



**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

**TÜREV PİYASALAR:**

**Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası**

3 Şubat 2005, İzmir

Değerli konuklar,

Bugün burada, Türkiye ekonomisi için yeni bir dönemin başlangıcı olarak nitelendirebileceğimiz Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın açılışı vesilesi ile düzenlenen toplantıda sizlerle birlikte olmaktan büyük memnuniyet duyuyorum.

Sizlere bugün nelerden söz edeceğim? Belirsizlik ve risk kavramları çerçevesinde Türkiye ekonomisinin değişim sürecinden, söz konusu sürecin paralelinde türev piyasaların gelişiminden ve bu piyasaların, para politikası ağırlıklı olmak üzere ekonomideki işlevlerinden bahsederek, mikrodan ziyade makro bir çerçeveden söz edeceğim.

Değerli katılımcılar,

Ülkemiz ekonomisine baktığımızda, 1980'lerden beri pek çok defa gündeme gelmesine rağmen risk yönetiminin ve riskin yönetildiği türev piyasaların, ekonomide yerleşik kurumsallaşmış risk yönetme kültürünün gerek finans sektöründe gerekse reel sektörde bir türlü istenilen düzeye ulaşamadığını ve son derece zayıf olduğunu görüyoruz. Bu noktada sorgulanması gereken, neden ekonomimizde bugüne kadar modern anlamda risk yönetimi ilkelerinin hayata geçirilemediği ve neden türev piyasalara gerçek anlamda işlevsellik kazandırılmadığıdır.

Bu noktada iki unsur ön plana çıkmaktadır.

Bu unsurlardan en önemlisi, gerek ekonomik gerekse toplumsal açıdan taşıdığı önem ve öncelik itibariyle Türkiye ekonomisinin otuz yıl boyunca yaşadığı kronik enflasyon ve bunun yarattığı belirsizlik ortamıdır. Söz konusu süreç ekonomide büyük tahribatlar yapmıştır. Sayısız tahribattan bazıları; para ve sermaye piyasalarının gelişmemesi, uzun vadeli finansman kaynaklarının kısıtlı kalması, özellikle gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında oldukça önemli bir paya sahip olan ve konut finansmanına imkan sağlayan piyasaların oluşmaması, ekonomimizin sağlıklı bir şekilde

uluslararası piyasalarla bütünleşememesi, toplumsal alan da dahil olmak üzere, her alanda kısa vadeli düşüncenin hakim olmasıdır.

Kronik enflasyon aynı zamanda gerek büyüme ve istihdam gibi temel ekonomik göstergelerde, gerekse döviz kuru ve faiz oranları gibi değişkenlerde oynaklığın yükselmesine neden olmuştur. Ekonominin temellerindeki bu aşırı oynaklıklar ise bu defa belirsizliğin sürekli artmasına, krizler yaşanmasına ve her ekonomik kriz sonrası bu belirsizliğin bir üst seviyeye yerleşmesine yol açmıştır. Belirsizlik ve oynaklık zamanla içinden çıkılmaz bir kısır döngüye girilmesine sebep olmuş, risk yönetiminin yapılmasını hemen hemen imkansız bir hale getirmiştir.

Değerli dinleyiciler;

Bu noktada ekonomilerde hem politika uygulayıcıları hem de karar alma konumundaki ekonomik birimler açısından son derece önemli olan ve türev piyasaların gelişiminde anahtar konumda bulunan, belirsizlik ve risk kavramlarına açıklık getirmeye çalışacağım.

Günlük kullanımda risk, hem kendi yerine hem de belirsizlik yerine kullanılsa da, aslında bu iki kavram ekonomik birimler ve olaylar üzerindeki etkileri açısından birbirinden sınıfsal olarak farklıdır. Risk ölçülebilmektedir. Olayların işleyişinin ve sonuçlarının ölçülemediği, öngörülemediği durumlar ise artık risk olmaktan çıkmakta ve belirsizlik adını almaktadır. Diğer bir deyişle, olayların etkilerinin ölçülemeyen kısmı belirsizliktir.

Belirsizlik ölçülemediği için sonuçları da öngörülemez; hangi alanda, ne kadar etkisi olacağı tahmin edilemez; belirsizliğe olasılık atfedilemez; belirsizlikten kaçınılamaz ve sonuçları yönetilemez, ondan korunmak için piyasalar mevcut değildir.

