızla yükseldi. Gün içinde yüzde 760'ı gören gecelik repo faizleri ortalama yüzde 317 olarak gerçekleşti. Bono piyasasında oranlar güne, 16 Şubat Cuma kapanış seviyelerine yakın, yüzde 60-65 seviyelerinde güne başladı. Ancak, akşam kapanıştaki yıllık bileşikler, 11 Temmuz 2001 vadeli tahvilde yüzde 90'a, 16 Mayıs 2001 vadeli bonoda yüzde 96'ya ulaştı. Döviz piyasası'ndaki durum ise bankaların Merkez Bankası'ndan yaklaşık 7.6 milyar dolara yakın döviz alışıyla sonuçlandı.

19 Şubat'ta yaşanan siyasi krizin ardından piyasalarda çöküş, 20 Şubat Salı günü de etkisini sürdürdü. Gecelik repo faizleri rekor kırarak yüzde 3000'i gördü. Hazine'nin vadeyi bir aya düşürdüğü ihalede ise bileşik faizler yüzde 144.2 oldu. Krizden önce yüzde 60-65 aralığında oluşması beklenen faiz oranlarının, krizden hemen sonra yüzde 90-100 aralığında oluşacağını öngören spekülörleri yanıltan bir sonuçla ihalede gerçekleşen faizler tahminlerin de çok üzerine çıktı. Bono piyasası ise satış ağırlıklı seyrini sürdürdü. Gecelik faizlerin yüzde 3000'lere tırmanmasıyla yükselen fonlama maliyetleri satış baskısı yarattı. Piyasada alıcı olmayınca bileşik faizler üç haneli rakamlara ulaştı. 11 Temmuz 2001 vadeli kağıdın bileşik faizi yüzde 103, 16 Mayıs 2001 vadeli kağıdın bileşik faizi ise yüzde 139'a ulaştı. Döviz piyasası'ndaki durum ise Merkez Bankası Pazartesi günü piyasadan çıkan yaklaşık 7.6 milyar doların yaklaşık 6.1 milyar dolarını geri çekmeyi başardı. Öte yandan Türkiye'de yaşanan kriz, uluslararası piyasalarda da etkisini gösterdi. Avrupa finans çevrelerinin Türkiye'deki yüksek riski olduğu gerekçesiyle Euro düşüşe geçti. 19 Şubat Pazartesi 0.9214 Euro/Dolar paritesinden işlem gören kurlar, 20 Şubat Salı günü 0.9055 seviyesinde gerçekleşti. 21 Şubat Çarşamba günü 0.9146 seviyesine çıkan parite, Türk Lirası'nın devalüe olmasının ardından 22 Şubat Perşembe günü 0.9053'ten işlem gördü.

21 Şubat Çarşamba günü, Milli Güvenlik Kurulu toplantısında devletin zirvesinde yaşanan gerginliğin ateşlediği ekonomik kriz, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının olumsuz açıklamalarıyla doruğa çıktı. Gecelik faizler Cumhuriyet tarihinin en yüksek seviyelerine ulaştı. İnterbank piyasasında gecelik faiz yüzde 6.200'e, repo piyasasında ise 7.500'e fırladı. Yüzde 7500'e kadar yükselen faizin günlüğü, net olarak yüzde 20'ye geliyordu. Bu koşulların düzelmesi için piyasaların ek önlemlere ihtiyacı vardı. Hükümet ortakları ve ekonomi bürokratlarının çarşamba akşamı yaptığı zirvede kurun çapa olarak kullanıldığı sistem terk edilerek, dalgalı kur sistemine geçildiği açıklandı. Bu döviz kurunun Merkez Bankası tarafından değil, piyasa tarafından belirleneceği anlamına geliyordu. Piyasalar bu kararı "oranı açıklanmamış bir devalüasyon" olarak yorumladı.

