

Gelecekteki Piyasalar ve Sözleşmeler

İlker PARASIZ

Prof.Dr.

Uludağ Üni. İİBF BURSA

Dünyada hem zaman hem de riski içeren piyasalar vardır. Bu piyasalar gelecekteki piyasalardır. Bu piyasalarda ekonomik birimler şimdi bir maldan belli bir miktar gelecekteki bir tarihte satmayı ya da satın almayı kabul etmektedir. Gelecekteki sözleşmelerin ticaretini yapan ekonomik birimlere "spekülatör" denilmektedir. Toplumda birçok kişi gelecekteki bir tarihte kendisine teslim edilecek bir mal için sözleşme yapabilir. Bunun en güzel örneğini araba alımlarında görüyoruz. Birçok kimse kendisine gelecekte belli bir tarihte teslim edilecek bir otomobili bugünden satın alabilmektedir. Çiftçiler çeşitli meyveleri daha çiçek halinde iken bugünden anlaşmaya varılan fiyat üzerinden gelecekte teslim etmeyi taahhüt etmektedir. Tüm bu sözleşmelere "vadeli sözleşme" denilmektedir.

MARKETS AND CONTRACTS OF THE FUTURE

There are markets in the world, which involve both time and risk factors. These markets are those of the future. Economic units in these markets accept now the sales or purchase of a certain commodity at a future date. Such economic units which make dealings of the future contracts are named the "speculators". Many people in the community can draft a contract for a commodity which will be delivered to them in future. We see a good example of this in motor-car sales. Many people can purchase today an automobile which will be delivered at a certain date in future. Farmers give tenders to deliver various fruits when get in blossom at prices which are agreed upon at present time to be delivered in future. All the contracts are called the "time based contract".

1.VADELİ İŞLEMLER VE SORUNLARI

Vadeli işlemlerde iki taraf gelecekte belli bir tarihte yapılacak ticaret koşulları üzerinde bugünden bir anlaşmaya varmaktadır. Tersine, spot işlemlerde, alışverişler anında yapılmaktadır.

İş aleminde vadeli işlemin niçin yapıldığını daha iyi anlamak için bir örnekten hareket edelim. Bir bakır madenimiz olsun ve daha fazla bakır çıkarmak için yeni makina monte etmeyi düşünelim. Gelecek yıl firma-

mız daha fazla bakır cevheri çıkaracaktır. Çıkarılacak cevherler bakırı ayrıştıracak başka bir firmaya satılacaktır.

O andaki bakır fiyatları göz önüne alındığında, bakırın çıkartılması ve işlenmesi sırasında karşılaşılabilecek maliyetler rahatlıkla karşılanabilmektedir. Burada sorun bakır çıkartan firmamızın bunu cevheri ayrıştıracak firmaya o anda satış yapamamasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla eğer gelecekte bakırın fiyatı düşerse, firmamız kar elde etmek bir yana zarar edebilir. Bu durumda firmamızın gelecekte karşılaşacağı zarar riskini ortadan kaldırmak için bugünden gelecekte kabul edecekleri bir fiyat üzerinden alm satım işleminin yapılması gerekir.

Böyle bir vadeli işlem iki tür sorun yaratmaktadır. Birincisi firmamızın çıkaracağı cevheri satın alacak bir kişi ya da firma bulunmayabilir. Firmamızın cevher satılabileceği bir ya da iki cevher işleyen firma bulunabilir. Ayrıca böyle bir firma bulunsu bile bu firma vadeli bir işleme girmeğe yanaşmayabilir. Kaldı ki kendisiyle alış veriş yapılacak potansiyel alıcı çok az olabilir. Böyle bir alıcı bulunsu bile onun pazarlık gücü çok fazla olacağı için arzuladığımız gibi bir alışveriş yapamayabiliriz de.

İkinci sorun vadeli işlemlerin bir kredi riski içermesidir. Vadeli bir işlem bir söz verme alışverişidir. Tıpkı kredilerde olduğu gibi verilen sözlerin tutulmama riski vardır. Örneğin bakır fiyatlarının düşmesi durumunda eğer cevheri ayrıştırıcı firma sözünü tutmak zorunda kalırsa zarara uğrayacaktır.