Risk ise olayların etkilerinin geleceğe ilişkin ölçülebilen kısmını ifade eder. Risk, hesaplanabilir; risklerin sonuçlarına belirli olasılıklar ile değer atfedilebilir. Bu kapsamda risk öngörülebilir ve etkileri yönetilebilir, riskin yönetilmesi için piyasalar mevcuttur.

Ülkemizde, 30 yıl boyunca süregelen yüksek ve oynak enflasyon belirsizliğin en büyük kaynağı olmuş, belirsizlik ile risk kavramları birbirlerinden ayırt edilemez hale gelmiş ve bu belirsizliğin yol açtığı kaygan zemin üzerinde risk yönetimi yapmak, risk yönetiminin kurumlarını oluşturmak mümkün olamamıştır.

Bu noktada teknik bir hususu da açmak istiyorum. Bilindiği gibi, türev piyasalarda esas olarak oynaklık fiyatlanmaktadır. Belirsizliğin yüksek olduğu ortamlarda oynaklık da aşırı yüksek olmakta, bu durum fiyatlamayı zorlaştırmakta ve söz konusu ortamlarda gerçekleşen fiyatlar çok uç seviyelerde oluşabilmektedir. Bu ise gerçek anlamda risk yönetiminin yapılmasını büyük ölçüde engellemektedir. Ülkemizde modern anlamda risk yönetiminin geri kalmasının altında yatan nedenlerden biri budur. Son döneme kadar, makro ekonomik istikrarın bir türlü yakalanamamış olması nedeniyle geleceğe ilişkin belirsizliğin yüksek olması, faizler genel düzeyinin de yüksek seyretmesine yol açmış, bu ise türev piyasaların çalışmasını engellemiştir.

Modern anlamda risk yönetiminin ve türev piyasaların Ülkemizde neden yeterince gelişemediğine ilişkin ikinci unsur, yüksek kamu açıkları ve bunun sonucunda kırılgan hale gelen kamu maliyesidir. Hepimizin bildiği gibi, geçmişte Ülkemizde sermaye birikimi kamu kaynaklarına dayalı olarak sürdürülmüştür. Ancak, artan kamu açıkları sonucunda kamunun özel sektöre sağladığı sermaye, özel sektörün kamuya borç vermesi şeklinde geri dönmüştür. Bu kapsamda, kamu borcu karşılığı çıkarılan “devlet iç borçlanma senetleri”nden oluşan piyasa, artan kamu borcu ile birlikte, vermek zorunda olduğu yüksek reel faizler nedeni ile de ekonomideki toplam kaynakların hemen hemen tamamını kullanan tek ve en önemli piyasa haline gelmiştir. Böyle bir yapıda, diğer bir deyişle kamu maliyesi baskınlığının bu derece yüksek olduğu bir ortamda, özel sektörün finansmanını sağlayacak yeni finansal araçların ortaya çıkması, derin mali piyasaların oluşması mümkün olmamış, risk yönetiminin en basit unsuru olan portföy çeşitlendirmesi yapma imkanı dahi bulunamamıştır.

Tüm bu süreçte en önemli nokta, gerek mali piyasaların yapısı gerekse uygulanan diğer politikalar sonucunda; kur riski, faiz riski, fiyat riski, ödememe riski gibi pek çok riski büyük ölçüde kamunun üstlenmiş olması ve bu çerçevede özel sektörün mevcut

risklerini yönetmek gibi bir gereklilik duymaması olmuştur. Diğer bir ifadeyle, bireyler ve kurumlar ekonomik risklerin yönetimini devlete bırakmışlar ve bu süreç bir kısır döngü içinde gelişmiştir.

Sonuç olarak, bütün bu süreç boyunca ön planda bulunan kronik enflasyonun yol açtığı belirsizlik ve kamu maliyesi açıklarının yarattığı yüksek kamu borcu, risk yönetiminin ve dolayısıyla türev piyasaların gelişmesine imkan tanımamıştır.

Değerli katılımcılar;

Şunu memnuniyetle söyleyebiliriz ki, bugün itibariyle geçmişten gelen sorunlar çözülmeye başlamıştır. Türkiye ekonomisi halen devam eden yapısal bir değişim sürecine girmiş ve önemli mesafeler alınmıştır.

Sizlere Türkiye ekonomisindeki bu değişim sürecini, bize ileride yapmamız gerekenler için yol gösterici olabilmesi açısından, üç ana unsur çerçevesinde sunmak istiyorum.