22 Şubat Perşembe günü dalgalı kura geçiş kararının ardından döviz piyasalarında dalgalanma yaşandı. Döviz alış ve satış kurları arasında önemli oranda farklar görüldü. Bankalar 800,000 – 900,000 TL'den alış fiyatı verirken, 900,000 – 1,200,000 TL'den satış fiyatı vermeye başladılar. 21 Şubat Çarşamba akşamı kapanışta 689,729 TL'den işlem gören Dolar, 22 Şubat Perşembe akşamı 963,943 TL'den işlem görmeye başladı. 23 Şubat Cuma akşamı Merkez Bankası Dolar'ın değerini 1,079,780 TL olarak açıkladı.

Diğer taraftan para piyasalarında yaşanan olağanüstü dalgalanma borsa'ya da olumsuz yansıdı. 19 Şubat Pazartesi günü haftaya 10,170 puandan başlayan İMKB-100 endeksi Milli Güvenlik Kurulu toplantısının ardından günü 8,683 puandan kapattı. Salı gününü tedirgin geçiren endeks günü 8,769 puan seviyesinden kapattı. Çarşamba günü hükümet tarafından herhangi bir açıklamanın yapılmaması, devalüasyon beklentisi, yüksek reel faizler borsa'dan para çıkışını hızlandırdı. Endeks'teki asıl çöküş Çarşamba günü yaşandı. Günü 7,181 puandan kapatan endeks, Perşembe günü biraz toparlandı, kapanışta 7,890 seviyesini gördü. Borsadaki yükseliş haftanın son gününde devam etti. Endeks haftayı 8,345 puandan tamamladı.

Sonuçta, 19-23 Şubat günlerinde yaşanan olaylar ülkeyi Cumhuriyet tarihinin en büyük krizi ile karşı karşıya getirmiştir. Türk Lirası'nda yaşanan devalüasyon, borsa endeksinde görülen değer kaybı, faiz oranlarındaki anormal artış ülkedeki bütün makro ekonomik dengeleri derinden etkilemiştir. Böyle bir ortamda 1. Bölüm'de savunduğumuz Vadeli işlem piyasaları ve bu piyasalarda işlem görmesi muhtemel döviz, endekse, faize dayalı vadeli işlem kontratlarının, bir günde %40 düzeyinde değişen TL/Dolar kotasyonuna, %15 düzeyinde değişen endeks değerine, %100 ile %1000 düzeyinde değişen faiz oranlarına karşı her işlem gününde oluşan uzlaşma fiyatlarına karşı kontrat yükümlülüklerini yerine getirememesi riski en yüksek seviyede olacaktır. Açıkcası, makro ekonomik dengeleri sarsan bir mali krizin boyutu vadeli işlem piyasalarında çok daha büyük ölçüde görülecektir. Ekonomik istikrarı sağlayabilmek için 1999 yılında uygulamaya konulan IMF destekli paketin yapısal ve siyasal reformlarının kararlılıkla uygulanmasına hala devam edilmesi krize rağmen umut verici niteliktedir. Ekonomik olarak istikrarın sağlandığı gün ülkemizde de daha önce de belirttiğimiz gibi vadeli işlem ürünlerine olan ihtiyaç kaçınılmaz olacaktır.

SORULAR

Yukarıda okuduğunuz makalenin içinde geçen bilgiler kullanılarak sizler için 21 adet soru hazırlanmıştır. Aşağıdaki soruları bu makaledeki bilgiler doğrultusunda cevaplamamızın, Türev piyasaları konularının pratikte uygulamasının nasıl yapıldığını öğrenmeniz açısından yararlı olacağı kanısındayız.

➤ TCMB'nın 1999 Aralık ayında açıkladığı 2000 yılı kur programı ve bu programa göre hedeflenen \$ ve € değerleri Tablo 1.'de, 2000 yılında gerçekleşen kur değerleri ise Tablo 2.'de sunulmuştur. Bu iki tablo değerlerini kullanarak 1, 2 ve 3'üncü soruları cevaplayınız.