Eğer bakır işleyen firma vadeli başka taahhütlere girmişse bu durum zararlarını daha da arttıracaktır. Eğer cevheri işleyen firma hedging yapmamışsa ve yeterli kaynağa sahip değilse, büyük bir olasılıkla sözünü tutmayacaktır. Böylece bakır cevherini çıkaran firma kendisine maliyetinin çok altındaki bir fiyatla bakırı satmak zorunda kalacaktır.

Bakır işleyen firmamızın taahhütünden vazgeçme riskini minimize etmek için bazı önlemler alması gerekir. Aynı şey karşı firma için de geçerlidir. Örneğimizle ilgili çözümü biraz ileride açıklayacağız. Biz şimdi vadeli işlemlerle gelecekteki sözleşmeler arasındaki farkları görelim.

2.VADELİ VE GELECEKTEKİ SÖZLEŞMELER ARASINDAKİ FARK

Vadeli sözleşmelerle gelecekteki sözleşmeleri birbirine karıştırmamak gerekir. Gelecekteki sözleşmeler yalnızca resmi mal borsalarında yapılan sözleşmelerdir. Dünya'da bu şekilde sözleşme yapılan bir dizi piyasa vardır. Şikago Ticaret Borsası, Şikago Mal Borsası, New York Kahve ve Şeker Borsası bu tür piyasaların dünyadaki en ünlülerinden dir. ABD'de dondurulmuş portakal suyu veya yulaf, soya fasülyesi, buğday, mısır, şeker, arpa, domuz yağı, deri, soya yağı, yumurta (don-

durulmuş, unlaştırılmış, kabuğu soyulmuş) donmuş pi-
liç, patates, gümüş, lastik, kakao, karabiber, keten to-
humu, bakır, yün, domuz döşü, platin, yabancı döviz
devlet güvenceli ipotek senetleri, hazine bonolarının ge-
lecekte piyasaları vardır. Gelecekteki sözleşme bir ma-
lın standart kalitesi ve miktarı için yapılır. Bir örnek
vermek gerekirse, gelecekteki piyasada dondurulmuş
konsantre portakal suyu sözleşmesi 15.000 pound kon-
santre için yapılır. Gelecekteki sözleşmelerde teslimle-
rin yıl içinde belli tarihlerde yapılır.

Ayrıca gelecekteki sözleşmeler broker'ler aracılığıyla
yürütülür. Aslında vadeli ve gelecekteki sözleşmeler
arasındaki fark yukarıda açıklananlardan çok daha karma-
şıktır. Gelecekteki piyasalarda dağıtımlar insansız-
dır. Alıcılar satıcılar yalnızca fiyatı, zamanı ürünün bir-
kaç özelliğini ve teslim yerini bilir. Diğer bir deyişle, ge-
lecekteki piyasada örneğin 40000 kilo biralık Kütahya
arpasının 15 Kasım 1993'de Hamburg'da teslimi öngör-
ülür. Böyle bir piyasa işlemlerde bir dizi ekonomi sağ-
lanmasına olanak verir. Diğer bir deyişle gelecekteki pi-
yasada işlem maliyetleri nispeten düşüktür. Ne var ki
günümüzde yalnızca birkaç gelecekte piyasa vardır. Bu-
na karşılık daha az organize birçok vadeli piyasa var-
dır. Bunu nedeni belki de vadeli piyasaların, gelecekte-
ki piyasaların tersine daha fazla ismarlama sözleşmele-
re olanak vermesidir. Vadeli piyasalarda bireyler gele-
cekteki piyasadan farklı olarak bireysel ilişkiye girmek-
tedirler.

Eğer bugün bir gelecekteki sözleşme satın alırsanız
belli bir miktar buğdayı gelecekteki belli bir tarihte bel-
li bir yerde teslim etmeyi taahhüt ediyorsunuz demek-
tir. Gelecekteki sözleşmede belirlenen fiyata gelecekte-
ki fiyat denir.