İlk olarak, belirsizliğin en büyük kaynağı olan enflasyonla mücadelede büyük mesafeler alınmış, makro ekonomik istikrarın kalıcı bir biçimde sağlanması yolunda önemli ilerlemeler kaydedilmiştir. Bugün enflasyon rakamları tek haneli seviyelerdedir. Daha da önemlisi, ekonomideki beklentileri ölçen anketlerimize baktığınız zaman şunu görürsünüz: Enflasyonun kontrol edilebilir olduğu ve fiyat istikrarının ulaşılabilir bir hedef olduğu toplum tarafından artık kabul edilmektedir.

Makro ekonomik istikrarın sağlanması sürecinde uygulanmakta olan sıkı maliye politikası, hem ekonomide kamunun ağırlığının azalmasını sağlayarak özel sektör kaynaklı sağlam temellere dayanan bir büyüme sürecine girilmesine, hem de beklentiler üzerindeki etkisiyle istikrarın oluşmasına katkıda bulunmuştur.

Buna paralel olarak Ülkemizde sermaye birikim süreci de değişmektedir. Büyümenin kaynağı artık kamu kesimi değil, özel sektördür. Verimlilik artışı her alanda ön plana çıkmaktadır. Dünya pazarlarının ölçü ve ölçek alındığı bir yapıya doğru gidilmektedir.

Bu yapı altında belirsizliklerin azalması, risk yönetimini ve araçlarını ön plana çıkarmaktadır. Artık, sağlıklı bir piyasa ekonomisinde olması gerektiği gibi, her

ekonomik birim kendi riskini üstlenmek ve bu üstlendiği riskleri yönetmek zorundadır. Dünyada olduğu gibi, Ülkemizde de türev piyasaların gelişmesinin altında yatan ana görüş budur.

Sizlere ikinci olarak bahsedeceğim unsur, Ülkemiz için görece olarak yeni sayılabilecek kavramlar olan kurumsallaşma, hesapverebilirlik, şeffaflık ve bu kapsamda iletişim politikalarının önemidir. Hem uygulanan politikaların kurumsallaşması hem de bu politikaları uygulayan kurumların şeffaflaşması ve politikaların doğrudan topluma anlatılması, tüm dünyada olduğu gibi Ülkemizde de ekonomideki belirsizliğin azalmasında anahtar rol oynamaktadır.

Türkiye ekonomisindeki değişim sürecinde sizlerle paylaşmak istediğim üçüncü unsur ise, aynı zamanda az önce bahsettiklerimin bir sonucu olarak ortaya çıkan, güvenilirlik artışıdır. Daha açık bir şekilde ifade etmek gerekirse, Ülkemizde bir bütün olarak ekonomi politikalarına ve uygulanan politikalardan başarılı sonuç alınacağına ilişkin güven artmıştır ve artmaya devam etmektedir.

Bunun en somut göstergesi enflasyon hedefinin Ülkemizdeki ekonomik birimlerin önemli bir bölümü nezdinde giderek daha güvenilir bir nominal çapa haline gelmesi; diğer bir ifadeyle daha yaygın bir şekilde referans olarak kullanılmaya başlanmasıdır.

Ekonomide referans olarak alınabilecek güçlü bir nominal çapanın varlığı, diğer ekonomik değişkenlerin bu çapa etrafında şekillenmesini sağlamaktadır. Buna bağlı olarak, ekonominin temellerindeki ve bunun sonucunda ekonomideki diğer değişkenlerdeki oynaklık giderek azalmaktadır. Bu nokta konuşmamın başında belirttiğim aşırı oynaklık neticesinde ortaya çıkan fiyatlama gücünün giderilmesi açısından son derece önemlidir.

Yine bugün itibarıyla baktığımızda memnuniyetle görmekteyiz ki, ekonomik birimler daha uzun vadeyi görebilmektedirler. Piyasalarda daha uzun vadede işlem yapılabilmektedir. Bu gelişmeler, türev işlemlerin fiyatlamasında referans olarak kullanılacak faiz oranlarının sağlıklı bir biçimde belirlenmesinde çok önemli adımlardır.

Tüm bu sağlanan makro ekonomik istikrar ve yapısal dönüşüm süreci sonucunda bugün artık ekonomimizde sağlıklı bir ortamda risk yönetimi yapılmasına uygun bir zemin yaratılmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası bu sürecin en önemli halkası ve tamamlayıcısı olacaktır. Biz Merkez Bankası olarak 2001 yılından itibaren her fırsatta, özellikle Anadolu'nun çeşitli şehirlerinde, T.B.M.M'de ve Bakanlar Kurulu'nda yaptığımız sunumlarda türev piyasaların önemini ve bu piyasaların kullanılmasının gerekli olduğunu vurguladık.