1. 1999 Aralık sonu itibariyle Dolar'ın TCMB kuru 537,912 TL'dir. TCMB'nın 2000 yılı için açıkladığı kur takvimine göre 31 Temmuz 2000 tarihinde Dolar alımı için Avrupa Call Opsiyonu'na giren bir yatırımcı Dolar başına 25,000 TL prim ödemiştir. Temmuz ayının son işlem günü TCMB'nın açıkladığı kur ise 626,594 TL olarak kayıtlara geçmiştir. Vade sonuna kadar beklemek zorunda kalan bu yatırımcının opsiyonu kullanıp, kullanmamasının gerekliliğine kar ve zarar analizi yaparak karar veriniz?
2. Yatırımcının 1. sorudaki işlemi Dolar yerine Euro ile yaptığı düşünülürse, vade sonuna kadar beklemek zorunda kalan bu yatırımcının opsiyonu kullanıp, kullanmamasının gerekliliğine kar ve zarar analizi yaparak karar veriniz?
3. 1. ve 2. sorudaki işlemleri Put Opsiyonu'na giren bir yatırımcı için tekrarlayınız.
4. 1 Ocak 2000 tarihinde Amerikan Doları vadeli işlem sözleşmesine o günkü uzlaşma fiyatı 537,912 TL'den, 31 Temmuz 2000'de vadesi dolacak Futures kontratına uzun pozisyon alarak giren spekülörün girdiği sözleşmenin büyüklüğü \$100,000 = 53,791,200,000 TL'dir. Sözleşmenin başlangıç teminatı 30 Milyar TL ve sürdürme teminatı başlangıç teminatının %80'idir. Bu kontratta günlük dengeleme yerine aylık dengeleme mekanizmasının kullanıldığını varsayarsak, bu bilgiler ışığında, pozisyonun alındığı günden itibaren aylık kar/zarar hesaplamalarını ve teminat hesaplarının durumunu bir tablo halinde gösteriniz.
5. Soru 4'teki işlemleri kısa pozisyon alan bir spekülör açısından tekrar yapınız.
6. Soru 4'teki işlemleri Euro vadeli işlem sözleşmesine giren ve uzun pozisyon alan bir spekülör için tekrarlayınız. Sözleşmenin büyüklüğü €100,000 = 54,689,500,000 TL'dir.
7. Soru 6'daki işlemleri kısa pozisyon alan bir spekülör açısından tekrar yapınız.
8. Tablo 3'te gösterilen 1999-2000 Dış Ticaret Hacmi değerleri inceleyiniz. 2000 yılında görülen yüksek açıkların giderilmesi için ne gibi mekanizmalar ve politikalar gerçekleştirilmesi gerekirdi, tartışınız? 1999-2000 yıllarında gerçekleşen Dış Ticaret Hacmi değerleri ile 2004-2005 yılında gerçekleşen Dış Ticaret Hacmi değerlerini karşılaştırınız, 1999-2000 sonrası gelişmelerin 2004-2005 sonrasında da gerçekleşmesi ihtimali üzerine fikirlerinizi yazınız. Dış ticaret açısından ortaya çıkacak olası bir parite düzeltmesinin VOBAŞ'a etkisini tartışınız.

9. Aralık 1999 sonu itibariyle varil başına 25.10 Dolar'dan işlem gören ham petrol fiyatlarının yükseleceği yönünde endişe duyan hükümet uluslararası piyasada bir Forward sözleşmesi imzalamıştır. Bu sözleşmeye göre karşı tarafa Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarının sonunda 28 dolar'dan 3'er milyon varil petrol alımı taahhüt edilmiştir. Hükümet tarafından uygulanan bu stratejinin yararlarını ve zararlarını, eğer petrol ihtiyacı spot piyasadan her ay sonunda 1'er milyon varillik alımlarla karşılsaydı ödeme serisi nasıl olurdu sorusunu yanıtlayarak, tartışınız.