Kişi günlük gazeteleri izleyerek örneğin üç ay sonra
teslim edilecek buğdayın gelecekteki fiyatını öğrenebi-
bilir. Böylece kişiler gelecekteki fiyatla bugünkü fiyatı (s-
pot fiyat) mukayese edebilirler. Spot fiyata bugünkü
"nakit fiyat" da denir. Spot piyasada ticaret yapan kişi-
ler malın üreticileri, hazırlayıcılar, dağıtıcılardır.

Öte yandan bir gelecekteki sözleşmenin satılması da
mümkündür. Bir kimse bir gelecekteki sözleşme sattı-
ğı zaman belli bir tarihte belli bir yerde belli bir mal
miktarını teslim etmeyi kabul etmiş demektir. Gelecek-
teki bir tarihte belli bir malı belli bir fiyatta teslim et-
meyi kabul eden kişi "kısa pozisyonda" dır. Bu kişiler
gelecekteki sözleşmeleri satmışlardır. Gelecekteki bir
tarihte belli bir malı belli bir fiyatta belli bir yerde sa-
tın almayı kabul eden kişi "uzun pozisyondadır".

Burada bir konunun vurgulanmasında yarar vardır.
Genellikle gelecekteki sözleşmeler bir ambara malın fi-
ziksel teslim tarihini beklemeyi gerektirmez. Pekçok
gelecekteki sözleşme ya vade tarihinden önce kapatılır

ya da malın vade tarihindeki spot fiyatıyla sözleşmede
belirlenen fiyat arasındaki fark ödenerek sona erdirilir.
O halde eğer sözleşmenin yapıldığı tarihte buğdayın fi-
yatı 5 dolarsa ve vade tarihinde spot fiyat 5.10 dolarsa
gelecekteki sözleşme satıcısı gelecekteki sözleşme satı-
cısına yalnızca 10 sent çarpı sözleşmelerde belirlenen
kilo miktarı kadar ödemede bulunacaktır.

3.GELECEKTEKİ SÖZLEŞMELERİN KATKILA- RI

Yukarıda açıklandığı üzere vadeli işlemlerin maliye-
tini azaltmak için bulunmuş bir temel yöntem gelecekte-
teki sözleşmelerdir. Biz yine bakır istihracıyla ilgili ör-
neğimize dönelim. Bakır çıkaran firma, belli bir işleyici
firmayla vadeli anlaşmaya girmek yerine, bir firma bro-
ker'ına bakırını metal üzerine ihtisaslaşmış New York
Mal Borsasında (Comex) satmasını isteyebilir.

Gelecekteki sözleşme satıldığı zaman, herhangi bir
özel alıcı yerine Comex'le alışverişe girilmektedir. Kuş-
kusuz alışveriş, her satıcı için bir alıcının olacağını orta-
ya koymaktadır. Uygun alıcı satıcı sayısına ulaşıncaya
kadar fiyatlar yükselir ya da düşer. Satıcı, kimin alıcı
olacağını bilemez. Eğer alıcı borcunu ödeyemezse Co-
mex bu sözleşmenin yerine getirileceğini garanti eder.

Gelecekteki alışverişler vadeli işlemlerin önemli bir
sorunu olan alış veriş yapılacak taraf bulma işini alıcı
ve satıcıların biraraya geldikleri organize bir piyasa sağ-
layarak çözmektedir. Potansiyel alıcı satıcı sayısını ar-
tırmak için sözleşmeler standartlaştırılmıştır. Her bir
sözleşme belli standart miktarda mal, standart bir za-
manda ve standart bir yerde teslim edilmektedir. Biraz
sonra daha geniş olarak inceleneceği üzere gelecekteki
fiyatlar her standart tarih için (gelecekteki bakır için
Mart, Haziran, Eylül ve Aralık) kote edilmektedir. A-
nında teslim durumları için istenen fiyata spot fiyat de-
nilmektedir.

Potansiyel satıcı ve alıcılar içinde hem hedgerlar
hem de spekülörler yer alır. Hedgerlar söz konusu
malla ilgili olarak gelecekte karşılaşabileceği riske kar-
şı tavır alan kişilerdir. Örneğin üreteceği bakırla ilgili
olarak kayıph olacağını bekleyen üretici gelecekte satış
yaparak bundan kurtulabilir. Eğer bakır fiyatları dü-
şerse üretici gelecekte sermaye kazancı elde edecektir
ve bu kazanç bakır üzerindeki kaybı dengeleyecektir.

