

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE PARA YÖNETİMİ BİLİM DALI

**ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARIN GELİŞİMİ VE BİR
ÖRNEK OLARAK FOREX PİYASALARININ İNCELENMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

NIHAT CANER ÖZMEN

İSTANBUL, 2011

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE PARA YÖNETİMİ BİLİM DALI

**ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARIN GELİŞİMİ VE BİR
ÖRNEK OLARAK FOREX PİYASALARININ İNCELENMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

NİHAT CANER ÖZMEN

DANIŞMAN: PROF. DR NURDAN ASLAN

İSTANBUL, 2011

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

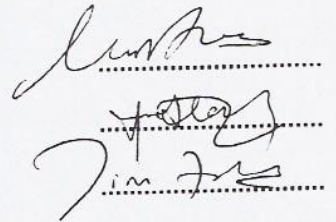
Tez Onay Belgesi

İKTİSAT Anabilim Dalı ULUSLARARASI TİCARET VE PARA YÖNETİMİ
Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi NİHAT CANER ÖZMEN'İN ULUSLARARASI
FİNANSAL PIYASALARIN GELİŞİMİ VE BİR ÖRNEK OLARAK FOREX
PIYASALARININ İNCELENMESİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun
21.12.2010 tarih ve 2010-23/18 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından
oybirliği/oyçokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

- Tez Savunma Tarihi : 05.10.11
- 1) Tez Danışmanı : PROF. DR. NURDAN ASLAN
- 2) Jüri Üyesi : PROF. DR. GÜLSÜM AKALIN
- 3) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. SİNAN ASLAN



ÖNSÖZ

Globalleşen dünyada artan karşılıklı etkileşimlerin bir örneği de finansal piyasalar içerisinde gözükmektedir. Küreselleşme ile birlikte finansal piyasalar büyük ölçüde değişime uğramış ve uluslararası finansal piyasalar olarak yeni bir şekillenmeye girmiştir. 20. yüzyılın son çeyreğinden itibaren hız kazanan küreselleşme sürecinde dünya ekonomilerinin birbirine olan bağımlılığın artması, finansal serbestleşmenin yeni boyutlara ulaşması, sermaye hareketlerinin hız kazanması ve gelişen finansal enstrüman çeşitliliği uluslararası finansal piyasaların gelişimindeki nedenleri ortaya koymaktadır.

Finansal serbestleşmenin artması ve piyasaların gelişimi yenilikleri de beraberinde getirmiştir. Teknolojinin de gelişimi ile birlikte hisse senedi, tahvil, döviz gibi yatırım araçlarına uluslararası alanda ulaşım kolaylaşmış döviz piyasalarında 24 saat boyunca online olarak işlem yapabilme fırsatı ortaya çıkmıştır.

Bu çalışmada, Uluslararası Finansal piyasalardaki gelişimler tarihi süreciyle birlikte açıklanmış, son bölümde de bu gelişmeler sonucunda ortaya çıkan ve finansal sistemin en büyük ve likidite sektörü olan Forex piyasaları incelenmiştir.

Bu çalışmanın oluşmasında ve gelişmesinde katkıda bulunan başta tez danışmanım Prof. Dr. Nurdan ASLAN' a ve tüm İktisat ana bilim dalı öğretim üye ve yardımcılara teşekkür ederim.

İstanbul, 2010

Nihat Caner Özmen

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyisim: Nihat Caner ÖZMEN

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: Uluslararası Ticaret ve Para Yönetimi

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Nurdan ASLAN

Tez Türü ve Tarihi: Yüksek Lisans

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Finansal Piyasalar, Forex Piyasaları,
Uluslararası Finansal Sistem

ÖZET

ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARIN GELİŞİMİ VE BİR ÖRNEK OLARAK FOREX PİYASALARININ İNCELENMESİ

1970’li yıllardan itibaren gelişen finansal piyasalar, mali liberizasyon dönemi ve teknolojik gelişimler ile birlikte uluslararası bir görünüme girmiştir. Günümüzde artan rekabet şartları uluslararası yatırım yapmayı teşvik etmekte bunun yanında finans piyasalarının gelişmesi, ve küreselleşmesi ile birlikte bir ülkedeki finansal değişiklikler dünyanın diğer bir ucundaki ülkeyi etkileyebilmektedir.

Gelişen ve değişen finansal piyasalar yatırımcılar için ortaya bir çok yeni finansal araç sunmuş ve finansal serbestleşmenin artmasıyla bu araçların uluslararası kullanımı yaygınlaşmıştır. Para birimlerinin birbirine kolayca dönüştürülmesi uluslararası finansın asıl konularından birini oluşturan döviz piyasalarını geliştirmiş yabancı tahvil, hisse senedi gibi finansal araçlara ulaşım teknolojik gelişmeler sayesinde oldukça kolaylaşmıştır.

Bu çalışmada, ilk para sistemlerinden itibaren finansal sistemin gelişimi, finansal piyasaların uluslararasılaşması ve küreselleşen piyasalarla birlikte gelişen mali serbestleşme hareketleri, bunun sonuçları olarak teknolojik yeniliklerle birlikte ortaya çıkan yeni finansal enstrümanlar ve forex piyasaları incelenmiştir.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Nihat Caner Özmen

Field : Economics

Programme : International Trade and Money Management

Supervisor : Professor Nurdan ASLAN

Degree Awarded and Date : Master – 2010

Keywords: International Money Markets, Forex Markets, International Monetary System

ABSTRACT

DEVELOPMENTS IN INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS:

AN EXAMPLE OF FOREX MARKETS

Financial markets that have been developing since 1970's reached at an international level with the developments in monetary liberalization and technology. While the upsurge in competition encourages international investments, the development and globalization of financial markets as well as alterations in countries may seriously influence others.

Financial Markets that have been developing and changing, put forth new financial instruments. In addition, the usage of them has been expanded by the boost in financial liberalization. Conversion of currencies to one another has improved one of the important aspects of international finance. In fact, the access to financial instruments such as securities and stocks have become quite easy.

In this study, the development of financial systems since its very first inception, internationalization of financial markets and the monetary liberalization movements as a result of globalization of financial markets are scrutinized. As a corollary, new financial instruments that emerged with technological innovations and particularly forex markets are examined.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TABLO LİSTESİ	ix
ŞEKİL LİSTESİ	xi
GRAFİK LİSTESİ	xii
KISALTMALAR	xiii
GİRİŞ	1
BÖLÜM I	2
ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR VE ARAÇLARI	2
1.1 Finansal Piyasalar	2
1.1.2 Finansal Piyasaların Sınıflandırılması	4
1.1.2.1 Vadeleri Bakımından Finansal Piyasalar	4
1.1.2.2 Örgütlenme Durumuna Göre Finansal Piyasalar	5
1.1.2.3 İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar.....	6
1.1.2.4 Alıcısı ve Satıcısı Bakımından Finansal Piyasalar.....	6
1.2 Uluslararası Finansal Piyasalar	7
1.2.1 Uluslararası Finansal Piyasaların Sınıflandırılması	8
1.2.1.1 Uluslararası Para Piyasaları	8
1.2.1.1.1 Bankacılık	9
1.2.1.1.2 Döviz Piyasaları	9
1.2.1.2 Uluslararası Sermaye Piyasaları	12
1.2.1.2.1 Hisse Senedi Piyasaları.....	13
1.2.1.2.2 Tahvil Piyasaları.....	14
1.2.1.3 Türev (Vadeli) Piyasalar.....	18
1.2.1.4 Kıymetli Maden ve Emtia Piyasaları	25

1.3 Diğer Uluslararası Finansal Piyasa Araçları	26
1.3.1 Euro Krediler	26
1.3.2 Sendikasyon Kredileri	27
1.3.3 Mevduat Sertifikaları	28
1.3.4 Euro Borç Senetleri (Euro Notes)	29
1.3.5 Euro finansman Bonoları (Euro Commercial Papers)	30
1.3.6 Orta Vadeli Euro Bonolar.....	31
BÖLÜM – II	32
ULUSLARARSI FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ	32
2.1 Uluslararası Para Sistemi Uygulamaları.....	32
2.1.1 Çift Metal Sistemi	33
2.1.2 Altın Standardı Dönemi	34
2.1.3 Buhran Dönemi.....	36
2.1.4 Bretton Woods Sistemi.....	38
2.1.5 Bretton Woods Sisteminin Sonlanması.....	42
2.1.6 Avrupa Para Sistemi (European Monetary System)	46
2.1.7 Parasal Birlğe Geçiş	48
2.2 Döviz Kuru Sistemleri	52
2.2.1 Serbest Dalgalanma.....	54
2.2.2 Band İçerisinde Dalgalanma.....	55
2.2.3 Gözetimli Dalgalanma (Managed Float).....	55
2.2.4 Yönlendirilmiş Sabit Aralık (Crawling Band).....	55
2.2.5 Para Kurulu (Currency Board).....	56
2.2.6 Dolarizasyon	57
2.3 Finansal Piyasalarda Küreselleşme, Liberalizasyon ve Yenilikler	60
2.3.1 Finansal Piyasalarda Küreselleşmeyi Ortaya Çıkaran Faktörler	62
2.3.2 Finansal Liberalizasyon.....	64
2.3.3 Finansal Piyasalarda Liberalizasyon Sonuçları	67
Bölüm III	69
FOREX PİYASALARI, İŞLEYİŞİ VE ANALİZ YÖNTEMLERİ	69
3.1 Forex Piyasasının Tanımı	69

3.2 Forex Piyasasının İşleyişi	71
3.3 Exchange Rate Mekanizması ve Fiyatlama	73
3.4 Forex Piyasalarında Kullanılan Temel Kavramlar	74
3.4.1 Pariteler	74
3.4.2 Spread ve Pip	76
3.4.3 Marjin ve Kaldıraç Sistemi.....	76
3.5 Forex Piyasalarında Kullanılan Analiz Yöntemleri.....	77
3.5.1 Temel Analiz	78
3.5.1.1 Temel Analizde Kullanılan Bazı Öncü Göstergeler	78
3.5.1.1.1 GDP Gayri Safi Yurt İçi Hasıla	78
3.5.1.1.2 Tarım Dışı İstihdam	79
3.5.1.1.3 Parakende Satışlar	79
3.5.1.1.4 Tüketici Güven Endeksi	79
3.5.1.1.5 Tüketici Fiyat Endeksi (CPI)	79
3.5.1.1.6 İstihdam Raporları.....	80
3.5.1.1.7 Faiz Oranları ve Merkez Bankaları	80
3.5.1.1.8 Tankan Açıklamaları	81
3.5.1.1.9 Ticaret Dengesi	82
3.5.2 Teknik Analiz	83
3.5.2.1 Teknik Analizde Kullanılan Grafikler.....	85
3.5.2.1.1 Çizgi Grafikler	85
3.5.2.1.2 Çubuk Grafikler	86
3.5.2.1.3 Mum Grafikler	87
3.5.2.1.4 Nokta ve Şekil Grafikler	88
3.5.2.2 Trend Kavramı	88
3.5.2.3 Destek ve Direnç Kavramları	90
3.5.2.4 Teknik Analizde Kullanılan Formasyon Örnekleri.....	91
3.5.2.4.1 “V” Formasyonları	91
3.5.2.4.2 Omuz-Baş-Omuz Formasyonu	92
3.5.2.4.3 İkili – Üçlü Dip Ve Tepeler Formasyonu	93
3.5.2.4.4 Elmas Formasyonları.....	95

3.5.2.5 Teknik Analizde Yaygın Olarak Kullanılan İndikatör ve Osilatörler	96
3.5.2.5.1 Hareketli Ortalamalar (Moving Averages)	96
3.5.2.5.2 MACD (Hareketli Ortalamaların Yakınlığı ve Uzaklığı).....	97
3.5.2.5.2 Bollinger Bantları.....	98
3.5.2.5.3 Relatif Güç Endeksi (RSI) ve Stokastik	99
SONUÇ	101
KAYNAKÇA	103

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1 : Finansal Sistem ve Araçları	3
Tablo 2 : Bazı Ülkelerin Para Birimleri ve Sembolleri	10
Tablo 3 : Uluslararası Döviz Piyasalarında İşlem Miktarları	12
Tablo 4 : Çeşitli Borsalardaki Ulusal ve Yabancı Firma Sayıları	14
Tablo 5 : Gelişmekte Olan Ülkelerde Tahvil İhraçlarının Döviz Dağılımı	15
Tablo 6 : Derecelendirme Kuruluşları ve Notlarının Anlamları	18
Tablo 7 : 2009 Yılı Yüksek İşlem Hacimli Türev Borsalar Sıralaması	19
Tablo 8 : Türev Piyasaların kategorilerine göre dağılımı ve 2007-2008 yılları oran değişimi	21
Tablo 9 : Çeşitli para birimlerinin spot ve forward olarak dolar karşılığı değerleri.....	22
Tablo 10 : Uluslararası Piyasalarda Swap ve Options İşlemlerinin Miktarı (OTC).....	25
Tablo 11 : Kıymetli Maden ve Emtia Piyasasında İşlem Gören Ürünler	26
Tablo 12 : Euro borç senetleri işlem hacimleri	30
Tablo 13 : 1930'lar da kur devalüasyon örnekleri	38
Tablo 14 : 1 Ocak 1999 Tarihinde Bazı Ülke Paralarının Euro Karşılığı Değerleri.....	50
Tablo 15 : Euro Sonrası Birlik İçi Temel Göstergeler	51
Tablo 16 : Dünya Döviz rezervleri tarihsel dağılımı	52
Tablo 17 : Döviz piyasalarında kur dağılım oranları	54
Tablo 18 : Alternatif Döviz Kuru Sistemleri	57

Tablo 19 :	2007- 2008 Döviz Sistemleri Dağılım oranları	59
Tablo 20 :	Finansal araçlardaki yenilikler ve ortaya çıkış nedenleri.	63
Tablo 21 :	Gelişen ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Sermaye Akımları	66
Tablo 22 :	Forex Piyasasında İşlem Gören Paritelerin Günlük Dağılım Oranları....	76
Tablo 23 :	Ekonomik Göstergelerin Dolara Etkisi	82

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1 : Finansal Piyasaların Sınıflandırılması	4
Şekil 2 : Uluslararası Finansal Piyasalar	7
Şekil 3 : Depo Sertifikası Organizasyonu	29
Şekil 4 : Smithsonian Anlaşması öncesi ve Sonrasında Dalgalanma Marjları....	46
Şekil 5 : Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Büyümeyi Etkileyişi	68
Şekil 6 : Yerel Firmaların Foreign Exchange İşlemlere Katılımı	72
Şekil 7 : Mum Grafikler	87

GRAFİK LİSTESİ

	Sayfa No.
Grafik 1 : 1993- 2006 Yılları Arası Euro Tahvil İhraçlarının Nominal Miktarı.....	16
Grafik 2 : 1991-2007 Yılları Borç taahhütleri dağılım oranı	17
Grafik 3 : EURUSD Çizgi Grafik.....	86
Grafik 4 : EURUSD Çubuk Grafik	87
Grafik 5 : USDTRY Mum Grafik	88
Grafik 6 : Trend Çizgilerine Örnekler..	89
Grafik 7 : EURUSD İçin Destek ve Direç Çizimleri	90
Grafik 8 : “V” Tepe ve Dip Formasyon Oluşumu	92
Grafik 9 : Omuz Baş Omuz Formasyonu	92
Grafik 10 : İkili Tepe Formasyonu	93
Grafik 11 : Üçlü Tepe Formasyonu	94
Grafik 12 : Üçlü Dip Formasyonu	95
Grafik 13 : Elmas Formasyonu	95
Grafik 14 : GBPUSD 21 Günlük Hareketli Ortalaması	96
Grafik 15 : USDTRY MACD Göstergesi	97
Grafik 16 : GBP USD Bollinger Bant Oluşumları	98
Grafik 17 : 14 Günlük USDTRY RSI Grafiği	99

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADR	American Depositary Receipt
CBT	Chicago Board of trade
CD	Current Deposits
DKM	Döviz Kuru Mekanizması
ECP	Euro Commercial Papers
ECU	Avrupa Para Birimi
EMS	Avrupa Para Sistemi
FDI	Foreign Direct Investment
FED	ABD Merkez Bankası
GAT	General Agreement on Tariffs and Trade
GDP	Gross Domestic Product
GSYİH	Gayri Safi Yurtİçi Hasılı
IDR	Indian Depositary Receipt
IFSL	International Financial Services London
ILO	International Labour Organization
IMF	International Monetary Fund
ITO	International Trade Organization
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LIFFE	London International Financial Futures Exchange
LSE	London Stock Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Over The Counter

PHLX	Philadelphia Stock Exchange
SDR	Special Drawing Rights
SEC	Security Exchange Comission
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TTK	Türk Ticaret Kanunu
WTO	World Trade Organization

GİRİŞ

Finansal piyasalar teknoloji, iletişim ve haberleşme gibi araçların gelişimi ve ülke ekonomilerinin birbirlerine olan bağımlılıklarının artması sonucu, hız kazanan finansal serbestleşme hareketleri doğrultusunda uluslararası bir boyuta geçmiştir. Finansal küreselleşme ile ortadan kalkan ulusal finans ayrımları ile birlikte uluslararası finans ilişkileri önem kazanmış bu da yeni düzenlemelere ihtiyaç doğurmuştur.

II. Dünya savaşı sonrası Bretton Woods sistemi ile birlikte dolara uluslararası işlev kazandırılarak finans sisteminin düzenlenmesi amaçlanmış, uluslararası parasal işbirliği teşvik etmek, uluslararası ödemeler sistemini geliştirmek ve uluslararası ticaretin gelişmesini sağlamak amacıyla çeşitli kurumlar oluşturulmuştur. Daha sonrasında ise günümüze kadar uluslararası finansal sistem çağın ihtiyaçlarını karşılayacak biçimde sürekli olarak değişmiş ve gelişmiştir.

Finans piyasalarının uluslararasılaşmasının sonucu olarak finansal araç çeşitliliği artmış, finansal sistemin içindeki kurumlar gelişmiş ve bu da piyasa dahil olan yatırımcı sayısını artarak ekonomik büyümeyi sağlamıştır. Gelişen teknolojinin finansal sisteme entegre olması yeni yatırım alanları geliştirmiş, uluslararası finansın asıl konularından olan döviz piyasalarında günlük işlem hacmini trilyon dolar seviyelerine kadar getirmiştir.

Üç bölümden oluşan bu çalışma ile birlikte uluslararası finansal piyasaları oluşturan ana öğeler tanımlanarak piyasaların gelişim ve değişim süreci incelenmiş, uluslararası finans piyasalarının daki gelişimin önemli bir örneği olan forex piyasaları tanımlanarak bu gelişimin geldiği boyutun anlaşılması amaçlanmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, finansal piyasaların sınıflandırılması ve özellikleri anlatılmış, finansal piyasa araçları tanımlanmıştır. İkinci bölümde finansal sistemin gelişimi tarihi süreçleriyle birlikte açıklanmış, finansal piyasalarda yaşanan küreselleşme, liberalleşme ve yeniliklerin etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın son bölümünde ise finansal gelişmeler sonucu ortaya çıkan ve uluslararası finans piyasalarındaki en büyük işlem hacmine sahip olan forex piyasaları incelenmiş piyasanın işleyişi hakkında bilgi verilmiştir.

BÖLÜM I

ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR VE ARAÇLARI

1.1 Finansal Piyasalar

Finansal piyasalar, finansal sistemin bir parçası olarak tasarruf fazlası olan arz sahipleri ile borç talep edenler arasındaki fon transferinin yardımcı kuruluşlar vasıtasıyla sağlandığı piyasalardır. Finansal piyasalar menkul kıymetlerin değişime uğradığı pazarlardır. Fon arz edenler gelirlerinden daha az harcama yapmakta ve tasarruf ortaya çıkartmaktadır. Fon talep edenler ise tam tersi olarak gelirlerini geçen harcamalarda bulunurlar ve finansal pazarlarda fon gereksinimlerini karşılarlar.

Piyasanın işleyişi, tasarruf sahiplerinin gelir elde etme karşılığında fonları başkalarına devretmesi ile işletme, kurum veya kuruluşların bugünkü fonlarından daha fazlasını kullanarak yaratacakları gelir artışının bir kısmını ödeme karşılığında, başkalarına ait fonları kullanması ile başlar.¹ Finansal piyasaların devreye girmesi, işletme veya kurumların tasarruflarının, yatırımlarını karşılamaması durumunda, finansman sağlama isteği sonucu ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasalarda fon, arz ve talep edenleri yardımcı kuruluşlar bir araya getirir ve fonların el değiştirmesini sağlarlar.

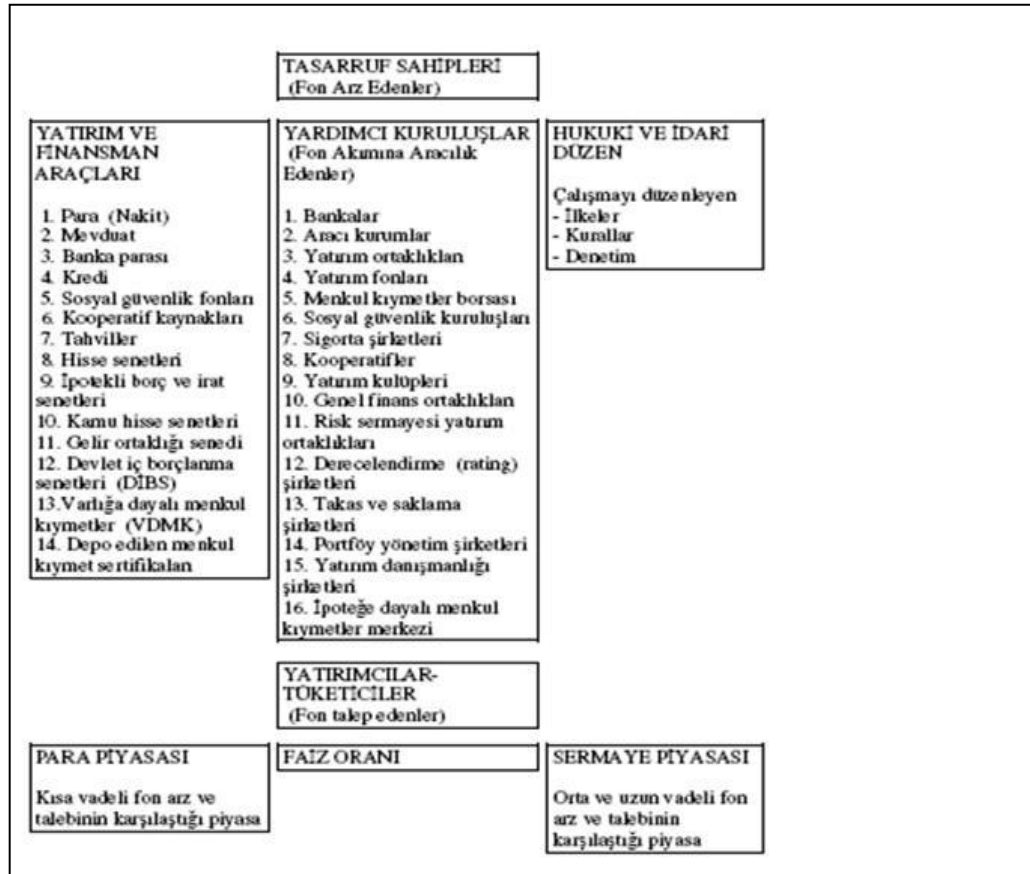
Fonların el değiştirmesi dolaylı ve doğrudan finansman olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir. Dolaylı finansmanda finansal kurumlar arz edilen fonlarla talepleri karşılarlar ve arz ile talep edenler arasında bir bağlantı bulunmaz. Doğrudan finansman ile fon aktarımı durumunda ise fon arz edenler fonların kime verileceğini tercih eder ve bilirler, fon transferinde bir finansal kurum aracılık görevi yapmaktadır. Bu finansal kurum tasarrufları kendi hesabına kabul ederek, karşılığında belli bir getiri vaat etmektedir.² (hisse senetleri, tahviller ve finansman bonoları)

¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.285.

² İlhan Uludağ - Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, İstanbul, Beta Yayınları, 1999, s.115.

Finansal piyasaların diğ er bir önemli unsuru ise, fon arzı ile fon talebi edenler ve aracı kurumlardan oluşan bu sistemin kontrolünü sağlayan, düzenleyici nitelikteki kamu kuruluşlarıdır. (Türkiye’de SPK-Sermaye Piyasası Kurulu, Amerika’da SEC-Security Exchange Comission v.b) Ayrıca finansal piyasaların işleyişini sağlayan aracı kuruluşlar, borsalar, takas saklama kurumları yanında, yatırımcıların doğru ve bu piyasanın işleyişinde çok önemli olan ‘zamanında bilgi’ alınmasına yardımcı olan bağımsız denetim şirketleri, derecelendirme kurumları ve teknolojinin gelişimiyle yatırımcıya kolaylık sağlayan ekonomi basını ve online bilgi hizmetleri bu piyasanın önemli unsurlarındandır.³

Tablo 1 : Finansal Sistem ve Araçları



Kaynak: İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu (İstanbul,2008),S. 2

Yukarıdaki Tablo 1.1’ de finansal sistemin işleyişindeki öğeler gösterilmektedir. Tasarruf sahiplerinin yatırımcı ve tüketicilere sunduğu fonlar, yatırım ve finansman araçları

³ Güven Sayılğan, **Finansal Piyasalar ve Finansman Teknikleri**, Ankara, Turhan Kitabevi Yayınları, 2004, s5.

ile birlikte, hukuki ve idari düzen çerçevesinde, para ve sermaye piyasası ana başlıkları altında bir araya gelmektedir.

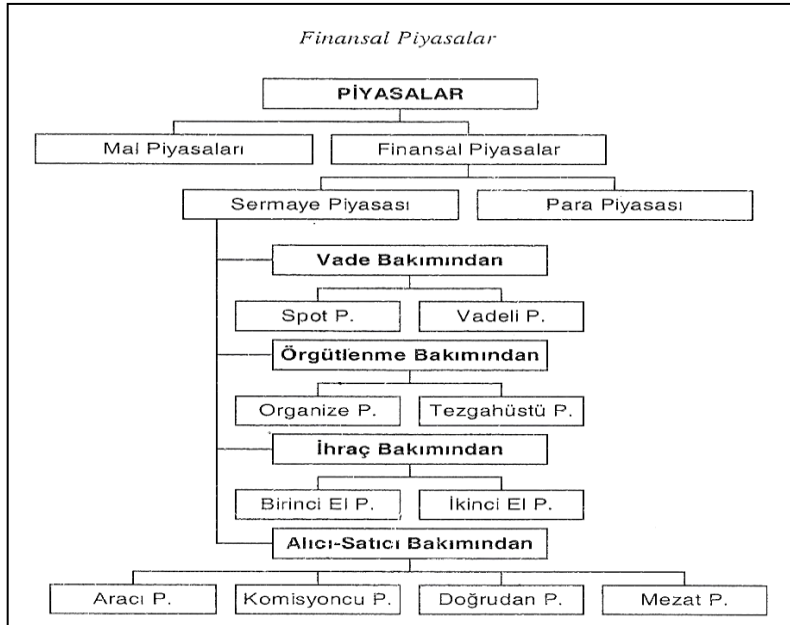
1.1.2 Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasaları fonların vadelerine, örgütlenme derecelerine, işlemlerine ve alıcı satıcı durumlarına göre dört başlık altında inceleyebiliriz

1.1.2.1 Vadeleri Bakımından Finansal Piyasalar

Finansal piyasaları para ve sermaye piyasaları olarak iki büyük başlığa ayırabiliriz. Bu ayırım finansal piyasaları vadeleri bakımından sınıflandırmaktadır. Günümüzde para piyasalarında da vadeli işlemler yapıldığından, para ve sermaye piyasaları arasında kesin bir ayırım yapılamasa da, genel olarak vadesi bir yıldan kısa olan finansal varlıkların işlem gördüğü piyasaya para piyasası, bir yıldan uzun vadeli finansal varlıkların işlem gördüğü piyasaya ise sermaye piyasası ismi verilmektedir.⁴ Sermaye piyasası doğrudan alıcı ile yatırım yapan şirket arasındaki ilişkiyken, para piyasalarında aracılık eden kurumlar bulunmaktadır.

Şekil 1: Piyasaların Sınıflandırılması



Kaynak: Güven Sayılğan: Finansal Piyasalar ve Finansman Teknikleri, (Ankara, 2004), S.4.

⁴ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, İstanbul, Literatür Yayınları, 2007, s25.

Para piyasalarında yapılan işlemler, ulusal veya uluslararası para birimleri ile yapılmasına göre ikiye ayrılmaktadır. Yurt dışı piyasalarında uluslararası para birimleriyle yapılan parasal işlemleri üçüncü bölümde forex piyasaları adı altında görebiliriz.

Para piyasalarının diğer bir incelenme yöntemi ise organize olma durumuna göre yapılmaktadır. Bankacılık sistemi örgütlenmiş para sistemini oluştururken, bu sistemin dışında kalan ve piyasaya fon aktaran diğer kişi ve kuruluşlar örgütlenmemiş para piyasasını oluşturmaktadır. Para piyasasının araçları olan bono, çek, euro-dolarlar ve poliçeler el değiştirirken arz ve talep sahipleri bir araya gelme zorunluluğunda bulunmamaktadırlar.⁵

Vadeleri bir yıldan daha uzun süren pay senedi, tahvil gibi menkul değerlerin alınıp satıldığı piyasalara ise sermaye piyasaları denilmektedir. Sermaye piyasasındaki en önemli arz sahipleri hükümetler, yatırım bankaları, devlet ve kamu işletmeleri ve sigorta şirketlerdir.⁶ Tasarruf sahibi olan taraf ile fon gereksinimi olan tarafların finansmanlarını sağlamaları sermaye piyasasını oluşturmaktadır. Fon ihtiyacı olan şirket veya kurumlar sermaye piyasası araçları ihraç ederek (tahvil, hisse senedi vb.) fon fazlası olan tarafın ise ihraç edilen araçları alması ile getiri hedeflemesi sermaye piyasası işleyişini sürekli kılmaktadır.

Sermaye piyasasının etkin bir şekilde işleyişini devam ettirebilmesi için piyasanın güven verici bir şekilde ve açıklık ilkesine uygun olarak çalışması gerekmektedir. Bu nedenle bu piyasaları denetleyici kurumlar oluşturulmuştur. İşlevlerini gerçekleştiren bir sermaye piyasası ile tasarrufların yatırım alanlarına aktarılması sağlanmış ve kaynak dağılımının optimalleştirilmesi sağlanmış olmaktadır.⁷

Para ve sermaye piyasaları olarak iki ana başlığa ayırdığımız finansal piyasaların sınıflandırılmasını, örgütlenme bakımından, ihraç bakımından ve alıcı-satıcı bakımından olmak üzere alt başlıklara ayırabiliriz.

1.1.2.2 Örgütlenme Durumuna Göre Finansal Piyasalar

⁵ Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, **Finans, Teori-Kurum-Uygulama**, Bursa. Ekin Kitabevi, 2001, s. 8.

⁶ İlker Parasız, **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2007, s.23.

⁷ Sayılğan, **Finansal Piyasalar ve Finansman Teknikleri**, s.8

Finansal Piyasaları organize ve tezgah üstü olarak inceleyebiliriz. Organize piyasaların belirli mekanları, üyelikleri bulunmakta bunun yanında yasalar ve kurallara göre işlemektedirler. Organize olmuş para piyasalarına örnek olarak bankaları, sermaye piyasalarına örnek olarak ise menkul kıymet borsalarını gösterebiliriz.⁸ (İstanbul'da İMKB, Amerika'da NYSE) Bu borsalarda hem spot hem de vadeli işlemler yapılabilmektedir. Organize piyasalar devamlı bir pazar oluşturdukları için yatırımcılara kolay likidite elde edilmesi sağlanmaktadır.

Tezgah üstü piyasalar ise organize olmayan belirli bir yapı altında toplanmamış piyasalardır.⁹ Para piyasalarına örnek olarak Forex işlemleri de bu piyasalarda yapılmaktadır. Organize olmamış sermaye piyasalarında ise menkul kıymetler borsa dışında el değiştirmektedirler.

1.1.2.3 İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar

Sermaye piyasaları işlemlerine göre birincil ve ikincil piyasalar olarak ayrılabilirler. Birincil piyasalarda ilk kez ihracı yapılmış menkul değerler el değiştirmektedirler. Menkul değerlerin ilk kez ihracı yapılırken dolaylı veya doğrudan finansman yöntemleri kullanılmaktadır. İkincil sermaye piyasası ise daha önceden birincil sermaye piyasasına ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. İkincil piyasada işlemler birincil piyasadan bağımsız olarak gerçekleşebilir, ancak ikincil piyasalarda işlem gören varlıkların performansı birincil piyasaları etkileyebilmektedir.

1.1.2.4 Alıcısı ve Satıcısı Bakımından Finansal Piyasalar

Alım satım işlemlerine göre finansal piyasaları dörde ayırabiliriz. Doğrudan arama piyasalarında alıcı ve satıcı birbirleri arasında anlaşılan fiyattan fonlarını el değiştirirler. Komisyoncu piyasalarda ücret karşılığında alıcı ve satıcıyı komisyoncu taraflar bir araya getirmektedir. Dealer piyasalarda ise aracılık yapan şirket veya kurumlar menkul kıymet stoğu oluşturarak işlemlerin yapılmasını sağlarlar. Mezat piyasalarda ise alış satış işlemleri komisyoncular aracılığı ile belli bir mekanda veya bilgisayar ortamında karşılaşmaktadır.

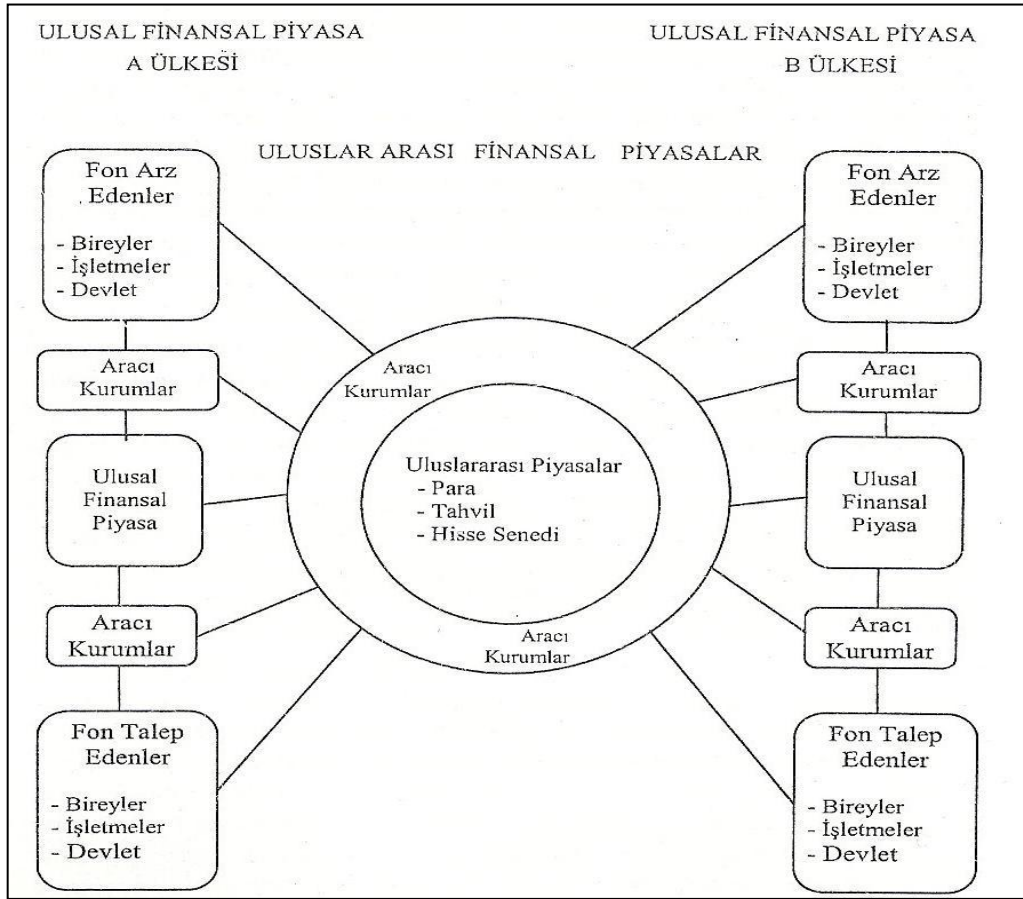
⁸ Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2000,s.1 .

⁹ TCMB **Terimler Sözlüğü**, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm(01.12.2009)

1.2 Uluslararası Finansal Piyasalar

Yukarıda incelenen finansal piyasalar ve özellikleri, işlemlerin yapıldığı bölgeye göre ulusal finansal piyasalar veya uluslararası finansal piyasalar olarak ayrılabilirler. Fon ve menkul kıymet değişiminin ulusal veya uluslararası olarak ayrılması, sermaye değişiminde taraf olanların özelliklerine göre değişmektedir. Fon arz ve talep edenlerin aynı ülkede olmaları durumunda işlem ulusal finansal piyasalara dahil olurken, tarafların farklı ülkelerde bulunmaları işlemlerin uluslararası nitelik kazanmasını sağlamaktadır.¹⁰

Şekil.2: Uluslararası Finansal Piyasalar



Kaynak: Semih Bükler, Rıza Aşikoğlu, Sevil Güven, **Finansal Yönetim**, Eskişehir, 1997, s549.