Sayın dinleyiciler;

Ülkemizde belirsizlik ve risk yönetiminin gelişme sürecine bu şekilde kısaca değindikten sonra, şimdi sizlere bu sürecin dünyada nasıl geliştiğinden kısaca bahsetmek istiyorum.

Öncelikle, dünyada türev piyasalarda işlem yapılmasının başlangıcının oldukça eskiye gitmesine karşın, gelişme sürecinin zaman aldığına dikkatinizi çekmek istiyorum.

Bu çerçevede ilginç bulduğum bilgileri sizinle paylaşacağım. Bilinen ilk vadeli işlem sözleşmesinin bundan yaklaşık 2500 yıl önce bir kış mevsiminde bahardaki zeytin hasatı için Eski Yunanlı, Miletli Thales tarafından yapıldığı, Aristo'nun yazılarından anlaşılmaktadır. 17. ve 18. yüzyıllara gelindiğinde ise Japonya'da pirinç, Hollanda'da tahıl üzerine vadeli işlemler piyasalarının kurulduğu bilinmektedir.

Bugünkü şekliyle finansal türev piyasalarının gelişimi ise özellikle yaklaşık otuz yıl sürmüş olan ve kurların sabit olduğu Bretton Woods sisteminin 1970'lerde kaldırılması ve kurların dalgalanmaya bırakılması sonrasında döviz piyasasında artan riskten korunma ihtiyacının paralelinde hız kazanmıştır. Bu sürecin başında, bu piyasaların oluşturulmasına karşı çıkan ve türev piyasaların oynaklığı artıracığı, piyasalarda spekülasyonu ve manipülasyonu körükleyeceği görüşleri de ortaya atılmıştır. Bu kısmen bizde de hemen hemen her yeni uygulamada ortaya atılan "bizde olmaz" ya da "zamanı değil" ifadelerinin bir karşılığı olsa gerektir.

1971 yılının sonbaharında Şikago Ticaret Borsası'nda (Chicago Mercantile Exchange) döviz kuruna ilişkin vadeli işlemler piyasasının açılışına konuşmacı olarak katılan Nobel ödüllü ünlü iktisatçı Milton Friedman'ın görüşleri ise türev piyasalarının gerekliliği ile ilgili önemli bilgiler içermektedir. İzin verirseniz, sizlere Friedman'ın konuşmasından bir bölüm aktarmak istiyorum:

*“Dış ticarete ilişkin finansal araçlar birbirlerinin tamamlayıcısıdır ve İngiltere örneği göstermektedir ki, finansal hizmetler oldukça kârlı bir ihraç malı haline gelebilmektedir. Bu çerçevede, piyasaların doğal gelişim süreci içinde zaten varılması gereken türev piyasaların, sadece buradaki ticaret ve yatırımı artırması açısından değil, bu hizmetlerin ihraç edilebilmesi açısından da başka bir ülke yerine ABD'de gelişmesi önem taşımaktadır. Bu piyasaların gelişmesi, diğer finansal aktivitelerin de Ülkede gelişmesini destekleyecek, hizmetler sektöründe ihracat yoluyla ek gelir getirecek ve para politikasının etkinliğini arttıracaktır.”*

Değerli dinleyiciler,

Bugün itibariyle türev piyasaların dünya çapındaki işlem hacmi, spot piyasaların, diğer bir deyişle alışverişlerin ve alışverişe konu olan malların değişiminin aynı gün yapıldığı piyasaların çok üzerindedir. 2004 yılında sadece döviz üzerine yapılan türev işlemlerin dünya çapında işlem hacmi, tezgahüstü piyasalar hariç, günlük yaklaşık 1.2 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir ki bu, toplam piyasa hacminin yaklaşık yüzde 65'ine karşılık gelmektedir.

Değerli katılımcılar;

Bugün Ülkemizde risk yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi; daha da önemlisi kurumsallaşması ve türev piyasaların gelişmesi sürecinde başlangıç aşamasındayız. Bu sürecin gelişimi tüm ekonomi açısından çok önemlidir. Bu sürecin kimi zaman zor, zaman alan, ancak kendi kendini besleyen bir süreç olduğu hiçbir zaman unutulmamalıdır. Uzun sürse dahi, türev piyasalar dünyada nasıl geliştirse bizde de pekala gelişecektir.



Bu kapsamda, türev piyasaların gelişiminde özellikle son dönemde gösterilen çabaların ve alınan mesafenin büyüklüğünü, neticesinde bunun tüm ekonomi için oldukça önemli bir adım olduğunu belirtmekten memnuniyet duyuyorum.