- İMKB-100 endeksinin 18 Şubat – 23 Şubat tarihleri arasındaki değerleri aşağıdaki tabloda verilmiştir. Bu bilgiler doğrultusunda 10, 11, 12 ve 13'üncü soruları yanıtlayınız.

TARİH	ENDEKS DEĞERİ
18 Şubat 2001	10,170
19 Şubat 2001	8,683
20 Şubat 2001	8,769
21 Şubat 2001	7,181
22 Şubat 2001	7,890
23 Şubat 2001	8,345

10. 18 Şubat 2001 tarihinde piyasa fiyatı 10,170 olan İMKB-100 endeksi üzerine yazılmış bir alım opsiyonunun 23 Şubat 2001 tarihindeki fiyatı 10,250 ve vadesi 7 gündür. Risksiz faiz oranının %40 ve İMKB-100 endeksinin yıllık standard sapma değeri %58 ise bu alım opsiyonunun fiyatı ne olmalıdır. Alım opsiyonuna girmeye karar veren bir yatırımcı Amerikan opsiyonu kullanırsa vadeye kadar geçen süre zarfında kar/zarar analizini yapınız. Avrupa opsiyonu kullanırsa vadedeki işlemin kar/zarar analizini yapınız.

11. 10'uncu soruyu satım opsiyonuna giren bir yatırımcı açısından tekrar çözünüz.

12. Artinfo şirketinin 18 Şubat 2001 tarihinde sattığı malın karşılığı olarak 23 Şubat 2001 tarihinde 100 Milyar TL alacağı bulunmaktadır. Şirket elde edeceği bu para ile İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda İMKB-100 endeksi üzerine işlem yapmayı düşünmektedir. Şirket 1 hafta içerisinde piyasanın yükselmesi riskinden korunmak üzere vadeli piyasada uzun pozisyon almaya karar vermiştir. Vadeli işlemler piyasasında 23 Şubat vadeli endeks sözleşmesi 10,250 TL'den işlem görmektedir. Aşağıda Artinfo şirketinin riskten korunmak amacıyla edindiği vadeli sözleşmeye ilişkin bilgiler ve Takas Merkezi'ne yatırılması gereken başlangıç ve sürdürme teminatı miktarları ve sözleşmenin diğer özellikleri görülmektedir.

Veriler

Vadeli işlem pozisyonu	: İMKB-100 Endeksi uzun pozisyonu
Başlangıç teminatı	: 4 Milyar TL
Sürdürme teminatı	: 3 Milyar TL
Sözleşmeye giriş tarihi	: 18 Şubat 2001
Sözleşmenin vade sonu	: 23 Şubat 2001
Sözleşme büyüklüğü	: Endeks x 1 Milyon TL
Sözleşme fiyatı	: 10,250

Yukarıdaki bilgileri kullanarak Artinfo şirketinin her gün sonu itibariyle vadeli işlemler piyasasında gerçekleşen ve uzlaşma fiyatları dikkate alınarak yapılan “hesap güncelleştirilmesi” işlemi sonucunda vadeli piyasada almış olmuş olduğu uzun pozisyon üzerinden elde edeceği kar/zarar ve başlangıç teminatı bakiyesinin değişimini tablo halinde gösteriniz.