Diğer hedging yapanlar ise, örneğin bir elektrik mo-
toru yapımcısı, bakıra sahip olmaktan çok gelecekte ba-
kır satın alma eğiliminde olacaktır. Çünkü bunlar ba-
kır fiyatındaki bir yükselişten üzüntü duyacak ve gele-
cekte bakır satın alarak pozisyonunu garanti altına ala-
caktır. Elinde mal (bakır) bulunanın pozisyonu uzun
pozisyonudur. Buna karşılık bakır satın almayı uman
motor imalatçısının durumu ise kısa pozisyonudur. Mal-
daki uzun pozisyon gelecekte kısa pozisyon olarak yani

gelecekte satarak garanti altına alınacaktır. Maldaki kısma pozisyon ise gelecekteki uzun pozisyonla yani gelecekte satın alarak dengelenecektir.

Hedging yapanların tersine spekülâtorler söz konusu malla ilgili olarak pozisyona girmemektedir. Spekülâtorler gelecekte çıplak pozisyon alarak metalin fiyat hareketleri üzerinde bahse girmek ister (maldaki zıt bir pozisyonla dengelenmemektedir). Örneğin bakır fiyatlarının gelecek martta 60 birime yükseleceğine inanıyoruz. Şimdiki mart ayı fiyatı gelecekteki 130 birim olan fiyatın oldukça üzerinde olduğu için eğer her şey beklediğimiz gibi olursa gelecekte bakır satın alarak kar elde edeceğiz.

Mart geldiğinde eğer bakır fiyatları beklediğimiz gibi 160 birim olarak gerçekleşirse her kilo bakır için o andaki bakır fiyatıyla daha önce kabul ettiğimiz fiyat arasındaki 30 birimi kar edeceğiz. Eğer 2500 kilo bakır satın almışsak kârımız 75000 birim olacaktır. Tersine eğer mart ayında fiyat daha önceden kabul ettiğimiz 130 birimin altında kalırsa, bu kez zarar edeceğiz.

Piyasada spekülâtorlerin varlığı herkesin iyi fiyat bulmasını sağlamaktadır (iyi fiyat sözleşmenin bitim tarihi için piyasanın en iyi biçimde tahmin ettiği spot fiyattır). Örneğin, piyasada uzun pozisyonda daha fazla hedgerlerin olduğunu farzedelim (bakırda uzun pozisyonda olanlar). Bu durumda mart teslimi için gelecekteki fiyat, beklenen spot fiyatın bir parça altında olacaktır. Bu durumda spekülâtorler gelecekteki satın almalar için piyasaya girecek ve fiyatların beklenen mart fiyatları düzeyine gelinceye kadar yükselmesine neden olacaktır.

Spekülâtorler keza mal fiyatına ilişkin yeni bilginin mümkün olduğunca hızlı bir şekilde gelecekteki fiyatlara yansıtılmasını sağlamaya yardım eder. Örneğin, savunma harcamalarında beklenen kesintiler gelecek yıl bakır talebinde önemli bir düşüşün olacağını gündeme getirir. Bunun üzerine spekülâtorler gelecekteki sözleşmelerini acele olarak satmak isteyeceklerdir. Spekülâtorlerin bu satışları gelecekteki fiyatı yeni enformasyon çerçevesinde spot fiyatın ne olacağı konusunda yapılacak en iyi tahmin düzeyine indirecektir. Bir örnek vermek gerekirse yapılan çalışmalara göre, gelecekteki portakal suyu fiyatı Florida'daki don olayının öngörülmesinde Ulusal Hava Raporu Servisinden daha iyi iş yapmıştır.

Katılanlar ve ticaret hacmi olarak piyasa ne kadar genişse, herhangi bir bireysel ticaretle uğraşmanın lehine muhtemelen o kadar az manipulasyonla sonuçlanacaktır.