Ulusal finansal piyasalarda, fon talebinde bulunan yerli taraflarla aynı ülkede bulunan fon arz sahipleri bir araya gelmektedir. Ancak uluslararası olarak tabir edilen

¹⁰ Kürşat Yalçınar, **Uluslararası Finansman**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2008, s.4.

işlemlerde yine o ülkenin ulusal piyasalarında gerçekleştiğinden, gelişmiş ülkelerdeki ulusal piyasalar genellikle uluslararası finansal piyasa özelliklerini taşımaktadır. Ulusal ve uluslararası finansal piyasalar arasındaki etkileşimi Şekil II'de görmekteyiz.

Uluslararası finansal piyasalarda ülke içi işlemlere ek olarak aracı kurumlar ve finansal araçlar vasıtasıyla, ülke dışındaki diğer finans merkezleri ile işlemler yapılmaktadır. Sınır ötesi fon akımlarının gerçekleştiği piyasalarda döviz, hisse senedi, bono ve tahvil araçları kullanılmaktadır. Finansal piyasalar sisteminde bulunan aracı kurumlar, düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar uluslararası finansal piyasalar içinde geçerlidir. Piyasaların uluslararası bir boyut kazanmasında, fon sahiplerinin işlem yapmasına uygun bir alt yapı ve koşulların yaratılması, işlemcileri çekecek kolaylıkların bulunması, istikrarlı siyasi ekonomik bir yapı ve hükümet müdahalelerinin en düşük düzeyde olması mali piyasaları uluslararası finans merkezi haline dönüştürebilmektedir.¹¹

Yeni finansal ürünlerin artması, ekonomik istikrarsızlık ve gelişen teknoloji ile bilgilere hızlı ve güvenilir bir biçimde ulaşılması, 1970' ler den itibaren uluslararası finansal piyasaların hızlı bir gelişim içine girmesini sağlamıştır.¹² Ülkeler arasındaki finansal geçişlerle ilgili sınırlamaların azaltılması, her ülkeden piyasa katılımcısının diğer ülke piyasalarında işlem yapmalarını kolaylaştırmıştır. Bu gelişmelerden liberal düşüncenin uygulamaya geçilmiş olması da gözükmektedir. Uluslararası işlemlerdeki artışlar ülkeler arasındaki finansal etkileşimi de arttırmaktadır. Örneğin uluslararası sistem içindeki bir ülkenin mali piyasalarında gelişen sorun, alacak-borç ilişkisi olduğu diğer ülkeleri de etkileyebilmektedir.¹³

1.2.1 Uluslararası Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Uluslararası finansal piyasaları para, sermaye, türev, emtia ve kıymetli maden piyasaları olarak dört ana başlığa ayırabiliriz. Sermaye piyasaları (orta-uzun vadeli) altında bono ve tahvil piyasaları , hisse senedi piyasaları para piyasalarını (kısa vadeli) ise döviz piyasaları, ve bankacılık olarak ayırabiliriz.

1.2.1.1 Uluslararası Para Piyasaları

¹¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, s.289

¹² Hatice Doğanlı, **Uluslararası Finans**, Adana, Karahan Kitabevi, 2008, s.285.

¹³ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İ.M.K.B., Ankara, 2002, s.2

Para piyasalarında kısa vadeli fon arz ve talepleri karşılanması yanında, döviz piyasalarında yapılan forward veya futures, opsiyon işlemleriyle geleceğe yönelik riskten kaçınma da sağlanmaktadır. Piyasalarda bankalar, büyük şirketler, merkez bankaları ve hazine, spekülörler ve arbitrajcular önemli kurum ve kişileri oluşturmaktadırlar.

1.2.1.1.1 Bankacılık

Bankaların yabancı piyasa işlemlerini yapmaya başlamalarından sonra uluslararası bankacılık işlemleri hızla gelişmeye başlamıştır. Gelişen bankacılık işlemlerinde yerel piyasalar ve euro piyasalar önemli yer tutmaktadır. Kısa süreli fon gereksiniminde olan bir işletme, kaynaklarının yetersiz olması durumunda dış kaynaklara baş vurur, dış kaynaklar ise yerel piyasalar ve euro piyasalar olarak ayrılabilir. ¹⁴ Yerel piyasalar ticari banka kredileri ve finansman bonolarını kapsar. Euro-para piyasaları euro-para mevduat veya kredileriyle işlem yapan aracılık görevindeki euro-bankalar tarafından oluşturulmuş piyasalardır. ¹⁵ Euro-para bir ülke parasının, ülke dışında işlem gördüğü piyasalardır. Euro-para piyasalarının öncülüğünü 1960'lar da faiz farkı nedeniyle ABD'den Avrupa'ya akan dolar fonları yapmaktadır. Uluslararası bankacılığın gelişimi off-shore ve onn-shore tanımlarını doğurmuştur. On-shore sistemi ulusal bir para biriminin kendi ülkesi içerisinde oluşturduğu mevduatın tanımlanırken, ülke sınırları dışında hesap oluşturması durumu off-shore olarak adlandırılmaktadır. Vergi ve faiz avantajı gibi olanaklar sağlanması nedeniyle offshore bankacılık tercih edilebilmektedir.

Euro-para işlemlerindeki artışla birlikte NewYork, Londra gibi euro-merkezler ortaya çıkmıştır. Bankalar arası piyasalardan borçlanırken veya bu piyasalara fon aktarırken her iki piyasada geçerli olan LIBOR, NIBOR faiz oranları kullanılmaktadır. ¹⁶

1.2.1.1.2 Döviz Piyasaları

Uluslararası piyasalarda ekonomik işlemleri gerçekleştirmek için kullanılan, para, çek, poliçe vb. her türlü yabancı ödeme aracına döviz (foreign exchange) denilmektedir. Döviz tanımlamalarında efektif ve döviz olmak üzere iki ayrım yapılabilir. Nakit şeklindeki eldeki paraya efektif, nakde dönüştürülebilir bir araç şeklinde olanlara ise (banka havalesi,

¹⁴ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, s.291

¹⁵ İlker Parasız, **Uluslararası Finans**, Bursa, Ezgi Kitapevi, 2000, s.585

¹⁶ İlker Parasız, **Uluslararası Finans**, s.591

döviz poliçesi, ödeme emri vb.) döviz adı verilmektedir.¹⁷ Döviz işlemleri, efektif işlemlere göre piyasada daha büyük yer kaplar. Döviz alım satımının yapıldığı ve para birimlerinin diğer para birimlerine dönüştüğü piyasalar ise döviz piyasalarıdır.(foreign exchange markets)

Tüm ülkelerin aynı para birimini kullanmamaları ve ülkelerin kullandığı farklı para birimleri ile dünya ticaretinde bir araya gelmesi döviz piyasalarını oluşturur. Döviz ticaretinin büyük bir bölümü Londra, New York, Frankfurt, Tokyo gibi finansal merkezlerde büyük ticaret bankalarının döviz mevduat hesaplarını değiştirmeleri ile gerçekleşmektedir.¹⁸ Döviz işlemlerinin yapıldığı piyasaları interbank (toptan) ve perakende piyasalar olarak ayırabiliriz. İnterbank piyasalarında bankalar arası bir sistemde yüksek miktarda işlemler gerçekleşirken, perakende piyasalar da daha küçük miktarda işlemler yapılmaktadır.

Tablo 2: Bazı Ülkelerin Para Birimleri ve Sembolleri

Ülkeler	Para Birimleri	Semboller
ABD	Dolar	\$
Avrupa Birliği	Euro	€
Brezilya	Real	R
Çin	Yuan	Y
Hindistan	Rupee	Rs
İngiltere	Pound	£
İran	Rial	Ris
Japonya	Yen	¥
Kanada	Dolar	\$
Kore	Won	W
Kuveyt	Dinar	KD
Meksika	Peso	Mex\$
Norveç	Krone	NK
Rusya	Ruble	Rb
Vietnam	Dong	D

Kaynak: <http://www.xe.com/symbols.php> (14.08.2010)

Döviz piyasalarında işlem gerçekleşirken, farklı ülke paralarının birbirleri karşısındaki fiyat değeri ise döviz kurunu oluşturmaktadır. Döviz kurları çok uluslu şirketlerin başarılı veya başarısız olmalarında önemli bir rol oynar. Şirketler global pazarlarda sürekli kur riski ile karşılaşabilirler bu nedenle çok uluslu şirketler döviz kurlarındaki değişimlerinden meydana gelebilecek riskleri tahmin etmeli ve mali politikalarını buna göre

¹⁷ Kürşat Yalçınar, **Uluslararası Finansman**, s.120

¹⁸ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, İstanbul, Literatür Yayınları, 2007, s.61.

yapılandırılmalıdır.¹⁹ Döviz piyasalarının temel fonksiyonları arasında; Satın alma gücünün bir ulusal paradan diğer bir ulusal paraya transfer edilmesi, dış ticaretle uğraşan kişi veya kuruluşlara finansman sağlanması, finansal araçlar kullanılarak döviz kuru riskinin azaltılması bulunmaktadır.²⁰

Döviz piyasalarında yapılan işlemler spot işlemler, vadeli işlemler ve swap işlemleri olarak üç ana grup da toplanmaktadır.

Spot işlemler dövizin alış-satış anlaşmasının yapıldığı anda gerçekleşen işlemlerdir. İşlemin gerçekleşmesi sırasında uygulanan kur spot kur olarak adlandırılır. Vadeli işlemler belirli bir paranın bugünden kararlaştırılan bir fiyat ile ileriki bir tarihte alım veya satımı için yapılan anlaşmalardır. Vadeli işlemlerin ana amacı yatırımcıların riskten kaçınmalarını sağlamaktır. Vadeli işlemleri forward, futers, opsiyon işlemleri olarak alt başlıklara ayırabiliriz. Vadeli işlemler genel olarak forward olarak adlandırılır. Forward işlemler organize olmayan piyasalarda gerçekleşirken, futers işlemler organize borsalarda gerçekleşmektedir. Döviz opsiyonu ise vadeli işlem özelliklerini taşıyan, geleceğe yönelik işlem yapma fırsatı veren diğer bir risk kontrol aracıdır. Diğer bir döviz işlem türü olan döviz swapları ise dövizin piyasalarda aynı anda, iki farklı tarih için hem alınması hemde satılması olayıdır. En sık kullanılan swap işlemi spot/vadeli şeklinde yapılan işlemlerdir. Spot olarak o anki fiyat ile bankaya satılan döviz karşılığında ileriki bir tarihte döviz alınarak yatırımcı kendini kur riskine karşı korumuş olur.

Döviz piyasalarındaki diğer bir işlem türü ise arbitrajdır. Belirli bir zamandaki döviz fiyatlarının farklı piyasalarda alınıp satılması (ucuz olan piyasadan alınıp pahalı piyasada satmak, pahalı piyasada satılıp ucuz piyasadan almak) işlemidir.

Tüm bu farklı uygulamalar ile birlikte döviz piyasaları dünyadaki en aktif piyasaları oluşturmaktadır.²¹ Yapılan son araştırmalarda piyasadaki işlem hacimlerinde sürekli artış olduğu görülmektedir. Özellikle son yapılan BIS (Bank for International Settlements) 2007 araştırmasında işlem hacimlerinde 2004 yılına oranla benzeri görülmemiş bir artış olmuştur. Nisan 2007'de toplam işlem hacmi 3.210 milyar dolar olarak hesaplanırken 2004 yılında bu

¹⁹ Kirt C. Butler: **Multinational Finance**, Ohio, South Western Publishing, 1997,p., 53

²⁰ Tamer İşgüden, Müfit Akyüz, **Uluslararası İktisat**, İstanbul, Evrim Yayınevi,1990 ,s. 71.

²¹ Maurice D. Levi, **International Finance**, McGraw-Hill, Singapore, 1996, p.31

oran 1.900 milyar dolardır. Bu verilerden uluslararası ticaret ve sermaye akışlarının, 2001 yılındaki kriz ortamı haricinde (Tablo:3) artarak devam ettiğini görmekteyiz.

Tablo 3: Uluslararası Döviz Piyasalarında İşlem Miktarları

Daily averages in April, in billions of US dollars

Uluslararası Döviz Piyasalarında İşlem Miktarları (milyar dolar)						
Döviz İşlem Türü	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Spot İşlemler	394	494	568	387	631	1.05
Forward İşlemler	58	97	128	131	209	362
Döviz Swapları	324	546	734	656	954	1.714
Kayıt Eksikleri	44	53	60	26	106	129
Toplam İşlem Hacmi	820	1.190	1.490	1.200	1.900	3.210

Kaynak: Bis Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity December 2007 p.4

Tablo 3' de gösterilen son araştırma sonuçlarına göre swap işlemleri 1714 milyar dolar ile döviz piyasalarında en geniş yeri kaplamaktadır, spot işlemler ise ikinci sıradadır. Bu derece büyük işlem hacimlerinin gerçekleşmesinde, forex piyasalarının online network sistemleri ile sağladığı bilgisel ve operasyonel etkinlik önemli rol oynamaktadır.

1.2.1.2 Uluslararası Sermaye Piyasaları

Uluslararası sermaye piyasalarının işleyişi para piyasaları ile benzer özelliktedir. Sermaye piyasasında işletme veya kamu kurumları yardımcı kuruluşlar aracılığı ve bono-tahvil, hisse senedi gibi araçlarla finansman yaratmaktadırlar. Sermaye piyasasında kullanılan araçlar ile daha uzun vadeli kaynaklar elde edilir.

1.2.1.2.1 Hisse Senedi Piyasaları

Anonim ortaklıklar tarafından çıkartılan ve belirli bir ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak hazırlanmış kıymetli evraklara hisse senedi denilmektedir. Şirket sermayesinin belirli bir kısmına ortaklık hakkı bulunan hisse senedi sahipleri, şirket payından kar alma hakkı, şirket yönetimine katılma hakkı, oy kullanma hakkı, rüçhan hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı, şirketin faaliyetleriyle ilgili bilgi edinme hakkı gibi haklara sahiplerdir.²² Finansal serbestleşme ve küreselleşme sayesinde şirketler uluslararası piyasalar aracılığıyla finansman sağlamaya başlamışlardır. Ulusal piyasalardaki düşük işlem hacimlerinden sıyrılan firmalar, uluslararası piyasalara hisse senedi ihraç ederek ulusal piyasalardan sağlayamayacakları büyüklükte fon elde edebilmekte ve senetleri likiditesini arttırmaktadırlar.²³

Uluslararası hisse senetlerinin gelişiminde firmaların ek kaynak sağlama isteği yanında, tasarruf sahiplerinin de yabancı hisse senetlerinden yüksek getiri beklentileri ve yatırımlarını çeşitlendirme istekleri etkili olmuştur. Firmalar uluslararası piyasalara hisse senedi ihraçlarını, yeni çıkardıkları hisse senetleriyle yabancı borsalara kaydederek veya çifte kayıt (yerli ve yabancı piyasalara) yöntemiyle yapmaktadırlar.

En çok uluslararası işlem yapılan hisse senedi piyasaları Nasdaq, NYSE, Tokyo borsası ve LSE gibi likiditesi yüksek piyasalardır ve bu piyasalara ihraç edilen hisse senetleri genellikle ihraç yapılan ülkenin para biriminde çıkarılmaktadır. Uluslararası hisse senedi piyasalarının gelişiminde diğer önemli bir etken ise uluslararası kurumsal yatırımcıların, yatırım fonlarının ve ülke fonlarının, hisse senetlerinin taşıdığı hakları temsil eden depo edilebilir menkul kıymet sertifikalarının (ADR, IDR vb) kullanımınıdır.²⁴ ADR'ler aracılığı ile yapılan yabancı hisse senedi yatırımları çeşitli kolaylıklar sağlamış ve ABD hisse senedi piyasalarının gelişmesinde de etkili olmuştur. Depo sertifikaları sayesinde, işlem gören hisse senetleri yatırımcılara daha kolay ulaşabilmekte ve hisse senedine oranla likiditesi yüksek olmaktadır.

²² Sudi Apak, **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995, s.29

²³ Kürşat Yalçınar, '**Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB'de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı**' Atatürk Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Eylül 2005. s.396

²⁴ Hatice Doğanlı, **Uluslararası Finans**, s.292

Tablo:4 Çeşitli Borsalardaki Ulusal ve Yabancı Firma Sayıları (2008)

Menkul Kıymet Borsaları	Yerli	Yabancı	Toplam
Nasdaq	2.608	337	2.945
NYSE	2.593	421	3.014
TSX Group	3.659	79	3.783
Australian Se	1,928	84	2,012
Bombay Se	4.928	0	4.928
Hong Kong	1.249	10	1.259
Korea	1,788	3	1,791
Taiwan	712	4	716
Tokyo	2,731	21	2,392
London	2,448	689	3,137
İstanbul Se	318	0	318
BME Spanish	3,534	40	3,547
Swiss Exchange	253	71	324
Lüksemburg	33	230	263

Kaynak:World Federations of Exchanges (WFE) 2008

Tablo 4’de borsalarda işlem gören yabancı hisse senetlerini görmekteyiz. ABD ve Londra piyasalarına baktığımızda yabancı şirket sayılarının çokluğu dikkat çekmektedir. Luxemburg borsasında ise yabancı şirketlerin yerlilere oran %87 ile en yüksek değeri vermektedir. Tokyo ve Kore gibi piyasalarda ise yüksek yerli firma sayısına oranla düşük yabancı hisse senedi rakamları uluslararası açıdan likiditenin düşük olduğunu göstermektedir.

1.2.1.2.2 Tahvil Piyasaları

Kamu kuruluşlarının, hükümetlerin ve anonim şirketlerin ödünç para bulma amacı ile itibari kıymetleri eşit ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri tahvilleri oluşturmaktadır.²⁵ Tahviller, şirketler için geçici fon ihtiyaçlarını karşılamakta ve hisse senedi ihracında olduğu gibi sermaye arttırmadan kaynak yarattıkları için avantaj sağlarken, riski sevmeyen yatırımcılar içinde genellikle düzenli bir ödeme sağladığı için finansal piyasalarda

²⁵ TTK. Md. 420

tercih edilmektedir. Uzun vadeli yatırım aracı olarak tanımlanan tahviller ülkemizde genellikle 2-7 yıl arasında işlem görmektedir.²⁶

Uluslararası tahvil piyasaları, finansal sistemlerin liberalleşmesi ile birlikte esnek hükümet uygulamaları ve vergi indirimlerinin de sağlandığı yeni düzenlemelerle işlem hacimlerinde artış göstermiştir. Tahvil piyasalarında, yabancı ihraççıların tahvilini piyasaya çıkarttığı diğer bir ülkenin para birimi ile yabancı piyasalara sunduğu yabancı tahvil ve tahvil ihracı yapan ülkenin kendi para birimi dışındaki bir döviz cinsinden ve uluslararası bir konsorsiyum aracılığı ile bir banka ve/veya sendikasyon tarafından birden çok ülkede eş zamanlı olarak ihraç edilen, genellikle hamiline kayıtlı euro tahvil araçları kullanılmaktadır.²⁷

Uluslararası tahvil piyasalarında tahvil ihraç eden yani borçlanan şirketler kendi ülkesi dışında tahvillerini satışa çıkarttığı için, tahvilini ihraç ettiği ülkedeki yabancı paralarla daha düşük maliyetle ve ihtiyacı olduğu para biriminde finansman sağlamış olur.

Tablo 5: Gelişmekte olan ülkelerde tahvil ihraçlarının döviz dağılımı.

Yüzdesel Pay dağılımı

Currency					
U.S Dollar	76.9	71.1	69.4	71.8	65.2
Euro	21.0	24.6	21.8	19.7	19.8
British Pound	0.8	2.1	1.0	0.9	3.2
Brazilian Real	0.0	0.3	1.7	1.2	2.2
Japanese Yen	0.8	0.9	1.9	1.5	1.6
Peruvian Nueve Sol	0.0	0.0	0.2	0.0	1.1
Russian Ruble	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1
Memorandum Items					
Advanced- Country Currencies	99.6	98.9	95.6	94.3	91.2
Developing Country Currencies	0.4	1.1	4.4	5.7	8.8

Kaynak: World Bank- Global Development Finance 2008

Bunun yanında şirketler uluslararası piyasalara tahvil ihracı yaparak yurt dışında tanınma ve yurtçine oranla daha likit piyasalarda işlem yapabilme imkanı elde ederler. Yabancı tahvil ve euro tahviller arasında benzer ve farklı özellikler bulunmaktadır. Yabancı tahvil piyasasında yasal düzenlemeler daha etkinken, euro tahvil piyasası yabancı tahvile oranla daha çok gelişmiştir. Yabancı tahvillerin ihracı, çıkartıldığı ülkenin yasal

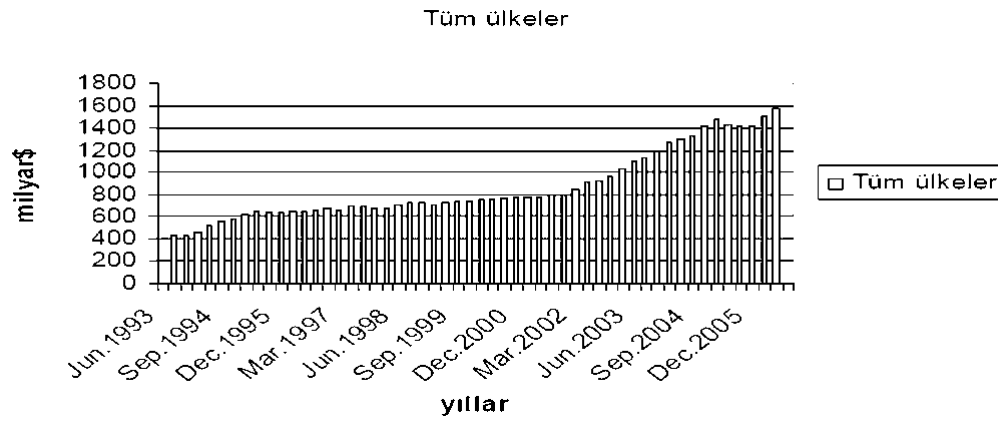
²⁶ <http://www.imkb.gov.tr/>

²⁷ <http://borsa.terimleri.com/> (15.03.2010)

düzenlemelerine uygun olarak gerçekleşir. Tahviller ihracı gerçekleştirildikten sonra ikincil piyasalarda işlem görmeye başlar ve likidite kazanırlar. Yabancı tahviller çıkarıldığı ülkelere göre isim alabilirler. Örneğin, ABD piyasasında, “Yankee”, İngiliz piyasasında, “Buldog”, İspanya da ise “Matador” adı verildiği gibi.

Euro tahviller ise yabancı tahvillerden bazı farklılıklar göstermektedirler. Tahvilin ihraç edildiği ülke dışındaki bir para birimiyle ihraç yapıldığını ifade eden euro tahvillerin taşıyana kayıtlı bir biçimde olması, ulusal yasal düzenlemelerin dışında olmaları, ulusal faiz sınırına tabi olmamaları ve faiz gelirlerinden vergi alınmaması, borsalara kayıt zorunluluğunun bulunmaması gibi özellikleri euro tahvil piyasalarının tahvil piyasaları arasında en gelişmiş ve yaygın olmasını sağlamıştır.²⁸ Eurodolar piyasalarının 1950’lerden sonra gelişmesinin ardından uzun vadeli finansal varlık olan euro tahviller ilk kez 1963 yılında ihraç edilmiştir.

Grafik 1: Yıllara göre Euro Tahvil İhraçlarının Nominal Miktarı (2006)



Kaynak: BIS (Bank for International Settlements) 2007

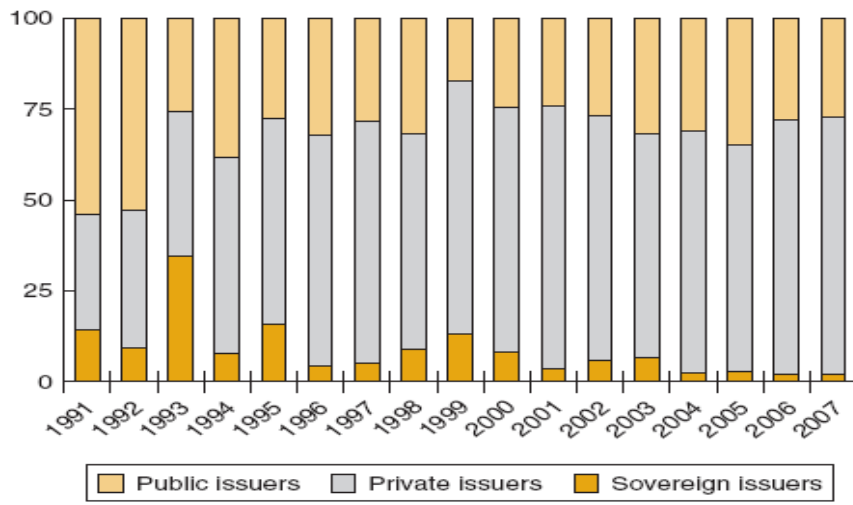
Şekil 3’ de görüldüğü gibi yabancı piyasalara euro tahvil ihraçları artarak devam etmektedir. Günümüze kadar uluslararası borçlanmanın en önemli kaynaklarından biri olan euro tahvillerin gelişmesinde, Amerika Birleşik Devletleri’ndeki mali kontroller ve vergi

²⁸ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, s.333

yasama düzenlemeleri, dünyadaki yüksek vergi oranları ve kambiyo kontrolleri önemli rol oynamıştır.²⁹

Uluslararası piyasalara tahvil ihracı yapan kurumların başında ise merkezi hükümetler, kamu iktisadi kuruluşları, belediyeler, uluslararası kalkınma bankaları, büyük yerel firmalar ve çok uluslu şirketler gelmektedir. Grafik 2’ de ise sınır ötesi borç taahhütlerinin payı gösterilmektedir.

Grafik 2: 1991-2007 Borç taahhütleri dağılım oranı.



Kaynak: World Bank- Global Development Finance 2008

Yabancı tahvil ve euro tahvillerin ihracı benzer yöntemler ile yapılır. Yabancı tahvil ihraç ederken, ihraç yapılan ülkede oluşturulmuş kredi sendikasyonu ihracı yapılan tahvilleri, tam veya kısmi yüklenim, öncü yönetim ve tahvil satışı yöntemiyle piyasaya pazarlarlar.

Tahvil ihraç eden kurumların, yatırımcıların bir güvenilirlik göstergesi olarak başvurduğu kredi derecelendirmesini ise bazı kuruluşlar yürütmektedir.

²⁹ Hatice Işın Dizdarlar, **Uluslararası Finansal Piyasalarda Euro Tahvillerin Risk Pirimini Belirleyen Faktörlerin Üzerine Bir Araştırma**, İktisadi Araştırma Vakfı, İstanbul, 2007, s.108

Tablo 6: Derecelendirme kuruluşları ve notlarının anlamları

	Rating Service		
	Fitch	Moody's	Standard&Poor's
Highest quality "gilt edged"	AAA	Aaa	AAA
High quality	AA	Aa	AA
Upper medium grade	A	A	A
Medium grade	BBB	Baa	BBB
Predominantly speculative	BB	Ba	BB
Speculative low grade	B	B	B
Poor to default	CCC	Caa	CCC
Highest Speculation	CC	Ca	CC
Lowest quality, no interest	C	C	C
In default, in arrears questionable value	DDD DD D		DDD DD D

Kaynak: Barron's (<http://online.barrons.com/data-2010>)

Fitch, Moody's, S&P gibi derecelendirme kurumları tahvil ihraçısının performansını izleyerek verdikleri notlarla tahvilleri risk sınıflarına ayırmaktadırlar.

1.2.1.3 Türev (Vadeli) Piyasalar

Türev ürünler, değerleri temel finansal varlıklara bağlı ya da o varlıklardan türetilmiş olan finansal araçlardır. Bu bağlamda türev ürünün değeri, bağlı olduğu temel finansal varlığın fiyatı değiştiği zaman değişiklik gösterir.³⁰

Türev ürünler çeşitli amaçlarla kullanılmaktadır. Örneğin, spekülörler gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin ederek kazançlarını arttırmayı hedeflerken arbitrajörler karşılaştırmalı olarak farklı fiyatlanmış olan türevlerden avantaj sağlamak için kullanır. Bunun yanında hedgerlar türev ürünleri fiyat değişikliklerinden en az düzeyde etkilenmek ve kendilerini garantiye almak için kullanırlar. Türevlerin kullanılmasını kaçınılmaz kılan en belirgin amaç, şirketlerin, hükümetlerin ve büyük sermaye miktarlarının başarılı yönetilmesi gerekliliğidir. Bunlar arasında fiyat riski yönetimi, düşük faiz harcamaları, varlıkların yapısını

³⁰ David A.Dubofsky, Thomas W. Miller, Jr. **Derivatives**, Oxford University Press, New York, 2003, s. 3

değiştirmek, borç, gelir ve maliyet yönetimi, vergi düşürülmesi, ticari işlemleri zorlaştıran düzenlemeleri engellemeyi ve fiyat farklılıklarında arbitraj yapmak gibi amaçları sayabiliriz.³¹

Türev piyasaların Batıda erken dönemlerde geliştiğini görmekteyiz. İlk futures piyasasının kuruluşu 1848 yılında Amerika’da kurulan ve günümüzde de dünyanın en büyük futures piyasası olan Chicago Board of Trade (CBT)’e kadar dayanmaktadır.³² Aşağıdaki tablo 7’ de günümüzdeki ilk 10 sıradaki yüksek hacimli türev borsalarını görebiliriz.

Tablo 7: Top Derivatives Exchanges Worldwide

Rank	Exchange	Jan-Dec 2008	Jan-Dec 2007	% Change
1	CME Group (includes CBOT and Nymex) *	3,277,645,351	3,158,383,678	3.8%
2	Eurex (includes ISE) *	3,172,704,773	2,704,209,603	17.3%
3	Korea Exchange	2,865,482,319	2,777,416,098	3.2%
4	NYSE Euronext (includes all EU and US markets) *	1,675,791,242	1,525,247,465	9.9%
5	Chicago Board Options Exchange (includes CFE) *	1,194,516,467	945,608,754	26.3%
6	BM&F Bovespa *	741,889,113	794,053,775	-6.6%
7	Nasdaq OMX Group (includes all EU and US markets) *	722,107,905	551,409,855	31.0%
8	National Stock Exchange of India	590,151,288	379,874,850	55.4%
9	JSE South Africa	513,584,004	329,642,403	55.8%
10	Dalian Commodity Exchange	313,217,957	185,614,913	68.7%

Kaynak: www.futureindustry.org (26/12/2009)

Türev piyasalarda yapılan işlemler forward, futures, options ve swap olarak ayrılmaktadır. Türev ürünlerin bir örneği olan forward işlemler, belirli bir fiyat için ve belirli bir gelecek tarihte söz konusu herhangi bir malın satım veya alımının yapıldığı sözleşmelerdir. Bu yönüyle spot anlaşmalardan farklılık gösterirler. Finansal kurumlar veya finansal kurumlara bağlı brokerlar tarafından yapılan forward işlemler, genellikle organize olmayan piyasalarda yürütölmektedir. Forward işlemlerde takas garantisi bulunmadığı için, anlaşma yapan bir tarafın sözleşme yükümlölüğünü yerine getirememesi durumu diğer taraf için risk doğurmaktadır. Forward işlemlerde ileri bir tarihte ve belirli bir fiyatta varlık satın almayı

³¹ David A.Dubofsky, Thomas W. Miller, Jr **Derivatives**, s.3.

³² Ümit Erol, **Vadeli İşlem Piyasaları**, İ.M.K.B yayınları, İstanbul, 1999 , S.1

kabul eden taraf 'long position' ve aynı tarihte aynı fiyata o varlığı satan kısım ise 'short position' u oluşturur.³³

Forward piyasaların bir standarta ulaşamaması ve güvenlik açıkları futures piyasaların gelişmesine neden olmuştur. Futures piyasaları organize olmuş piyasalardır ve belirli bir yerde kurulu bulunan merkezi borsalarda işlem görürler. Alım-satım işlemlerinin futures borsalarında yapılması güvenilirliği arttırmakta ve borsa garantisi altına sokmaktadır. Düzenli borsalarda işlem gören futures anlaşmalarının karşı tarafı takas odasıdır. Takas odaları kamu denetimi altında bulunmakta ve futures sözleşmelerinin borsa müşterilerine karşı sorumluluklarını yerine getirmekle görevlidirler. Böylece aynı borsada gerçekleştirilen tüm gelecek sözleşmelerinin riskleri takas odasının güvencesi ile standartlaştırılmış olmaktadır.³⁴

Forward ve future'lar arasındaki farklar ticaret yapanlar için farklı işlevler yürüttüklerini göstermektedir. Forward kontratlar hususi ihtiyaçları karşılamak için özel olarak düzenlenebilir. Fakat, genel görüş; forward kontratların yeniden müzakeresi ya da üçüncü şahıslarla takasının maliyetli olduğu yönündedir. Future kontratlar kolay ticaret için tasarlanmıştır fakat varlıkların ulaştırılması, alınması ya da yapılmasını amaçlayan özel ihtiyaçlar için uyarlanmamıştır. Foreign Exchange gibi bazı varlıklar, yeterince homojen ve likit olduğundan forward ve future kontratları arasındaki ayrım önemsenmeyecek bir ekonomik sonuç olabilir. Tarımsal mallar gibi diğer varlıklarda ise, bu fark daha önemlidir çünkü varlık bir ya da ilgili birkaç boyutta heterojen olabilir.³⁵

Futures kontratları; hisse senedi endeksleri, kısa ve uzun dönem faizler, tarımsal mal ve madenler ile döviz futures sözleşmeleri olarak 4 ana grupta toplanmaktadır. Özellikle Bretton Woods sisteminin sona ermesinden sonra, esnek kur sisteminin uygulanmasıyla türev araçlarının kullanımı ve gelişimi artmıştır. Tablo 8' de 2007-2008 yıllarında türev piyasalarda işlemleri yapılan kategorilerin dağılımı izlenebilir. Buna göre hisse senedi kontratları üzerine yapılan anlaşmalar en büyük yeri tutmaktadır.

³³ Hemendra Aran, Alpesh B. Patel, **Global Financial Markets Revolution**, Palgrave Macmillan, NewYork, 2006, s.8

³⁴ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, s.184

³⁵ Roy.E.Bailey, **The Economics of Financial Markets**, Cambridge University Press, New York, 2005, s 342.

Tablo 8: Türev Piyasaların kategorilerine göre dağılımı ve 2007-2008 yılları oran değişimi.

Category	Jan-Dec 2008	Jan-Dec 2007	% Change
Equity Index	6, 488,620,434	5,499,833,555	18.0%
Individual Equity	5,511,194,380	4,400,437,854	25.2%
Interest Rates	3,204,838,617	3,745,176,350	-14.4%
Agricultural	888,828,194	640,683,907	38.7%
Energy	580,404,789	496,770,566	16.8%
Currency	577,156,982	459,752,816	25.5%
Precious Metals	180,370,064	150,976,113	19.5%
Non-Precious Metals	175,788,341	106,859,969	64.5%
Other	45,501,810	26,140,974	74.1%
Total	17,652,703,621	15,526,632,104	13.7%

Kaynak: www.futureindustry.org 26/12/2009

Finansal piyasalarda 3. Bölümde incelenecek olan spot kura dayalı forex piyasaları kadar, geleceğe dönük döviz kurları da önem taşımaktadır. Finansal varlıklar arasında en büyük artışı gösteren döviz futures piyasalarını, kısa dönemli dalgalanmalar ve dalgalanmanın yarattığı kur riskine karşı korunma ihtiyacı ortaya çıkartmıştır.

Bir future piyasasında mali işler sorumlusu future döviz kontratını sabit döviz miktarı ve sabit bir teslimat tarihiyle alıp satabilir ve bu future kontratın future piyasalarında ticareti yapılabilir. Döviz futures piyasaları gelecekteki bir tarih için sabit bir fiyata, bir döviz paketinin teslimat için standart bir kontrat sunmaktadır.³⁶ Uzun ve kısa pozisyon alınarak yapılan korunma amaçlı döviz vadeli işlemlerinde, yapılacak sözleşme sayısı ileride oluşacak varlığın değerinin sözleşme büyüklüğüne bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu işlem sayesinde, ileride döviz kurunun istenilmeyen yöne doğru gitmesi durumunda, diğer para birimindeki değer kayıpları, vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen karlarla kapatılacaktır.³⁷ Faiz oranı futures sözleşmeleri ise döviz gelecek sözleşmelerinden sonra ortaya çıkmıştır ve daha hızlı bir gelişme göstererek işlem hacimleri bakımından da döviz işlemlerini geçmiştir. Dünyadaki faiz oranı opsiyon borsalarında gerçekleştirilen sözleşmeler, temel özellikleri bakımından üç ay vadeli mevduat faizlerine ve kısa vadeli olarakta europara faizlerine dayanmaktadır. Aşağıdaki tablo 9’da bazı para birimlerinin dolar karşısındaki spot ve vadeli değerlerinden görebileceğimiz gibi, vadeli piyasalarda belirli zamanlar ve sabit fiyat oluşumları ile işlem olanağı sağlanmaktadır.

³⁶ Thomas W. McRae, **International Business Finance**, John Wiley & Sons, Inc, New York, 1996, s 21

³⁷ İMKB Vadeli İşlemler Piyasası, **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İMKB yayınları, 2002, s.28

Tablo 9: Çeşitli para birimlerinin spot ve forward olarak dolar karşılığı değerleri.