13. 12. soruda uzun pozisyon alan Artinfo şirketinin kısa pozisyon aldığını göz önünde bulundurarak soruyu tekrar çözünüz.
14. Şubat 2001 ayında Türkiye’de yaşanan ekonomik kriz ulusal piyasanın yanında uluslararası piyasada da etkisini göstermiştir. Uluslararası piyasalarda Euro/Dolar paritesi üzerine vadeli işlem yapan bir yatırımcı pazartesi sabahı, perşembe öğleden sonra vadesi gelecek Euro birimli bir kontratta uzun pozisyona geçmiştir. Kontratın başlangıç teminatı \$2000, sürdürme teminatı \$1500’dir. 100,000 Euro için anlaşılan fiyat ise 0.9210 €/’\$’dır. Vadeye kadar oluşan fiyatlar sırasıyla; Pazartesi günü seans sonunda futures fiyat 0,9214 €/’\$’a yükselmiş, Salı günü seans sonunda futures fiyat 0,9055 €/’\$’a düşmüş, Çarşamba günü seans sonunda futures fiyat 0,9146 €/’\$’a yükselmiş, Perşembe günü vade sonunda futures fiyat 0,9053 €/’\$’a düşmüştür. Bu bilgileri göz önünde bulundurarak uluslararası piyasada işlem yapan yatırımcının günlük dengeleme sistemi doğrultusunda kar/zarar analizini yapınız.
- 11 Temmuz 2001 vadeli bononun 16 Şubat 2001 Cuma, 19 Şubat 2001 Pazartesi, 20 Şubat 2001 Salı günleri İMKB Tahvil ve Bono Piyasası’nda oluşan bileşik faiz değerleri sırasıyla %60, %90, %103’tür. Bu bilgileri kullanarak 15, 16 ve 17’inci soruları yanıtlayınız.
15. 11 Temmuz 2001 tarihinde vadesi dolacak bononun vadeye kadar kupon ödemesi bulunmamaktadır. Buna göre bu bononun 16 Şubat Cuma, 19 Şubat Pazartesi, 20 Şubat Salı günü piyasada oluşan fiyatlarını bulunuz.
16. 16 Şubat Cuma sabahı %60 bileşik faizden futures kontratına giren bir yatırımcı uzun pozisyon almayı uygun görmüştür. Bu yatırımcının 20 Şubat Salı akşamına kadar piyasada oluşan faiz değişimlerinden nasıl etkilendiğini günlük dengeleme sistemi doğrultusunda kar/zarar analizini yaparak gösteriniz.
17. 16. sorudaki işlemi kısa pozisyon almayı uygun gören bir yatırımcı için tekrarlayınız.
18. 31 Mart 2000 tarihinde AryA firması yıllık %60 sabit faiz üzerinden 1 yıllığına 100 Milyar TL borçlanmıştır. Ancak faizlerin düşeceği beklentisiyle borcun faizini değişken faize çevirmek istemektedir. Diğer taraftan GenTech firması yıllık TRLIBOR+10 değişken faiz üzerinden 100 Milyar TL borçlanmıştır. GenTech firması değişken faiz riskini almak istemediği için borcun faizini sabitlemek istemektedir. Güncel TRLIBOR faiz oranı yıllık %45 düzeyindedir. Bu durumda AryA ve GenTech firmaları karşılıklı swap sözleşmesi yapmaya karar vermiştir. Sözleşmeye göre AryA firması GenTech firmasına 1 yıl sonra TRLIBOR+10 faiz oranı üzerinden ödeme yapacak, karşılığında GenTech firmasından yıllık %60 sabit faiz oranına eşdeğer sabit bir ödeme alacaktır. Sonuç olarak AryA ve GenTech firmaları birbirlerinin anaparaları hariç borç faizi ödemelerini üstlenerek vade sonunda AryA firması değişken faiz, GenTech firması ise sabit faiz ödeyecektir.
31 Mart 2001 tarihine gelindiğinde, Şubat 2001 krizinin etkisiyle, piyasada sabit faiz oranı %95, LIBOR oranı %85 olarak işlem görmektedir. Bu oranları göz önünde

bulundurarak, AryA ve GenTech firmaları arasındaki faiz değişimini parasal olarak ifade ediniz. Firmaların faiz değişiminden nasıl etkilendiğini anlatınız.