4.GELECEKTEKİ PİYASALAR VE RİSK TRANSFERİ: HEDGING VE SPEKÜLASYON

Gelecekteki piyasanın temel işlevi risk üstlenmeyi az sevenlerden risk üstlenmeyi sevenlere riskin kaydırılmasını sağlamaktır. Riski ortadan kaldırmak için gelecekteki piyasanın kullanılma sürecine "hedging" de-

nilmektedir. Böyle faaliyetleri yapan kişilere de "hedger" denilmektedir.

4.1.Rakamsal Örnekler

Bir zahirecinin 10 bin kilo buğdayı, kilosu 2 dolardan satın aldığını düşünelim. Zahireci altı ay içinde stoklama maliyetinin (sigorta ve yatırılan sermayenin fırsat maliyeti) kilo başına 5 sent olacağını düşünmektedir. Böylece 10 bin kile buğdayın stoklama maliyeti 500 dolar olacaktır. Piyasa koşullarındaki gelişmeye göre zahireci 10.000 kile buğdayı 6 ay sonra teslim etmek üzere kilosu 2.05 dolardan toplam 20500dolara satsın. Burada gelecekteki sözleşmenin bugünkü spot fiyat (2 dolar) artı 6 ay için ambar maliyetine (5 sente) satıldığını düşünelim. Normal olarak gelecekteki fiyat spot ya da nakit fiyattan dah yüksektir. Çünkü sigortanın, stoklama ve bağlanan paranın faiz oranının giz ününe alınması gerekir. Bu varsayma göre buğday zahirecisi buğdayın fiyatının 6 aylık süre içinde aynı kalması, artması ya da düşmesi karşısında farksızdır.

Aritmetik olarak aşağıdaki üç basit senaryoyu gözönüne alalım.

4.1.1.Fiyatların Değişmediği Durum

Eğer altı ay sonraki spot fiyat cari spot fiyatla aynıysa ambardaki 1000 kile buğdayın değeri aynı kalacaktır. Zahireci satın aldığı buğdayları aynı fiyata satacaktır. Yalnızca gelecekteki sözleşme 2.05 dolara satılacaktır. (Gelecekteki sözleşmenin satışı bugünkü mal, mısır, buğday, satıyla aynı şey demek değildir). Vade dolunca genelde spekülâtor olarak nitelenen gelecekteki sözleşme satın alıcıları zahireciye 500 dolar vererek hesabı kapatacaktır. Ancak bu rakam buğdayın altı aylık ambar maliyetine eşittir. Bu işten zahireci ne karlı ne de zararlı olacaktır.

4.1.2.Fiyatların Arttığı Durum

Buğdayın spot fiyatı kilo başına 20 sent arttığı zaman zahirecinin ambardaki buğdayının değeri 20 sent çarpı 10 bin kile ya da 2000 dolar artmış olacaktır. Kuşkusuz bu sırada bir ambar vadesi de olacaktır.

Gelecekteki sözleşme kile başına 2.05 dolar belirlenmiştir. Kile başına 15 sentlik fark spekülâöre ya da gelecekteki sözleşmenin sahibine ödenmelidir. Böylece maliyet 1500 dolardır. Buna ayrıca ambarlama maliyeti 500 dolar ilave edilmelidir. O halde buğday fiyatında net 20 sentlik bir artış altı ay sonra zahireciye ek olarak hiç kâr sağlamamaktadır.

4.1.3.Fiyatların Düştüğü Durum

Şimdi de buğdayın spot fiyatının altı ay sonra 1.85 dolara düştüğünü düşünelim. Bu durumda zahireci altı aylık süre içinde buğday fiyatlarındaki değişmeden etkilenmeyecektir.

Yukarıdaki örneklerde buğday spekülâöre fiilen teslim edilmemekte daha çok bir sözleşme yapılarak altı aylık gelecekteki sözleşme fiyatıyla (kile başına 2.05 dolar) altı ay sonraki cari spot kur arasındaki fark öden-

mektedir. Böylece eğer altı aylık spot fiyat yalnızca 2 dolarsa, spekülâtör zahireciye kile başına 5 sent ideyecektir. Öte yandan eğer buğdayın kile başına spot fiyatı diyelim ki 2.10 dolarsa, zahireci spekülâtöre kile başına 5 sent ödeyecektir. O halde zahirecinin net geliri 6 ay sonraki spot fiyattan bağımsızdır.