Dec 21		Closing mid-point	Change on day	Bid/offer spread	Day's mid		One month		Three month		One year	
					High	Low	Rate	%PA	Rate	%PA	Rate	%PA
Europe												
Czech Rep.	(Koruna)	18.3821	-0.0746	697-945	18.4250	18.2800	18.3914	-0.6	18.4202	-0.8	18.4816	-0.5
Denmark	(Danish Krone)	5.1984	-0.0139	977-990	5.2109	5.1776	5.2002	-0.4	5.2040	-0.4	5.2257	-0.5
Hungary	(Forint)	191.851	-2.3776	225-793	193.510	190.750	192.815	-6.0	194.306	-5.1	199.726	-3.9
Norway	(Nor. Krone)	5.8528	-0.0124	508-548	5.8752	5.8130	5.8612	-1.7	5.8762	-1.6	5.9613	-1.8
Poland	(Zloty)	2.9284	-0.0187	273-294	2.9359	2.9124	2.9347	-2.6	2.9462	-2.4	2.9989	-2.4
Russia	(Rouble)	30.5041	-0.1756	015-067	30.6859	30.4485	30.6231	-4.7	30.9591	-5.9	32.3006	-5.6
Sweden	(Krona)	7.2705	-0.0256	677-732	7.3080	7.2258	7.2689	0.3	7.2667	0.2	7.2599	0.1
Switzerland	(Fr)	1.0440	-0.0031	437-442	1.0482	1.0388	1.0437	0.3	1.0433	0.3	1.0393	0.5
Turkey	(New Lira)	1.5242	0.0013	239-245	1.5256	1.5204	1.5325	-6.5	1.5485	-6.3	1.6399	-7.1
UK	(£)	1.6071	-0.0011	068-073	1.6164	1.6057	1.6067	0.2	1.6061	0.2	1.6033	0.2
Euro	(Euro)	1.4315	0.0038	313-316	1.4372	1.4281	1.4314	0.1	1.4311	0.1	1.4286	0.2
SDR	(SDR)	0.6385	-0.0004	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0

Kaynak: Financial times "Markets Data" 21 Aralık 2009

Türkiye’de ise organize türev piyasaları ilk olarak 1994 yılında, İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası olarak oluşturulmuştur. Organize bir finansal vadeli işlem ve opsiyon piyasasının oluşturulması ve bu piyasada çeşitli sermaye piyasası araçları ile finansal göstergelere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin düzenlenmesi amacıyla yapılan çalışmalar sonucu olarak 15 Ağustos 2001 tarihinde döviz (Amerikan Doları) üzerine vadeli işlem sözleşmeleri ile 30 Aralık 2003 tarihinden itibaren de Euro üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır.³⁸ Şubat 2005 tarihinden itibaren ise vadeli işlem sözleşmeleri izmirde açılan vadeli işlemler borsasında yapılmaktadır.

Türev ürün olarak kullanılan diğer bir sözleşme biçimi ise opsiyon işlemleridir. Opsiyon alıcısına belirli bir varlığı belirlenmiş bir fiyattan ve belirli bir vadede satın alma ya da satma hakkı tanıyan, forward işlemlerden farklı olarak ise herhangi bir yükümlülük getirmeyen bir anlaşmadır.³⁹ Vadeli işlem sözleşmeleri üzerine düzenlenen opsiyonlar, vadeli işlem borsalarında ve tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedirler. Opsiyonların iki temel tipi bulunmaktadır; Alım opsiyonunun da sözleşmeyi alacak olan taraf bugünden, ileriki bir tarih ve fiyat için opsiyonu satın alırken, satım opsiyonunda ise menkul kıymet opsiyonunu satma hakkı tanınmaktadır.⁴⁰ Opsiyonlar kullanım sürelerine göre ikiye ayrılabilirler; Amerikan tipi

³⁸ İMKB eğitim seti, **Vadeli İşlem Piyasaları**, 2009

<http://www.imkb.gov.tr/Training/TrainingSets.aspx> (04,08,2010)

³⁹ İstanbul Altın Borsası, **Para Piyasası Enstrümanları**, İstanbul Altın Borsası Yayınları, 2002, s.291

⁴⁰ Hemendra Aran, Alpesh B. Patel, **Global Financial Markets Revolution**, s.10

opsiyonlarda sözleşme tarihinden önce opsiyon kullanılabilirken, Avrupa tipi opsiyonlar da sözleşme bitimine kadar beklenilmektedir.⁴¹

Opsiyonlar hisse senedi, döviz, faiz, emtia ve bunların gelecek sözleşmeleri üzerinde kullanılmaktadır. Opsiyon kullanılmasının nedenleri ise genel olarak riskten kaçınma ve yatırım amaçlı olmaktadır. İlk olarak hisse senetlerinde uygulanmaya başlayan opsiyonlar artan ilgi sonrası döviz kurları ve faiz hadleri üzerine de yazılmaya başlanmıştır.⁴² Döviz opsiyon piyasalarında alıcı ve satıcı arasında yapılan sözleşme ile belirli bir sürede, belirli bir fiyat üzerinden alım veya satım hakkı verilen dövizin başka bir döviz ile değişimi yapılmaktadır. Döviz opsiyon piyasaları opsiyon işlemleri arasında en büyük payı almaktadır ve borsalar yanında tezgah üstü piyasalarda da işlem görmektedir. ABD’ de Chicago Board Options Exchange, Philadelphia Stock Exchange (PHLX), Londra’da London International Financial Futures Exchange (LIFFE) ve London Stock Exchange büyük hacimli opsiyon borsalarıdır. Borsalarda gerçekleşen standart özellikli opsiyonlara kıyasla, tezgah üstü piyasalarda yapılan işlemler alıcılara önemli esneklikler sağlamaktadır. Firmalar, likiditenin fazla olduğu ve kredi riskinin giderildiği borsalar yerine , kendi ihtiyaçlarına göre düzenlenen, esnek uygulamaya sahip ancak daha pahalı olan tezgah üstü işlemleri tercih etmektedirler. Tezgah üstü olarak adlandırılan piyasalarda müşterilerine opsiyon işlemleri sunan bankalar ise kendi işlemleri için borsalarda yapılan opsiyonları kullanmayı tercih etmektedir.⁴³

Gelecek sözleşmeleri üzerine yazılan opsiyonlar (futures options) ise 1982 yılında kullanılmaya başlamıştır. Gelecek sözleşmesi opsiyonu, sözleşme sahibine belirlenen sürede belirli bir gelecek sözleşmesini, belirlenen fiyattan alma veya satma hakkı tanıyan sözleşmelerdir. Futures piyasada işlem gören bir menkul kıymetin opsiyon sözleşmesine konu olması durumunda futures piyasalarda meydana gelen fiyat değişiklikleri doğrudan opsiyon sözleşmelerindeki fiyatları da etkilemektedir.⁴⁴ Futures kontratı ile futures kontratı üzerine yazılmış opsiyon kontratı arasındaki fark futures kontratı yapıldığı zaman riski engellemek amacıyla vade sonuna kadar kontrat terse çevrilmemişse bir varlığın diğeriyle takası zorunlu

⁴¹ David A.Dubofsky, Thomas W. Miller, Jr **Derivatives**, s.374.

⁴² Ümit Erol, **Vadeli İşlem Piyasaları**, s.396

⁴³ http://www.isletme.istanbul.edu.tr/surekli_yayinlar/dergiler/nisan2000/3.htm(03.01.2010)

⁴⁴ Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**,s.204

olmaktadır, futures üzerine yazılan opsiyonlarda ise vade sonunda dezavantajlı bir durum oluşması sonucunda opsiyon kullanılarak yükümlülük altına girilmesi engellenmektedir.⁴⁵

Türev piyasalarda son olarak incelenicek swap işlemler de önceki ürünler gibi finansal riskleri en aza indirmek için kullanılmaktadır. Swap, iki taraf arasında gelecekte bir nakit akışının takası için yapılan anlaşmadır. Anlaşma nakit akımlarının ödeneceği günü ve ne şekilde hesaplandıklarının belirtir. Nakit akımlarının hesaplanması genellikle faiz oranının gelecekteki değeri, bir takas (Exchange) oranı ve diğer piyasa değişkenleriyle yapılır.⁴⁶ Swap işlemlerde forward işlemler gibi tezgah üstü piyasalarda gerçekleşir ve sözleşme hükümlerinin tarafların özel ihtiyaçlarına uygun şekilde belirlenmesine imkan veren esnek bir yapıya sahiptir. Ancak, swap işlemi forward işleminden ayıran en önemli özellik tarafların birbirlerine karşılıklı olarak dönemsel ödemelerde bulunmalarını öngörmesidir. Forward sözleşmesinde alıcının yükümlülüğü belirlenen tarihte sözleşme konusu varlığı almak ve satıcının yükümlülüğü alıcının talebi üzerine bu varlığı önceden belirlenen fiyata göre satmak iken, swap sözleşmesinde tarafların birbirlerine yapacakları dönemsel ödemeler birbirlerinin karşılığını oluşturur.⁴⁷ Swap işlemin forward işleme göre avantajlı bir yanı ise forward işlemin yenilenmesi sırasında alış ve satış fiyatları arasındaki farktan kaynaklanan maliyetin ortadan kaldırılmasıdır.

Swap işlemine konu olan durumlar ; Belirli dövizlere erişme güçlükleri, uygun faizli kredi sağlama isteği, farklı bir döviz cinsinden fon edinme zorunluluğu, belirli bir piyasa için gerekli likiditenin bulunamaması ve piyasalarda erişilen vadelerin kısalığı olarak özetlenebilir.⁴⁸

En çok kullanılan swap türleri para ve faiz swap'larıdır. Faiz swap'ı kredi değerliliği farklı işletmelerin, aynı miktarda fakat değişik faiz oranlarından elde edilmiş borçlardan doğan ödemeleri değiştirmelerinden oluşurken, para swapları farklı para birimlerden oluşan

⁴⁵ Sudi Apak, **Uluslararası Finansal Teknikler**, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 2006, s.49

⁴⁶ John C. Hull, **Options, Futures and Other Derivatives**, Pearson Prentice Hall, New Jersey 2009, s.147.

⁴⁷ Ayşe Dilşad Keskin, **Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği**, Ankara, Yetkin Yayınları, 2008, s.66.

⁴⁸ Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, s.247

mevcut veya alınacak borçların, vade tarihinde daha önceden anlaşılmış belirli bir kur hesabıyla geri ödenmek üzere deşitrilmesi ile oluşmaktadır.⁴⁹

Tablo 10: Uluslararası Piyasalarda Swap ve Options İşlemlerinin Miktarı (OTC)

Global OTC derivatives market turnover ¹				
Daily averages in April, in billions of US dollars				
	1998	2001	2004 ²	2007
Foreign exchange turnover	959	853	1,303	2,319
Outright forwards and foreign exchange swaps	862	786	1,163	2,076
Currency swaps	10	7	21	32
Options	87	60	117	212
Other	0	0	2	0
Interest rate turnover ³	265	489	1,025	1,686
FRAs	74	129	233	258
Swaps	155	331	621	1,210
Options	36	29	171	215
Other	0	0	0	1
Estimated gap in reporting	39	43	92	193
Total ⁴	1,265	1,385	2,420	4,198

Kaynak:Bis Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity December 2007 p.14

1.2.1.4 Kıymetli Maden ve Emtia Piyasaları

İlk para sistemlerinden itibaren kullanılan kıymetli madenler, günümüz para sistemine kadar da ihraç edildikleri dönemlerde oldukça talep görmüşlerdir. Özellikle zayıf para birimine sahip ülkelerde, kriz dönemlerinde parasal belirsizlikler nedeniyle ve altının değer artışlarından kar sağlama ihtimaliyle yatırımcılar, hükümetler ve özel şirketler tarafından güvenli görülerek kullanılmışlardır.⁵⁰

Kıymetli madenler arasında en çok işlem hacmine sahip olan altın piyasaları tüm dünyada standart bir değer halini almıştır. Altının diğer metaller karşısında üstün duruma getiren temel özellikleri, altının yüksek işlem hacmine sahip olmasını sağlamaktadır. Bu özellikler kısaca; üretim hacminin sınırlı olması, inelastik arz yapısı, aynı veya benzer özelliğe sahip başka bir madenin olmayışı ve rezerv aracı olması olarak sıralayabiliriz.⁵¹ Emtia piyasaları ise ticarete konu olan malların alım-satımının yapıldığı piyasalardır. Emtia

⁴⁹Abdurrahman Fettahoğlu, **Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye**, Bankacılık Enstitüsü Yayınları Ankara,1991,s.17

⁵⁰ <http://www.iab.gov.tr>

⁵¹ İstanbul Altın Borsası Yayınları Yayın No:2, **Kıymetli Madenler ve Piyasaları**, s.18

piyasalarının ticaret hacminde son yıllarda bir düzelme görülmüştür. Beş yıl içerisinde (2003-2007) malların küresel fiziksel ihracat değeri % 17 artarken emtia vadeli piyasa şlemleri % 500 artış göstermiştir.⁵²

Tablo 11: Kıymetli Maden ve Emtiya Piyasasında İşlem Gören Ürünler

Grains	Meats	Industrial metals	Precious metals	Food&Fiber	Energy
Corn	Cattle	Aluminium	Gold	Cocoa	Crude Oil
Soybeans	Hogs	Copper	Platinum	Coffee	Heating Oil
Wheat		Lead	Silver	Cotton	Natural Gas
Oats		Nickel		Lumber	Unleaded Gas
Soy meal		Palladium		Orange Juice	
Rice		Zinc		Rubber	
				Sugar	

Kaynak: IFSL RESEARCH 2008 COMMODITIES TRADING

Emtia ve kıymetli maden piyasalarına konu olan mallar forex piyasalarında işlem görmekle beraber daha yoğun olarak vadeli sözleşmeleri düzenlenmektedir.

1.3 Diğer Uluslararası Finansal Piyasa Araçları

Önceki sayfalarda da bahsedildiği gibi, uluslararası finansal piyasalarda fon transferlerinin gerçekleşmesini finansal araçlar sağlamaktadır. Yukarıda açıklanan döviz, para, türev ürünler, hisse senetleri, tahviller, kıymetli maden ve emtialar dışında depo sertifikaları, sendikasyon kredileri, euro banka kredileri, euro borç senetleri, euro finansman bonoları ve euro bonoları sayabiliriz.

1.3.1 Euro Krediler

Ödeme gücü yüksek bankalar tarafından ve içinde bulunulan ülkenin parası dışındaki bir para cinsinden, uluslararası kuruluşlara veya hükümetlere çıkartılan Euro Krediler euro para piyasalarından fon sağlamaya olanak veren genellikle orta süreli borçlanma araçlarıdır.⁵³

⁵² IFSL Resarch commodities trading on 2008

⁵³ Frank Fabozzi, Franco Modigliani, **Capital Markets Institutions and Instruments**, Prentice Hall, New Jersey, 1996, s.271

Eurokrediler ile uluslararası finans kaynaklarına ulaşma kolaylığı sağlanmakta ve kaynak çeşitliliği ile büyük hacimli krediler elde edilmektedir. Euro kredi piyasalarının önemli tercih edilme nedenlerinden biri ise eurokredilerin tahvil veya hisse senedi gibi araçlara oranla kolay ve hızlı bir şekilde kullanılma olanaklarıdır. Eurokredi işlemleri bir standart kazanmıştır ve ödeme koşulları ödünç alıcının ihtiyaçlarına göre düzenlenmektedir.⁵⁴

1.3.2 Sendikasyon Kredileri

Bir bankalar gurubunun (sendika) borç alacak hükümet, kurum veya kuruluşa büyük miktar da fon sağlanma amacıyla bir araya gelerek borç vermesi sendikasyon kredisi olarak adlandırılır. Kredi sendikasyonun oluşma nedeni ise borç talep edilen miktarın tek bir kuruluş tarafından ödenme gücünden, miktar büyüklüğünden kaynaklanan riskin dağıtılma ihtiyacından ve yüksek miktarda borç talep eden tarafın menkul kıymet ihracı yoluyla değilde kredi vasıtası ile fon sağlama isteğinden kaynaklanmaktadır.⁵⁵

Sendikasyon kredi anlaşması, borç talep eden taraf ile kredi sağlanması için sendikasyonda bulunacak diğer bankaları organize eden aracı bankanın kredi yapısını belirlemesi ile başlamaktadır. Aracı veya lider banka borç veren diğer sendika üyeleri arasında idari görevleri belirlemek, nakit akışını dağıtmak ve kredi veya görevler ile orantılı olarak diğer bankalara oranla daha büyük payı üstlenerek çalışmaktadır. Sendikasyon içerisinde tahvil ihraçları tam yüklenim ve kısmi yüklenim şeklinde yapılmaktadır. Tam yüklenimde tahvil ihracçısı açısından tüm risk konsorsiyuma devredilirken, kısmi yüklenimde ihraç süresince satılmaya çalışılan tahvillerin satılamayan kısımları ihraççıya iade edilmektedir.⁵⁶ Bu işlemler aracılık veya yüklenim hizmeti olarak lider banka tarafından ücretlendirilmektedir.

Uluslararası finansman yöntemi olan sendikasyon kredileri özellikle 1970 dünya petrol şoku sonrası artarak devam etmiştir ve faiz oranlarını düşük olduğu dönemlerde de kullanılarak dış ödeme açıklarının kapatılması için kullanılmıştır.⁵⁷

⁵⁴ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, s.305

⁵⁵ Frank Fabozzi, Franco Modigliani, **Capital Markets Institutions and Instruments**, s.547

⁵⁶ Kürşat Yalçiner, **Uluslararası Finansman**, s.394

⁵⁷ Halil Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.304

Sendikasyon kredilerinde faiz oranları genellikle LIBOR oranları referans olarak oluşmaktadır ve ek olarak kredi verilecek kuruluşun risk derecesine göre artı eklemeler yapılabilmektedir.⁵⁸

1.3.3 Mevduat Sertifikaları

Para piyasalarının diğer bir aracı olan ve CD olarak bilinen mevduat sertifikaları bankalar ve diğer finans kurumları tarafından sunulmakta, yatırım ve kaynak temini amaçlı kullanılmaktadır.⁵⁹ Mevduat sertifikaları; genellikle değişmez faiz ile yasal yapısı olarak taşıyan adına düzenlenir ve süre, tutar özelliklerine göre esneklik gösterirler. Bir CD satın alındığında altı ay, bir yıl, beş yıl veya daha fazla sabit bir zaman periyodunda bankalar belirlenen faiz oranlarından ödeme yapmaktadırlar.

CD paraya çevrilmek istendiğinde, yatırılan parayla birlikte birikmiş faiz tahsil edilir. Ancak CD vadesini doldurmadan paraya çevrilmek istenirse ceza olarak kazanılan faizin bir bölümü kesilmektedir. CD' ler bankalar tarafından sunulmakla birlikte, broker firmaları ve bağımsız satış yapan kişilerden de satın alınabilir. Birçok CD vadesi dolana kadar sabit faiz oranı öderken, bugün piyasalarda diğer ürünlerde olduğu gibi CDler daha karmaşık bir hale gelmiştir. Değişken CD'ler uzun vadeli CD'ler ve diğer özel seçenekler sunan başka CD'ler de yatırımcıların seçenekleri arasına girmiştir.⁶⁰ CD'lerin tercih edilmesindeki önemli etkenlerden biri, ihraççı işletmenin hisse senetlerinin alım satımına konu olacağı ülkedeki ihraçla ilgili yasal ve bürokratik işlemleri yapma gereği olmaması ve hızlı bir şekilde yatırıma olanak sağlanmasıdır.

Günümüzde CD'ler dört farklı şekilde piyasaya çıkartılmaktadır. Bunlar yerli bankalar tarafından çıkartılanlar, Euro CD'ler, (kendi ülke para biriminden yurtdışı piyasaya sunulanlar) yine dolar cinsinden ancak yabancı bir bankanın şubesi tarafından ABD' de yayınlanan Yankee CD' ler ve tasarruf veya kredi kurumları ile tasarruf bankaları tarafından çıkarılan thrift CD'ler oluşturmaktadır.⁶¹ CD organizasyonlarında Şekil 3'de gösterildiği gibi

⁵⁸ Cheol S.Eun-Bruce G. Resnick, **International Financial Management**, McGraw-Hill, 1998, New York, s.272

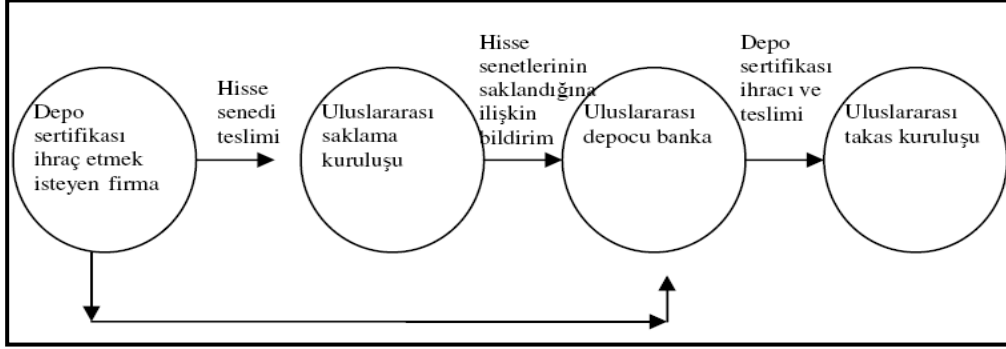
⁵⁹ <http://beginnersinvest.about.com/cs/banking/a/062501a.htm>

⁶⁰ <http://www.sec.gov/investor/pubs/certific.htm>

⁶¹ Frank Fabozzi, Franco Modigliani, **Capital Markets Institutions and Instruments**, s.482

dört taraf bulunmaktadır bunlar, CD ihraç eden firma, ihracçı ülkedeki saklama kuruluşu, uluslararası depocu banka ve uluslararası takas kuruluşudur.

Şekil 3: Depo Sertifikası Organizasyonu



Kaynak: Kürşat Yalçınar, Uluslararası Finansman, S.422

Cd'lerin farklı şekillerde düzenlenme olanakları, bunların para piyasalarının diğer nesnelere ve aynı zamanda banka hizmetleriyle çakışmasına kısmen de birbirlerini tamamlamalarına neden olabilmektedir, bu nedenle bir menkul kıymet olmayan CD'ler işlem görme bakımından çeşitli yönlerle bu değerlere bezemektedir.⁶²

1.3.4 Euro Borç Senetleri (Euro Notes)

Euro borçlanma senetleri seksenli yılların başında yeni eurokredilerin sağlanmasında uluslararası bankaların hükümet denetimleri ile birlikte sermaye kısıtlamalarına gitmesi ve kurumsal yatırımcıların büyük miktarlardaki likidite fazlalıklarından dolayı kredi ihtiyacı duyan kuruluşların kısa süreli borsada yer almayan kağıtları satışa sunmaları ile oluşmuştur.⁶³

Kısa vadeli borç senetleri yüksek kaliteli kurumsal, ödeme gücü yüksek işletmeler tarafından çıkarılırlar. Sendikasyon kredileri için alternatif Euro borç senetleri 7-365 gün vadeli ve en aktif olarak 30-180 gün arasında düzenlenmektedir. Sendikasyon kredilerinde olduğu gibi Euro borç senetlerinin faiz oranları LIBOR oranlarına göre belirlenir ve ödünç alıcının kredibilitesine göre ek marj uygulaması yapılır. Bu senetler ya bir yüklenimci

⁶² Abdurrahman Fettahoğlu, **Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye** s.66

⁶³ Abdurrahman Fettahoğlu, **a.g.e**, s.70

bankalar konsorsiyumu kanalıyla pazarlanır ya da doğrudan doğruya tasarrufçuya satılırlar. Yani ödenememe riski tamamen senedi satın alanlar tarafından üstlenilmiş olur.⁶⁴

1.3.5 Euro finansman Bonoları (Euro Commercial Papers)

Finansman bonoları işletme veya bankaların kısa süreli finansman sağlamak amacıyla çıkartılmış, taşıyan adına düzenlenen borç senetleridir. Euro finansman bonoları ise finansman bonolarında olduğu gibi isme yazılı çıkarılan ve herhangi bir güvence konsorsiyumuna bağlı olmayarak, doğrudan bir yatırımcı veya dealer aracılığıyla yatırımı yapılan borçlanma araçlarıdır.⁶⁵

Yabancı ülke para birimi olarak çıkartılan euro finansman bonoları ulusal piyasalarda satışa sunulmaktadır. Finansman bonoları ile ECP'ler arasında bazı farklılıklar görülebilir. Örneğin, Euro finansman bono vadeleri finansman bonoları vadelerine oranla daha uzun olabilmekte, finansman bonoları direkt veya dealer aracılığıyla işlem görmekteyken ECP sistemi çoğunlukla dealer aracılığıyla işlemektedir. Bunun yanında ECP piyasalarında aracılık dealer sistemi daha çeşitliken finansman bonolarında belirli dealarlar piyasaya hakimdir. Diğer bir farklılık ise ECP lerin vadeleri daha uzun olabildiğinden finansman bonolarına oranla ikincil piyasalarda işlem hacimleri de daha yüksek olmakta ve likit piyasalar oluşturmaktadır.⁶⁶ Aşağıdaki tabloda ECP' ler ile birlikte Euro borç senetlerinin piyasa büyüklükleri gösterilmiştir.

Tablo 12: Euro borç senetleri işlem hacmi (in billion of U.S dollars)

Finansan araç	2003	2004	2005	2006	2007
Euro Borç Senetleri	151.7	180.6	180.6	239.6	300.6
Euro Finansman Bonoları	417.5	483.2	469.8	635.4	817.3
Toplam	569.2	663.8	650.5	875.0	1.114.3

Kaynak: BIS (Bank For International Settlements) 2007 December

⁶⁴ Tunç Evcimen, **Uluslararası Finans** <http://www.evcimen.com/wht006.htm>

⁶⁵ Cheol S.Eun-Bruce G. Resnick, **International Financial Management**, s.275

⁶⁶ Frank Fabozzi, Franco Modigliani, **Capital Markets Institutions and Instruments**, s.478

1.3.6 Orta Vadeli Euro Bonolar

Orta vadeli eurobonolar (EMTN's) yabancı ülke para birimlerine kolay ulaşmayı sağlayan diğer bir finansal araçtır. MTN'ler ulusal ve yabancı şirketler, uluslar üstü kurumlar ve bağımsız ülkeler için temel bir fon kaynağı haline gelmiştir. Amerikan şirketleri 1970'lerin ilk yıllarından itibaren MTN'leri kullanmaya başlamıştır. O zamanlarda bu piyasa kısa vadeli finansman bonoları ile tahvil piyasasında uzun vadeli borçlanmaya alternatif olarak kurulmuştur. MTN'ler yatırım bankaları tarafından ve diğer broker şirketleri tarafından en iyi performans bazına göre satılırlar. Tahvillerin aksine, MTN piyasasında ki bir aracının MTN'leri çıkartan için sigorta ettirmek gibi bir yükümlülüğü yoktur ve fonlar garanti edilmez. Ayrıca MTN'ler tahvillerden daha küçük miktarda satılırlar. Çoğu MTN dalgalı faiz oranları ya da emtia fiyatların göre alışılmış olmayan formüllerle işlem görürler.

Bunun yanında MTN'lerin vadelerini doldurmaları için orta vade gerekli olmayıp 9 aydan 13 yıla kadar olabilirler. MTN piyasası şirketlerin sermayelerinin yükselmesi ve kurumların yatırım yaptıkları şekilleri değiştirmiştir. Bu değişim son yıllarda swap, option ve futures gibi yatırımcı ve borçlananların risklerini finansal sistemin başka risk tercihlerine transfer eden türev marketlerinin hızlı bir şekilde yükselmesinden kaynaklanmıştır. 1990'lar da, ABD piyasası yeni borçlanacak olanların ilgisini çekmiş ve ABD dışında euro-mtn piyasası olağanüstü bir hızla gelişmiştir.

BÖLÜM – II

ULUSLARARSI FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ

Günümüzde finansal globalleşme boyutu ve teknolojik değişimler düşünüldüğü zaman ülkeler arasındaki bağımlılık artışını açık bir şekilde görebiliriz. Finansal globalleşme ile ülkeler arasındaki ulusal finans ayrımları kalkmakta ve uluslararası finans ilişkileri önem kazanmaktadır. Özellikle II. Dünya Savaşı sonrası dönem ile 1960' lar sonrası çok uluslu şirket faaliyetlerinin ortaya çıkmasıyla birlikte ve Bretton Woods yarı-sabit kur oranları rejiminin 1971-1973 döneminde çökmesiyle, sermaye olarak menkul değerler yatırımı ve banka borçlanmaları genişlemeye başlamış, özellikle para piyasaları bütünleşmiş ve karşılıklı bağımlı bir dünya ekonomisinin öncüsü olarak hızla uluslararasılaşmıştır.⁶⁷

Ekonomi alanında da iletişim, ulaştırma ve bilgi edinme alanlarındaki gelişmeler ve gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeye duyduğu ihtiyaç ile birlikte artan uluslararası ticaret hacimleri ve uluslararası fon akımları, para sisteminin düzenlemelerini önemli kılmaktadır. Uluslararası finansal sistem de, uluslararası piyasalarda işlem yapan ülkelerin birbirleri arasında kolay iletişim sağlayabilmeleri için ortak amaçlarla geliştirilen bir sistemdir. Uluslararası finansal piyasaların karışık yapıları, ortak amaçlar doğrultusunda bu piyasalarda işlem yapanlar için standart hale getirilmeye ve bir kural bütünlüğünde işletilmeye çalışılmaktadır. Uluslararası finansal sistemin işleyişindeki en önemli unsur ise para sistemindeki ortak yapılandırma ve kurumlardır.

2.1 Uluslararası Para Sistemi Uygulamaları

Uluslararası para sistemi, ulusal paraların sınır dışında birbirleri arasındaki çevrilme ve ödeme işlemlerinin yapıldığı piyasaların kurumlarını oluşturan ve işleyiş kurallarını sağlayan bir sistemdir. Uluslararası para sisteminin düzenli bir biçimde işleyişi ticaret ve sermaye akımlarının kusursuz bir şekilde aktarılmasına olanak sağlayabilmektedir. Ülkelerin uluslararası ticari işlemlerinde farklı para birimlerini kullanıyo olmaları uluslararası para sisteminin önemini ortaya çıkartmaktadır. Eski çağlardan itibaren ticaret de çeşitli araçlar

⁶⁷ David Held, Anthony McGrew, **Küresel Dönüşümler**, Phoneix Yayınevi, Ankara, 2008, s.396

kullanılırken para sisteminin standardizasyonuna yönelik çalışmalar ilk olarak gümüş ve altın para sistemleriyle başlamıştır ve değişen ihtiyaçlar çerçevesinde para sistemleri buna yönelik olarak farklılık göstermiştir. Günümüzde de tek bir standart para birimi olmayışı ve yaşanan dönemsel krizler para sisteminde yeni düzenleme tartışmalarına yol açmaktadır. Uluslararası para sisteminde farklı para birimlerinin bulunması bunların kullanım yönünden bazı özellikler kazanmasını sağlamaktadır. Örneğin farklı para birimlerinden oluşan döviz kurları ülkeler arası ticaret veya yabancı yatırımlar açısından önceki bölümde de incelendiği gibi büyük önem taşımaktadır.

Mali sermayenin uluslararasılaşması sürecinde para-sermaye akımları, tarihsel olarak ayrı dönemlere ayrılmıştır.

2.1.1 Çift Metal Sistemi

Eski tarihlere dayanan madenlerden para basılması işlemi özellikle bakır, gümüş ve altın kullanılmasıyla gerçekleşmiştir. Gümüş ve altın paranın standart değer ölçüsü olduğu çift metal sisteminde ise gümüş para ile birlikte altın para, değişim aracı ve değer ölçüsü görevini görmektedir. Bu sistemde gümüş ve altın para birbirine bir parite ile bağlı olarak (genel olarak uygulanan sistem) ve birbirinden bağımsız olarak (paralel maden standardı) iki şekilde tedavül edilmiştir.⁶⁸

Çift metal sisteminde para basımında kullanılan altın ve gümüşün para olarak fiyatlarını sabitletmesini gerektirmektedir. Ancak 1848'de Kaliforniya'da ve 1851'de Avustralya'da altın madenlerinin keşfedilmesi dünya altın üretimini on katına çıkartmış ve gümüş-altın üretim standartının bozulmasına neden olmuştur.⁶⁹ Üretimin zamanla artışı fiyatları düşürmüştü ve iki maden arasındaki paritenin bozulmasını sağlamıştır. Zamanla gümüşün değerini yitirmesi ve altın üretimindeki artışların da etkisiyle altın daha istikrarlı bir maden haline gelmiştir. Bunun yanında gümüşün fiyatının da düşmesiyle birlikte bazı ülkelerin paralarını altına bağlamaları çift metal sisteminin yerini altın para standardına bırakmasının önünü açmıştır. Aynı para sistemini kullanmanın sağladığı dış ticaret kolaylıkları gümüş-altın para uygulamasından sonra yeni bir ortak para sistemi ihtiyacını

⁶⁸ Süren Baltaoğlu, **Para Sistemleri Tarihi**, Atlantis Kitabevi, İstanbul, 2008, s.15

⁶⁹ Ünal Çağlar, **Döviz Kurları**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003, s.17

doğurmuş ve ilk olarak 1821’de İngiltere uygulamasıyla altın para standardı dönemine geçilmiştir.

2.1.2 Altın Standardı Dönemi

Altın standardı ülkelerin ekonomik alanda hızlı bir şekilde büyüdüğü, üretimin arttığı ve uluslararası sermaye hareketlerinin gelişim gösterdiği 1890-1914 yılları arasında sorunsuz bir şekilde uygulanan, ülkelerin para birimlerini standart olarak altına bağlandığı sabit bir döviz kuru sistemidir. Altın para sistemi uygulaması durumunda paraların fiyatlarındaki değişim oranları altına bağlı olarak aynı düzeyde olacaktır. Örneğin; 1 Dolar = 0.1 gr. altın; 10.00 TL = 1 gr. Altın olması durumunda 1 Dolar = 1000 TL kuru uygulanacak ve altın standartından dolayı kur sabit kalacaktır.⁷⁰

Altın standartının diğer bir özelliği ise dış ödemeler dengesini otomatik bir şekilde sağlamasıdır. David Hume, ödemeler dengesinin sürekli olarak fazla vermesini savunan merkantilist düşünceye karşı ortaya koyduğu madeni para akım mekanizmasını (“price specie flow mechanism”) şöyle açıklar; Hume’a göre bir ülkede madeni para miktarının artması ülkedeki iç fiyatları arttıracak ve böylece ticaret hadlerini değişmesi ile sözkonusu ülkenin ihracatı azalacak, ithalatı artacak bir madeni para akımı gerçekleşecektir. Bunun tersi olması durumunda ise altın çıkışının sürmesinin istenmemesi ile bu defa para arzı kısıllı olacak aynı şekilde, fiyatlar düşücektir. Yurt içinde düşen fiyatlar bu defa da ihracatı kolaylaştıracak ve böylece altının akışı ters dönmüş olacaktır.⁷¹

Altın standardı döneminde ülkelerin paralarını altına sabitlemesi ve para arzı yöntemi ile ödemeler bilançosunu düzenlemesi yanında diğer bir uygulama ise altının ülkeler arasında ihraç ve ithal edilmesinin serbest olmasıdır. Bunlara rağmen 19. Yy’ ın sonlarına gelindiğinde artan büyüme hızının yarattığı mal ve hizmet talebi genişlemesi altın karşılığı olmayan kağıt paranın sürülmesi durumunu gündeme getirmiştir. Bu nedenle para talebindeki artışın altınla karşılanamayacağı endişesi ortaya çıkmıştır.⁷²

⁷⁰ Tamer İşgüden, Müfit Akyüz, **Uluslararası İktisat**, s.111

⁷¹ Oktay Salih AKBAY, **Hume’un Uluslararası Ticarete Otomatik Akım Mekanizması Yaklaşımının Toplumsal ve felsefi temelleri**, <http://uvf.ulakbim.gov.tr> (19,1,2010)

⁷² İ.M.K.B, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İ.M.K.B Araştırma Yayınları No:6, İstanbul, 1995, s.9

Ayrıca altın standartı döneminde işlemesi beklenen kendiliğinden denkleştirme mekanizması, özel sermaye hareketlerinin dengeleyici olmaktan çok spekülâtif amaçlı olması ve fiyat-ücretler de aşşağıya doğru bir esneklik sağlanamaması nedeniyle sapmalara yol açmıştır.⁷³ Dünya ekonomisinde, I.Dünya Savaşına kadar olan yıllar liberal ekonomi uygulamasının doruğa ulaştığı bir dönemdir. Dış ticaret de, bu yıllarda tamamen serbest bir şekilde yapılmıştır. Buna rağmen, kısmen koruyucu gümrüklere de başvurulmuş ve milli paraların dış değerlerine müdahalede bulunulmuştur. İngiltere dönem boyunca serbest dış ticaret politikasını savunmuş, serbest dış ticaretin sağladığı bütün imkanlardan azami ölçüde yararlanmasını bilmiştir. Bu nedenlerle XIV. yüzyılda altın standardı, altın çağını yaşamıştır. 1870’den 1930’lara kadar uygulanan altın para sistemi, XX. yy. başına kadar ciddi mali güçlüklerle yol açmadan sürmesine rağmen I. Dünya Savaşı’nda kesintiye uğramıştır. (1914)

Birinci Dünya Savaşı’ndan önce ulusal para birimlerinin değerlerini simgeledikleri altın miktarı belirlemekteydi. “Klasik Altın Standardı” denilen bu uygulama 1914’de sonra Amerika Birleşik Devleti’ nin haricinde hiçbir ülkenin elinde Birinci Dünya Savaşı harcamalarını karşılayacak kadar altın olmaması ve Avrupa Devletleri’nin, bir süre para birimlerinin altın miktarını azaltarak uyguladığı sistemi idare edemeyecek duruma geldiklerinde klasik altın standardından çıkmalarıyla sona ermiştir.⁷⁴ Altın para sisteminin serbest ticarete olanak vermemesi ve ülkelerin altın stoklarını elden çıkartmalarıyla altının fiyatının düşmesi ve altın rezervlerinin altına bağlılığını devam ettiren ABD’ye taşınmasına neden olmuştur. Bu nedenle 1914-1924 yılları arasındaki dönem yalnızca doların altına bağlı olmayı sürdürdüğü ve diğer paraların dolara göre dalgalandığı bir dolar standardı olarak adlandırılabilir.⁷⁵ Bu dönemde yaşanan gelişmeler ile daha önce başarısız olmasına rağmen tekrar altına dönme çabaları görülmektedir. Britanya İmparatorluğu, Japonya ve diğer Avrupa Ülkeleri’nin taraf olduğu Cenova konferansı sonrası 1925’ de İngiltere sterlini tekrar altına bağladığı ve Avrupa ülkeleri’ nin paralarının teminatı olarak sterlini göstermesiyle doların altına, sterlinin dolar ve altına, diğer tüm para birimlerinin de sterline dayandığı bir sistem meydana gelmiş oldu.⁷⁶ Savaş sırasında ortaya çıkan enflasyonist gelişmeler ile ülkelerin göreceli rekabet güçlerinin değişmesi ve buna rağmen ülkelerin paralarını savaş öncesi

⁷³ Tamer İşgüden, Müfit Akyüz, **Uluslararası İktisat**, s.114

⁷⁴ Alev Alatlı, **Mali Kaos ve IMF**, s.2 <http://www.alevalatli.com/> (24.1.2010)

⁷⁵ Ünal Çağlar, **Döviz Kurları**, s.24

⁷⁶ Alev Alatlı, **a.g.e.**, s.2

pariteler üzerinden altına bağlamaları parasal sıkıntılar ortaya çıkarmış ve birçok ülke devalüasyon yapmak durumunda kalmıştır.⁷⁷ I.Dünya Savaşından sonra yürürlüğe konulan ikinci altın standardı da başarılı sonuçlar vermemiş, 1929 Dünya ekonomik krizi İkinci Altın Standartı'nın yıkılmasını hızlandırmıştır.