19. Bir Amerikan şirketi olan Tiffany Co. Türkiye’de 28 Şubat 2000 tarihinde pırlanta satışına başlamıştır. Satışını yaptığı ürünlerinden gelecek yıl bugünkü değeri toplam 5 Trilyon TL olan gelir elde edeceğini tahmin etmektedir. Firma yetkilileri elde edecekleri bu gelire \$ LIBOR = %5 üzerinden borçlandıkları 8,886,061 ABD dolarını ödemeyi düşündüklerinden ürün gelirlerini, TCMB’nin uyguladığı kur politikasının başarısızlığını göz önünde bulundurarak, TL’nin olası bir değer kaybı durumuna karşı korumak istemektedir. Cari kur 1\$ = 562,679 TL olduğu için firmanın elde edeceği TL gelirlerinin bugünkü karşılığı 8,886,061 ABD dolarıdır. Tiffany Co. firmasının çalıştığı Citibank kur riskine karşı bir swap sözleşmesi düzenlenmesini teklif eder. Dolar kuru 1\$ = 562,679 TL olarak belirlenen bu teklife göre banka bir yıl sonra 28 Şubat 2001 tarihinde 8,886,061 ABD dolarının LIBOR üzerinden hesaplanan faizini verecek, karşılığında 5 Trilyon TL üzerinden TL %40 faiz alacaktır. Ayrıca, vade sonunda ana paralarda (nominal değerler) el değiştirecektir. Başlangıçta ana para değişimi söz konusu değildir. Citibank bu swap işlemini aynı gün bir başka müşterisiyle eşleştirmiştir. Buna göre Toros adlı ihracatçı Türk firması 5 Trilyon TL nominal değerli bir swap sözleşmesi için 1 yıl sonra \$ LIBOR üzerinden hesaplanan faiz oranını verip, TL %35 sabit faiz almayı kabul etmiş daha avantajlı olacağını düşündüğü LIBOR üzerinden borçlanma yoluna gitmiştir. 1 yıl sonra faiz ödemeleriyle birlikte ana paralarda el değiştirecektir. Böylece Tiffany Co. değişken ABD doları faizi üzerinden gerçekleştirdiği borçlanmasını sabit TL faizli borca başarıyla çevirmiş, borcun ana parası olan 5 Trilyon TL’yi satış gelirleriyle finanse etmeyi garantilemiştir. Citibank bu işlemin sabit faiz ayağından %5 kar etmiştir. Türk Toros firması ise %40 sabit faizli TL borcunu LIBOR+5’e çevirerek amacına ulaşmıştır.

Swap anlaşmasının yapıldığı tarihten 1 yıl sonra, 28 Şubat 2001 tarihinde oluşan piyasa verileri sırasıyla 1\$= 926,507 TL, \$ LIBOR = %5, TL sabit faiz oranı %100 olarak gerçekleşmiştir. Bu verileri göz önünde bulundurarak Tiffany Co. ve Toros için karşılıklı ana para ve faiz ödemelerinin ne kadar olduğunu belirleyiniz. Her iki firma ve banka için kar/zarar analizini yapınız.

20. Bugün üzerine Amerikan Alım Opsiyonu yazılan Tiffany Co.’nin hisse senedi NYSE’de \$18’den işlem görmektedir. Opsiyonun kullanım fiyatı \$20, vadesi 6 ay olup, hisse senedinin yıllık volatilitesi %30 olarak hesaplanmıştır. Opsiyonun ömrü boyunca Tiffany Co.’nin 1 ay ve 4 ay sonra hisse başına 40 cent kar payı dağıtacağı öngörülmektedir. Piyasadaki risksiz faiz oranının %10 olduğunu varsayarsak. Black and Scholes Modeli’ni kullanarak opsiyonun değerini bulunuz. Aynı hesaplamayı Avrupa Alım Opsiyonu göre yapınız.

21. 20 nci soruyu Amerikan Satım Opsiyonu ve Avrupa Satım Opsiyonuna giren bir yatırımcı açısından tekrar çözünüz.