Bu noktada müsaadenizle, bizim enflasyonla mücadelenin başlangıç aşamasında, bu mücadelenin uzun ve zorlu bir süreç olmasından yola çıkarak sıklıkla yinelediğimiz bir ifadeyi sizlerle paylaşmak istiyorum:

“Bin yıllık bir yolculuk bile bir adımla başlar.”

Değerli dinleyiciler,

Daha önce de belirttiğim gibi türev piyasalar ekonomilerde Friedman’ın deyişi ile *“piyasaların doğal gelişim süreci içinde zaten varolması gereken”* unsurlardan biridir. Bu aşamada, diğer ülke tecrübeleri çerçevesinde de değerlendirdiğimiz bu piyasaların, işlevlerinin ve ekonomide yarattıkları değişikliklerin ne denli büyük ve önemli olduğuna dikkatinizi çekmek istiyorum. Bu konuda ne kadar çok bilgi sahibi olunursa, hem türev piyasalar o kadar çok sahiplenilecek hem de türev araçların kullanımı o derecede yaygınlaşacaktır.

Finansal piyasaların işlevlerinin üç boyutlu olduğu düşünüldüğünde -zaman, risk ve bilgi- zaman boyutu gelecek ile ilgili risk yaratmakta, bilgi boyutu ise geleceğin daha az hata ile tahmin edilmesi sonucu daha doğru kararlar alınmasına yardımcı olmaktadır.

Bu çerçevede, türev piyasaların işlevlerinin ilki; döviz, faiz gibi finansal araçlardan emtia fiyatlarına kadar geniş bir yelpazede risklerin yönetilmesini sağlaması; ikincisi ise piyasalarda oluşan fiyatların ekonomik birimlere doğru bilgiyi vermesine yardımcı olmasıdır.

Bu noktada izin verirseniz, gerek döviz kurunun Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda işlem göreceği ilk sözleşmeler arasında olması, gerekse türev piyasaların temel işlevi olan risk yönetimi kapsamında taşıdığı önem itibarı ile, Ülkemizde 2001 yılından

itibaren, dünyada ise halen yaklaşık seksen ülkede uygulanmakta olan, dalgalı kur rejimi ile ilgili bazı hususları aydınlatmak istiyorum.

Ülkemizde, dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlandığından itibaren her fırsatta vurguladığımız üzere, bu rejim altında döviz kurları piyasada arz ve talep koşulları altında belirlenmektedir. Döviz kurunun seviyesi ekonomideki gelişmelerin, dışsal şokların, bekleyişlerin ve tüm bunlara bağlı olarak risk primindeki dalgalanmaların sonucunda oluşmaktadır. Merkez Bankası'nın ya da herhangi diğer bir otoritenin döviz kurunun değerine ilişkin bir taahhüdü ya da hedefi bulunmamaktadır.

Bu noktada, başlangıcından itibaren dalgalı kur rejiminde riskin çok yüksek olduğu, döviz piyasalarında çok fazla oynaklık olacağı; bunun neticesinde ekonominin, özellikle dış ticaretin olumsuz etkileneceği ve bu rejimin Ülkemizde uygulanamayacağı görüşü taşıyanların göz ardı ettikleri iki noktanın altını çizmek istiyorum.

Bunlardan ilki, Ülkemiz benzeri sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde, bizde geçmişte olduğu gibi sabit ya da öngörülebilir kur rejimleri uygulandığında, kur riskinin ortadan kalkmadığı, sadece bu riski kamunun ya da para otoritesi olarak merkez bankalarının üstlendiğidir. Bir bütün olarak bakıldığında bu durum, ekonominin görece olarak kırılabilir bir yapıda olduğu ve hükümetlerin gevşek maliye politikaları ile bu kırılabilirliği daha da artırdıkları ortamlarda, dalgalı kur rejimi altında her ekonomik birimin kendi kur riskini üstlenmesinden çok daha maliyetli olabilmektedir.

İkinci nokta ise, türev piyasaların varlığının, dış ticaret firmalarının dalgalı kur rejimi altında da, döviz kurları sabitmişcesine davranabilmelerini sağlayabileceğidir. Diğer bir ifadeyle, dalgalı kur rejimi altında türev piyasaların gelişimi ve yaygın kullanımı ile dış ticaretin seviyesi, sabit kur rejimi altında gerçekleşen seviyeden farklı olmayıp,

döviz kuru riski dış ticaretin seviyesini etkileyebilecek bir unsur olmaktan çıkmaktadır<sup>1</sup>.