2.1.3 Buhran Dönemi

Kurlardaki stabil uygulamaların 1930' larda sonlanmasına rağmen, ulusal paraların birbirine dönüşüm imkanlarının ortadan kalkması çoğu ülkede sorunların devam etmesine neden olmuştur. Küresel buhranla birlikte buna eşlik eden finansal sabitsizlikler ve bu dönemlerde oluşan para sahalarıyla kontrollü kur rejimlerine tekrar rastlamaktayız.⁷⁸

Depresyon yılları uluslararası para savaşları olarak karakterize edilmiş, ihracatları arttırarak yerel ekonomilerini uyarmak ve işsizliğe engel olmak isteyen ülkeler, Tablo 12'de görüldüğü gibi paralarının dış değerini düşürerek ardı ardına devalüasyona uğratmışlardır. Öyle ki; 1930' ların başlarından ortalarına kadarki dönem, rekabet içerisindeki devalüasyonların dönemi olarak belirtilebilir. Bu dönemde ABD'nin gümrük vergilerini yükseltip ithalatı kısmasıyla yurtiçi üretimi teşvik etmesiyle birlikte, diğer hükümetler de aynı zamanda yabancı kur rejimlerini kontrol etmeyi ve ihracatları GDP'yi arttıracak şekilde manipüle etmeyi de bir sığınak olarak görmüşlerdir. Bu nedenle İkinci Dünya Savaşı'nın saldırılarının altında düşman ülkeler, kur rejimi kontrollerini savaşı finanse etme çabalarını destekleyecek şekilde ayarlamışlardır⁷⁹.

Dünya ekonomik krizi ve 1930' lu yıllarda ABD'nin aldığı tedbirlerden sonra bazı ülkeler altın standartını terketmeye başlamışlardır. 1931' de İngiltere, 1933' ABD ve 1936 yılında Fransa'nın altın standartından ayrıldığı bu dönemler de ulusal paraların birbirlerine dönüşmelerinde büyük zorluklar ortaya çıkmıştır. Bu dönem de ödeme sistemlerinde çıkan sorunları engellemek amacıyla yeni para sahaları oluşturulmuş ve sterlin sahası, dolar sahası ve altın bloku olarak 3 ana başlık altında toplanmıştır.

⁷⁷ Süren Baltaoğlu, **Para Sistemleri Tarihi**, s.28

⁷⁸ Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, **Global Capital Markets**, Cambridge University Press, New York, 2005, s.136

⁷⁹ Michael Melvin, **International Money and Finance**, Addison-Wesley Inc, U.S, 1997, s.50

1931'de İngiltere'nin altın standartından ayrılması ve sterlini dalgalanmaya bırakması ile sterlin de aşırı değer düşüşleri oluşmuştur ve bu sırada bazı ülkeler paralarını İngiliz sterlinine bağlamışlardır. Bu sırada sterlindeki dalgalanmalar, İngiliz kambiyo fonunun girişimleriyle daha korumalı bir hale getirilmeye çalışılmıştır. 1931 senesinden itibaren sterlin bölgesini; Kanada dışında diğer İngiliz Milletler Topluluğu üyeleri, Portekiz, İskandinav ülkeleri, İran ve Letonya oluşturmaktaydı.⁸⁰ 1972 yılına kadar ülke paralarının bulunduğu sterlin sahasından ilk çıkış 1947 yılında mısır ile başlamıştır. 22 haziran 1972 tarihinde İngiltere'nin İrlanda ile İngiliz adaları dışındaki ülkelere döviz kontrolü uygulaması ve son olarak 1979 yılında İrlanda'nın da sterlin alanından ayrılmasıyla sterlin dalgalanmaya bırakılmış ve sterlin sahası son bulmuştur.⁸¹

Fransa'nın öncülüğünü yaptığı aralarında İsviçre, Belçika ve Hollanda'nın bulunduğu altın bloku ülkeleri ise altına bağlılıklarını bir dönem devam ettirmişlerdir. Bu sırada Almanya'nın önderliğinde, çoğunluğunu geliştirmekte olan ülkelerin oluşturduğu bir grup ülke, kambiyo denetimi uygulayarak döviz kontrol rejimleri ile paralarının konvertibilitesini kaldırmış, diğer bir grup ülke ise paralarını amerikan dolarına bağlayarak dolar sahasını oluşturmuştur.⁸²

II. Dünya savaşı öncesine kadar yapılan uygulamalar uluslararası finansal piyasalar da ki düzensizlikleri engelleyememiş ve etkisiz olmuştur. Oluşan para sahaları birbirinden ilgisiz kalmış, bunun yanında uygulanan gümrük tarifeleri ve kısıtlamalar ticari işlemlerin daralmasına zemin hazırlamıştır. Ülkelerin tek başlarına ve birbirlerinden habersiz aldıkları kararlar sonucu düzensiz bir yapıya bürünen uluslararası finansal sistem yapısı, ancak ülkeler arasında kurulacak işbirliği ile mümkün olduğu ölçüde bütün ülkelerin katılması sonucu düzene gireceği görüşünü doğurmuştur. Sonuç olarak ülkelerin üzerinde anlaştıkları kararlara

⁸⁰ Gül Günver Turan, **Uluslararası Para Sistemi Dünü ve Bugünü**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1980, s.75

⁸¹ Ridvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009, s.642

⁸² Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, s. 10-11

dayanarak hareket eden, üyeleri arasındaki anlaşmazlıklarda araya girerek ortak kabul görecek çözümler bulan, uluslararası bir kurumun oluşturulması düşüncesi çekici hale gelmiştir.⁸³

Tablo 13: 1930' lar da kur devalüasyon örnekleri.(Resmi altın paritesine göre yüzde değişimi)

<i>Exchange-control countries</i>		1932	1935
Bulgaria	(a)	0.0	0.0
Germany	(a)	0.0	0.0
Hungary	(b)	0.0	0.0
Romania	(a)	0.0	0.0
Latvia	(a)	0.0	1.7
Turkey	(a)	1.7	1.9
Italy	(a)	1.5	6.3
Czechoslovakia	(a)	0.0	16.2
Austria	(a)	22.0	22.0
Yugoslavia	(b)	6.8	23.0
Estonia	(b)	0.0	39.9
Denmark	(b)	29.7	51.5
Uruguay	(b)	54.5	53.9
Argentina	(b)	39.4	54.3
<i>Free-currency countries (gold bloc)</i>			
France	(a)	0.0	0.0
Netherlands	(a)	0.0	0.0
Switzerland	(a)	0.0	0.0
Poland	(a)	0.0	0.0
Belgium	(a)	0.0	3.2
<i>Free-currency countries (devaluers)</i>			
Ireland	(b)	28.0	40.2
South Africa	(b)	2.1	40.8
United States	(a)	0.0	40.8
Canada	(b)	11.9	40.9
United Kingdom	(a)	25.2	41.9
Sweden	(a)	25.9	45.6
Norway	(a)	26.9	47.0
Finland	(a)	36.4	50.4
New Zealand	(b)	34.2	52.3
Australia	(b)	42.5	52.6

Kaynak: Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, Global Capital Markets s.132

2.1.4 Bretton Woods Sistemi

Dünya savaşları sırasındaki ekonomik düzensizlikler ve istikrarsız bir uluslararası sistem yapısı, bununla birlikte uygulanan altın standartının yarattığı aksaklıklar ve büyük Dünya Ekonomik Bunalımı, uluslararası parasal sistemin yeni bir temel etrafında oluşturulmasını zorunlu kılmıştır.⁸⁴ Savaş sonrası dönemde görünen en büyük gelişme, özel sektör piyasalarındaki ekonomik büyümedir. Likiditenin uluslararası kurumlar tarafından

⁸³ Gül Günver Turan, **Uluslararası Para Sistemi Dünü ve Bugünü**, s.80

⁸⁴ Mahfi Eğilmez, **IMF Dünya Bnkası ve Türkiye**, Tütünbank Finans Dünyası Yayınları, İstanbul, 1996, s.18

sağlanamayacağı beklenirken, düzenleme sorunu ortadan kalkmamış ve uluslararası finans ülkeler arası düzenlemeyi sağlayacak kurumlara ihtiyaç duymuştur.⁸⁵

Bretton Woods uluslararası para sistemi temmuz 1944'de Amerika'nın Bretton Woods kasabasının da imzalanan anlaşma maddelerinin oluşturduğu bir para sistemidir. Bu maddeler, ABD' tarafından desteklenen White planı ve İngiltere' den J.M Keynes'in oluşturduğu Keynes planı arasındaki uzlaşmayı temsil etmektedir.⁸⁶

Harry Dexter White ve John Maynard Keynes' in savaş sonrası ekonomik düzen anlayışları birbirlerinden farklıydı. Amerikalıların öncelik verdiği 1930' ların kaotik ve dalgalı döviz kurlarına son verecek sabit bir döviz kuru sistemi kurmaktı. Amerikan ekonomisinin önceliği de göz önünde bulundurularak böyle bir sistem içinde Amerikan Doları dünyada standart olacak ve diğer ülkeler de kendi ekonomi politikalarını amerikan doları doğrultusunda düzenleyeceklerdi. Bu bağlamda, Keynes'in dünya merkez bankası önerisine karşı çıkıyorlar ve uluslararası bir banka aracılığıyla hiç bir ülkeye sıkı sınırlamalar olmadan kaynak aktarmak istemiyorlardı. İngiliz delegasyonu ise Amerikalıların önerisinin ülkeleri kendi iç ekonomik şartlarına göre cevap veremez duruma getireceğini savunuyordu. Öte yandan, Keynes'in önerdiği dünya merkez bankası, devletlere ihtiyaç duydukları gerekli likiditeyi çok daha özgür bir şekilde sağlamayı amaçlıyordu. Böylece, döviz kurunda daha esnek bir politika sergilenebilecek ve dolara ve Amerikan ekonomi politikalarına bağlı kalınmayacaktı.⁸⁷

Ancak, 1944' lerin ekonomik şartlarında, Amerikan ekonomisi oldukça güçlü ve İngiliz ekonomisi çok zayıftı. Dolayısıyla, İngiliz delegasyonu planından vazgeçildi ve kurların birbirine bağlı olduğu, çok ufak dalgalanmalara izin verilen bir parasal sistem kuruldu. Böylece IMF, döviz kurunu sabitlemekte güçlük çeken ülkelere geçici fonlar sağlamak üzere yapılandırıldı. Keynes'in tasarladığından çok daha ufak olan IMF döviz kuru sabitleme sorunlarını ülkelere bırakıyordu. Ödemeler dengesi sorunları olan ülkeler fona başvurabilirler ancak aldıkları kredileri geri ödemek ve sorunlarını gidermek zorundalardı.

⁸⁵ Harold James, **International Monetary Cooperation, Since Bretton Woods**, IMF and Oxford University Press New York, 1996 s.617

⁸⁶ Jaime Reis, **International Monetary Systems In Historical Perspective**, Macmillan Press Ltd, London,1995, s.154

⁸⁷ B. Mark Smith, **A History Of The Global Stock Market**, University Of Chicago Press,Chicago, 2004, s.144

Ancak yapısal uzun vadeli ödemeler dengesi sorunu yaşayanlar kurlarına yeniden değer biçebilirlerdi. Ayrıca, Keynes'in de korktuğu gibi, bir çok ülke iç ekonomik politikasını Amerikan politikalarına göre ayarlamak ya da kur krizleri riskini göze almak durumundalardı.⁸⁸

Diğer yandan Keynes Planı, Keynes'in başarısız olarak kabul ettiği piyasaların düzenlenmesinde kamu otoritesinin önemini vurguluyor ve IMF, Dünya Bankası ve ITO'nun (Uluslararası Ticaret Örgütü) bu amaç doğrultusunda devletlere destek olmasını öngörüyordu. White planı ise piyasalara müdahalenin nihai amacının piyasaların serbestliğinin gerçekleştirilmesi olması gerektiğini düşünüyordu.⁸⁹ Keynes tasarladığı çok taraflı ödeme sisteminin gerçekleşmesi için bir Kirling birliğinin kurulmasını öngörmüş ve uluslararası ödemelerin ülkelerin merkez bankaları arasında bancor adı verilen uluslararası rezerv ile saptanmasını ön görmüştür. Bu sistemde ödemeler dengesi fazla veren ülkeler dış dengeyi sağlamak için çaba gösterecek ve ticaretin daraldığı dönemlerde ithalat engellerini kaldırarak ravalüasyon yapıcaklardı. Ancak Keynes planının kabul görmemesi bu düzenlemeleride geçersiz kılmıştır. White planı doğrultusunda Dünya Bankası, gelişme yolundaki ülkelerin projelerine destek veren bir banka olarak, ülkelerin pazarlarını geliştirmek ve uluslararası ticarete yer almalarını sağlamaya çalışmıştır. Bu bağlamda IMF' nin kuruluş amacı ise dünyanın parasal ilişkilerini düzenlemek ve üyelerden birisinin karşılaşacağı ödemeler dengesi krizini, ithalat kısıtlamalarına gitmeksizin aşabilmesi için ona destek sağlamak olacaktı. Bu amaçlar doğrultusunda her iki kurumun da kapitalizmin temel önermelerinden birisi olan 'Uluslararası ticaret uluslararası refahı artırır' ilkesinin yaşama geçirilmesine hizmet amacına hizmet ettiğini görmekteyiz.⁹⁰

Sonuç olarak Bretton Woods sisteminin işleyişinde ise White ve Keynes planlarının yayınlanmasından sonra iki tarafın görüşlerinin de yer aldığı ancak ABD görüşlerinin hakim olduğu bir yapı oluşturulmuştur.

Sistemin yapılandırma sürecinde düzenlenen Para Fonunun kuruluş amacı ana sözleşmenin birinci maddesinde aşağıda belirtilen altı nokta da özetlenmiştir; Uluslararası

⁸⁸ B. Mark Smith, **A History Of The Global Stock Market**,s.145

⁸⁹ Mahfi Eğilmez, **IMF'nin 60 yılı** ,Radikal Gazetesi, 15 Temmuz 2004

⁹⁰ Mahfi Eğilmez,**age**.

parasal işbirliğini teşvik etmek, Uluslararası ticaretin gelişmesini ve dengeli büyümesini kolaylaştırmak, Kambiyo istikrarını teşvik etmek ve üyeler arasında düzenli kambiyo ilişkileri sağlamak, Üye ülkelerin aralarındaki cari işlemlerin yürütülebilmesi için çok yönlü bir ödemeler sisteminin kurulması ve dünya ticaretini daraltıcı kambiyo kontrollerinin kaldırılmasını desteklemek, Fon kaynaklarını işlevsel dağıtarak dış ödemeler dengesizliklerin düzeltilmesi, yukarıda sayılan amaçlara paralel olarak üye ülkelerin uluslararası ödemeler dengelerinde meydana gelebilecek dengesizliklerin derecesini azaltmak ve süresini kısaltmak.⁹¹

Bretton Woods konferansı ile başlayan ve 1973 yılında altının konvertible özelliğinin kaybettiği döneme kadar IMF para sistemi uygulanmıştır. Bretton Woods sistemine göre ABD, doların değerini altına bağlamış ve 1 ons= 31 gram altının fiyatı 35 dolar olarak belirlenmiştir. Diğer alınan kararlar ise,

- Dolar ve altın arasında tam konvertibilite vardır.
- Her ülke parası dolara bağlanmıştır.
- +/-% 1 dalgalanma marjı kabul edilmiştir.
- % 10'u aşan devalüasyonlar IMF'nin iznine tabi tutulmuştur.
- Ülkeler fon da sahip oldukları kotanın %25 ini otomatik olarak çekebilirler.

Böylece, IMF gözetiminde, bir çeşit ayarlanabilir sabit kur sistemi oluşturulmuş ve dolar rezerv parası, müdahale parası ve değer standardı gibi işlevler kazanmıştır. Federal Rezerv Bankası ise Dünya Merkez Bankası gibi bir görünüme girmiştir. Sistemin ABD'ye en büyük getirisi ise ABD'ye ithalatını para basımı yoluyla finanse etme şansını yaratmasıdır.

IMF'nin fonksiyonu öncelikle para politikalarıdır, ve Dünya Bankası gibi kalkınma kurumu değildir, ancak 2 kurumun uyumlu çalışması Bretton Woods yapısı, üyeleri, sahipleri ve müşterileri açısından önemlidir. Uluslararası finansal sistemin üyeleri arasında istikrarlı bir politika çerçevesine gerek vardır. Geçmişte bu görev G-7 tarafından yürütülürken, o dönemde

⁹¹ Gül Günver Turan, **Uluslararası Para Sistemi Dünü ve Bugünü**, s.90

tamamen evrensel bir kurum tarafından ve IMF çerçevesinde yürütülmesinin daha iyi olacağı düşünülmüştür.⁹²

IMF'nin varoluş sebeplerinden biri de para politikalarının devletler arasında ticaret savaşı aracı olarak kullanılmasını önlemektir. Bu anlamda, WTO tarafından ticaretin serbestisi istikrarlı ve etkin bir ekonomik reform ve uyum politikalarının önemli bir yapıtaşdır. Bu sebeple WTO'yu kuran antlaşma daha tutarlı bir ekonomik politika üretimi için IMF ve Dünya Bankasıyla işbirliğini öngörür.⁹³

2.1.5 Bretton Woods Sisteminin Sonlanması

Savaş sonrası ekonomik düzenin oluşturulması 3 başlıkta değişiklikler gerektirmiştir bunlar; kur politikaları, ticaret politikaları ve yatırımlar olarak sıralanabilir.⁹⁴

Bretton Woods' la amaçlanan sabit kur sistemi, II. Dünya Savaşı sonlarında özellikle Alman Markı ve Japon Yeninin dolar karşısında düşük değerlenmesi ile talep oluşturması işleyişinde sorunlar yaratmaya başlamıştır. Savaş sonrasında Sovyetler Birliği ve diğer sosyalist devletlerin ellerinde bulundurdukları dolarları Avrupa bankalarına yatırması ile oluşan Eurodolar piyasası, genişlemiş ve ABD'nin ödeme açıkları vermesine neden olmuştur.⁹⁵ ABD'nin büyüyen dış açıkları ve ABD' den Avrupa'ya başlayan sermaye akımı , Doların altına konvertibilitesine olan güveni sarsmış, diğer ülkelerin altın ile bağımsız bir pozisyon sağlaması ve doların devalüasyonu durumunda altının fiyatının değerleneceği düşüncesi ile dolardan altına kaçış başlamıştır. Bu durumun ABD'nin altın rezervleri üzerinde baskı oluşturması ve 1970'ler de doların iyice zayıflamasıyla , sanayileşmiş ülke paralarının dalgalanmaya bırakılacağı ve Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü olacak sürece gelinmiştir.

Sistemin son dönemlerinde, ABD ödeme bilançosunun sürekli açık vermeye başlaması ile başlayan altına kaçış süreci sonucunda ABD altın rezervleri azalmaya başlamış ve artan altın talebi sonucunda 1960 yılında serbest piyasada altının ons fiyatı 35 dolardan 40 dolara kadar yükselmiştir. Bu dönemde ABD' nin altın rezervlerinin hızla eriyeceği düşüncesi ile oluşturulan altın havuzunda altının 35 doların üzerine çıkması durumunda serbest piyasaya

⁹² Jaime Reis, **International Monetary Systems In Historical Perspective**,s.618

⁹³ Jaime Reis **a.g.e** s. 619

⁹⁴ Orin Kirshner, **The Bretton Woods- GATT System**, M.E.Sharpe, Inc, New York, 1996,s.84

⁹⁵ Cevdet Erdost, **IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye**, Savaş Yayınları, Ankara, 1982, s.55

altın satılması kararlaştırılmıştır.⁹⁶ Ancak bu yöntemde doların gücünü kaybetmesini engelleyememiş ve ülkelerin altın havuzunu bırakmalarıyla birlikte çift altın fiyatı uygulamasına geçilmiştir. Bu sistemde fiyat belirlemesi piyasada oluşan arz ve talebe göre belirlenmiştir. Ancak önceki sayfada belirtilen ABD dolarının altın, mark ve japon yeni üzerindeki değerlenmesi bu dönemde gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler neticesinde ABD, Avrupa ülkelerine paralarını revalüe etmeleri konusunda ısrarda bulunmaya başlamıştır ve İngiliz Sterlinin 1967 yılında devalüe edilmesiyle başlayan süreçte diğer Avrupa ülkeleri de paralarının değerlerini belirli oranlarda yükseltmeyi kabul etmişlerdir.

Bu uzlaşmanın sağlanması ile birlikte 1971 tarihinde Washington Smithsonian Institute' de On' lar grubu ülkelerinin (ABD, Kanada, İngiltere, Federal Almanya, İtalya, Belçika, Hollanda, İsveç, Japonya, Fransa) katıldığı bir anlaşma yapılmış ve uluslararası sabit kur sistemi yeniden başlamış ancak dalgalanma sınırları genişletilmiştir. (%+-2.5) Smithsonian anlaşması ile alınan kararlarda Amerikan dolarının %8 oranında değerinin düşürülmesine izin verildi ve altının ons başına fiyatı 38\$ a yükseltildi.⁹⁷ Bu anlaşma sonrası alınan kararlar da uluslararası para sistemini düzenlemeye yeterli olmamış ve ABD' nin kendi dolarını arttırmaya devam etmesiyle birlikte sabit döviz kurları savunulamaz hale gelmiştir.

Bunun sonucu olarak doların ikinci kez devalüasyonuna rağmen anlaşma mart 1973 tarihinde sona ermiştir.⁹⁸ Smithsonian düzenlemelerinin son bulmasında Amerikanın iç zorluklarından kaynaklanana sebepler nedeniyle Nixon' ın Amerikayı altın standardından çıkarması gösterilebilir. Nixon' ın dalgalı kur sistemini desteklemesi ve 1973 Mart itibariyle dünyanın önde gelen ülkelerinin kurları dalgalanmaya bırakması sabit kur sisteminin tamamen çöktüğünü göstermektedir.⁹⁹ 1975 yılında birçok ülkenin dalgalı kur sistemine geçmesi uluslararası ekonomik düzenlemelerde yeni bir sistemin başlangıcı anlamına gelmektedir.

Esnek kurlar 1 nisan 1978' de yürürlüğe giren jamaika anlaşması düzenlemeleri ile yasallaşmıştır. Jamaika anlaşması ile üye ülkelerin döviz düzenlemelerine daha fazla izin

⁹⁶ Süren Baltaoğlu, **Para Sistemleri Tarihi**, s.38

⁹⁷ Cynthia Clark Northrup, **The American Economy** 'A historical encyclopedia', ABC-CLIO, USA, S.260

⁹⁸ <http://cij.inspiring.com/?tag=smithsonian-agreement>

⁹⁹ Cynthia Clark Northrup, **The American Economy**, S. 261.

verilmiş, IMF' in sorumluluğu genişletilmiş, SDR' nin önemi vurgulanmış ve IMF' e üye ülkelerin bilanço düzensizliklerine karşı hareket serbestesi tanınmıştır.¹⁰⁰

Uluslararası para sisteminde yönetimli dalgalanma süreciyle başlayan dönemde sermaye kontrolleri azaltılmış, WTO ve GATT uygulamalarıyla da yüksek gümrük duvarları yerine uluslararası sermaye hareketleri önündeki engeller kaldırılmaya başlanmıştır. GATT sisteminin gelişimi II. Dünya Savaşı sonlarına dayanmaktadır. Çok taraflı yapılan gümrük vergisi müzakereleri sonucunda , gümrük vergileri başta olmak üzere diğer sınırlamalarla ilgili düzenlemeler getirildi. Bunun sonucunda her katılımcı ülke için bir gümrük vergisi planı ortaya çıkmış oldu ve bu planla beraber hazırlanan ticaret ayrıcalıklarının bütünlüğünü koruma taslak metni geliştirildi ve GATT' ı oluşturdu. Bu anlaşmada birçok 2'li anlaşmanın da içerdiği antidumping, teşvikler, miktar kısıtlamaları, gümrük vergisi değerleri , telafi edici gümrük vergileri ve devlet ticaretiyle ilgili konuları kapsiyordu.¹⁰¹ GATT taslak metninde yer alan, istihdam, yatırım, sınırlayıcı işletme uygulamaları, ticari mal anlaşmaları gibi konuları içermiyordu. GATT bütün katılımcıların imzasıyla 1 Ocak 1948' de yürürlüğe girdi ve bunu takiben bir protokol de kabul edildi.

Bu protokol daha sonra Dünya Ticaret Antlaşması'yla yer değiştirecek olan geçici bir anlaşmaydı. Havana Konferansı 1947 Kasım'ında gerçekleşti ve 54 ülkenin imzalamasıyla beraber ITO'nun (uluslararası ticaret örgütünün) temeli atılmış oldu. US kongresi tarafından Havana Dünya Ticaret Antlaşmasının kabulü ve uluslararası ticaret örgütüne katılımına izin verilmesi gerekiyordu ancak Havana Antlaşması hiç bir zaman oylanmadı. Yaklaşık 2 sene boyunca sonuç alınamaması sebebiyle, Havana Antlaşması 1950'de takvimden çıkarıldı; bu yüzden Havana antlaşması ve ITO gerçekleşemedi.

Havana Antlaşmasının gerçekleşmemesinin sebepleri şöyle yorumlanıyordu: Korumacılığı savunanlar, çok fazla imtiyaz ve sorumluluk olduğu görüşündeydi ve liberal ticaret anlayışını savunanlara göre, antlaşmada çok fazla istisna ve boşluklar vardı. Pragmatist (faydacılara) göre ise somut ve güncel olarak öne sürdüğü çok az şey bulunmaktaydı.¹⁰²

¹⁰⁰ Nazım Öztürk, **IMF'nin Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri**, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi 57-4 <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/469/5372.pdf> s.110 (05-04-2010)

¹⁰¹ Orin Kirshner, **The Bretton Woods- GATT System**, s.84

¹⁰² Orin Kirshner, **The Bretton Woods- GATT System** s.85

Havana Antlaşmasının başarısızlığının ardından GATT partnerleri biraraya gelerek Havan Charter'in öngördüğü birçok değişikliği GATT maddelerinde yapılan değişikliklere yansıttı. Bundan sonra yapılması gereken çok taraflı liberal ticaret sistemi kurmaktı. Bu amaçla GATT ticaret ilişkilerini düzenleyen en önemli kurum olmuş ve Dünya Ticaret Örgütünün temelini oluşturmuştur.¹⁰³

IMF ve WTO' nun amaçlarıyla uluslararası ticaret de küreselleşme hareketlerinin artması ve sermaye hareketlerinde istenilen yüksek hacimlere ulaşılması hedeflenmiştir. Ancak finansal piyasalardaki bu liberizasyon süreci ve sermaye akımları para ikamesini ortaya çıkarmış, otoritelerin para arzındaki kontrolünü zayıflatmıştır, bu nedenle bağımsız para politikası uygulama imkanı çok zorlaşmıştır.

Esnek kur sistemindeki başarısızlıkların nedenlerini sıralıyacak olursak;

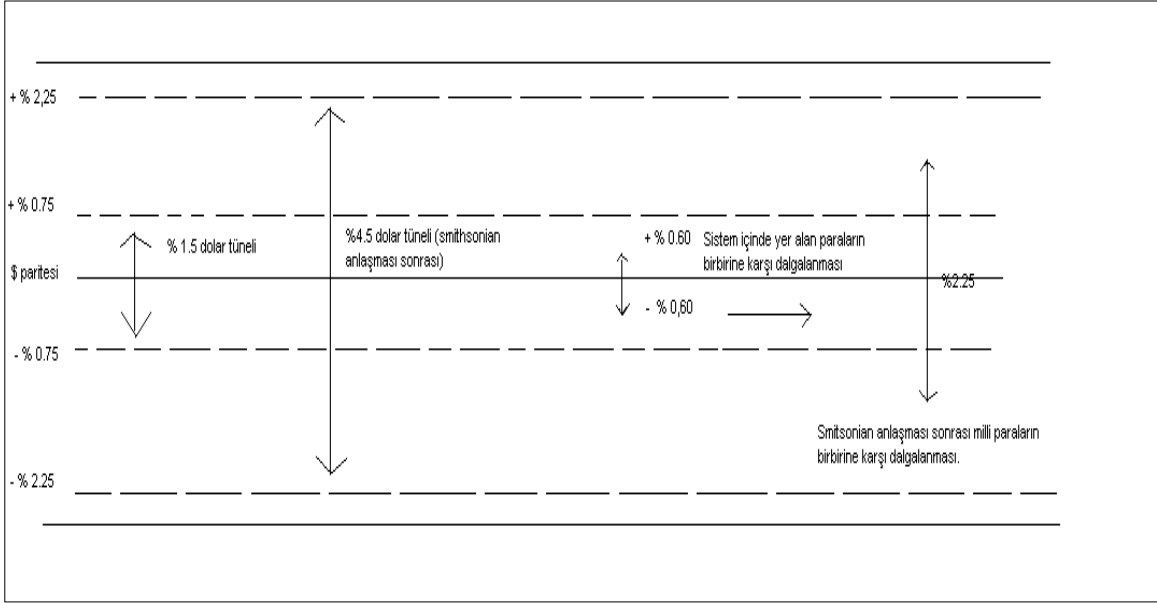
Finansal piyasalarda parasal bir değişikliğin döviz kurlarında aşırı bir değişikliğe neden olması, döviz kurlarındaki bir değişikliğin dış ticaret bilançosu üzerindeki etkilerinin uzun bir gecikmeyle ortaya çıkması, spekülatif hareketlerin kur hareketlerini güçlendirmesi, iktisat politikasında ki değişikliklerin kısa sürede reel döviz kurlarındaki etkisinin farklı olması, ücret endekslemesinin ülke parasının değer kazanması ve enflasyon arasında bir kısır döngü oluşturması gibi nedenleri gösterebiliriz.¹⁰⁴

Tüm bu nedenlerden dolayı kur ayarlamalarında başarılı olunamamış, bu istikrarsız yapının bir düzene sokulması amacıyla, kur ilişkilerinin düzenli yürütülebilmesi için yeni bir para sahası arayışına geçilmiştir.

¹⁰³ Orin Kirshner, **a.g.e**, s.86

¹⁰⁴ Ünal Çağlar, **Döviz Kurları**, s.37

Şekil : 4 Smithsonian anlaşması öncesi ve sonrasında dalgalanma marjları.



2.1.6 Avrupa Para Sistemi (European Monetary System)

13 mart 1979'da İngiltere dışında bütün Avrupa Topluluğu ülkelerinin katılımıyla Avrupa Para Sistemi (EMS) kuruldu ve parasal birliğin ilk adımı atılmış oldu. (İtalya, İspanya, Almanya, Fransa, Belçika Lüksemburg, Hollanda, İrlanda ve Danimarka). 1979 – 1999 arasında uygulanan Avrupa Para Sistemi'nde üye ülkeler arasındaki enflasyon farklılıkları nedeniyle birçok kez ayarlamalar yapılmış bu nedenle sistemin döviz kuru değişmelerini azaltma ve parasal istikrar alanı oluşturması hakkında zaman zaman şüpheler uyandırmıştır ancak genel olarak döviz kuru mekanizmaları başarılı sonuçlar da vermiştir. EMS'nin kurulumdaki temel hedef, ülke içinde ve dışına daha fazla istikrar sağlamaya yönelik politikalar oluşturarak Avrupa'da bir parasal istikrar alanı meydana getirmektir.¹⁰⁵

Avrupa Para Sistemi ile,

- Ortak bir para birimi
- Kambiyo kurlarındaki dalgalanmaları düzenleyen yeni kurallar,
- Üyelere kaynak tahsisini öngören bir fon, oluşturulmak istenmiştir.¹⁰⁶

¹⁰⁵ Ömer Bolat, **Avrupa Para Sistemi**, İ.K. V yayınları, İstanbul, 1990 s.10

¹⁰⁶ Gül Günver Turan, **Uluslararası Para Sistemi Dünü ve Bugünü**, s.233

Bu amaçlarla üye ülkelerin para birimlerinden oluşturulan bir sepete bağlı olarak yeni bir kayıt parası, ‘Avrupa Para Birimi’ yani ECU devreye sokulmuştur. ECU para sistemi ile sistemin önemli parçalarından birini oluşturmaktaydı, paralar arasındaki merkezi kurları belirleyen bir hesap birimi ve bir farklılaşma göstermesi olan ECU müdahale sistemini kolaylaştırmakta, merkez bankalarının eş zamanlı faaliyetlerini sağlamakta ve rezerv para olarak kullanılmaktaydı.¹⁰⁷

EMS’ de önceki sistemlerde görüldüğü gibi kurlar arasında dalgalanma bandı oluşturulmuştur. Para birimlerinin piyasa oranlarının (+/-) yüzde 2.25’den fazla sapma gösteremeyeceği ikili pariteler bulunuyordu ve sisteme yeni giricek paralar için (sterlin, pezeta, escudo) dalgalanma marjı (+/-) yüzde 6 olarak belirlenmiştir.¹⁰⁸ ECU cinsinden rezervler, topluluğa katılan ülkelerin altın ve dolar rezervlerinin % 20 sini Avrupa Parasal İşbirliği Fonu’na aktarmaları karşılığında 1979 yılında 23 milyar olarak yaratılmıştır.¹⁰⁹

Avrupa Para Sisteminin işleyişinde büyük öneme sahip olan “Döviz Kuru Mekanizması” sistemin asıl amaçlarından biri olan parasal istikrar bölgesi yaratılmasında gerekli yapılandırmaları açıklamaktadır. DKM’ nin sabit dalgalanma marjları (tüneldeki yılan) arasında işlem gören kur sisteminden farkı, tüneldeki yılan sisteminde üye ülkelerin döviz kurlarının istikrarı tek tek düşürülüp ele alınırken, yeni sistemde topluluk içi döviz kurları arasındaki ilişkilerin bir bütün olarak düşünülmüş olmasıdır.¹¹⁰

DKM’ de üye ülkeler ulusal paraları için ECU cinsinden bir merkezi değişim oranı belirlemekte ve bu orandan % 6 oranında işlem görebilecekleri, hedef bölge olarak isimlendirilen bir band içinde kalabilmektedirler.