4.2.Satış "Hedging"i

Elinde buğday bulunan zahireci bir aktife sahip olmaya bağılı olarak üzerindeki riski bir diğeri sınıfa, spekülâtörlere aktarmalıdır. Bu şekilde ellerinde aktif bulduranların riskten kaçınma olgusuna "satış hedging" i denilmektedir. Zahireci uzun pozisyonudur. Çünkü adı geçen kimse buğday satın almıştır. Uzun pozisyonda olmaya bağılı diğeri değışikliklerinin riskini ortadan kaldırmak için zahireci gelecekteki sözleşmeyle satış yaparak buna eşit bir kısa pozisyon oluşturmaktadır. Ambarlama yapan zahireci spekülâtörden (sözleşme sahibi) 6 ay için kile başına 2.05 dolar elde etmektedir. Eğer spot fiyat kile başına 2.05 dolardan daha yüksekse aradaki fark spekülâtör olacaktır. Eğer fiyat kile başına 2.05 dolardan daha küçükse spekülâtör aradaki farkı ödeyecektir.

4.3.Alış "Hedging"i

Bir alış hedgingi de mümkündür. Örneğin bir besici ancak bir vadeli sözleşme yapabilir. (Taze sığır eti için organize bir gelecek piyasası olmadığı için vadeli işlem yapılmaktadır). Buna göre besici önceden belirlenen bir fiyat üzerinden gelecekteki bir tarihte et satabilir. Bu sırada yem fiyatlarının sabit kalacağı düşünölmüş olabilir. Ancak bu arada yem fiyatları yükselirse bundan besiciler zarar görecektir. Çünkü yem fiyatlarındaki artış maliyetlerini yükselttiğinden vadeli satış fiyatının kendisine hiçbir getirisi olmayacaktır. Bu durum

da besici kendisini nasıl koruyacaktır. Bunun için besici gelecekteki piyasadaki gelecekteki sözleşme satın alarak yem (yulaf, arpa) satın alacaktır. Böylece besici gelecekteki bir tarihte bugün üzerinde anlaştıkları bir fiyattan yem satın almış olacaktır. Dolayısıyla besici maliyet hesaplarında gözönüne alacağı fiyatı saptatmış olacaktır.

4.4.Spekülasyon

Belli bir malla aynı anda uzun ve kısa nakit ve gelecekteki pozisyonlara girmeyenler hedger değıl spekülâtördür. Spekülâtör gelecekteki spot fiyatın bugün yapılan gelecekteki bir sözleşmede belirlenen fiyattan farklı olacağına bahse giren kimsedir.

Buğday zahirecisi durumunda, zahireciden gelecekteki bir sözleşmeyi kilesi 2.05 dolara gelecekteki bir sözleşme satın alan, altı ay sonra buğdayın spot fiyatının 2.05 olmayacağına daha büyük bir rakam olacağına bahse girmektedir.

Eğer buğdayın kilesinin fiyatı 6 ay sonra 2.15 dolar olursa, gelecekteki sözleşme satın alan spekülâtör kile başına 10 centlik bir kâr elde edecektir. Aynı şekilde spekülâtörler gelecekteki sözleşme satabilirler. Spekülâtörler gelecekteki sözleşmeyi sattıkları zaman gelecekteki piyasada sözleşmenin vade tarihindeki spot fiyatı cari gelecekteki fiyattan (gelecekteki sözleşmede belirlenen) daha düşük olmaktadır. Aradaki fark her bir birim mal için spekülâtörün kârıdır. Spekülâtörler bugünkü gelecek fiyatıyla gelecekteki fiyat arasında bir fark olacağına bahse girmektedir. (iki fiyat arasındaki fark açık ve kapalı tüm işlem maliyetlerini aşmaktadır). Gelecek fiyat (future price) gelecekte belli bir tarihteki fiyattır. Gelecekteki fiyat gelecekteki sözleşmelere konan beklenen gelecek fiyattır.

JENERATÖR
aranıyor. 500-1000 KW arası
Tel: (9-1) 541 61 00
Fax (9-1) 541 61 16