Burada bir parantez açıp, bu piyasalar Ülkemizde henüz kuruluş aşamasında olsa da uluslararası literatürde sıkça bahsedilen ve ilerleyen dönemlerde bizde de gündeme getirileceğini düşündüğüm bir noktaya açıklık getirmek istiyorum. Türev piyasalarda özellikle döviz piyasasında spekülasyon işlemlerinin sıklıkla yapıldığından yola çıkılarak bu piyasaların ekonomide riski ve oynaklığı artırdığı öne sürülmektedir. Oysa, türev piyasalar ekonomide yeni risk yaratmamakta, mevcut riskin yönetilmesini sağlamaktadırlar. Bu tür görüşlerin kaynağı, spekülasyon amaçla yapılan işlemlere ilişkin yanlış algılamalardır.

Özellikle döviz piyasalarında, döviz kurunun seviyesi vadeli işlemler sonucu değil, spot piyasadaki işlemler sonucu belirlenmektedir. Türev piyasalardaki her işlem, gerek arz gerekse talep yönlü likidite düzeyini birebir etkilemediği için, spot piyasalarda oluşan fiyatı da aynı ölçüde etkilememektedir. Bu durumda türev piyasalarda gözlenebilecek spekülasyon işlemlerinin spot piyasalar üzerinde şiddetli etkisi olması beklenmemelidir.

Kaldı ki, daha önce birçok konuşmamda belirttiğim üzere, piyasalarda iki türlü spekülatöre rastlanmaktadır. Bunlardan birincisi, kötü spekülasyon olarak nitelendirilebileceğimiz, fiyatlar yükseldiğinde daha da yükseleceğini düşünerek alım yapan ya da fiyatlar düştüğünde daha da düşeceği öngörüsü ile satım yapan gruptur. Bizde daha ziyade bu grup vardır. Bu grup, enflasyonla mücadele sürecinde de eski alışkanlıkları çerçevesinde varlıklarını döviz cinsinden tutmuş, dolayısıyla nasıl olsa Türk lirası değer kaybedecek düşüncesiyle pahalıdan döviz almaya devam etmiş, hiçbir şekilde risk yönetim aracı kullanmamış ve dalgalı kur rejiminde piyasa koşulları altında Türk lirası değer kazandığında ise bu defa istikrar programını ve uygulanan politikaları eleştirmiştir. Bu grup spekülasyoncular, oynaklığı bir miktar artırmakla beraber çoğunlukla zarar ettiklerinden piyasada çok uzun süre kalamamaktadırlar.

---

<sup>1</sup> Baron D. (1976), "Flexible Exchange Rates, Forward Markets and the Level of Trade", The American Economic Review, Vol. 66, No. 3, pp. 253-66.

İkinci grup veya iyi spekülâtör ise, yaptığı öngörülerle piyasa yükseldiğinde satım, düştüğünde ise alım yapar. Bu grup davranışlarıyla değil oynaklığa yol açmak, piyasalarda istikrara katkıda bulunur.

Bu çerçevede herhangi bir piyasada her iki gruptan da işlemciye rastlamak mümkündür. Etkin bir piyasada ise hem kötü spekülasyon yaparak sürekli kâr elde etmek mümkün olmamakta, hem de piyasada oluşan fiyatlar ekonomik değişkenlerin işaret ettiği fiyatlara yaklaşmaktadır. Bunun sonucu spekülasyon, etkin bir piyasada oluşan fiyatı çok etkilememekte; tersine likiditenin artmasını sağlayarak piyasalara olumlu katkı yapabilmektedir. Dolayısıyla türev piyasalarda spekülasyon bir tehdit değil, likiditeyi artırması yolu ile spot piyasayı etkinleştirmesi açısından bir katkıdır.

Türev piyasalarla ilgili bir diğer önemli nokta ise, bu piyasaların ekonomik birimlerin geleceğe ilişkin bekleyişlerinin ölçülebilmesini ve fiyatlara yansımını sağlayarak temel aldıkları spot piyasaların öngörülebilirliğini artırmaları ve daha etkin çalışmasını sağlamalarıdır. Nitekim türev piyasalarda oluşan fiyatlar, aslında ileride spot piyasalarda oluşması beklenen fiyatlardır.