Daha sonra değişim değerleri belirlenen üye ülke paraları arasında döviz kurları oluşturulmakta ve bir ülke parasının band dışına yaklaşması durumunda devreye istikrar politikaları sokulmaktadır.¹¹¹ Bu ayarlamalarla Avrupa Para Sistemi içerisindeki ülkelerin

¹⁰⁷ Ünal Çağlar, **a.g.e**, s.40

¹⁰⁸ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**,s.6

¹⁰⁹ Nur Oğul Keyder, **Avrupa Para Sistemi ECU Kullanılışı Geleceği Ve Türkiye için anlamı**, TÜSİAD İstanbul 1988, s.9

¹¹⁰ Hatice Doğukanlı, **Uluslararası Finans**,s.32

¹¹¹ Vural Fuat Savaş, **Çağımızın Deneyi Euro**, Siyasal Kitabevi,İstanbul, 1999 s.16

enflasyon oranlarını düşürmek ve birbirleri arasındaki farkların azaltılması hedeflenmiştir, 1980'lerin sonlarında artan ekonomik durgunluk ve işsizlik ile döviz kuru ayarlamalarına ihtiyaç duyulmamaya başlanmıştır. Bu dönemde sadece döviz kurlarının istikrarıyla ilgilenilmiş, üye ülkelerin uluslararası ekonomi, para ve maliye kordinasyonunda düzenlemeye gidilmemiştir.¹¹²

2.1.7 Parasal Birliğe Geçiş

Ekonomik entegrasyona geçiş süreci birbirini izleyen aşamalar sonucu kendisini geliştirerek, milli paralar arasında kesin olarak tespit edilmiş sabit kurlar ve tek bir para biriminin uygulamaya konulmasını içermektedir.¹¹³ Parasal birliğin kurulmasında en önemli adım 1988 Hanover zirvesinde ulusal merkez bankalarının katılması ve Delors raporunun sunulmasıyla atılmıştır. Raporda belirtilen ve ortak olarak alınan kararlar;

Sermaye hareketlerinde tam liberalizasyonun sağlanması ve üye ülke ekonomi ve maliye politikalarının birbirine yaklaştırılması, bir Avrupa Para Enstitüsü kurulması ve Parasal Birliğin tamamlanması ile birlikte bu kurumun Avrupa Merkez Bankasına dönüşerek özerk bir şekilde Topluluk para politikasını yönlendirmesi ve Parasal Birlik için gerekli yapısal, yasal ve teknik alt yapı çalışmalarını ve ön hazırlıklarını tamamlamak üzere Avrupa Para Enstitüsü kurulması hakkında olmuştur. Daha sonra bu kararlar Maastricht anlaşmasıyla kesinlik kazanmıştır.

Maastricht anlaşması 1991 yılında 12 AT ülkesi tarafından kabul edilmiş ve birliğin hedefi olan tek para uygulamasına 1999 yılında geçilmiştir. Anlaşmada alınan kararlar; tek pazarı ekonomik ve parasal birliği kurmak, üye ülkelerin uyum içerisinde ilerlemelerini sağlamak, antineflasyonis bir büyüme politikası izlemek, tam istihdam ve sosyal korumayı gerçekleştirmek, yaşam standartını ve yaşam seviyesini yükseltmek, üye devletler arasında sosyal dayanışmayı sağlamak üzerine olmuştur. Alınan bu kararlarla birliğin farklı politik uygulamalardan sıyrılarak ekonomik sistem içerisinde ortak bir para politikası uygulaması hedeflenmiştir.¹¹⁴ Ortak paraya geçecek ülkeler için belirtilen kriterler;

¹¹² Hatice Doğukanlı, **a.g.e**,s 34

¹¹³ www.dtm.gov.tr

¹¹⁴ Havva Tunç, **Uluslararası Ticaret , Para ve Finans**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2004 s.348

- Toplulukta en düşük enflasyona sahip üç ülkenin yıllık enflasyon oranları ile ilgili üye ülke enflasyon oranı arasındaki fark maksimum 1.5 olmalı,
- Üye ülke kamu borçlarının GSYİH'sına oranı %60'ı geçmemeli,
- Üye ülke bütçe açığının GSYİH'sına oranı %3'ü geçmemeli,
- Herhangi bir üye ülkede uygulanan uzun vadeli faiz oranları 12 aylık dönem itibariyle, fiyat istikrarı alanında en iyi performans gösteren 3 ülkenin faiz oranını 2 puandan fazla aşmamalı,
- Son 2 yıl itibariyle üye ülke parası diğer bir üye ülke parası karşısında devalüe edilmiş olmamalı şeklinde belirlenmiştir.¹¹⁵

Parasal birliğe geçiş sürecinin son safhasında ecu para biriminin yerine geçecek ve tek bir para birimi olarak kullanılacak euro devreye sokulmuştur. Avrupa Para Enstitüsü'nün yerini Avrupa Merkez Bankasına bıraktığı bu dönemde katılımcı ülkelerin paralarının kendi aralarındaki döviz kuru sabitleştirilmiştir. Kurulan bu merkez bankasının ulusal hükümetlerden bağımsız olarak çalışması ve üye ülkelerin para ve kambiyo politikalarını yürütmesi sağlanacaktır, bunun yanında Parasal Birliğin dışında kalan AB ülkeleri de ekonomik yapılanmanın izin verdiği andan itibaren Para Birliği'ne katılacaktır.¹¹⁶

Euroya geçiş süreci üç aşamada gerçekleşmiştir,

İlk aşamada; para birliğine katılacak ülkelerin tesbiti, Avrupa Merkez Bankası Sistemi oluşturulması, para birimlerinin değiştirilmesine ilişkin mevzuatın oluşturulması, mali piyasa ve bankacılık sektöründe tek para birimine geçiş için hazırlıkların hızlandırılması,

İkinci aşamada; Dönüşüm kurlarının geri dönülmez bir şekilde sabitleştirilmesi, Para politikası konusunda sorumluluğun AMB'ye devri EURO'nun kaydi para ve hesap birimi olarak yürürlüğe konması, vadesi 1.1.2002 tarihini aşan yeni hazine bonolarının EURO cinsinden piyasaya çıkartılması.

¹¹⁵ www.dtm.gov.tr

¹¹⁶ Bedriye Tunçsiper, **Avrupa Birliğinin Ekonomik Parasal Birlik Hedefi ve Türkiye**, S.109
<http://sbe.balikesir.edu.tr/dergi/edergi/c1s1/makale/c1s1m7.pdf> (14.04.2010)

Üçüncü aşama ise; Euronot ve madeni paraların en geç 1.1.2002' de tedavüle çıkarılması, en geç 1.7. 2002 tarihinde Euro'nun tamamı ile milli paralar yerine kullanılması, milli banknot ve madeni paraların yasal geçerliliğini yitirmesi şeklinde yapılandırılmıştır.¹¹⁷

Tablo 14: 1 Ocak 1999 Tarihinde Bazı Ülke Paralarının Euro Karşılığı Değerleri

Para Birimi	1 Euro =	Para Birimi	1 Euro =
Belçika Frangı	40.3399	Amerikan Doları	1.17
Alman Markı	1.95583	Japon Yeni	134,54
İspanyol Pezetası	166.386	İsviçre Frangı	1.61
Fransız Frangı	6.55957	İngiliz Sterlini	0.7
İrlanda Puntu	0,787564	Danmarka Kronu	7.47
İtalyan Lireti	1936.27	Kanada Doları	1.55

Kaynak: TCMB <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/eurojan.html> (26.05.2010)

Euro ya geçiş ile birlikte katılımcı ülkeler de beklenildiği gibi ekonomik büyümeye ve refah artışına katkısı durumunda, fiyat istikrarının sağlanmasıyla birlikte tek paranın gerek birlik içerisinde gerek birlik dışarısında dış ticareti arttırıcı şekilde etkide de bulunması düşünülmüş, bunun yanında parasal birlik üyesi ülkeler arasındaki ticari ve mali işlemlerde birden fazla para biriminin kullanılmasının getirdiği maliyetlerin ortadan kalkması gibi bir avantaj doğurmuştur.¹¹⁸

Aşağıdaki Tablo 15' deki oranlara göre euro ya geçiş sonrası IMF'nin tahmini büyüme rakamlarının altında kaldığı görülmektedir. Buna dünya ekonomisindeki genel durgunluk ve Maastricht Sözleşmesi'nin kısıtlayıcı politika uygulamaları neden olarak gösterilebilir.

¹¹⁷ <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/konjokturizlemedb/ekopar.doc>

¹¹⁸ Defne Ata, Serkan Silahşör, **Parasal Birlik Avrupa Para Birliği Ve Türkiye**, Hazine Müsteşarlığı, Ankara, 1999,s.127

Tablo 15: Euro sonrası birlik içi temel göstergeler

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Yıllık Yüzde Değişmeler					
GSYİH	1,6	0,8	0,5	1,8	2,0	2,4
Armonize Tüketici Fiyatları	2,4	2,3	2,1	2,1	1,9	1,6
İşsizlik ^a (işgücünün yüzdesi olarak)	8,0	8,5	8,9	8,9	8,8	8,6
Bütçe açık ve fazlası ^b (toplam işgücünün yüzdesi olarak)	-1,7	-2,4	-2,7	-2,7	-2,3	-2,2

Kaynak: www.euro-frame.org

Tek paraya geçiş ile işlem maliyetlerinin azalması ile birlikte, euro bölgesindeki ülkelerin uluslararası ticarete euroyu ödeme birimi olarak seçmeleri euronun uluslararası kullanımını arttıracak ve euro, hem kamu sektörü hemde özel kişilerin portföyünde rezerv para olarak daha büyük ölçüde bulunacaktır.¹¹⁹ Euronun bir diğer etkisinde döviz piyasalarında ortaya çıkacaktır. Doların araç para olduğu piyasalarda euro doların yanında ikinci önemli araç para olacak ve maliyet hesaplamaları yanında döviz kuru riski hesaplamalarını da etkileyecektir. Euro ya geçiş tarihinden günümüze kadar geçen süre içinde yapılan tahminlerin gerçekleştiğini görmekteyiz, euro istenilen rezerv para olma özelliğini yakalamış uluslararası ticaret alanında kullanımı yüksek alanlara ulaşmıştır.

Aşağıdaki Tablo 16' da euro ve diğer ülke paralarının toplam döviz rezervleri içindeki oranları gösterilmiştir. Euroya geçişle birlikte hedeflenen ekonomik büyüme ve GSYİH oranlarındaki artışlar günümüzdeki görüntüye göre değerlendirildiğinde farklıklar göstermektedir. EMU'nun yaratılmasından sonra GSYİH için beklenen yüksek büyüme oranlarına ulaşamamış, bununla birlikte işsizlik oranları da düşük büyüme oranları nedeniyle yüksek olmuştur.

¹¹⁹ Vural Fuat Savaş, **Çağımızın Deneyi Euro**, s.157

Tablo 16: Dünya Döviz rezervleri tarihsel dağılımı.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
US dolar	62.1%	65.2%	69.3%	70.9%	70.5%	70.7%	66.5%	65.8%	65.9%	66.4%	66.7%	64.1%	64.1%	61.5%
Euro				17.9%	18.8%	19.8%	24.2%	25.3%	24.9%	24.3%	25.2%	26.3%	26.4%	28.1%
German Mark	14.7%	14.5%	13.8%											
Pound Sterling	2.7%	2.6%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	2.9%	2.6%	3.3%	3.6%	4.2%	4.7%	4.0%	4.2%
Japanese Yen	6.7%	5.8%	6.2%	6.4%	6.3%	5.2%	4.5%	4.1%	3.9%	3.7%	3.2%	2.9%	3.1%	3.0%
French Franc	1.8%	1.4%	1.6%											
Swiss Franc	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
Other	11.7%	10.2%	6.1%	1.6%	1.4%	1.2%	1.4%	1.9%	1.8%	1.9%	1.5%	1.8%	2.2%	3.1%

Kaynak: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>

2.2 Döviz Kuru Sistemleri

Uluslararası harcamaları göz önünde bulundurarak, her ülke bir harcamalar sistemi seçmek zorundadır. Döviz kurunun çeşitli derecelerde flexibilitesi mümkünken, bu ülkenin ekonomi politikalarının amaçlarına ve hangi ekonomik sistemin tercih edildiğine bağlıdır. Döviz kuru politikaları, ilk olarak, bir döviz kuru sistemi seçeneğini gerektirir ve ikinci olarak eğer sabit döviz kuru ya da esnek ayarlanabilir bir döviz kuru sistemi seçildiyse, döviz kurunun düzeyi konusunda bir karar alınır.¹²⁰

Döviz kuru oranını savunan veya döviz kuru oranını istenilen yöne götürecektir düzenlemeler döviz kuru politikası altında incelenir. Tam esnek ve sabit kur sistemi iki uç döviz kuru sistemini oluşturmakta bunların arasında ise esneklik derecelerine göre farklı sistemler yer almaktadır.

Bir çok durumda, fiyat sabitliği (price stability) döviz kuru politikalarının önemli bir sonucudur ve uluslararası ödemelerde büyük dengesizliklere yol açılmasından kaçınılması hedeflenir. Temel olarak, flexible rate (esnek) ve free-floating (serbest-dalgali) sistemler daha çok uygulanmaktadır. Esnek (Flexible) oranlar dışarıda olan enflasyonu sınırla tutarken

¹²⁰ Hans Visser, **A Guide To International Monetary Economics**, Edward Elgar Publishing, U.S.A Massachusetts, s.123

uluslararası harcamalar her zaman dengede sağlanmış olur. Buna ek olarak, eğer serbest dalgalı sistem varsa, bu esnekliğin bedeli büyük olabilir ya da sık görünen döviz-kuru dalgalanmaları olabilir ki bunlar da ticari işlemler ve yatırımcılar için istenilmeyen durumlardır.

Eğer esnek kur dış kaynaklı enflasyonunu ihraç etmeyi önlemek için bir araç olarak kullanılırsa, sabit kurlar da zaman zaman yerel kaynaklardan oluşan enflasyonu önlemek için kullanılır. Bu çözüm özellikle düşük enflasyon oranlı ticaret partnerleri olan küçük ülkeler için çok caziptir. Eğer para politikası otoriteleri bir politikayı sıkıca takip ediyorlarsa ve bu sayede insanların güvenini kazanmışsa sonuçta daha iyiye giden bir döngü oluşmuş olur. Eğer insanlar otoritelerin anti-enflasyonel rotadan tereddüt etmeyeceğini düşünürse, bu duruma göre kendi hareketlerini düzenleyecek ve örneğin, aşırı ücret taleplerinden kaçınacaklardır. Bunun sebebi, aşırı ücret taleplerinden doğan işsizliğin sonucunda otoritelerin gevşek para politikalarına başvurmalarını gerçekleştiremeyeceğinden emin olunmasıdır. Borç verenler de enflasyonun düşük kalcağına güvenirlir ve bu yüzden yüksek nominal faiz oranları talep etmezler.¹²¹

Otoriteler açısından uygulanacak çözüm döviz kurunu belirli bir seviyede tutmak bu sayede amaçlarına ulaşmada yardımcı olacak bir araç haline dönüştürmektir. Döviz kuru aynı zamanda bir ülkenin dünya pazarlarında rekabetçi pozisyonunun geliştirilmesinde bir araçtır. Ancak bu, yerel kurun dışarıda düşük değere sahip olmasını gerektirir. Bunun yanında uluslararası sermaye akışı, ülke ödemeler dengesinde açık olmasına rağmen, ülkenin döviz kurunu sürdürmesine yardımcı olur. Diğer taraftan uluslararası sermaye akışları belirli para politikaları ve döviz kuru politikalarına da zarar verebilir.

Uluslararası finansal piyasalarda, değişik ülke para birimlerinin işlem görmesi döviz piyasalarını oluşturmuş ve döviz sistemleri ayarlamalarını gerekli kılmıştır. Amerikan dolarının liderlik ettiği döviz piyasalarında euro 1999 yılında işlem görmesinden sonra ikinci sıraya gelmiştir.¹²² Aşağıdaki tablo 16'da döviz kurlarının uluslararası piyasalarda kullanım oranları gösterilmiştir.

¹²¹ Hans Visser, **A Guide To International Monetary Economics**, s.124

¹²² Horst Siebert, **International Exchange Rate Systems**, Kiel Working Paper, 2006, s.3
se1.isn.ch/serviceengine/Files/ISN/101864/...89DB.../kap1288.pdf (01.04 2010)

Tablo 17: Döviz piyasalarında kur dağılım oranları (= 200)

	2001	2004 ²	2007
US dollar	90.3	88.7	86.3
Euro	37.6	36.9	37.0
Yen	22.7	20.2	16.5
Pound sterling	13.2	16.9	15.0
Swiss franc	6.1	6.0	6.8
Australian dollar	4.2	5.9	6.7
Canadian dollar	4.5	4.2	4.2
Swedish krona	2.6	2.3	2.8
Hong Kong dollar	2.3	1.9	2.8
Norwegian krone	1.5	1.4	2.2
New Zealand dollar	0.6	1.0	1.9
Mexican peso	0.9	1.1	1.3
Singapore dollar	1.1	1.0	1.2
Won	0.7	1.2	1.1
Rand	1.0	0.8	0.9
Danish krone	1.2	0.9	0.9
Rouble	0.4	0.7	0.8
Zloty	0.5	0.4	0.8
Indian rupee	0.2	0.3	0.7
Renminbi	0.0	0.1	0.5
New Taiwan dollar	0.3	0.4	0.4
Brazilian real	0.4	0.2	0.4
All currencies	200.0	200.0	200.0
Emerging market currencies ³	16.9	15.4	19.8

Kaynak: Bis, Foreign exchange and derivatives market activity in 2007

Tam esneklik ve sabit kur sistemleri arasında farklı uygulamalara sahip olan döviz kuru sistemleri; sabit, gözetimli, aralık içinde dalgalanmalar ve kaygan aralık, yönlendirilmiş sabit aralık, yönlendirilmiş sabit parite, ayarlanabilir sabit kur sistemi, para kurulu, tam dolarizasyon olarak sınıflandırılabilir.

2.2.1 Serbest Dalgalanma

Serbest dalgalanma uygulamasının yapıldığı kur sistemlerinde döviz kurları, piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenmektedir. Döviz piyasasına yapılan müdahaleler kurların istenilen düzeyde oluşmasını sağlamak yerine, piyasadaki olumsuz dalgalanmaların önüne geçmek ve agresif değişimleri daha ılımlı hale getirmek için yapılmaktadır.¹²³ Kur yönetiminin esnek bir yapıda olduğu bu sistemde para politikaları etkinliğini arttırmakta, bunun yanında dış ekonomik etkilerin yaratacağı belirsizlikler ve riskleri arttırıcı bir etkiside bulunmaktadır.

¹²³ K.Azim Özdemir, Gülbin Sahinbeyoglu: **Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**, TCMB ,Ankara,2000,s. 2.

2.2.2 Band İçerisinde Dalgalanma

Sabit kur sistemine esneklik sağlayan bu sistemde, döviz kurları sabit paritelere bağlı olarak sürdürülmekte ancak izin verilen sınırlar dahilinde dalgalanmaya bırakılmaktadır. Sistemde döviz kurları piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenmekte olup, döviz kurunun bu sınırları aşma tehlikesi durumunda bant ayarlamaları yapılmaktadır.¹²⁴ Sistem de dar olarak belirlenen band aralıkları istikrarsızlığı ve spekülasyonu beraberinde getirebilmekte, ayrıca bu aralığın sürdürülebilir olması için gerekli olan istikrarlı kur bandları devamlı ayarlamalara gidildiği dönemlerde güvensizlik ortamı yaratmaktadır. Bu sisteme benzer olarak uygulanan kaygan aralık (sliding bar) sisteminde ise bir önceki sistemden farklı olarak, aralığın ortalama değeri (merkez kur) sabitlenmemiştir. Bu ortalama değer belli olmayan sürelerle ayarlanmaktadır.¹²⁵

2.2.3 Gözetimli Dalgalanma (Managed Float)

Gözetimli dalgalanma sisteminde para otoritesi, döviz piyasasına önceden belirlenmiş bazı ekonomik göstergelere bağlı olarak müdahale etmektedir. Bu müdahale kendi karar alma mekanizması doğrultusunda önceden taahhüt etmeksizin gerekli gördüğü durumlarda gerçekleşmektedir. Bu sistemle serbest dalgalı kur sisteminde oluşan olumsuzlukların ortadan kaldırılması hedeflenmekte ve para otoritesine gerekli ekonomik koşullar oluştuğunda müdahale etme özgürlüğü verilmektedir.

Esnek kur sistemlerinde para otoritesi müdahalelerinin yer aldığı diğer bir sistem olan kirli dalgalanmada ise, gözetimli dalgalanmadan farklı olarak para otoritesi döviz kurunu suni bir düzeyde tutmak için müdahalelerde bulunur ve bu sistemle piyasa kurlarından farklı sonuçlar ortaya çıkabilir.¹²⁶

2.2.4 Yönlendirilmiş Sabit Aralık (Crawling Band)

Bu sistemde ise ülke parasının değeri, daha önceden belirlenmiş ve ilan edilmiş sabit küçük miktarlarda veya daha önceden belirlenmiş sabit değer seçilmiş ekonomik göstergeler

¹²⁴ Süren Baltaoğlu, **Para Sistemleri Tarihi**,s.61

¹²⁵ K.Azim Özdemir, Gülbin Sahinbeyoglu: Alternatif Döviz Kuru Sistemleri, s. 3

¹²⁶ Nevzat Güran, **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları , 1987, İzmir, s.106

ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Sabit kur sistemine oranla daha esnek bir yapıda olan yönlendirilmiş sabit aralık sisteminin farkı para değeri üzerinde baskı oluşması durumunda gerekli ayarlamaların bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılıyor olması ve bu ayarlamalar arasında belirlenen limitler içinde dalgalanmasına izin verilmesi olarak gösterilebilir.¹²⁷

Bu sisteme benzer bir diğer uygulama olan yönlendirilmiş sabit parite sistemi ise, (Crawling Peg) daha katı bir yapıya sahip olmakla birlikte alışılmış sabit kur sistemleri ile karşılaştırıldığında, bu sistemlerden farklı olarak sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda, gerekli ayarlamaların bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapıldığı bir sistemdir. Bu nedenle bu sistem, yönlendirilmiş sabit aralık sistemin avantajlarını ve dezavantajlarını beraberinde getirmekte, bunlara ek olarak, aralığın olmaması nedeniyle belirsizliklerin daha az olduğu bir uygulamadır.¹²⁸

2.2.5 Para Kurulu (Currency Board)

Para kurulu, belli bir yabancı para cinsinden sahip olduğu varlıklarla orantılı miktarda dolaşıma para çıkarabilen, bu paraları her istediğinde ve sabit bir kur üzerinden söz konusu yabancı paraya, yabancı parayı ise ulusal paraya çevirme yükümlülüğünü üstlenmiş bulunan bir kuruluş şeklinde tanımlanan ve bu sayede merkez bankasının düzenlemelerine son veren bir kurumdur.¹²⁹

Para Kurulu, esas olarak döviz rezervi karşılığı sabit kur üzerinden para çıkaran oldukça basit bir kurumdur ve bu sistemde para arzı katı kurallara bağlanarak hükümetlerin para otoritesi üzerindeki yetkileri tamamen kaldırılır. Bu nedenle sistemde, bütçe açıklarının para basarak finanse edilmesi imkanı ortadan kalkmaktadır.¹³⁰

Para kurulu, merkez bankası müdahalelerinde olduğu gibi açık piyasa işlemleri ve reeskont kredisi gibi araçlarla parasal tabanı değiştirerek para politikası yürütemez ve hiçbir özel veya kamu kuruluşuna kredi veremez. Banka sistemi ya da özel sektör para taleplerini

¹²⁷ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**,s.14

¹²⁸ K.Azım Özdemir, Gülbin Sahinbeyoglu: **Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**,s.5

¹²⁹ Hasan Aykın, **Fiyat İstikrarı İçin Önerilen Alternatif Bir Kurum: Para Kurulu (Currency Board)**, Maliye Dergisi, Sayı 136, s.2

¹³⁰ Hasan Aykın,**age**,s2

karşılama için kurula sabit kurdan döviz sattıkları zaman parasal taban artar; özel sektör ödemeler dengesi açığını finanse etmek için döviz satın aldığı parasal taban azalır.¹³¹

2.2.6 Dolarizasyon

Dolarizasyon kavramı tam dolarizasyon ve kısmi dolarizasyon olarak iki türde incelenmektedir. Tam dolarizasyonda, bir ülke parasını tamamen terk edip, yabancı bir para birimini resmi para olarak kullanırken, kısmi dolarizasyon; bir ülkede ekonomik birimlerin, yüksek enflasyon ortamında ulusal paranın değerini korumak amacıyla, ulusal para cinsinden finansal varlıklar yerine yabancı para cinsinden finansal varlıklara yönelmesi olarak karşımıza çıkmaktadır.¹³²

Dolarizasyonun ortaya çıkmasında enflasyon dışında diğer önemli bir unsur ise düzenleyici çerçevedeki aksaklıklar ve piyasa eksikleri olarak görülmektedir. Yabancı para cinsinden mevduatlara tam mevduatı kapsıyacak şekilde bir devlet garantisi verilmesi durumunda bankaların iflas etmesi söz konusu olursa, yabancı para mevduat sahipleri ödememe riskine karşı korunmuş olmaktadır. Bu tür bir yapı, aynı zamanda, bilançolar da ki yabancı para mevduatının değerini garanti ettiği için, bankaların piyasa değerini yükseltmekte, bu nedenlerle finansal sistem ya da bankacılık sisteminin, ulusal para karşısında yabancı parayı daha cazip kılıcı uygulamalara yönlendiğiyle dolarizasyon teşvik edilmektedir.¹³³

Tablo:18 Alternatif Döviz Kuru Sistemleri

Sistem	Temel Özellikler	Olumlular	Olumsuzlar
Serbest Dalgalanma	Döviz Kuru Serbest Piyasada belirlenir ve merkez bankası müdahalesi yoktur.	Nominal döviz kurundaki değişim içsel ve dışsal şokların gerektirdiği aramaları yansıtır	Yüksek oranlı dalgalanmalar kaynak dağılımı olumsuz etkiler. Para politikası döviz kuru dışında bir nominal çipa çerçevesinde şekillenir.

¹³¹ Hasan Aykın, *age*, s.3

¹³² Süreyya Serdengeçti, *Dolarizasyon- Ters Dolarizasyon*, TCMB, 2005, Eskişehir, s.2

¹³³ Süreyya Serdengeçti, *a.g.e.*, s.7

Sistem	Temel Özellikler	Olunulular	Olunsuzlar
Gözetimli Dalgalanma	Kur sistemi Merkez Bankası gözetimi altında gerekli şartlar oluşması durumunda müdahaleye açıktır.	Döviz Kurlarındaki Aşın Hareketlilik Önlenebilir.	Merkez bankasının müdahalelerinin önceden belirlenemeyişi piyasalarda belirsizliğe neden olabilir.
Aralık İçinde Dalgalanma	Döviz kuru belirlenen aralıklar dahilinde serbest olarak dalgalanır. Aralık oranına piyasa şartlarına göre müdahale edilebilir.	Dalgalanmalar aralık dahilinde gerçekleştiği için piyasa riskleri indirgenmiştir.	Aralığın çok dar olduğu ve makro politikaların sisteme uyumlu olmadığı durumlarda uygulama istikrar önleyici olabilmektedir.
Gözetimli Dalgalanma	Merkez bankası gözetimleri ve gerekli durumlarda müdahaleleri ile kurlar piyasa koşullarında oluşur	Döviz kurlarındaki aşın hareketlilik engellenmektedir.	Merkez bankasının hareketinin şeffaf olmayışı piyasalarda belirsizliğe neden olabilmektedir.
Yönlendirilmiş Sabit Aralık	Aralık sisteminde merkez paritenin zaman içinde ayarlanmasıdır. Ayarlama geçmiş veya gelecekteki enflasyon tahmini oranlarına göre yapılmaktadır.	Yüksek enflasyonlu ülkelerde aralık sisteminin uygulanmasına, merkez parite de yüksek oranlı ayarlamalar yapılmaksızın, olanak tanır.	Enflasyon oranının yanlış belirlenmesi ulusal paranın aşın değerlendirilmesine ve spekülasyon baskılara yol açabilir.
Para Kurulu	Kesin kurallara bağlanmış sabit kur sistemidir. Para otoritesi yerli parayı yalnız yabancı para girişi karşılığı basmaktadır	Kredibilite unsurunu en çoklayıcı bir sistemdir ve "zaman tutarsızlığı" sorununu ortadan kaldırır.	Sistemde, bütçe açıklarının para basarak finanse edilmesi imkanı ortadan kalkmaktadır
Dolarizasyon	Bir ülkenin parasal bağımsızlığına son vererek diğer ülkenin para birimini kullanmasıdır.	Kredibilite unsurunu maksimize eden sistemdir. Teori olarak parasal otoritenin farklı davranış hakkı yoktur.	Tüm dışsal şoklar reel ekonomi tarafından absorbe edilir. Merkez bankası "son kredi mercii" fonksiyonunu yitirir

Kaynak: K.Azım Özdemir, Gülbin Sahinbeyoglu: **Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**, s. 8

Tüm bu döviz kuru sistemlerinin uygulanmasından önce önemli bir konuda sistemin uygulanacağı döviz kurlarının belirlenmesindeki aşamalarıdır. Döviz kuru sistemleri için

önemli soru, denge döviz kurunun nasıl belirleneceğidir. Diğer bir soru ise kurlar arasında yanlış bir eşleştirme varsa düzeltmenin yapılıp yapılamayacağıdır.

Bu sorular bir ülke, bir kur birliğine ve ya başka bir çok taraflı döviz kuru sistemine geçmek istediğinde anlam kazanmaktadır. Örnek olarak İngiltere' nin altın standardına 1925 de aşırı değer biçilerek girmesi ve Almanya'nın Avrupa Para Birliğine girerken aşırı değerli kurla girip girmediği tartışmaları gösterilebilir. Bu gibi örneklerde aşırı değer ekonomik uzun vadede ekonomiye sert düzenleme yükü getirmektedir. Doğru döviz kuru seçmek yalnız doğru nominal oranı seçme sorunu değildir. Fiyat seviyeleri de reel oran olduğundan önemli bir rol oynar. Döviz kuru iç ve dış dengeleri belirlemektedir. Doğru döviz kuru oranı seçimi uzmanlar için zor bir sorudur ve genellikle iktisatçılar satın alma gücü paritesine göre hareket ederler. Satın alma gücü paritesinin doğrulanmasında, özellikle döviz kuru seviyesinin belirleneceği durumlarda, problemler ortaya çıkmaktadır. Çünkü reel döviz kuru sadece ticaret akışından değil, sermaye akışı ve bunun gibi bir çok değişkenden de etkilenebilmektedir.

Döviz kuru modelini doğru oluşturabilmek için, bu modelin belirleyicilerine ve reel döviz kurunun iş ve dış denge üzerindeki etkisine ihtiyacımız vardır. Böyle bir model ayrıca tahmin de içermek zorundadır çünkü reel döviz kuru; ülkeler arasında ürün değişimi, zaman tericisi, teknolojinin gelişmesi ve ekonominin yönetiminde kurumsal yenilik gibi parasal olmayan sebeplerden ötürü de zaman içinde değişmektedir

Tablo:19 Döviz Sistemleri Dağılım oranları 2007-2008

(As a percent of the IMF membership)*	2007	2008
No separate legal tender	5.32	5.32
Currency board	6.91	6.91
Conventional peg		
<i>Single Currency</i>	33.51	32.45
<i>Composite</i>	3.72	3.72
Pegged within horizontal bands	2.66	1.60
Crawling peg	3.19	4.26
Crawling band	0.53	1.06
Managed floating	25.53	23.40
Independently floating	18.62	21.28

* Includes aruba Hong Kong SAR and Netherlands Antilles, along with the 185 IMF members

Kaynak:Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2008 Yazar: Bernan,International Monetary Fund

2.3 Finansal Piyasalarda Küreselleşme, Liberalizasyon ve Yenilikler

Son yıllarda sıklıkla kullanılan küreselleşme veya globalleşme kavramları tanım olarak; iktisadi, siyasi, sosyal ve kültürel alanlarda bazı ortak değerlerin yerel ve milli sınırları aşarak dünya çapında yayılmasını ifade etmektedir.¹³⁴ Finansal piyasalar açısından da bakıldığında gelişmekte ve gelişmekte olan ülkelerde benimsenen iktisadi politikaların yayılarak birbirlerine benzerlik gösterdiğini görmekteyiz.

Günümüz dünyasında geçerli olan liberal ekonomik düzen yani serbest piyasa ekonomisi giderek globalleşmekte ve tüm dünyada kamu ekonomisinin görev ve fonksiyonları yeniden tanımlanmaya çalışılmaktadır. Burada amaçlanan ise devletin sınırlanması ve küçültülmesi, bu şekilde piyasa ekonomisine serbest bir işlerlik kazandırılması olarak belirtilebilir.¹³⁵ Bu nedenle küresel ekonomi kavramı ile ekonomilerde serbestleşme bir arada yürümekte, küreselleşmenin en önemli ekonomik göstergelerinden biri olarak finansal serbestleşme gösterilmektedir.

1960' larda kullanılmaya başlayan küreselleşme kelimesi 20. yüzyılın son çeyreğine gelinmesiyle yaygınlaşmıştır.¹³⁶ 1960' lar da başlayan finansın küreselleşmesi denilen dönem ile en yeni uluslararası finansal yayılma dönemi ifade edilmektedir. Bu dönemde küreselleşme hareketlerinin artmasına II. Dünya Savaşı'ndan sonra uluslararası ticaretin serbestleşmesi ve yatırımların kolaylaştırılması doğrultusunda GATT , IMF ve Dünya Bankası'nın kurulması etkili olmuş ülkeler arasında ticaretin gelişeceği çok taraflı bir sistemin kurulmasını sağlamıştır. Diğer bir gelişme ise, direkt yabancı yatırımların artması ve pazarlardaki büyümenin durgunlaşması nedeniyle Amerikan İşletmelerinin dış pazar arayışları gösterilebilir.

Ancak bu dönem, devletlerin küresel finansal akışlara ciddi sınırlamalar getirdiği 20. yy'in ortalarına denk gelmektedir ve ikinci dünya savaşından sonra bir çok ülkenin hükümeti, finansın dönemin önceliği olan hızlı endüstriyel gelişme ve savaş sonrası yeniden yapılanmaya hizmet etmesi için finansal sistemleri üzerinde çok güçlü kontroller gerçekleştirmişlerdir. Bu kontroller aynı zamanda 1930' ların büyük bunalıma sebep olan bazı ciddi finansal sorunlarının önlenmesi ve ikinci dünya savaşı sonrası hükümetlerin kontrolleri

¹³⁴ Coşkun Can Aktan, **Globalleşme, Bölgeselleşme ve Yerleşme**, DTM, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müd. (<http://www.dtm.gov.tr>) 10.4.2010

¹³⁵ Coşkun Can Aktan, **a.g.e**

¹³⁶ Tony Porter, **Globalization and Finance**, Polity Press, 2005, Cambridge, s.1

ile yerel ekonomiyi sınırlar arası finansal akışların risklerinden izole etmek ve yerel ekonomide yoğun finansal spekülasyonun negatif etkilerini azaltmak için oluşturulmuştur.¹³⁷

1980' ler den itibaren ise finansal sistem de tekrar tam serbest piyasa ekonomisi ve küreselleşme hedefleri gündeme gelmiştir. 1980' li yıllar hem GÜ' lerde hemde GOÜ' lerde finans sektörünün büyüdüğü bir dönem olmuş ve serbestleşme süreciyle birlikte reel sektörlerden daha hızlı bir büyüme göstermiştir.¹³⁸ Bu dönemde uluslararası ticaret % 12, dünya üretimi % 10 büyürken uluslararası bankacılık işlemleride % 20 artış göstermiş, uluslararası bankacılık piyasasının büyüklüğünün dünya genelinde gayrisafi sabit yatırımları oranı 1980-1987 yılları arasında iki katına çıkmıştır.¹³⁹

Dünya ekonomisinin globalleşme sürecine girdiği bu dönemde tüm ülkeler arasındaki iş birlikleri artmış, ülkeler arası ticaret engellerinin ortadan kaldırılması, gelişmekte olan ülkelere doğru teknoloji transferleri, uluslararası finans piyasalarının gelişmesi, işgücünün ülkeler arasındaki dolaşımının artması, yabancı sermaye akışındaki artışlar gibi gelişmeler yaşanmıştır. Küreselleşmenin en yaygın ve en yoğun olarak yaşandığı alan olan sermaye akışlarıyla, sermaye herhangi bir coğrafi sınır içerisinde kalmaktan çıkmış, daha düşük risk ve daha yüksek kazanç sağlamak amacıyla herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmadan sınır ötesi alanlarda kendisini göstermiştir.¹⁴⁰

Dünya ölçeğindeki sermaye hareketleri 1984-89 döneminde 13.5 milyar dolar iken 1999 sonlarına doğru 130 milyar dolara yaklaşmış, 1970-2000 yılları arasında gelişmiş ülkelerdeki sınır ötesi sermaye akışının dünya gayrisafi hasılasına oranı %3 den % 17 ler düzeyine, gelişmekte olan ülkelere ise %0 lardan % 5 düzeyine yükselmiştir.¹⁴¹

Bu dönemlerde artış gösteren Foreign exchange ticareti de finansın küreselleşmesinin bir belirleyicisi olarak gösterilirken, Euro'nun yaratılmasını takiben Euro'nun yerini aldığı diğer avrupa kurlarının ticaretine gerek kalmaması nedeniyle bu

¹³⁷ Tony Porter, **Globalization and Finance**, s.6

¹³⁸ Sevgi Gerek, **Finansal Küreselleşmeler ve Türkiye**, T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir,1999, s.54

¹³⁹ Sevgi Gerek, **a.g.e**,s.54 (Unctad,1990,s.10)

¹⁴⁰ Muharrem Afşar, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2004, s.64

¹⁴¹ Muharrem Afşar, **a.ge**, s.66

ticaretin hacmi düşmeye başlamış, ancak günümüzde işlem hacimleri piyasa koşulları altında tekrar yükselmeye başlamıştır .¹⁴²

2.3.1 Finansal Piyasalarda Küreselleşmeyi Ortaya Çıkaran Faktörler

Küreselleşmenin ortaya çıkışını incelediğimizde tarihsel etkenler yanın da gerek teknolojik değişimler gerekse gelişen ve gelişmekte olan ülkelerin artan uluslararası piyasa bağımlılıkları ve bunun yanında gelişen yeni finansal piyasa araçlarının etkilerini görmekteyiz.

Finansal globalleşme de tarihsel sürecin işleyişi ülkelerin kendi piyasalarını daha rekabetçi kılabilmek için korumacı politikalarından vazgeçmesiyle hızlanmıştır. Bunun nedeni ise finansın uluslararasılaşmaya başlaması ile , piyasalara yeni katılımcılar, ürünler ve hizmetlerin girmesine zemin oluşturulması, kendini bu sisteme entegre eden katılımcılara yeni fırsatlar yaratması, bunun yanında etkinlikten uzak kalan ve sıkı kontroller ile aşırı düzenlemeler yapan politika yapıcıları için ise düşük maliyetlerden uzaklaşma gibi tehditler gündeme getirmesi olarak ifade edilebilir.¹⁴³

Savaş sonrası finansal küreselleşme hareketleri, sanayi ve ticaret merkezlerinin yeniden canlanmaya başlamasıyla, uluslararası ticaret ve direkt yatırımların artmasıyla birlikte hız kazanmıştır. Ülkeler sınırötesi ticaret üzerindeki sınırlamaları kaldırarak kendi ticaret ve sanayilerini geliştirme yollarını aramışlar, buna paralel olarak uluslararası finansal işlemlerin hacmi de artmıştır.¹⁴⁴ 1

1970' ler den itibaren hızlanan finansal küreselleşme sürecinde , sermaye hareketlerinin de artmasıyla, bütün dünyadaki finansal merkezler bir ağ meydana getirmiş ve yeni finansal merkezler oluşmuştur. Bu nedenle küresel finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ülkelerin ekonomileri üzerinde önemli etkiler getirmekte ve dünyanın bir bölgesindeki finansal şartlarda meydana gelen bir değişiklik bütün dünyadaki finansal dengeleri değiştirebilmektedir.¹⁴⁵

¹⁴² Tony Porter, **Globalization and Finance**, s.8

¹⁴³ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, s.46

¹⁴⁴ Ali Alp, **a.g.e** ,52

¹⁴⁵ Ünal Çağlar, **Döviz Kurları**, s.46

Finansal piyasaların küreselleşmesinde diğer bir etken olan yeni piyasa araçları ve teknolojik gelişmeler de yatırımcıların piyasalara ulaşmalarını kolaylaştırmıştır. Finansal piyasalardaki gelişmelerle ulusal ve uluslararası düzeyde daha fazla piyasa katılımcısına yer açmış, piyasalardaki rekabeti arttırmış bu nedenle mali kurumlar tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların beklentilerini karşılayabilmek için yeni finansal araçlar geliştirmişlerdir.¹⁴⁶

Tablo:20 Finansal araçlardaki yenilikler ve ortaya çıkış nedenleri.

Finansal Araçlar	Ortaya Çıkış Nedeni
Tüketici Varlıkları - Çift Yönlü Para Piyasası Fonları	1974'te para piyasasındaki oranların artmasına karşılık geliştirilmiştir.
- 6 Aylık Para Piyasası Sertifikaları	1978' de para piyasasındaki yüksek oranlara karşılık çıkarılmıştır.
- Serbest Vadeli Sertifikalar	1981' de kişisel tasarrufları teşvik etmek için bütün yatırımcılara yönelik çıkarılmıştır.
-Tüketici Kredileri Ve İpotekler -Değişken Oranlı İpotekler -Değişken Oranlı Müşteri Taksit Borçlanmaları	1970'de borçluları dalgalı faiz oranlarından korumak için çıkarılmıştır.
-İpotek Havuzları ve İkincil İpotek Piyasası	İpotek Likiditesinin artırılması için ikincil piyasası oluşturulmuştur.
-İşletmeler İçin Banka Borçlanmaları -Ticaret Bankalarında Serbest Şekildeki Tasarruflar -Ticaret Bankalarında Artan Fiyatlı Opsiyonlar	Yabancı Bankalarla artan fiyat rekabeti ve dalgalı faiz oranlarından dolayı çıkartılmıştır.
-Banka Leasingleri ve Uluslararası Banka Faaliyetleri	Uluslararası işletmelerin yabancı bankalarla daha etkili bir şekilde çalışması için bankalara yetki verilmesi, işletmelerin finansman ihtiyaçları.
-Hazine Teminatları ve Acentaları -Değişken Oranlı Tasarruf Bonoları	Eski sabit oranlı tasarruf bonolarını yatırımcılara daha cazip hale getirmek için yüksek ve dalgalı faiz oranlı hale getirilmiştir.
-Şirket Bonoları - ECU Bonoları - SDR Bonoları	Faiz ve döviz oranlarındaki dalgalanmalar neden olmuştur.
-Finansal Futures ve Opsiyonlar	Faiz ve döviz oranlarındaki dalgalanmalardan doğan risklerden korunmak için geliştirilmiştir.

Kaynak: Doğan Kutukuz, **finansal yeniliklerin gelişimi, piyasalar üzerindeki etkileri ve türkiye üzerinde deneysel bir çalışma**, Mali Çözüm Dergisi,Sayı:65, 2003,s.3

¹⁴⁶ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, s.46

Yeni finansal araçların ortaya çıkış nedenlerine bakıldığında genellikle riski azaltmak veya dağıtmak, yüksek faiz ve enflasyon oranlarından korunmak, bunun yanında yatırımcıların ve finansal kurumların daha yüksek kar sağlaması amacıyla ortaya çıktığını görmekteyiz. Yatırımcılar faiz ve enflasyon oranlarında dalgalanmanın yüksek olduğu durumlarda sabit oranlı yatırım araçlarının yerine değişken oranlı yatırım araçlarını tercih etmeye başlamış, vadeli ve opsiyon piyasalarına yönelmişlerdir.

Finansal piyasaların küreselleşmesinde teknolojik alandaki gelişmelerin rolüde büyük olmuştur. Teknolojideki gelişmeler finansal yeniliklerin ortaya çıkmasını hızlandırmış ve bunların hizmete sunulmasını kolaylaştırmıştır. Finansal piyasalarda teknolojinin kullanımı, finansal işlemlerin ve hizmetlerin maliyetlerini düşürmekte ve daha fazla kar elde etme olanağı yaratmaktadır. Bunun yanın da teknolojideki gelişmeler işlem bazında etkinliğin artışında da önemli bir rol oynamaktadır. Örneğin yatırımcılar forex veya hisse senedi piyasalarında online olarak tek tuşla işlem yapabilmekte buda piyasalardaki işlem hacimlerini önemli oranda arttırmaktadır. Finansal hizmetler sektöründe, bilgisayar kullanımının yaygınlaşması işlem başına maliyetlerin düşmesini sağlamış, maliyet etkinliğinin önemli olduğu finans sektöründe maliyet etkinliğini sağlayamayan ürünlerin piyasadan yok olması durumunu da gündeme getirmiştir.¹⁴⁷ Teknolojik altyapısını kurup geliştiren ülkeler ile bunu başaramayan ülkeler arasında ekonomik, sosyal ve kültürel bir uçurum oluşmaktadır, üstün teknoloji yeteneğine ve bu yeteneği destekleyen bir ARGE faaliyetine sahip olan ülkeler üstünlüklerini pekiştirirken, teknolojik altyapısı olmayan ülkelerin rekabet şansını yetirmekte, küreselleşme sürecinin hızlanarak sürmesiyle de bu uçurum giderek artmaktadır.¹⁴⁸

2.3.2 Finansal Liberalizasyon

Finansal serbestleşme politikaları genel olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973)' in öncülüğünde temeli atılan ve daha sonra diğer ekonomistler tarafından geliştirilen ekonomik büyümeyi hızlandırma politikalarına dayanmaktadır.¹⁴⁹ İki şekilde gerçekleşen bu politikalar ilk olarak, faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte artan finansal aktiflerin, yatırımlar

¹⁴⁷ Cafer Kaplan, **Finansal yenilikler ve Piyasalar üzerine etkileri: Türkiye örneği** , TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9910, Nisan 1999, s.7

¹⁴⁸ Abdullah Özkan, **Küreselleşme ve Avrupa Birliği ile Bütünleşme Sürecinde Türkiye**, İstanbul, Tasam Yayınları, 2004, s.56

¹⁴⁹ Muharrem Afşar, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**,

için gerekli kredi bulunmasını kolaylaştırması, bunun yanında finansal serbestleşmeyle birlikte finansman bulma olanaklarının artması ve getirisi yüksek projelerin daha kolay fonlanması olarak ifade edilebilir.

20. yüzyılın son çeyreğine gelindiğinde genel ekonomi ve mali piyasalarda ulusal ve uluslararası düzeyde düzenleme değişiklikleri meydana gelmiştir, bu gelişmeler genel olarak liberalizasyon ve deregülasyon olarak ifade edilmekte olup özel olarak mali piyasalarla ilgili olarak geliştirilmekte olan, özünde kısıtlayıcı düzenlemelerin ortadan kaldırılması, devletlerin ekonomideki rolünün azaltılması ve sonuç olarak kaynak dağılımının, üretim ve fiyatlandırmanın piyasa güçleri tarafından yapılmasını ifade etmektedir.¹⁵⁰

Finansal liberalizasyon , gelişmiş ülkelerde 1970' li yıllarda başlamış gelişmekte olan ülkelerde ise karşılıklı bağımlığın getirileriyle 1980'ler den sonra hız kazanmıştır. Tarihsel sürecine bakıldığında İngiltere'de 1979' da döviz işlemlerindeki kontroller bırakılmış, Almanyada 1970'lerin ortalarına kadar süren sermaye kontrolleri daha sonra yabancıların yerli tahvil ve para piyasası araçlarına yatırımlarının aşamalı olarak serbestleştirilmesiyle azalmıştır. 1979 yılında ise Japonya da ikamet etmeyenlerin Japon yeniyle ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerle (tahvil mevduat sertifikası alabilme, repo yapabilme) işlem yapabilmelerine izin verilmiş, 1984 de ise sermaye girişi yerine çıkışı serbestleştirilmiştir.¹⁵¹

Mal ve hizmet ticaretinin önündeki engellerin kalkmasıyla liberalizasyon politikasında ikinci aşama olarak sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması uygulamaya konulmuştur. İç ve dış işlemlere yönelik olarak oluşan finansal liberalizasyon da iç finansal piyasalara ilgili olarak; temel politika değişiklikleri içerisinde serbest faiz politikası, kredi kısıtlamalarının gevşetilmesi, zorunlu kredi kotalarının azaltılması, mali piyasalar ve bankalar sistemine girişin kolaylaştırılması ve kamu kesiminin finansmanında Merkez Bankası ağırlığının yerini serbest piyasaya bırakması gösterilebilir.¹⁵² Dış finansal piyasalara yönelik liberalizasyon uygulamalarına bakıldığında ise üç temel alanda uygulama dikkat çekmektedir bunlar; sermaye girişine yönelik işlemler, sermaye çıkışına yönelik

¹⁵⁰ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, s.58

¹⁵¹ Gül Özer, **Finansal Liberalizasyon Politikaları Ve Kriz İlişkisi**, Ankara, SPK Yayınları, 2006,s.3

¹⁵² Mustafa Miynat, **Liberizasyon Sürecinde İstikrar Politikalarının Gelir Dağılımına Etkisi**, Ankara, Odak Yayın Evi, 2004, s.46

işlemler ve yurt içinde döviz işlemlerine ve döviz hesaplarına izin verilmesidir. Bu sayede yurt içindeki kişiler dışarıdan serbestçe döviz getirebilmekte ve yurt dışında bulunan kişilerin yurt içinde serbestçe yatırım yapması sağlanmaktadır. Küresel piyasalaşmanın önündeki bariyerler düştükçe, dünya ekonomilerini daha yakın bir karşılıklı bağımlılığa sürükleyen kuvvetler hız kazanmış, küresel piyasalaşmanın etkilerini arttıran bu kuvvetler iletişim ve ulaşım teknolojilerindeki gelişmeler ve artan ticaret hacimleri olarak kendisini göstermiştir.¹⁵³ Dünyadaki ülkeleri birbirine bağlayan ticaretin miktarında neredeyse bir devrim gerçekleşmiştir.

Küreselleşen bir dünyada ticaretten söz ederken, foreign direct investment ve finansal portfolio akışlarını da göz önünde bulundurursak 1980 ve 1994 yılları arasında ticaret iki katına çıkmış FDI'lar 6 kat artmış ve portfolio akışları da 9 katı oranla büyümüştür.¹⁵⁴ 1980' li yıllardan itibaren sermaye kontrollerinin azaltılması birçok sanayi ülkesi ve gelişmekte olan ülkede dış finansal işlemlerin üzerindeki kısıtlamaların serbestleşmesine neden olmuş, ekonomik ve finansal politikaların yeniden düzenlenmesini gerektirmiştir.¹⁵⁵

Tablo 21: Gelişen ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Sermaye Akımları (Milyar\$)

Maddeler	1980'ler	1990-1996	1997-2002	2003-2006	2007	2008	2009
Tüm Gelişen ve Gelişmekte Olan Ülkeler							
Cari İşlemler	-28	-83	4	364	633	714	262
Özel Sermaye Akımları Net	8	124	86	201	617	109	-190
Doğrudan Yatırım Net	12	61	161	208	359	459	313
Özel Portföy Akımları Net	6	65	2	-25	39	-155	-235
Diğer Özel Sermaye Akımları Net	-9	-2	-77	19	219	-195	-268
Resmi Akımlar Net		-13	8	-90	-101	-60	58
Değişim Rezervi	-10	-58	-114	-550	-1258	-866	-266

Kaynak: IMF 2009, Rakesh Mohan and Muneesh Kapur, ADBI working paper series, no:186,2010,s.3

¹⁵³ David Held, Anthony McGrew, **Globalization Theory**, Cambridge, Polity Press, 2007,s.195

¹⁵⁴ David Held, Anthony McGrew, **Globalization Theory** s.195

¹⁵⁵ Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul, Evrim Yayın Evi, 1995,s.53

Küreselleşmenin önceki dönemlerinde olduğu gibi, bu ticaret ve finans akışları dünya ekonomisinin işleyişini değiştirmeye başlamıştır. Örneğin; Çok uluslu şirketlerin tarafından bakıldığında, üretim sürecinin bölümleri, maliyet açısından daha etkili olan dünyanın başka bölgelerine aktarıldığından, üretim stratejileri küreselleşmiş, bu da üretimde ve pazarlamada oldukça yüksek bir karşılıklı bağımlılık yaratan bir küresel süreç yaratmıştır.¹⁵⁶

Sermaye akımlarında görülen artışların sonucu olarak finansal sistemin yapısında da değişiklikler olmuştur. Kalkınmakta olan ülkeler, faiz serbestliği, kredi tahsisinde devlet rolünün azaltılması, bankacılık sektörünün geliştirilmesi gibi finansal temeller üzerine yoğunlaşarak, sermayenin daha etkin olarak tahsis edilmesi yönünde politikalar izlemişler, bu nedenle sermaye piyasaları geliştirilmesine ağırlık vermişlerdir.¹⁵⁷

2.3.3 Finansal Piyasalarda Liberalizasyon Sonuçları

Finansal piyasaların serbestleşmesiyle birlikte ülke bazında faaliyet gösteren firmalar üretimlerini, sınırötesi sabit sermaye yatırımı, sınırötesi iştirak ve fason imalat anlaşmaları gibi çeşitli yöntemlerle uluslararası alanlara taşımaktadırlar.¹⁵⁸ Serbestleşmeyle birlikte üretim alanı olarak bütün dünyayı hedefleyen işletmeler, kendileri için en uygun maliyet ve yüksek kazanç koşullarının olduğu bölgelere üretimlerini kaydırmaktadırlar. Finansal serbestleşmenin getirdiği yeni düzenlemeler sonucunda, çok uluslu şirketlerin sayılarında da önemli artışlar meydana gelmiş, sermaye hareketleri de yüksek akışkanlık kazanmıştır. Liberizasyonun mali piyasalardaki etkileri genel başlıklar altında sıralanırsa;

- Döviz kurlarının serbest piyasa koşulları altında belirlenmesi,
- Faiz oranları ve krediler üzerindeki kamusal kontrollerin kaldırılması,
- Uluslararası sermaye hareketlerine getirilen sınırlamaların kaldırılması,
- Çeşitli ülkelere ait finansal kurumların diğer ülkelerdeki mali piyasalara girişlerinin kolaylaştırılması,
- Forex Piyasaları gibi yeni finansal hizmetlerin ortaya çıkması,

¹⁵⁶ David Held, Anthony McGrew, **a.g.e.**, s.196

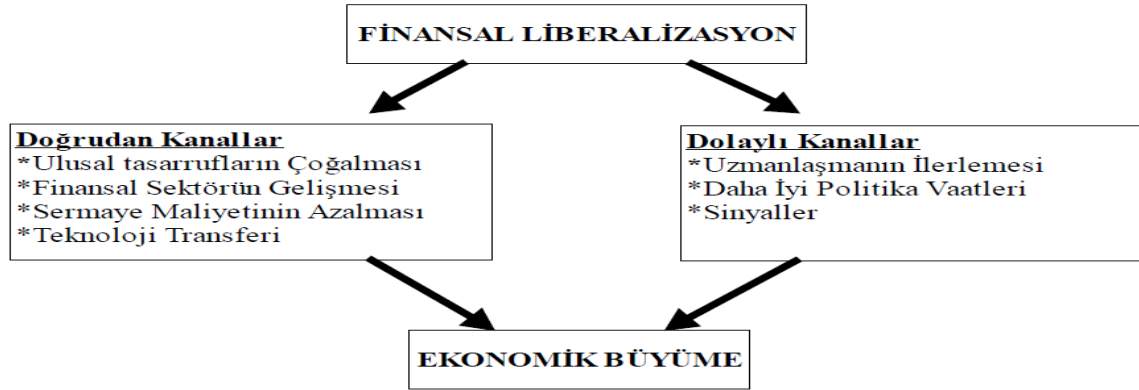
¹⁵⁷ Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, s.80

¹⁵⁸ Abdullah Özkan, **Küreselleşme ve Avrupa Birliği ile Bütünleşme Sürecinde Türkiye**, s.60

- Piyasalardaki düzenlemeler ve kısıtlamaların azaltılarak serbest piyasa mekanizmasının uygulanması,
- Gelişen teknolojinin mali piyasalara entegre edilerek uluslararası işlemlerin hız kazanması, olarak ifade edilebilir.¹⁵⁹

Finansal liberalizasyonun araştırılan diğer bir etkisi ise ekonomik büyüme ile arasındaki ilişkidir. Bu araştırmaların bir kısmında finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği, bir kısmında ise finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkilemediği ya da negatif yönde etkilediği yolunda yaklaşımlar bulunmaktadır. Pozitif ilişkinin olduğu düşünülen çalışmaların temeli McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'ın çalışmalarına dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw bu çalışmalarda yüksek tasarruf ve yatırım oranları sağlaması ve yeni teknolojilerin kullanılmasına imkan vermesi nedeniyle finansal liberalizasyonun ekonomik büyümede önemli işlevlere sahip olduğunu ileri sürmektedirler.¹⁶⁰ Negatif etkilerine bakıldığında ise ulusal ekonomilerin dış şoklara açılması, aşırı sermaye girişleri sonucunda oluşan yerli para dalgalanmaları ve getirdiği finansal krizler örnek gösterilebilir.

Şekil:5 Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Büyümeyi Etkileyişi



Kaynak: <http://econ.anadolu.edu.tr/>

¹⁵⁹ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye** s.58

¹⁶⁰ Gülenay Baş Dinar, **Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme**, Econ Anadolu İktisat Kongresi, Eskişehir,17.6.2009,s.3

Bölüm III

FOREX PİYASALARI, İŞLEYİŞİ VE ANALİZ YÖNTEMLERİ

Finans piyasalarında yatırım enstrümanlarının sayısı önceki bölümlerde de incelendiği gibi yatırımcıların hayal gücüyle sınırlı olarak ve birçok ihtiyaca karşılık vermek için tasarlanmıştır. Günümüzde de birçok enstrüman yatırımcılar tarafından kullanılmakta ve son dönemde de özellikle menkul kıymet piyasalarında bu çeşitlilik hızla artmış ve çeşitli enstrümanların çeşitli türleri yatırımcılar için yeni fırsatlar yaratmıştır.

Menkul kıymet piyasaların da döviz piyasalarının ise ayrıcalıklı bir yeri olmuştur. Bunun nedeni ise döviz değerleri ile ülkeler arasında yapılacak yatırımlarda önemli ilişkilerin olması, kur hareketlerinden dolayı oluşacak kar zarar, dolayısıyla kur riski hesaplamaları gibi bir role sahip olması, ve günümüzde parasal olarak en büyük piyasayı oluşturması örnek olarak gösterilebilir.

Ülkemizde ise özellikle 1980' lerin başından itibaren başlayan finansal liberalleşme çerçevesinde şirketler de bu risklerle karşı karşıya kalmışlardır. Bu risklerden korunmanın en önemli ve en kolay yolu ise döviz piyasalarında doğru yapılmış tercihlerden geçmektedir. Bu piyasaları ve işleyişini tanıdıkça uluslararası piyasalarda işletmeler kendilerini kur risklerinden koruyabileceklerdir.

3.1 Forex Piyasasının Tanımı

Foreign exchange ticareti bir ülkenin parasını başka bir ülkenin parasıyla ticaret yapması veya bir cinsten dövizin verilerek karşılığında kotasyonu ilan edilmiş fiyattan diğer bir cins dövizin alınması işlemi olarak açıklanabilir.¹⁶¹ Böyle bir ticaretin yapılması için gereksinim turizm harcamaları, ürünlerin uluslararası alanda alım satımı, veya uluslararası sınırların ötesinde gerçekleşen yatırımlardan doğmuştur. Özellikle ticareti yapılan para cinsleri, banka depozitleri ya da yabancı kurla ifade edilen banka transfer işlemleridir.

¹⁶¹ Michael Melvin, **International Money and Finance**, Harper&Row Publishers, New York, 1985, s.5

Foreign Exchange market (doviz piyasası) ise New York ya da Londra gibi finansal merkezlerdeki büyük ticari bankaların yabancı dövizle ifade edilen hesaplarını birbirleriyle ticaret etmeleridir. Foreign exchange piyasası büyük ticari bankaların bulunduğu finansal merkezlerdir. Foreign Exchange kotasyonları, bankanın dövizini satın almak istediği fiyat teklifini, ve bankanın satmak istediği yüksek bir satış fiyatı içerir. Fiyat teklifi ve satış fiyatı arasındaki farka ise kar oranı olan spread denir.

Dövizin bir yerde diğer yere göre daha yüksek veya düşük fiyatla satılacağını gözlemleyerek, eş zamanlı olarak düşük fiyatlı pazarda dövizin satın alınıp yüksek fiyatlı pazarda satılması işlemi ise arbitraj olarak ifade edilir. Arbitrajcı aynı zamanda üç döviz arasında olan üç-yollu ya da üçgen arbitraj fırsatlarını da kontrol eder. Bir döviz ve diğer 2 döviz arasındaki exchange oranlarını bilerek diğer 2 döviz arasındaki Exchange oranını tahmin edilebilir, buna çapraz oran - cross rate denir. Eğer çapraz oran, 2 döviz arasındaki güncel pazar exchange oranından farklıysa, arbitraj fırsatı ortaya çıkar.¹⁶²

Forex piyasalarının gelişimine baktığımızda ise 2. Dünya savaşından bu yana gerçekleşen forex piyasası işlemlerinde 1990' lar da önemli sayılabilecek iki önemli değişim görülmektedir: 1992'de Elektronik brokerlar bankalar arası piyasalara giriş yapmış ve 1990'ların sonunda da internet gelişen teknoloji ile müşteriler için önemli bir ticaret aracı haline gelmiştir. Bu gelişmelerin piyasa açısından sonuçları incelenirse önemli bir şekilde piyasa etkilemesinin olduğu görülmektedir. Kusursuz bilginin olduğu ideal bir dünyada, exchange rateler, makroekonomik temeller olan enflasyon, verimlilik artışı ve faiz oranları gibi belirleyicilere ulaşım kolaylaşmış tüm piyasa katılımcıları bu temel belirleyicilere ulaşabilir duruma gelmiştir¹⁶³

Foreign Exchange oranları yalnızca bireyler ve ya firmalar tarafından belirlenmez, çünkü hükümetler ve merkez bankaları da dövizleri istenilen düzeyde tutmak için döviz alıp satarlar. Eğer bir para biriminin değerinde artış gözleniyorsa, merkez bankaları, değerlenmeyi durdurmak için, para birimini, yabancı dövizler karşılığında satabilir. Eğer para biriminin

¹⁶² Michael Melvin, **International Money and Finance**, s.18

¹⁶³ Dagfinn Rime, **New Electronic Trading Systems in Foreign Exchange Markets**, 2003
http://www.norges-bank.no/upload/import/english/research/published/rime_electronic.pdf
(4.05.2010) s.475

değerinde düşme ya da azalma varsa, merkez bankaları değer arttırmak için, yabancı döviz para birimini satın almada kullanabilir.¹⁶⁴

FX piyasası küresel finansal sistemin en büyük ve en likidite sektörüdür. Bank for International Settlements' Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2007' e göre, nakit Exchange piyasasında işlem hacmi ortalaması günde 3.2 trilyon dolara varmıştır. FX piyasası sınırlar ötesi ödemelerin yapıldığı, fonların transfer edildiği ve farklı para birimleri arasında Exchange Rate'leri belirlemede birinci mekanizmadır.

Geçen on yılda, FX piyasası hem hacim hem de katılımcıların ve ürünlerin çeşitliliği açısından oldukça büyümüştür. Her ne kadar ticari bankalar tarihsel olarak piyasaya hakim olsa da, bugünün katılımcıları yatırım bankaları, brokerage şirketleri, çokuluslu şirketler, para yöneticileri, emtia ticareti danışmanları, sigorta şirketleri, hükümetler, merkez bankaları, ve emeklilik fonları ve yatırım fonlarından oluşmaktadır. Buna ek olarak, FX piyasasının büyüklüğü, ekonomiler küreselmeye devam ettikçe büyümüştür. Her gün küresel olarak oluşturulan işlem değerleri git gide hızlanarak artmıştır 1974'te 1 milyar ABD dolarından, 2007'de 3.2 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır.¹⁶⁵

3.2 Forex Piyasasının İşleyişi

Forex piyasası işleyişine baktığımızda çoğunlukla döviz işlemlerinin bankalar arası piyasa (interbank market) denilen bir ağa yönlendirildiğini görmekteyiz. Interbank market bütün büyük bankaların birbirleriyle ticaret yaptığı büyük bir piyasadır ve buna Foreign Exchange Market denir. Spot işlemler olarak adlandırılan piyasada dövizler hemen teslimatı olmak şartı ile ticaret yapılır. Forward piyasalarda ise, kontratlar uzun dönem içinde satmaya ya da almaya yöneliktir.

Foreign Exchange piyasası Stok Exchange piyasasının aksine fiziksel alanda gerçekleşmez ama büyük ticari bankalar, FX brokerlar ve anlaşmacıların oluşturduğu bir ağ olarak tanımlanabilir. Londra, NY, Zurich, Paris, Amsterdam, Tokyo gibi dünya finansal

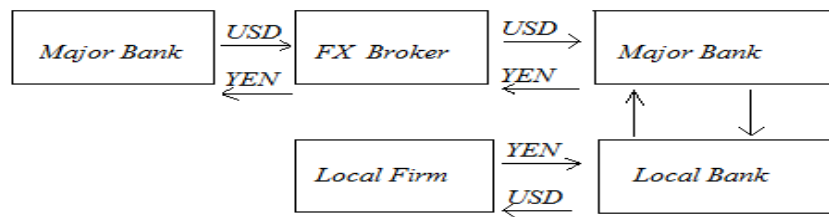
¹⁶⁴ Michael Melvin, **International Money and Finance**, s.19

¹⁶⁵ Foreign Exchange Committee, **2004 Annual report**, s.3

merkezlerine dağılmıştır. Ticaret yapanlar birbirlerine bilgisayarlar, telefonlarla bağlanır. Swift bilgisayarı denilen iletişim sistemi, bankaları ve brokerları dünyanın her finansal alanından birbirlerine bağlar. Ticaret yapan bir kişi, Reuters ve Telerate gibi finansal data kuruluşlarından fiyatları izler ve bir başka ticaret yapan kişiyle ortak fiyat üzerinde anlaşmaya varır. Her ne kadar anlaşmanın bu kısmı bir kaç saniye içinde gerçekleşse, dövizin asıl transferi daha fazla zaman alır.

FX piyasasının katılımcıları büyük bankalar, brokerlar, ticari müşteriler çok uluslu şirketler ve zaman zaman exchange rate dalgalanmalarını yumuşatmak için piyasaya müdahale eden merkez bankalarıdır. Citibank, Chase Manhattan, Bank America ve buna ek olarak büyük Japon ve İngiliz ticari bankaları, FX piyasasının fonksiyonunda çok önemli bir rol oynar. FX piyasasındaki bankaların bu önemli rolüne örnek vermek gerekirse, 20'den az banka %50'den daha fazla FX işlemini bulundurmaktadır.¹⁶⁶ Bunun nedeni ticari bankaların FX piyasasına aracı olarak kendi kurumsal müşterileri için katılması ve aynı zamanda kendi hesapları için de işlem yapması olarak gösterilebilir. Çoğu küçük bankalar ve büyük bankaların yerel ofisleri bankalar arası piyasayla direkt olarak irtibat etmezler. Genelde büyük bir bankayla ya da kendi ana ofisleriyle kredi limiti ya da kendi hesapları aracılığıyla irtibat ederler. Müşteriler büyük bankalarla direkt olarak ya da küçük bankalar aracılığıyla iletişime geçerler. Genel olarak, küçük bankalar yerel bankadan yabancı döviz almasını isterler. Yerel banka bu emri büyük ölçekli merkez bir banka ile yapar.

Şekil 6: Yerel Firmaların Foreign Exchange İşlemlere Katılımı



Kaynak:¹ Muhsin Mengütürk, **International Finance**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1995,

Büyük çok uluslu şirketlerin ise genelde kendi forex uzmanları vardır ve şirketlerin uluslararası yatırımlarında veya kur dalgalanmalarında zarara uğramaması için yatırım

¹⁶⁶ Muhsin Mengütürk, **International Finance**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1995, s.69

yapabilirler. Bunun yanında merkez bankaları ve hükümetler de kendi para birimlerinde çok sert dalgalanmalar olmasını istemezler. Güven yatarılması için düzenli bir piyasa olması beklenir ve merkez bankalarının piyasaya girmek için birçok sebepleri olabilir. Bazen kendi para birimlerini desteklemek için değil, eğer kendi çıkarlarına uygunsa, diğer bir ülkenin para biriminin değeri düşmemesi için desteklemek üzere de piyasaya girerler. Çoğunlukla ise piyasada panik yaratılması önlemek için şiddetli dalgalanmaları durdurmaya yönelik hareket ederler. Öte yandan, sadece piyasaları test etmek için, yani, eğer bir etkisi olacaksa, alış ya da satışlarının Exchange oranlarını nasıl etkileyeceğini görmek isterler. FX piyasasında hergün gerçekleşen büyük hacimli işlemler düşünüldüğünde, bir merkez bankasının müdahaleyi desteklemek üzere harcayacağı paranın çok ufak bir etkisi olabilir. FX oranlarını etkilemedeki diğer etkin bir araç ise diğer merkez bankalarının da hareketlerini içeren concerted intervention (bileşik müdahale) dir.¹⁶⁷

Gelişmiş ülkelerdeki bankalar arası FX piyasası, FX brokerlardan oldukça fazla yararlanmaktadır. Bu brokerlar, yabancı dövizleri arz ve talep edenleri bir araya getirmekte uzmanlaşmış firmalar ya da bireylerdir. Bunlar, piyasanın diğer aktörleri arasında uzlaştırıcı olarak rol oynarlar.

Bunun yanında piyasa da spekülörler bulunmaktadır, Exchange rate'de her iki yönlü gerçekleşen değişimlerden kar sağlamayı amaçlayarak piyasaya girerler ve genellikle piyasaya likidite sağlayan spekülörlerdir. Spekülörler FX piyasasında piyasayı oluştururlar, onlar olmadan piyasa var olamaz. Spekülörlerin karları ya da kayıpları önemli olabilir çünkü Exchange Rate' ler bir işlem gününde çok sayıda değişmektedirler.

3.3 Exchange Rate Mekanizması ve Fiyatlama

FX işlemleri genelde, delarların bilgisayar, telefon, fax ve telex makinalarıyla FX ağına bağlanması ile yapılmaktadır. İşlemciler, kurumları, müşterileri yada kendi hesapları adına döviz alıp satarlar. FX piyasası da herhangi bir piyasa gibidir. Para; mal ve hizmet, stok ya da tahvil karşısında değiştirilmektense, para için değiştirilir. Bu nedenle eğer dünyada tek

¹⁶⁷ Muhsin Mengütürk, **International Finance**, s.70

bir para birimi olsaydı, FX piyasasından bahsedilemezdi.. Exchange rate ise bir para biriminin diğer bir para birimiyle ifade edilmesidir. (Örneğin, 1USD = 1,5500 try)

FX piyasasında gerçekleşen bir işlemin 2 tarafı vardır. Quoting dealer ve calling dealer. Quoting dealer fiyatı kotalayan taraftır. Calling dealer ise quoting dealer'a fiyatlandırmasını bildiren taraftır. Fiyat kotalandıktan sonra, calling dealer ya kabul eder, ki bu durumda anlaşma kontratlanmış olur ya da reddeder, bu durumda ise hiç bir işlem gerçekleşmez.¹⁶⁸

Bir FX işlemini gerçekleştirmede 2 fiyat belirlenir. The bid rate yani satış oranı ve The offer price quoting dealer'ın commodity currency'yi satmayı istediği fiyattır. Bid ve offer oranları arasındaki farka ise spread-kar oranı denir. Kotasyonu veren dealer kar yapmak istediğinden, düşük fiyatta satın almak ve yüksek fiyatta satmak isteyecektir. Başka bir deyişle, bid rate'i offer rate'den düşük olacaktır. Hızlı iletişimin, aradaki uzaklıklara rağmen önemli olayları piyasaya yansıtmasının katılımcılara etkisi büyüktür. Buda FX piyasalarını tek bir çatı altında işleyen Stock Exchange piyasaları kadar etkili yapar ve bid ve offer oranları arasında çok dar kar oranlarına yol açar.

Calling dealer, bir işlemde, quoting dealerin aksi yönünde yer alır. Eğer calling dealer ABD doları satın alırsa, quoting dealer ABD doları satmış olur. Calling dealer'ın ödediği para quoting dealer'ın offer rate'i yani, en yüksek fiyatı olmalıdır. Bu yüzden, offer rate için alternatif bir tanım şu olabilir: calling dealerin commodity currency'yi satın alacağı oran. Benzer şekilde, bid (buy) rate için alternatif bir tanımda şu olabilir: calling dealerin commodity currency'yi satacağı oran. Eğer bir quoting dealer'sanız, Exchange sizin oranlarınızda tamamlanmış olacaktır. Ama sadece satıcı'yı arayan bir müşteriyse, exchange dealerın oranlarında gerçekleşecektir.¹⁶⁹

3.4 Forex Piyasalarında Kullanılan Temel Kavramlar

3.4.1 Pariteler

Parite bir ülke para biriminin diğer bir ülke para birimi karşısındaki değerini ifade etmektedir. Forex piyasalarında birçok ülkeler arası parite işlem görmektedir. Ancak

¹⁶⁸ Muhsin Mengütürk, **International Finance**, s.72

¹⁶⁹ Muhsin Mengütürk, **a.g.e**, s.73

piyasadaki en aktif ve likiditesi yüksek pariteler genellikle USD birimiyle işlem gören “Temel Pariteler” (Majors) olarak bilinen EURUSD, GBPUSD, AUDUSD, NZDUSD, USDCAD, USDCHF ve USDJPY pariteleridir.

USD- ABD Doları

EUR- AVRO

GBP- İngiliz Sterlini

CHF- İsviçre Frangı

AUD- Avustralya Doları

NZD- Yeni Zelanda Doları

CAD- Kanada Doları

JPY- Japon Yeni

Yukarıdaki örneklerden de görüldüğü gibi forex işlemlerinde pariteler her zaman üç harfle ifade edilirler ve üçüncü harf, ülkenin para biriminin ilk harfini gösterir.¹⁷⁰ Pariteler çift olarak fiyatlandırılırlar bunun nedeni, her işlemde bir paritenin alınıp diğerinin satın alınmasıdır. Örneğin USDTRY= 1,4954 ilk döviz birimi olan USD temel birim olarak ikinci parite olan TRY ise karşı birim olarak bilinir.

Burada belirtilen döviz birimi ise temel birim olan USD’den bir birim alabilmek için karşı birim olan TRY den ne kadar ödenmesi gerektiğini göstermektedir. Bu durumda temel para biriminin değer kazanılacağı düşünülmesi durumunda parite çifti satın alınır, temel para biriminin değer kaybedeceği düşünülüyor ise o parite çifti satılır. Piyasada alış işlemi “long position”, satış işlemi ise “short position” olarak ifade edilir.

¹⁷⁰ Mutlu Meydan, **Forex Piyasası**, Elma Yayınevi, İstanbul, 2008, s.12

Tablo:22 Forex Piyasasında İşlem Gören Paritelerin Günlük Dağılım Oranları

(Nisan ortalamaları alınarak milyar dolar cinsinden hesaplanmıştır.)