Neticesinde, türev piyasalar bir taraftan spot piyasalarda aşırı oynaklığı azaltmaları, diğer taraftan ekonomik birimlere risk yönetimi fırsatı vermeleri ile ekonomik birimlerin nakit akışlarının ve risk ya da oynaklık kaynaklı kazanç veya kayıplarının öngörülebilir olmasına katkıda bulunurlar.

Bu sayede, özellikle şirketler sektöründeki bilanço dengesizliklerinden kaynaklanan kırılmalıklar azalır ve bir bütün olarak ekonominin şoklara karşı dayanıklılığı artar. Bu noktada yine dalgalı kur rejimi ile ilgili bir hususa daha değinmek istiyorum. Ülkemizde, şirketler kesiminin bilançolarındaki döviz cinsinden varlık yükümlülük dengesizliklerine dikkat etmeleri gerekmektedir. Dalgalı kur rejimi altında, geliri yabancı para gideri ulusal para veya geliri ulusal para harcamaları yabancı para cinsinden olan şirketlerin bilançolarındaki bu dengesizlikleri, diğer bir deyişle karşı karşıya oldukları kur riskini gidermeleri gerekmektedir. Bunun yapmanın yolu ise risk yönetimi ilkelerine dikkat etmek ve türev piyasası araçlarını kullanmaktır.

Şirketler sektörü, özellikle üretim yapan firmalar, bilançolarındaki finansal risklerin azalması sayesinde üretime daha fazla kaynak ayırabilirler. Bu, aynı zamanda firmanın rekabet gücünün artmasına önemli bir katkı demektir.

Nitekim, 2003 yılı itibariyle dünyanın finansal olmayan en büyük 500 şirketinin yüzde 92'sinin türev araçlar yoluyla riskten korunuyor olması, bu araçların önemini daha da vurgulamaktadır. Ayrıca şunu da belirtmek isterim ki, türev araçların faydaları bu araçları kullanan firmaların büyüklüğüne bağlı değildir. Türev araçlar tüm firmalar için faydalı olup, bu araçları kullanıp kullanmama kararı çoğunlukla firmanın büyüklüğüne göre değil, firmanın hedeflerine göre belirlenmektedir.

Bu noktada türev piyasaların bilgi aktarma işlevi ile ilgili bir noktaya da değinmek istiyorum. Türev piyasalar ekonomik birimlere geleceğe ilişkin beklentilerini fiyatlandırma imkanı sunmaktadırlar. Dolayısıyla, türev piyasalar sayesinde beklentiler ölçülebilir hale gelir ve fiyatlar yoluyla, gelecek hakkında daha fazla bilgi, diğer ekonomik birimlerle paylaşılır. Bu yapı, bir bütün olarak ekonomide daha etkin finansal piyasalar aracılığı ile kaynak aktarım mekanizmasının daha da etkinleşmesini sağlar.

Kaynak aktarım mekanizmasının etkinleşmesine yaptıkları katkıların yanı sıra türev piyasaların gelişmesi finansal sektörün büyümesini sağlar. Neticesinde türev piyasalar, hem dolaylı olarak kaynakların daha etkin dağılımına yardımcı olarak, hem de ayrı bir sektör olarak sağladıkları katma değer ile milli gelirin ve istihdamın artmasına katkıda bulunurlar.

Türev piyasalar, finansal aracılık sistemine, ya da daha geniş ifadesiyle finansal sisteme yeni yatırım araçları sunar. Bu ise, hem yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmek amacıyla kullanabilecekleri araç sayısının artmasını, hem de bu sayede finansal piyasaların derinleşmesini sağlar.

Ülkemiz açısından yatırım aracı çeşitliliğinin ne ifade ettiğini değerlendirecek olursak, hiç şüphe yok ki, türev piyasalar ile birlikte gerek reel sektör gerekse finansal sektör

yatırımcıları, risklerini dünya piyasaları paralelinde bir çeşitlilik ile yönetebilecekler ve bu yapı Ülkemizin dünya piyasaları ile bütünleşmesine katkı yapacaktır.

Bu noktada, yeterince gelişmiş derin ve etkin vadeli piyasaların varlığının, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumlu etkisi olduğunu pek çok çalışmanın belirttiğine de ayrıca dikkat çekmek istiyorum.

Değerli dinleyiciler,

Türev piyasaların, ekonomiye sözünü ettiğim bütün bu faydalarının yanı sıra finansal piyasaların tamamlayıcısı olarak para politikası ve dolayısıyla merkez bankası ile etkileşimi ayrı bir önem arz etmektedir.