Reported foreign exchange market turnover by currency pair ¹						
Daily averages in April, in billions of US dollars and per cent						
	2001		2004 ²		2007	
	Amount	% share	Amount	% share	Amount	% share
US dollar/euro	354	30	503	28	840	27
US dollar/yen	231	20	298	17	397	13
US dollar/sterling	125	11	248	14	361	12
US dollar/Australian dollar	47	4	98	5	175	6
US dollar/Swiss franc	57	5	78	4	143	5
US dollar/Canadian dollar	50	4	71	4	115	4
US dollar/Swedish krona ³	56	2
US dollar/other	195	17	295	16	572	19
Euro/yen	30	3	51	3	70	2
Euro/sterling	24	2	43	2	64	2
Euro/Swiss franc	12	1	26	1	54	2
Euro/other	21	2	39	2	112	4
Other currency pairs	26	2	42	2	122	4
All currency pairs	1,173	100	1,794	100	3,081	100

Kaynak: Kaynak:Bis Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity December 2007 s.10

3.4.2 Spread ve Pip

Diğer bir ifade ile kur makası olan spread bir dövizin alış ("ask", "buy") fiyatıyla satış ("bid", "sell") fiyatının arasındaki değer (pip) farkı anlamına gelir.¹⁷¹ Bu nedenle kar edilebilmesi için açılan pozisyonun spread farkını kapatacak kadar değişim yapması beklenilmektedir. Pip ise paritelerin ölçü birimi anlamına gelmektedir. ("Percentage in Points) Örneğin USDTRY 1,4954-1,4956 olarak değişimi 2 pip hareket ettiğini göstermektedir. Broker firmaların uyguladığı spread oranları kendi aralarında farklılık gösterebilmektedir.

3.4.3 Marjin ve Kaldıraç Sistemi

Kaldıraç sistemi forex piyasalarının en ilgi çekici yanıdır. Kaldıraç etkisi, yatırımcının yatırdığı para miktarının bir teminat olarak kabul edilip bu teminatla teminat oranından daha büyük işlemlerin gerçekleştirilmesi anlamına geliyor.

¹⁷¹ http://www.forex-turkce.com/ticaret_spread.htm (05-06-2010)

Bu yöntem yeni bir yöntem olmamakla birlikte emtia borsalarında gerçekleşen işlemlerde uygulandığı gibi FX bankalararası piyasalarda da uygulanmaktadır. Kaldıraç etkisinden yararlanıldığında bir işlem için kullanılan paradan daha yüksek değerde olan bir ürün miktarını ya da bir döviz miktarı ile işlem yapılabilir. ¹⁷²

Kaldıraç etkisi kullanılmadığı zaman örneğin EURUSD 1.3000 düşünürsek 1.300 dolar ile 1.000 Euro satın alınabilir. Euro değerlendirildikten sonra 1.000 Euro'yla mesela 1.320 Dolar alabildiğimizi varsayarsak 20 USD, yani % 1,54 kazanç sağlanmış olur. 1:10 kaldıraç sistemi kullanıldığını düşündüğümüzde ise 1.300 USD'yle 1.000 EUR yerine 10.000 EUR ile işlem yapılmış olur. Bu durumda kazanç 200 USD ye ulaşır. FX internet platformlarında broker firmaların sunduğu kaldıraç oranları genellikle 1:50, 1:100, 1:200 ve 1:400 oranlarına kadar çıkabilmektedir.

Marjin ise aracı kurumların yatırımcılardan yapacakları işlem karşılığında istedikleri teminatdır. Yapılan bir işlemde kullanılan kaldıraç işleminin 1:100 olduğunu düşünürsek aldığımız pozisyonun en az 100 de biri kadar teminat buldurmamız gerekmektedir. 100 euro ile 1,4500'ten uzun Euro/Dolar pozisyonuna girdiğimizi düşünelim. Aldığımız pozisyonun kaldıraçlı değeri 10000 Euro'dur. $10000:100=100$ ettiği için hesabımızda 100 Euro ya da bir diğer deyişle $100 \text{ Euro} \times 1,4500 = 145,00$ dolar olması gerekmektedir. Marjin ve kaldıraç özellikleri yatırımcıya küçük teminatla yüksek miktarlarda pozisyon açma imkanı tanımaktadır. Bu durumda dikkat edilmesi gereken hesabın teminat altına düşmesi durumunda kapatılacağından teminat durumunun iyi ayarlanmasıdır. Önceki örnekte 145 dolarlık bir kontrat açıldığında 200 dolarlık bir teminatımızın bulunduğu varsayarsak marjin çağrısı yapılmasına $200-145=55$ dolarlık bir miktar kaldığını gösterir. 1:100 kaldıraçta 100 dolar ile açılan hesapda 1 pip 1 \$ ifade ettiğine göre, paritenin 1,4500-55pip- 1,4545 e düşmesi hesabın teminat tamamlama çağrısı görmesine neden olur. Yüksek miktarla teminat açma karı ve zararı eşit ölçüde arttıracığından yatırımcının kendi risk analizini doğru yapması gerekmektedir.

3.5 Forex Piyasalarında Kullanılan Analiz Yöntemleri

¹⁷² <http://www.trforex.org/forex-leverage-kaldirac-etkisi/> (07-06-2010)

FX piyasalarında oluşan yüksek hacimli işlemler bu piyasaların analiz edilme ve bu analiz sonuçlarına göre karar verme gerekliliğini getirmektedir. Analiz yöntemleri kullanılarak gelecekteki fiyat hareketlerinin yönü tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Piyasalar Temel ve Teknik Analiz olarak iki yöntemle incelenmektedir.

3.5.1 Temel Analiz

Temel analiz, gelecekteki fiyat hareketlerini, makro ekonomik, politik ve çevresel benzeri faktörlere dayandırarak, dövizin gerçek fiyatını tahmin etmeye yarayan bir yöntemdir. Bu veriler, yatırımcılar üzerinde psikolojik etki bırakarak piyasadaki arz ve talep miktarını etkilemektedir. Temel analizin amacı makro düzeyde inceleme yaparak bir pariteye ait iki para birimini temsil eden ülkelerin para politikasını, ekonomisini, açıklanan ekonomik dataalarını, çevresel koşullarını, arz- talep durumunu, hatta hava durumunu bile göz önüne alarak tahminde bulunmaktır. Forex piyasalarında temel analiz, borsalardaki hisse senetlerine göre daha kapsamlı olmalıdır çünkü, burada ilgilenilen parite ve içinde iki farklı değer taşır. Örneğin EUR/USD paritesinde hem Avrupa'daki hem Amerika'daki gelişmeler, haberler, olaylar, siyasi beklentiler, ekonomik açıklamalar önem taşımaktadır.¹⁷³

Temel analiz yönteminde yatırımcılar tarafından önemli olarak görülen ve sonuçları açıldıktan sonra arz talep dengelerini değiştirdiği gözlenen bazı öncü ekonomik göstergeler bulunmaktadır. Piyasadaki sert hareketler öncelikle Amerika olmak üzere, Almanya, İngiltere, Japonya gibi işlem hacmi yüksek ülkelerin ekonomik verileriyle ortaya çıkmaktadır.

3.5.1.1 Temel Analizde Kullanılan Bazı Öncü Göstergeler

Öncü gösterge olarak genellikle ABD' den yayınlanan veriler kullanıldığından zamanlama ABD zaman verilerine göre yapılmıştır.

3.5.1.1.1 GDP Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

Her çeyreğin son günü (3 ay sonucu), Türkiye saati ile 15.30 itibariyle açıklanan veriler ekonomik büyüklük ölçütüdür, piyasadaki üretimi ve hareketi gösterir. Yükselen GDP

¹⁷³ Hedef Online, **Forex Piyasalarına Giriş,2006**, www.hedefonline.com. (08.03.2010) s.61

rakamları ülkenin ekonomik gidişatı hakkındaki en kapsamlı bilgiyi verdiğiinden artışı veya azalışı kur hareketlerinde doğru orantılı olarak etki gösterebilir.

3.5.1.1.2 Tarım Dışı İstihdam

Ekonomik aktiviteyi ölçmede kullanılan önemli verilerden birisi olan tarım dışı istihdam, büyümeyle doğrudan ilgili olduğu için piyasaya etkisi yüksektir. Her ayın ilk Cuma günü, Türkiye saati ile 15.30 da açıklanan bir veridir. ABD içindeki çalışanlara ödenen ücretlerin toplamını gösterir. Kamu görevlileri, ev hanımları, sivil toplum kuruluşlarında çalışanlar ve tarım işçileri bu hesaplamanın dışında kalmaktadır.

3.5.1.1.3 Parakende Satışlar

Parakende satışlar ele aldığı dönem içinde yapılan perakende satışları takip ederler ve bu satışlar için müşterilerin toplam ne kadar harcama yaptığını hesaplarlar. Bu hesaplamalara hizmet sektörü dâhil olmamakla birlikte açıklanan veri, hesaplanan ay ile bir önceki ay arasındaki farkı yansıtır. Veri, genellikle kişisel gelir raporu için taşınabilir ve taşınmaz mal harcamalarının alt bileşenlerini ortaya çıkarmakta kullanılır. Parakende satışlar ayrıca GDP'deki kişisel harcamada kayıp ayların verileri için de kullanılabilirler.¹⁷⁴

Ekonominin genel gidişatı hakkında bilgi veren perakende satışlar da açıklanan verinin eksi çıkması satışların, geçen aya göre azalmış olması anlamına gelir, ve piyasalara daolayısıyla ilgili ülke kuruna etkisi olumsuz olabilir.¹⁷⁵

3.5.1.1.4 Tüketici Güven Endeksi

Örnekleme olarak alınan 5.000 hane halkı ile ücretlerin artıp, faizin düştüğü zamanlarda, halkın güvenini ve harcama gücünü ölçmektedir. Katılımcılar sorulara, kişisel gelirleri ve piyasa koşullarına bakıp, yorumlarını yaparak cevap verirler. Amerikan ekonomisinin 2/3 sinin özel tüketim olduğunu göz önüne alırsak, ne denli önemli bir veri olduğunu daha net görebiliriz.¹⁷⁶

3.5.1.1.5 Tüketici Fiyat Endeksi (CPI)

¹⁷⁴R. Mark Rogers, **Hand Book Of Key Economic Indicators**, McGraw-Hill, 1998, New York,s.4

¹⁷⁵Go Forex, **Temel Ekonomik Göstergeler**, <http://www.goforex.com/tr/forex-resources/forex-education/fundamental-analysis/forex-main-indicators> (02.03.2010)

¹⁷⁶Hedef Online, **Forex Piyasalarına Giriş,2006, s.62**

Fiyat değişiklikleri çalışmaları, makroekonomik koşulların analizinde önemli rol oynar. Tüketici fiyat indeksi fiyat değişiklerindeki anahtar indikatörlerden birisidir. TÜFE, incelenen toplumun tüketim için kullandığı yada satın aldığı mal ve hizmetlerin, fiyat genel seviyelerinde zaman içinde meydana gelen değişikliği ölçmektedir. ILO'da açıklandığı üzere TÜFE'nin kullanımı řu şekilde belirlenmiştir.¹⁷⁷

- Enflasyonun genel ölçümü,
- Hükümet tarafından yapılan indexlemede,
- Özel kontratlardaki fiyat, ücret ve maař düzenlemelerinde
- Maliyet muhasebesinde
- Perakende satış fiyatları deflasyonunda

Tüketici harcamaları ekonomik faaliyetlerin üçte ikilik bir kısmını gösterdiğinden TÜFE en önemli enflasyon göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Yüksek TÜFE verileri genellikle kısa vadede faiz artışlarına ve bu nedenden dolayı da kısa vadede o para biriminin güçlenmesine neden olurken, uzun süreli enflasyon verileri o para birimine duyulan güveni azaltır ve değer kaybetmesine sebep olmaktadır.¹⁷⁸

3.5.1.1.6 İstihdam Raporları

Ekonomide açılan en önemli verilerden biri olan istihdam verileri genellikle her ayın ilk cuma günü açıklanmaktadır. İstihdam verisi, tarım ve kamusal işletmeler hariç tutularak ücretli kaç kişinin olduğu hakkında bilgi verir. Ücretli sayısındaki değişimler aylık bazda kaç tane iş yaratıldığının ya da kaybedildiğinin bir göstergesidir ve ekonomik faaliyetler açısından çok önemli bir gösterge olduğundan yatırımcıların karar alma aşamasında önemli bir yeri vardır. İstihdam verilerinde görülen büyük artışlar güçlü bir ekonomik faaliyete sahip olunduğunun göstergesi olarak yorumlanmaktadır.

3.5.1.1.7 Faiz Oranları ve Merkez Bankaları

¹⁷⁷ Béatrice Du Boys ve Diğerleri, **Main Economic Indicators**, OECD Publication, 2002, s.19

¹⁷⁸ [http://www.forexsignalsturkey.com/temel_analiz.asp\(23.04.2010\)](http://www.forexsignalsturkey.com/temel_analiz.asp(23.04.2010))

Yatırımcılar merkez bankalarının siyasal baskılardan bağımsız olup olmadığıyla ilgilenirler. Örneğin, Avrupa merkez bankası, 2004 ve 2005 yılındaki büyümeye ve güçlü euroya rağmen faiz oranlarını düşürmeye yönelik ısrarlı ve yoğun siyasal baskıya hiç yanıt vermemiştir. Avrupa merkez bankası en yeni merkez bankası olarak siyasal müdahalelerden bağımsız olduğunu göstermek istemiştir.¹⁷⁹

Bunun yanında her döviz cinsinin kendi ülke merkez bankaları tarafından belirlenen gecelik borç oranı bulunmaktadır. Piyasaların yakından takip ettiği FED (ABD Merkez Bankası) faiz oranları Amerika Merkez Bankası temsilcilerinin yılda 8 kere düzenlediği toplantılar sonucunda (Türkiye saati ile 21.45 civarı) açıklanmaktadır.¹⁸⁰ Düşük faiz oranları genelde o para biriminin değer kaybetmesine neden olurken, yatırımcılar yüksek faiz veren diğer bir para birimine geçebilirler. Açıklanan faiz oranlarının beklenenden yüksek olması durumunda ise getiri sağlamak isteyen yatırımcıların o para birimine olan talepleri artacaktır.

3.5.1.1.8 Tankan Açıklamaları

ABD'nin yanı sıra, Japonya' da dünyadaki en geniş ekonomik indikatörlere sahip bir ülke olarak yatırımcılar tarafından takip edilmektedir. Uluslararası yatırımcılar ve çokuluslu şirket yöneticileri, Tankan raporunu inceleyerek Japonya ekonomisinin durumu ve aylar sonrası iş aktivite tahminlerini incelemektedirler. Bu araştırmaya ekstra güvenilirlik kazandıran ise, ülkenin merkez bankası olan Japon Bankası tarafından çıkarılmasıdır. Araştırmanın sonuçları da para politikası ve faiz oranlarının gelecekteki seyriyle ilgili ipuçları vermektedir.

Tankan araştırması her ne kadar business confidence (güvenilirlik) araştırması olarak tanımlansa da aslında bundan çok daha fazlasını içerir. Özellikle, Amerikan ekonomik indikatörlerine kıyaslandığında, Tankan araştırması iş çevrelerinin ne düşündüğünü de ortaya koymaktadır. Eğer sermaye yatırımı, istihdam, ya da fiyatlama gücü beklentileri ve gelecekte yen'in nerede değerleneceğine dair tahminler yapılmak isteniyorsa, tankan araştırmasının dikakte alınması gerekmektedir.

¹⁷⁹ Anne Dolganos Picker, **International Economim Indicators And Central Banks**, John Wiley&Sons, Inc. New Jersey, 2007,s.4

¹⁸⁰ Hedef Online, **Forex Piyasalarına Giriş,2006, s.63**

Araştırma, Japon bankasının araştırma ve istatistik bölümü tarafından 3 ayda bir çıkarılır. İş dünyası ve ticaret hakkında yapılan bu anketler 9000 firmaya gönderilir. Bu şirketler büyüklükleri açısından farklılık göstermekte ve sanayi çeşidi açısından da imalatçı olamayanlar %58 iken imalatçı %42 oranındadır.¹⁸¹

3.5.1.1.9 Ticaret Dengesi

Analiz yöntemlerinde kullanılan diğer bir intikatör ise bir ülkenin ticaret dengesi olarak gösterilebilir. Ticaret dengesine bakarken ülkenin bir önceki aya göre ihracat ve ithalat rakamları arasındaki farklar incelenmektedir. İhracat, GDP'nin büyümesine katkıda bulunur; yüksek ithaller talepteki büyümeye kıyasla üretimdeki artışın azaldığını ifade eder. İthalattaki ani artış, tüketici talebinin yerel ekonominin baş edebileceğinden daha fazla büyüdüğünü de gösterebilir. İhracata göre ithalattaki uzun dönemli artış yerel üreticilerin rekabetinde bir düşme anlamına gelebilir. İhractan daha fazla olan ithalat Exchange-rate sorunlarına da yol açabilmektedir.¹⁸²

Aşağıdaki tabloda dataların ABD doları örnek gösterilerek para birimine ne şekilde etkide bulunduğu gösterilmiştir.

Tablo:23 Ekonomik Göstergelerin Dolara Etkisi

GNP Gayrisafi Milli Hasılanın artması veya düşmesi	Artışı ile Strong (+) \$ Düşüşü ile Weak (-) \$	3 ayda bir çıkar. (3., 6., 9. ve 12. Aylarda)	Ayın 21 ile 30'u arasında açıklanır.
Non-farm payroll Tarım dışı istihdam	Strong (+) \$ Weak (-) \$	Aylık	Her ayın ilk Cuma günü
Retail Sales Perakende Satışlar	Strong (+) \$ Weak (-) \$	Aylık	Her ayın 11 ile 24'ü arasında açıklanır.
Industrial Production Endüstriyel Üretim	Strong (+) \$ Weak (-) \$	Aylık	Her ayın 14 ile 17'si arasında açıklanır.
Capacity Utilization Kapasite Kullanım Oranı	Strong (+) \$ Weak (-) \$	Aylık	Her ayın 14 ile 17'si arasında açıklanır.
Index of leading	Strong (+) \$		Son iş gününde açıklanır.

¹⁸¹ Bernard Baumohl, **The Secrets Of Economic Indicators**, Wharton School Publishing, New Jersey, 2008,s.336

¹⁸² The Economist, **Guide To Economic Indicators**, Profile Books, U.K,2006, s.51

indicators Öncü Göstergeler endeksi	Weak (-) \$	Aylık	
Construction Spending İnşaat Harcamaları	Strong (+) \$ Weak (-) \$	Aylık	Birinci iş gününde açıklanır.
Car Sales Araba Satışları	Strong (+) \$ Weak (-) \$	Her 10 günde bir çıkar.	3 iş günü geçtikten sonra açıklanır.
Unemployment Rate İşsizlik Oranı	Weak (+) \$ Strong (-) \$	Aylık	Her ayın 1 ile 7'si arasında açıklanır.
PPI (Products Price Index) Üretici Fiyat Endeksi	Uncertain	Aylık	Her ayın 9 ile 16'sı arasında açıklanır.
CPI (Consumer price Index) Tüketici Fiyat Endeksi	Uncertain	Aylık	Her ayın 15 ile 21'i arasında açıklanır.
Trade Deficit Ticaret Açığı	Weak (+) \$ Strong (-) \$	Aylık	Her ayın 20 ile 27'si arasında açıklanır.
Faiz Kesintisi	Weak (-) \$	Aylık	Her ayın 20 ile 30'u arasında açıklanır.

Kaynak: Raşan Atakan, **Forex ve Türkiye'deki Durumu**, Marmara Üniversitesi Muhasebe Finansman Dergisi Sayı 6, 1997, s.117

Temel verileri incelediğimizde dolara etkisinin doğru orantılı olduğu görülmektedir. Öte yandan, piyasa her zaman temel veriler doğrultusunda hareket etmez ve beklenen değer tersi geldiğinde piyasa olumsuz tepki verebilir.

3.5.2 Teknik Analiz

Teknik analiz, fiyat, hacim, indiktor gibi verileri kullanarak gelecekteki fiyat trendlerini belirlemek amacıyla, piyasa hareketlerinin çalışılmasıdır.

Tekniksel yaklaşımın 3 dayanağı bulunmaktadır.

a-Tüm değişkenler piyasa fiyatına yansır.

b-Fiyatlar trendlerle hareket eder.

c-Tarih kendini tekrarlar.

a-Piyasa hareketi herşeyi hesaplar ;

Bu cümle, teknik analizin yapı taşını oluşturmaktadır. Teknik analizci, belli başlı temel maddeler bunun yanında politik, psikolojik ve diğer olaylar gibi fiyatı etkileyen herşeyin o piyasanın fiyatına yansıdığına inanır. Bu yüzden, fiyat hareketi incelenmesi, gerekli olan tüm değişkenleri kapsamaktadır.

Bütün teknisyenlerin iddia ettiği, fiyat hareketinin arz ve talebi yansıttığıdır. Eğer talep arzı geçerse, fiyatlar yükselir. Eğer arz talebi aşarsa fiyatlar düşer. Bu hareket, tüm ekonomik ve temel tahminlerin yapısını oluşturur. Tablolar kendi başlarına piyasaların aşağı ya da yukarı çıkmasına sebep olmazlar. Sadece düşüşe ve yükselişe eğilimli piyasayı yansıtırlar.¹⁸³

Kural olarak, tabloyu yapanlar fiyatların niye yükseldiği yada düştüğüyle ilgilenmezler. Sıklıkla, fiyat trendlerinin erken aşamalarında ve kritik noktalarda, kimse piyasanın belirli bir yönde hareket ettiğini bilemez. Teknik yaklaşım, zaman zaman iddialarında basitleştirici olsa da, bu mantığın arkasındaki ilk önerme piyasaların her şeyi hesapladığıdır. Eğer piyasa fiyatlarını etkileyen herşey piyasa fiyatına yansiyorsa, o zaman piyasa fiyatı çalışılması gereken bütün verileri içinde bulunduran bir yapıya sahip demektir. Fiyat grafiklerinin ve destekleyici teknik indikatörlerin çalışılmasıyla, tabloyu hazırlayanlar, piyasanın ne tarafa doğru gideceğini söylemesine izin verirler. Tabloyu hazırlayan, tam anlamıyla piyasayı önceden tahmin etmeye çalışmaz. Teknik araçların hepsi tabloyu hazırlayana, piyasa hareketlerinin çalışılmasında yardımcıdır. Teknik analizciler piyasaların aşağı yukarı hareketlerde olmasının sebepleri olduğunu bilirler ancak teknik analizin, tahmin sürecinde sebeplerden daha önemli olduğunu düşünürler.

b- Fiyatlar trendlerle hareket eder;

Trend konsepti teknik yaklaşımda temel bir kavramdır. Burada yine, piyasaların trend yaptığı önermesi kabul edilmeden analiz etmenin hiçbir anlamı yoktur. Fiyat hareketlerini tablolamanın amacı, trendleri gelişimlerinin erken döneminde belirlemektir. Bu

¹⁸³ John J. Murphy, **Technical Analysis Of The Financial Markets**, Prentice Hall Press, New York, 1999, s.2

yaklaşımında kullanılan teknikler trend takip edicidir, yani amaçları, varolan trendleri belirlemek ve takip etmektir.¹⁸⁴

Fiyatların trendlerle hareket ettiği önermesinin doğal bir sonucu ise, hareket halindeki trendin, geriye doğru dönmektense devam etmeye yönelik olmasıdır. Bu, Newton'un ilk hareket teorisinin adaptasyonudur ve bu doğal sonucu söylemenin bir başka yolu da, hareket halindeki trendin geri dönüşüne kadar aynı doğrultuda devam edeceğidir.

c-Tarih kendini tekrarlar;

Teknik analiz yapısının çoğu ve piyasa hareketinin çalışması insan psikolojisiyle alakalıdır. Örneğin grafiklerdeki bir şekil düzenin 10 yılı aşkın sürede belirlenmiş ve belirli bir resimi ortaya çıkardığını düşünürse, bu resimler piyasanın aşağı ya da yukarı doğru eğilimli olan psikolojisini ortaya çıkarır.¹⁸⁵ Teknik analizde bu şekil düzenlerinin geçmişte işe yaramış ve gelecekte aynı şekilde çalışmaya devam edeceği düşünülür. Bunlar insan psikolojisine dayanan çalışmalardır. Bu önermeyi söylemenin diğer bir yolu da tarih kendini tekrar eder ya da geleceği anlamanın geçmişi çalışmaktan geçtiği söylemleridir.

3.5.2.1 Teknik Analizde Kullanılan Grafikler

Grafik çizimi için piyasada oluşan fiyatlardan yararlanılmaktadır. Bunlar açılış fiyatı, belirli bir zaman diliminde oluşan en yüksek fiyat, belirli bir zaman diliminde oluşan en düşük fiyat ve de kapanış fiyatlarıdır. (Forex piyasalarının yirmidört saat açık olması nedeniyle günlük grafiklerde kapanış fiyatı saat 23:00da görülen fiyat seviyesi olarak belirlenir). Yine forex piyasalarının yirmidört saat açık olması nedeniyle günlük grafiklerde görülen açılış fiyatı ise gece 00:00 daki piyasa fiyatı olarak kabul edilir.¹⁸⁶

3.5.2.1.1. Çizgi Grafikler

Çizgi grafik, grafik çeşitlerinin en basit türüdür. Grafik 3' deki EUR/USD grafiğinde gösterildiği gibi dikey barda kapanış rakamları yer alırken tarih alt kısımda görüntülenir.

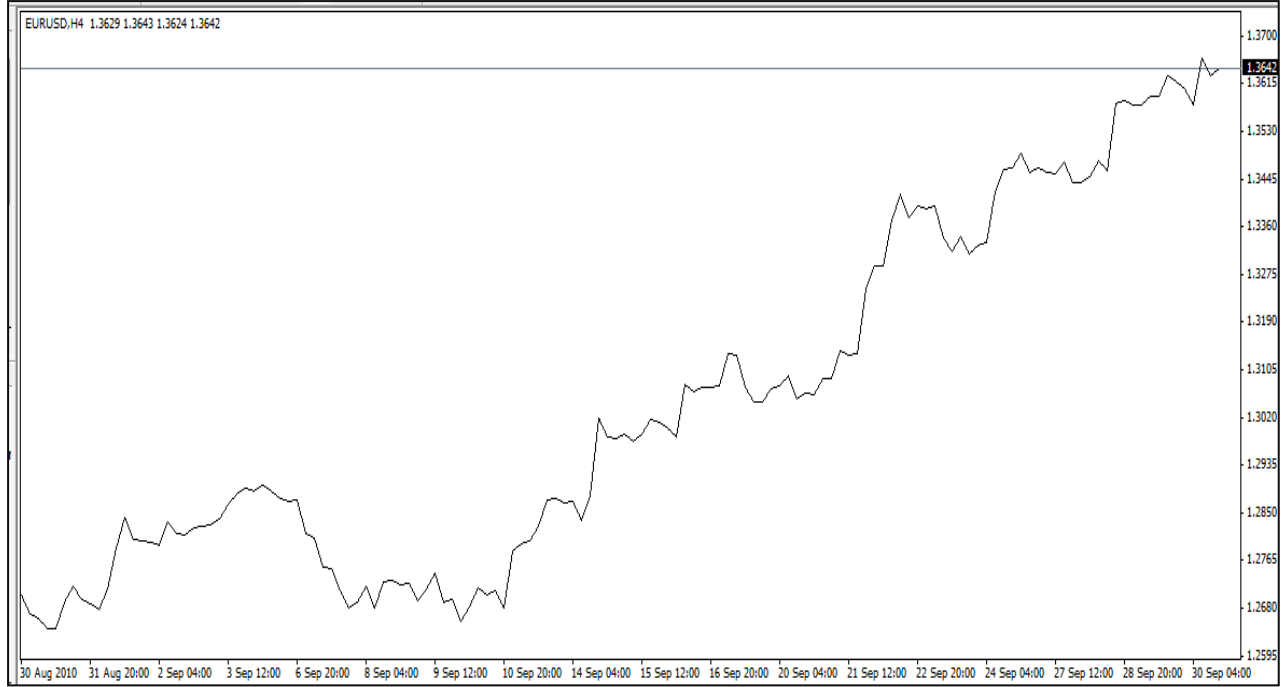
¹⁸⁴ John J. Murphy, **Technical Analysis Of The Financial Markets**, s.3

¹⁸⁵ John J. Murphy, **a.g.e**, s.4

¹⁸⁶ Ozan Takmaz, **Forex Piyasalarında Teknik Analiz**, www.hedefonline.com, (2.8.2010),s.10

Çizgi grafiğin basit bir sunuma sahip olması kullanışlı olmasını sağlamıştır. Çizgi grafikler gün sonu kapanış fiyatlarını görüntülemek için kullanılırlar.¹⁸⁷

Grafik 3: EURUSD Çizgi Grafik



Kaynak: Trendoks, Program: FX4

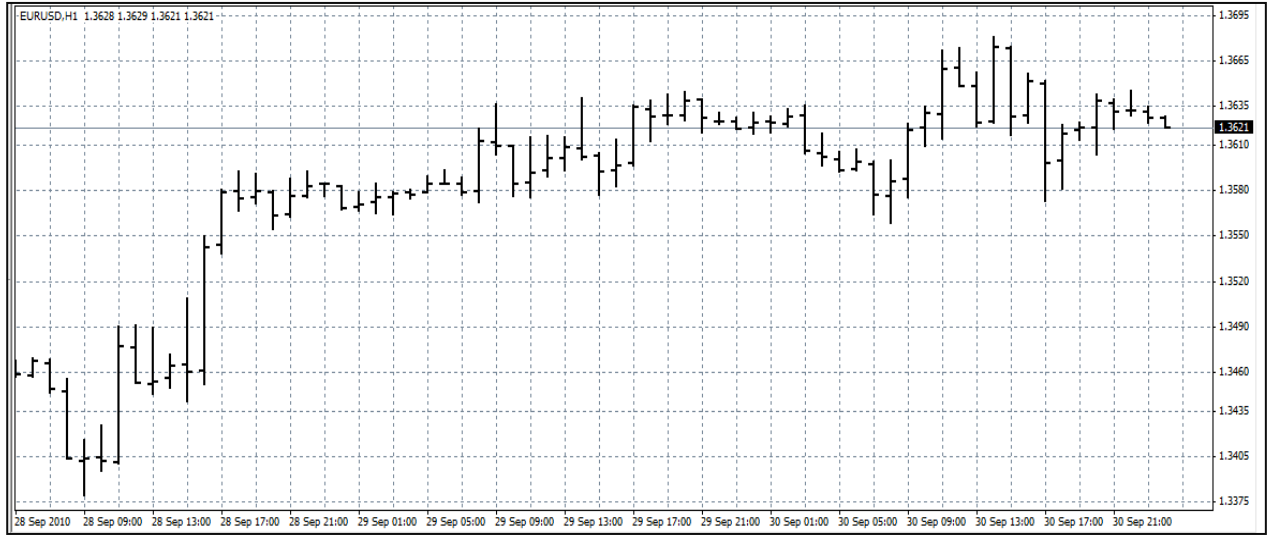
3.5.2.1.2 Çubuk Grafikler

Çubuk grafikler tablolanın en eskisi değildir ancak en çok kullanılanıdır. Tüm brokerlar grafik paketlerinin bir bölümü olarak çubuk grafikleri kullanırlar. Bir bar, sabit, belirli bir zamanı temsil etmektedir. Hisse ve emtia futurelarında barlar genelde bir hafta ya da bir gündür. Forex'te ise, bar grafiklerin bir dakikadan bir aya kadar bir aralığı vardır. Trade için en popüler olanı 5 dakika'dan bir saate kadar olan barlardır.¹⁸⁸ Çubuğun en üst noktası fiyatın gün içerisinde ulaştığı en yüksek fiyatı gösterirken, en alt noktası ise gün içerisinde geline en düşük fiyatı ifade eder. Kapanış fiyatı çubuk üzerinde sağa, açılış ise sola doğru bir çizgi ile gösterilir. Fiyat aralığı arttıkça çubuğun boyu uzamaktadır.

¹⁸⁷ Steven B. Achels, **Technical Analysis From A to Z**, McGraw Hill, New York, 2001, s.8

¹⁸⁸ John M. Bland, Jay M. Meisler, Michael Duane Archer, **Forex Essential In 15 Trades**, John Wiley & Sons Inc, New Jersey, 2009, s.36

Grafik 4: EURUSD Çubuk Grafik

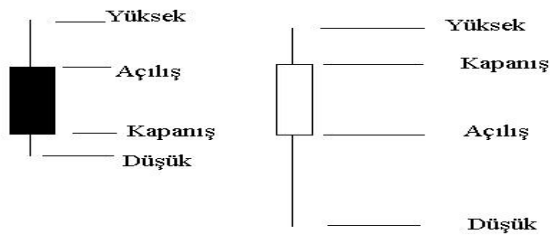


Kaynak: Trendoks, Program: FX4

3.5.2.1.3 Mum Grafikler

Bu chartlar, Forex'te çok popüler olan ve doğudan gelen bir fikirdir. Mum grafik tablo şekil düzenleri, teknik analiz yapısına (eski fiyatların gelecek fiyatlar hakkında bilgi taşıması) odaklanır ve zamana özel grafiklerdir.¹⁸⁹ Mum grafikleri çubuk grafiklerden ayıran, her iki grafiğin de açılış, en yüksek, en düşük ve kapanış değerlerini gösterirken, mum grafiklerin bu veriler arasında mantıklı bir bağ kurmaya çalışmasıdır.

Şekil 7: Mum Grafikler

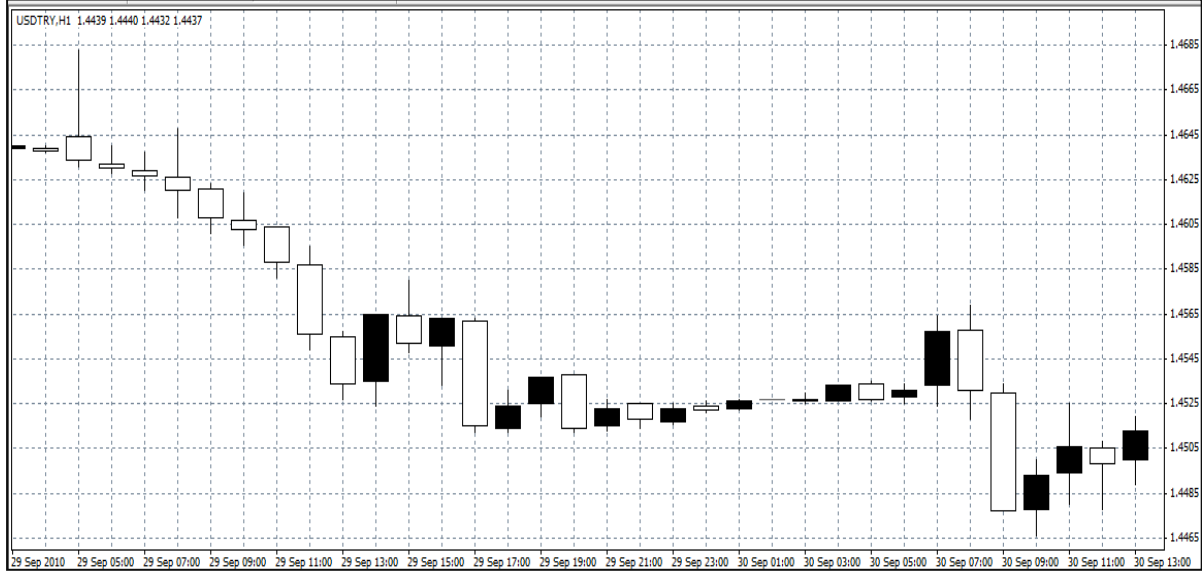


Mum grafiklerde oluşan kutular açılış ve kapanış fiyatı arasındaki farkı gösterirler. Kutuların üst ve altındaki ince çubuklar ise en yüksek ve en düşük fiyatlara göre çizilir. Kutuların renkleri ise kapanış fiyatlarına göre oluşmaktadır. Fiyat bir önceki açılış fiyatından

¹⁸⁹ Michael Duane Archer, **Getting Started in Forex Trading Strategies**, John Wiley&Sons Inc, New Jersey, 2006, s.26

daha yüksek bir fiyatla kapanır ise içi boş beyaz, kapanış fiyatı, açılış fiyatının altında kaldıysa içi dolu siyah mumlar ile gösterilir.

Grafik 5: USDTRY Mum Grafik



Kaynak: Trendoks, Program: FX4

3.5.2.1.4 Nokta ve Şekil Grafikler

Nokta ve şekil grafikler fiyata özel ve fiyat odaklıdır. Zamanın fonksiyonu olarak derecelendirmektense, fiyat fonksiyonu olarak derecelendirilmiştir.¹⁹⁰

Nokta ve şekil grafiğini diğer grafiklerden ayıran en önemli özellik, değerlerin sürekli değil, grafiği çizenin baştan belirlediği şartlar sağlandığında grafiğe işlenmesidir.¹⁹¹ Bu grafiklerde amaçlanan arz ve talep arasındaki değişimi ve yönü belirleyerek tahminde bulunmaktır. Günümüzde önceki sayfalarda incelenen üç popüler grafiğe oranla daha az kullanılmaktadır.