Bilindiği gibi finansal istikrarı sağlamak, fiyat istikrarını birincil amaç olarak belirlemiş bütün merkez bankalarının bu hedeflerine ulaşabilmeleri için gözetmeleri gereken en önemli unsurlardan bir tanesidir. Bu çerçevede, piyasalardaki oynaklığın azalmasına sağladığı katkı ile finansal istikrarın sürekliliğini destekleyen türev piyasalar, finansal istikrarın korunmasında merkez bankalarına destek vermektedir.

Türev piyasaların merkez bankalarının para politikasına ikinci katkısı; gerek risk yönetimi gerekse bilgi sağlama işlevleri sayesinde, para politikasının ekonomiyi yönlendirmede kullandığı aktarım mekanizmasını hızlandırmaları ve etkinleştirmeleridir.

Merkez bankaları öngördükleri amaç doğrultusunda uzun vadeyi hedeflemekte ve aldıkları kararlarla ekonomik değişkenlerin uzun vadedeki hareketlerini etkilemeye çalışmaktadırlar. Bu çerçevede, bir merkez bankası için, ekonomiye ve geleceğe ilişkin mümkün olduğu kadar çok ve uzun vadeli bilgi sahibi olmak hayati önem taşımaktadır. İşte türev piyasalar, geleceğe ilişkin sundukları bilgi aracılığı ile para politikasının kullandığı bilgi setinin genişlemesinde de çok önemli bir rol oynamaktadırlar.

Burada dikkatinizi çekmek istediğim önemli bir nokta, türev piyasaların bir taraftan merkez bankalarının karar alması için gereken bilgi setinin genişlemesini sağlarken,

diğer yandan ekonomik birimlere para politikasının ileride izleyeceği seyre ilişkin bilgi akışını da kuvvetlendirdiği ve para politikasının daha fazla öngörülebilir olmasına katkıda bulunduğudur.

Değerli konuklar;

Sizlere ana unsurları ile vermeye çalıştığım para politikası ve türev piyasaların etkileşimi çerçevesinde, şunu çok net bir şekilde ifade etmeliyim ki Ülkemizde de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın gelişmesinin para politikasına oldukça önemli ve çok yönlü katkıları olacaktır.

Özellikle 2006 yılından sonra açık enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte Merkez Bankası'nın raporlarında ileriye yönelik niceliksel bilgilere daha çok yer verilebilmesinde, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda gerçekleşen işlemlerin büyük rolü olacaktır.

Konuşmamı bitirmeden önce Ülkemizde türev piyasalara ilişkin ileriye yönelik birkaç unsurdan bahsetmek istiyorum.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete geçmesi, Ülkemizde risk yönetiminde yeni bir dönemin başlangıcıdır. Önümüzdeki dönemde temel amaç, türev piyasaların tüm ekonomi için bir katalizör görevi gördüğü unutulmadan bu piyasaların işleyişine ilişkin her türlü düzenlemenin dikkatle yapılması olmalıdır. Bankaları ve şirketleri bu piyasada işlem yapmaya yöneltecek tedbirler alınmalıdır.

Diğer ülke örnekleri bize, türev piyasaların işlem hacmi ve likidite artışı ile konunun anlatılması, piyasaların tanıtılması ve verilen eğitimler arasında aynı yönlü kuvvetli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Malezya, Singapur, Hong Kong, Meksika, Brezilya, Şili ve Japonya gibi birçok ülkede türev piyasaların gelişiminin, ekonomik birimlerin türev araçları kullanarak daha etkin risk yönetimi yapabilmelerini sağlamaya yönelik eğitim programları ile hızlandığı saptanmıştır. Bu örnekler göz önüne alındığında, yurtiçi kurumsal ve bireysel yatırımcıların eğitiminin türev piyasaların henüz yeni yeni tanındığı Ülkemizde de çok büyük önem taşıdığı görülmektedir. Biz Merkez Bankası olarak başından beri bu piyasaların gelişmesi için her türlü desteği vermekte olup,

bundan sonra da vermeye devam edeceğiz. Ancak, bu noktada özellikle sivil toplum örgütlerinin kendi üzerlerine düşeni yapmaları, mensuplarına Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nı tanıtmaları ve gerekli eğitimi vermeleri son derece önemlidir.

Değerli katılımcılar,

Konuşmamı bitirirken, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete başlaması ve Ülkemizde son yıllarda yaşanan olumlu ekonomik gelişmelerin paralelinde, bugün son derece önemli bir adım atılmış olduğunu yineliyor, ve bunun ileriye yönelik diğer adımlara vesile olmasını diliyorum.

Teşekkür ederim.