3.5.2.2 Trend Kavramı

Trend konsepti, piyasa analizinin teknik yaklaşımına bir temel oluşturmaktadır. Teknik analizciler tarafından kullanılan destek ve direnç düzeyleri, fiyat şekilleri, hareketli ortalamalar, grafikler ve bunun gibi araçlar piyasanın hangi yönde hareket ettiğini anlamaya

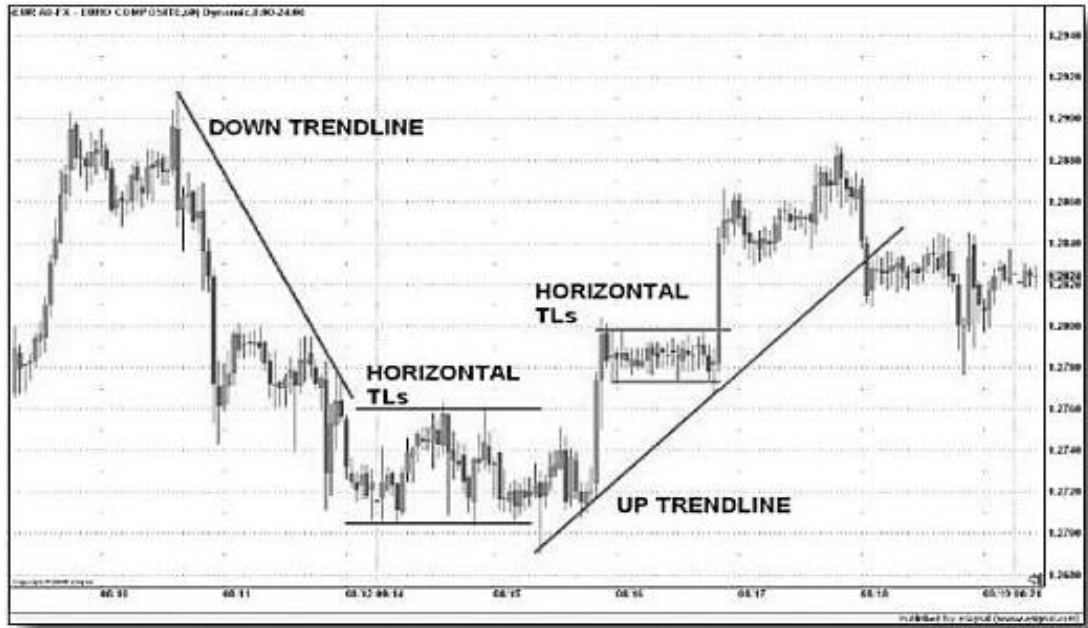
¹⁹⁰ Michael Duane Archer, **Getting Started in Forex Trading Strategies**, s.26

¹⁹¹ <http://avasyabank.com/grafikler.html> (02,06,2010)

yardımcı olması için kullanılırlar. Genel anlamda, trend basit olarak, hareket eden piyasanın yönüdür.¹⁹²

Piyasalar her hangi bir yönde direkt olarak hareket etmezler. Piyasanın hareketleri zigzag serilerinden oluşur. Bu zigzaglar, tepe ve çukurları olan birbirini takip eden dalgalar serisidir. Trendi oluşturan da bu tepe ve çukurların yönüdür. Bu tepe ve çukurların yukarı, aşağı ve yatay yönde hareketi, bize piyasanın trendini gösterir. Yukarı trend birbiri ardına oluşan yüksek tepeler ve çukurlar serisi olarak tanımlanır. Aşağı trend ise bunun zıttı, yani; azalan tepe ve çukur noktaları serisidir. Yatay tepe ve çukurlar ise yanlamasına fiyat trendi olarak tanımlanır.¹⁹³

Grafik 6: Trend Çizgilerine Örnekler



Kaynak: Grace Cheng, 7 Winning Strategies for Trading Forex, Harriman House, Great Britain, 2007, s.110

Bunun yanında trendler zaman çerçevesi bakımından da kategori edilirler. Ana ya da uzun dönemli trendler, ikinci ya da orta dönemli trendler, ve yakın dönem ya da kısa dönemli trendler olarak üçe ayrılabilirler. İkinci ve yakın dönem trendler ana trend içinde oluşabilir. Her sınıf için zaman çerçeveleri geniş biçimde değişiklik gösterir.¹⁹⁴ Dow teorisi (fiyatların

¹⁹² John J. Murphy, **Technical Analysis Of The Financial Markets**, s.49

¹⁹³ John J. Murphy, **a.g.e**, s.50

¹⁹⁴ http://www.forexpm.com/ebooks/Online_manual_for_succesful_trading.pdf, (4.5.2010), s.50

piyasanın temelinde var olan bir trendi izlediği varsayımı) ana trend için bir sene uzunluk önerir. Major (ana trend) için, piyasa bir seneden fazla bir süre bekler. İkinci trendler, aylar, kısa dönem trendler ise haftalar sürer.

3.5.2.3 Destek ve Direnç Kavramları

Bu teknik modeller, forex piyasasında önemli bir rol oynar ve her tip yatırımcı tarafından kullanılır. Destek, şimdiki piyasa fiyatının aşağısındaki, satın alıcıların aşağı doğru trendi tersine çevirdiği fiyat noktasıdır. Direnç ise, piyasa fiyatının üzerindeki, satın alma baskısının yukarı doğru trendi geri çevirdiği fiyat noktasıdır.¹⁹⁵ Destek çizgisinin daha çok satın alıcısı ve direncin daha çok satıcısı vardır. Forex işlemcileri bu fiyat noktaları çevresinde oldukça fazla hareket bulurlar.

Grafik 7: EURUSD için Destek ve Direnç Çizimleri



Kaynak: Peter Rosenstreich, **Forex Revolution**, s.211

Destek seviyesi, yatırımcıların fiyatların geldiği noktadan yukarı doğru hareket edeceğini hissettikleri noktaya işaret eder. Piyasada bir menkul değer veya paritenin trendinin aşağı doğru gidişini durduracak ve trendi yukarı çekmeye sebep olan talep destek seviyelerini oluşturmaktadır. Fiyat destek seviyesinin altına düştüğünde ise genellikle yeni bir direnç seviyesi oluşur; bunun sebebi yatırımcıların kayıplarını sınırlamak istemeleri ve fiyatların önceki seviyesine yaklaştığında satmak istemeleridir.

¹⁹⁵ Peter Rosenstreich, **Forex Revolution**, Prentice Hall, New Jersey, 2005, s.211

Direnç seviyeleri yatırım için yüksek fiyat seviyelerini ya da satıcıların alıcıları sayıca geçtikleri fiyat seviyesini gösterir. Bir direnç noktası kırıldığında ve fiyat direnç seviyesinden yukarı doğru hareket ettiğinde, bu hareket daha kararlı bir şekilde gerçekleşir.¹⁹⁶ Trend, destek ve direnç, en önemli teknik indikatörlerdir. Tarihi fiyat hareketlerinin gösteriminden, bireysel yatırımcıların ticaret alışkanlıkları ve kitlesel piyasa ruhunun yansıdığı gerçek bir finansal davranışa dönüşmüştür.¹⁹⁷

3.5.2.4 Teknik Analizde Kullanılan Formasyon Örnekleri

Finans piyasalarında trendler şeklinde oluşan fiyat hareketleri, grafiklerde karakteristik şekiller meydana getirir ve bu şekillerin oluşturduğu formasyonlar, trend bitişi dönüşü veya devamlılığı hakkında bilgi verirler.

3.5.2.4.1 “V” Formasyonları

“V” şeklindeki yükseliş ve ters çevrilmiş “V” şeklindeki düşüşler şeklinde oluşan bu formasyon da hareketlerin ani oluşu ve genellikle volatilitenin yükseldiği piyasa koşullarında meydana gelmesi nedeniyle, yatırımcıların bu formasyonu dikkate alarak işlem yapmaları zorlaşmakta ve genellikle teşhisinde geç kalındığı için teknik analizlerde en az yararlanılabilen bir formasyon türünü oluşturmaktadır.

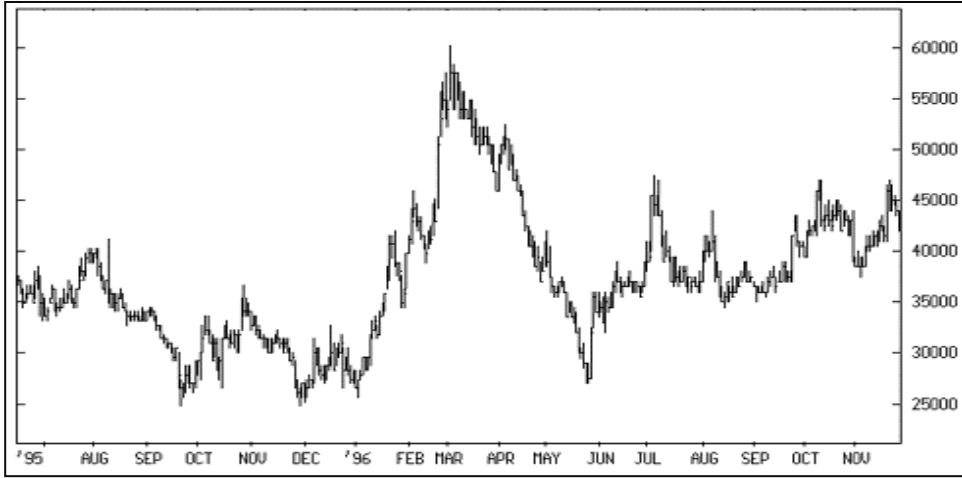
“V” formasyonlar da tepe ve diplerde mevcut trend beklenmedik bir şekilde, aniden ve şiddetli bir fiyat hareketi ile değişmekte ve ters yönde yeni bir trende başlamaktadır.¹⁹⁸ “V” formasyonuna EUR/JPY gibi volatilitenin yüksek olduğu paritelerde daha sık rastlanmaktadır ve oluştuğu nokta gerçekte taban veya tepe noktasını işaret etmektedir. Aşağıdaki grafik 8’de V formasyonlarının nasıl oluştuğu ve birbirini nasıl takip ettiği gösterilmektedir.

¹⁹⁶ Michael D. Archer, James Lauren Bickford, **The Forex Chartist Companion**, John Wiley&Sons Inc, New Jersey,2007, s.63

¹⁹⁷ Peter Rosenstreich, **Forex Revolution**,s.210

¹⁹⁸ <http://www.uzmanforex.com/forex-grafik-formasyonlari/v-tepe-ve-dipler-v-formations>

Grafik:8 “V” Tepe ve Dip Formasyon Oluşumu

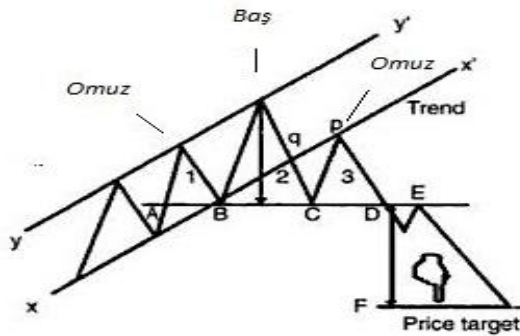


Kaynak:<http://www.uzmanforex.com/forex-grafik-formasyonlari/v-tepe-ve-dipler-v-formations>

3.5.2.4.2 Omuz-Baş-Omuz Formasyonu

Omuz-Baş-Omuz şekli grafik formasyonlarının en güvenilir ve en çok bilinenlerinden biridir.¹⁹⁹ Grafik 9’da , yukarı doğru trendle hareket eden piyasa, trend hattını q noktasında kırmaktadır. Benzer bir reaksiyonla, piyasa önceki trend/destek hattı üzerinde ticaret yapmak için, hareketlenir, ancak bu hat direnç hattına dönüşür ve yeni trendini p noktasında bırakır.²⁰⁰

Grafik 9 : Omuz-Baş-Omuz Formasyonu



Kaynak: Cornelius Lucai, **Technical Analysis Applications**, McGraw Hill, New York, 2004, s.48

¹⁹⁹ <http://www.forexturkce.com/forex-teknik-analiz/formasyonlar.html> (12.06.2010)

²⁰⁰ Cornelius Lucai, **Technical Analysis Applications**, McGraw Hill, New York, 2004, s.48

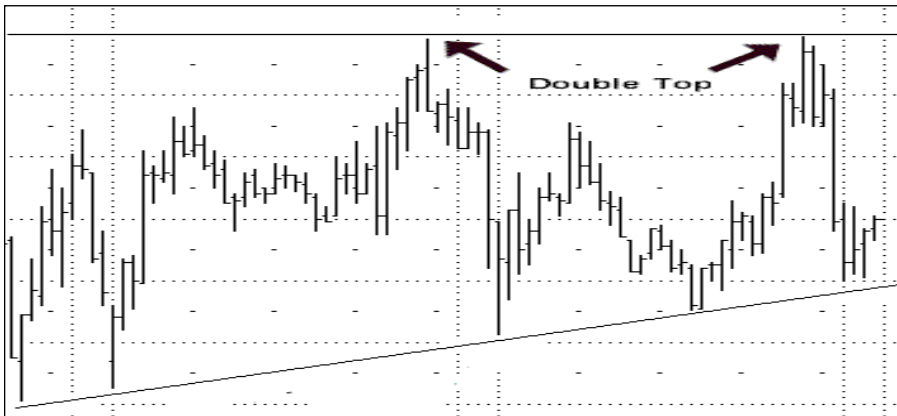
Piyasa düştükçe, trend çıkışı onaylanmıştır. CpD noktalarıyla tanımlanan sağ omuz adındaki son hareket, trend hattının dışında oluşmak zorunda değildir.²⁰¹ Omuzlar omuz-baş-omuz şeklinde hemen hemen aynı yüksekliklere varırlar ve bütün bu hareketler, boyun hizası (neckline) olarak da bilinen aynı desteğe dayanırlar.

Grafik de A noktasından önce, boyun hizası bir direnç hattıdır. Direnç hattı bir kez kırıldığında, önemli bir destek hattına dönüşür. B ve C noktalarında fiyat 2 kez sıçrar. Boyun hizası D noktasında yüksek bir hacim altında kırılır ve trendin geri dönüşü gerçekleşir. Önemli bir destek noktası kırıldığından, boyun hizasını test etmek üzere (E) trend dışı bir hareket oluşur, böylece yeniden direnç hattı meydana gelir. Direnç hattı tutulduğundan, fiyatın aniden F seviyelerine düşmesi beklenir ki bu omuz-baş-omuz oluşumunun fiyat hedefini oluşturur. Hedef aynı zamanda baş ve boyun hizasından genişlik olarak neredeyse eşit uzaklıktadır.²⁰²

3.5.2.4.3 İkili – Üçlü Dip Ve Tepeler Formasyonu

Bu şekil yaklaşık olarak aynı yüksekliklerde olan iki tepe noktasından oluşmaktadır. Fiyatların hızlı yükselmesi sonucu ukaştıkları zirve seviyelerinde, gelen düzeltmeler ile fiyatlar tekrar aşağıya çekilmekte, kısa bir süre sonra tekrar zirve noktasına ilerlemektedir. Yükseliş ve düşüş trendlerinin birbirini izlediği bu formasyonda tepeler genellikle yatay hareket etmektedir.

Grafik 10: İkili Tepe Formasyonu



Kaynak: http://203.15.147.66/research/charting/library/double_tops_bottoms.htm

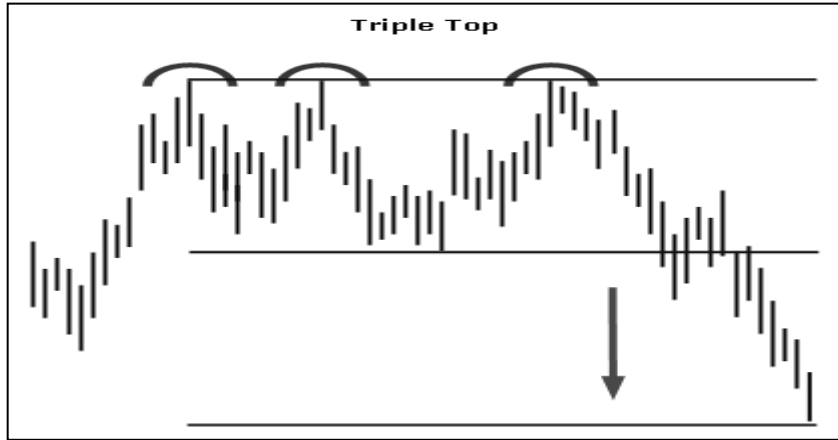
²⁰¹ Cornelius Lucai, **Technical Analysis Applications**, s.48

²⁰² Cornelius Lucai, **a.g.e.s.49**

Grafik 10'da, yukarı trendde olan piyasa ilk tepe noktasına ulaştıktan sonra kırılmakta, ikinci tepe noktasına ulaşmadan önce aşağı ve yukarı yönlü yeni trendler oluşturmaktadır. Omuz-Baş-Omuz şeklinde olduğu gibi, ikili tepe formasyonunun başarılı bir şekilde tamamlanabilmesi için, çıkışın yoğun piyasa hacmi altında olması çok önemli bir gerekliliktir. Bu tablo oluşumunun gelişmesinin zaman çerçevesi birkaç haftadan birkaç aya kadar uzanır.²⁰³ Bir günlük süreç içinde gerçekleşen tablo oluşumları daha az güvenilirdir. Şekli oluşturmadaki zaman uzunluğu ve oluşumun önemi arasında güçlü bir korelasyon vardır. Fiyat hedefine ulaşmadaki zaman hedefi belirli değildir. Genel olarak, şeklin gelişmesinin süresi uzadıkça, fiyat hedefine ulaşmakta uzun zaman alır.

Üçlü tepeler ise omuz-baş-omuz ve ikili tepe trend dönüşlerinin karışımıdır. Diğer taraftan, üçlü dip formasyonu ise ters omuz-baş-omuz ve ikili dip oluşumlarının karışımıdır. Sonuç olarak, aynı özelliklere, potansiyel sorunlara, sinyallere ve yatırımcıların ikili tepe ya da ikili dip gibi bakış açlarına sahiptirler.

Grafik 11: Üçlü Tepe Formasyonu



Kaynak: <http://www.stock-charts-made-easy.com/bar-charts.html>

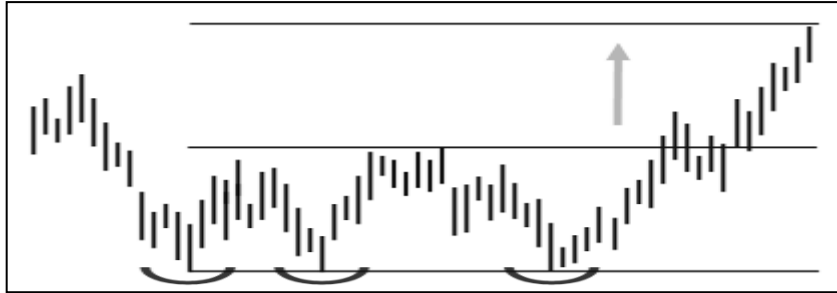
Grafik 11 de gösterildiği gibi, tipik bir üçlü tepe oluşumunda, tepelerin yükseklikleri neredeyse aynıdır. Orta çizgide direnç kırıldıktan sonra yeni bir desteğe dönüşmektedir. Ancak üç tepeyi yaptıktan sonra destek çizgisi başarısızlığa uğramaktadır. Destek noktası

²⁰³ Cornelius Lucai, **Technical Analysis Applications**, s.55

piyasanın geri düşmesini tutan güçlü bir direnç hattına dönüşür ve yeni fiyat hedefi ok işaretinin altındaki seviyede yerini alır.

3'lü dip formasyonunun da ise grafik 12 de gösterildiği gibi, orta çizgiden kırılarak gelen yeni trend alt çizgiye çarpmakta ve orta çizgi yeni bir güçlü direnç çizgisi meydana getirmektedir.

Grafik 12 :Üçlü Dip Formasyonu

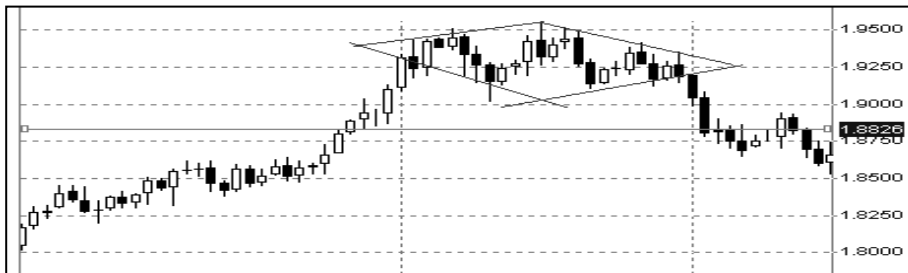


Kaynak: <http://www.stock-charts-made-easy.com/bar-charts.html>

3.5.2.4.4 Elmas Formasyonları

Elmas formasyonu, genellikle piyasanın tepelerinde görülmekte ve grafik 13 de görüldüğü gibi iki üçgen tipinin birleşmesinden oluşur .

Grafik 13: Elmas Formasyonu



Kaynak : <http://www.forexrealm.com/technical-analysis/graphical-methods/figures/diamond.html>
(6.4.2010)

Formasyonun ilk bölümünün oluşumu sırasında fiyatlar belirli bir süre bir öncekinden daha yüksek zirveler ve bir öncekinden daha düşük dipler yapmakta ve zirveler ile dipleri birleştiren doğrular simetrik üçgen görünümünü almaktadır.²⁰⁴ Formasyonun ikinci bölümünde ise zirveler önceki zirvelerden daha aşağıda dipler de daha yukarıda oluşmaya

²⁰⁴ https://www.finansonline.com/pages_help_terms_e.asp

başlamakta ve böylece ikinci simetrik üçgeni meydana getirmektedir. Bu iki aşamanın birbirini takip etmesi üçgenlerin birleşimi olan bir elmas formasyonunu oluşturmaktadır.

3.5.2.5 Teknik Analizde Yaygın Olarak Kullanılan İndikatör ve Osilatörler

Teknik analiz indikatörleri mevcut bir eğilimin kuvvetini veya alıcı-satıcı dengesi gibi göstergeleri çeşitli matematiksel model veya çalışmaların geniş kullanımı yaparak ortaya koymaktadır.²⁰⁵ İndikatörler, eğilimi takip eden indikatörler ve osilatörler (alıcı-satıcı çoğunluk oranı göstergesi olarak kullanılırlar) olarak ikiye ayrılırlar. En yaygın olarak kullanılan indikatörleri “Hareketli Ortalamalar” ve “Bollinger Bantları” oluştururken, yaygın olarak kullanılan osilatörler ise “MACD”, “Stokastik” ve “İzafi Güç Endeksi” dir.²⁰⁶

3.5.2.5.1 Hareketli Ortalamalar (Moving Averages)

Hareketli ortalamalar en eski göstergelerden biri olup teknik analizde sıklıkla kullanılmaktadır. Hareketli ortalama metodlarından en çok kullanılanları, “Basit Hareketli Ortalama” ve Üssel Hareketli ortalamalardır. Aritmetik ortalama olarak da ifade edilen basit hareketli ortalama, kapanış fiyatlarının birbirine eklenerek gözlem sayısına bölünmesiyle elde edilir.²⁰⁷

Grafik 14: GBPUSD 21 Günlük Hareketli Ortalaması (Kırmızı Renkle Gösterilmiştir)



Kaynak: Trendoks, Program: FX4

²⁰⁵ Leigh Stevens, **Essential Technical Analysis**, John Wiley and Sons, New Jersey, 2002, s.214

²⁰⁶ http://www.forex-turkce.com/analiz_indikatorler.htm

²⁰⁷ Richard J. Bauer, Julie R. Dahlquist, **Technical Market Indicators**, John Wiley&Sons Inc., New Jersey, 1999, s.34

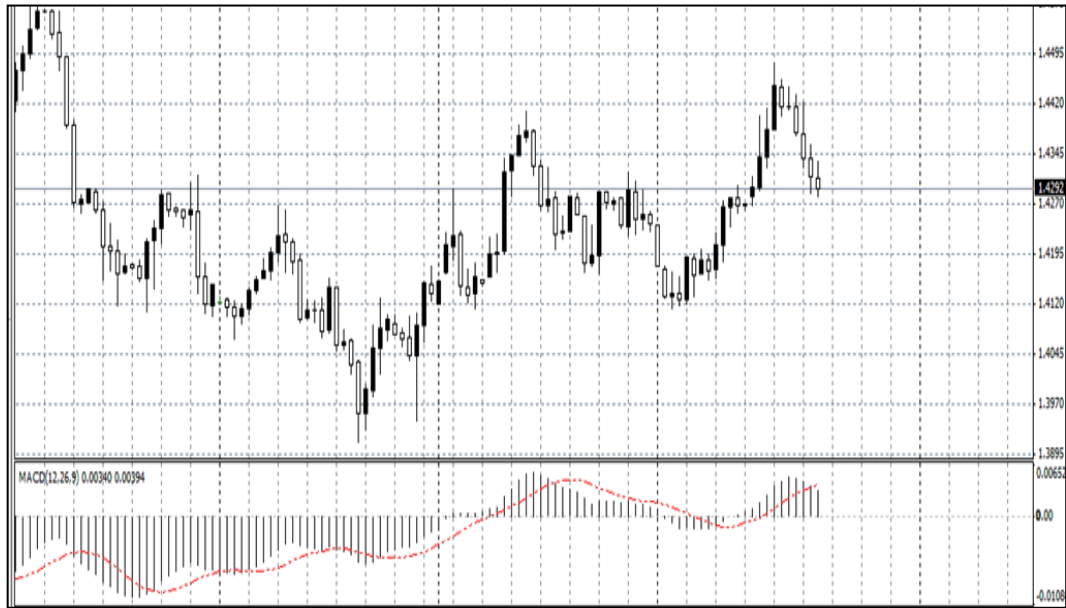
Hareketli ortalamaların hesaplanması kullanılan platformlarda seçilen parametreler dahilinde yapılmaktadır. Fiyat, hareketli ortalama değerinin üzerinde kaldığı sürece yükseliş trendinin devam ettiği düşünülürken ortalamanın altına gerilemesi yeni bir trende işaret edebilir.

Üssel hareketli ortalama ise istenilen gün sayısı için son fiyatlara daha fazla ağırlık verilerek hesaplanmaktadır. Bu nedenle üssel hareketli ortalama fiyatlarla birlikte daha çabuk hareket etmekte bu nedenle sahte fiyat kırılmalarından etkilenebilmektedir.²⁰⁸

3.5.2.5.2 MACD (Hareketli Ortalamaların Yakınlığı ve Uzaklığı)

1979 yılında Gerald Appel tarafından geliştirilen MACD, 12 günlük hareketli ortalama dan 26 günlük hareketli ortalamanın çıkartılmasıyla hesaplanır ve bunun yanında 9 günlük macd hareketli ortalaması sinyal göstergesi olarak kullanılır.²⁰⁹

Grafik 15: USDTRY MACD Göstergesi



Kaynak: Trendoks, Program: FX4

MACD momentumdaki uzun dönemli değişimleri göstermektedir ve harekette olan bir trendin gidişatı hakkında bilgi verir.

²⁰⁸ Mutlu Meydan, **Forex Piyasası**, s.63

²⁰⁹ Colin Alexander, **Timing Techniques for Commodity Futures Markets**, McGraw-Hil, New York, 2008, s.47

MACD önemli kılan diğer bir neden ise fiyat tablosu üzerindeki çizgide zigzaglara bakarken gözle görülemeyen farklılıkları göstermesidir.²¹⁰

Yukarıdaki Grafik 15’ de grafiğin altında bulunan çubuklar MACD göstergesidir ve 0 noktasının aşağı ve yukarısında hareket etmektedir. MACD sıfırın üzerinde olduğu zaman, 12 günlük hareketli ortalama değeri 26 günlük hareketli ortalama değerinden daha yüksek olduğunu gösterirken, (beklentilerin daha önceki beklentilerden daha fazla güçlü olduğunu göstermektedir) MACD’in sıfırın altında kalması 12 günlük ortalama beklentilerin, 26 günlük ortalama beklentilerden daha az olduğunu göstermektedir.

3.5.2.5.2 Bollinger Bantları

1980’li yıllarda John Bollinger tarafından geliştirilen Bollinger Bantları, grafik tablosu üzerine çizilen 3 yatay banttandır.²¹¹ Orta bollinger bandı (orta zamanlı olarak genellikle 20 günlük kullanılır) hareketli ortalama oluştururken, üst ve alt bantlar merkez banda standart sapma eklenmesi ve çıkartılmasıyla oluşur.²¹²

Grafik 16: GBP USD Bollinger Bant Oluşumları



Kaynak: Trendoks, Program: FX4

Bollinger Bantları genellikle piyasadaki hareketliliği ölçmek için kullanılırlar. Bantların darlaştığı kısımlarda fiyatlar yatay hareket ederken, bantların genişlemesi veya

²¹⁰ Colin Alexander, **StreetSmart Guide to Timing The Stock Market**, McGraw-Hil, New York 2005, s.53

²¹¹ http://www.forex-turkce.com/analiz_indikatorler.htm (05.06.2010)

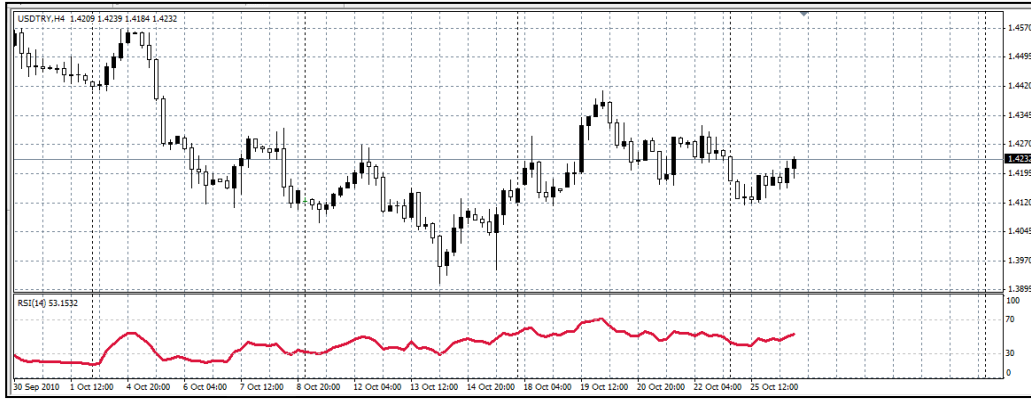
²¹² Michael Duane Archer, **Getting Started in Forex Tradin Strategies**, s.133

grafığın üst ya da alt banta yaklaşması yeni trendlere işaret edebilir. Bollinger Bantları tek başlarına al veya sat sinyali belirtmemekle birlikte genellikle diğer bir indikatör olan İzafi Güç Endeksi (RSI) ile birlikte kullanılmaktadır.

3.5.2.5.3 Relatif Güç Endeksi (RSI) ve Stokastik

Relatif Güç Endeksi Welles Wilder Jr. Tarafından geliştirilmiş piyasadaki aşırı alış ve satış noktalarının belirlenmesinde kullanılan bir teknik indikatördür.²¹³ Genellikle 14 günlük bir zaman diliminin kullanıldığı RSI hesaplamalarında, 14 günlük yukarı ve aşağı ortalama hareket değerleri kullanılır.

Grafik 17: 14 Günlük USDTRY RSI Grafığı



Kaynak: Trendoks, Program: FX4

RSI, 0 -100 arası çizilen bir ölçek üzerinde oluşmakta ve üst sınır olarak ifade edilen 70 üzerine çıkan değerler aşırı-alım, alt sınır olarak gösterilen 30 çizgisinin altındaki değerler ise piyasada aşırı-satım durumu olarak değerlendirilmektedir. 30 çizgisinin altına inilmesinin, bir aşırı-satım durumunun uyarısı olması aynı zaman alım fırsatı gözlenmesi durumunda bir fırsat olarak algılanabilirken, aşırı-alınmış bir piyasada, 70 çizgisinin yukarıdan aşağıya doğru kırılması çoğu zaman bir satım sinyali olarak da kullanılabilir.²¹⁴

Stokastik osilatörü de RSI gibi piyasanın aşırı alındığını yada satıldığını gösterir ve bu aşırı al-sat seviyelerinden geri dönüş için bir pozisyon almaya yardımcı olur.²¹⁵ RSI' den

²¹³ John L. Person , **Forex Conquered**, John Wiley&Sons, New Jersey, 2007,s. 271.

²¹⁴ http://www.sinyaller.com/tr1/haber_detay.asp?haberID=20 (29,9,2010)

²¹⁵ Mutlu Meydan, **Forex Piyasası**, s.69

farklı olarak ise üst sınır 80 olarak alınırken alt sınır 20 seviyesindedir. (RSI'den daha yavaş hareket eder.)

SONUÇ

Fon ve menkul kıymet talep edenler ile bu fon ve menkul kıymetleri arz eden tasarruf sahiplerinin bulunduğu ortam finansal piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Uluslararası finansal piyasalar ise el değiştiren fonların farklı ülkeler arasında yapılması finansal piyasalara uluslararası nitelik kazandırmaktadır. Günümüzde ulusal finansal piyasa sınırları ortadan kalkmış olup tamamen birbirine bağlantılı uluslararası nitelik kazamış finans piyasaları oluşmuştur.

1960' lar dan itibaren küresel boyutlara ulaşan finansal piyasalar, serbest piyasa ekonomisine geçilmesi ve ülkeler arasındaki iş birliklerinin artmasıyla önem kazanmaya devam etmiştir. Türkiye'nin de 1980 sonrası ticari liberizasyon dönemine girmesiyle birlikte uluslararası piyasalarla iç içe olduğunu görmekteyiz. Liberizasyon hareketleriyle birlikte sermayenin yer değiştirmesi kolaylaşmış ulusal sınırlar finansal olarak önemini yitirmeye başlamıştır.

Uluslararası finansal piyasalarının gelişim sürecinde birçok yeni finansal araç ve bu araçların el değiştirmesinin de aracılık eden yeni kurumlar ortaya çıkmıştır. Finansal araçların uluslararası alanda el değiştirmesi döviz (foreign exchange) adı verilen yabancı ödeme aracı ile yapılmaktadır. Bu nedenle döviz piyasaları uluslararası işlemlerde en önemli yeri almıştır. Çoğu ülkenin farklı para birimi kullanması döviz ticaretinin önemini arttırmış Londra, New York, Frankfurt, Tokyo gibi büyük finansal merkezler oluşmasını sağlamıştır. Günümüzde de döviz piyasaları uluslararası finansal piyasaların en aktif bölümünü oluşturmaktadır.

Çalışmada uluslararası finansal piyasaların gelişimine örnek olarak forex piyasalarının gösterilme nedeni de finansal piyasalardaki gelişmeleri (teknolojik gelişim, yeni finansal araçlar, finansal serbestleşme vb.) içerisinde barındırması ve yüksek işlem hacimleri ile günümüz finans piyasalarının en aktif bölümünü oluşturmasıdır. (Türkiye'de günlük 3 milyar dolar işlem hacmi ile IMKB ve VOB işlem hacimlerini geri de bırakmıştır.)

Çalışmanın forex piyasalarını inceleyen 3. Bölümün de forex piyasalarının kendi iç düzeni ve işleyişinden bahsedilmiştir. Bu piyasayı etkileyen faktörler incelenirken finansal piyasalardaki etkileşimin uluslararası boyutu ortaya konulmuştur. Örneğin ABD merkez

bankasının herhangi bir kararının USDTRY paritesi üzerindeki etkisi incelenirken finansal piyasaların geldiği uluslararası boyut açıkca ortaya çıkmaktadır.

İlk para sistemlerinden bugüne dek sürekli gelişen uluslararası finansal piyasalar, bu piyasalara ayak uydurmak durumunda olan gelişmekte olan ülkeler açısından da oldukça önem taşımaktadır. Uluslararası piyasalara uyum çerçevesinde, gelişmekte olan ülkeler de ulusal piyasalarını geliştirmekte yabancı yatırımcıların ihtiyaçlarına karşılık vericek şekilde düzenlemeler yapmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerde ki ekonomilerin ihtiyaç duyduğu uluslararası fonlara kolay erişmesi için kendi finansal sistemlerinde düzenlemeler yapması uluslararası fonların bu ülkelere girişini kolaylaştıracak ve ekonomik büyümelerine katkıda bulunacaktır.

Türkiye’de 24 ocak kararları ile birlikte serbest hale getirilen döviz alım satımı ile birlikte hız kazanan döviz işlemleri, internet erişimi ve forex piyasaları gelişimi ile birlikte yüksek hacimlere ulaşmıştır. Ancak ülkemizde düzenleme ve denetim yapısının yetersiz kaldığı forex piyasaları, piyasanın büyüebilmesi için yeni düzenlemelere ihtiyaç duymaktadır.

KAYNAKÇA

- ACHELS, Steven B; Technical Analysis From A to Z, McGraw Hill, New York, 2001
- AFŞAR, Muharrem; Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2004
- AKBAY, Oktay Salih ;Hume'un Uluslararası Ticarete Otomatik Akım Mekanizmas Yaklaşımının Toplumsal ve felsefi temelleri <http://uvt.ulakbim.gov.tr> (19,1,2010)
- AKTAN,Coşkun Can; Globalleşme, Bölgeselleşme ve Yerleşme, DTM, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müd. (<http://www.dtm.gov.tr>) 10.4.2010
- ALATLI, Alev; Mali Kaos ve IMF,s.2 <http://www.alevalatli.com/> (24.1.2010)
- ALEXANDER ,Colin; Timing Techniques for Commodity Futures Markets, McGraw-Hil, New York, 2008
- ALEXANDER, Colin; Streetsmart Guide to Timing The Stock Market, McGraw-Hil, New York 2005
- Alp, Ali; Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, İ.M.K.B., Ankara, 2002
- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2008 Yazar: Bernan,International Monetary Fund
- APAK ,Sudi; Sermaye Piyasaları ve Borsa, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995
- APAK, Sudi; Uluslararası Finansal Teknikler, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 2006
- ARAN, Hemendra; PATEL, Alpesh B; Global Financial Markets Revolution, Palgrave Macmillan, NewYork, 2006
- ARCHER, Michael Duane; Getting Started in Forex Tradin Strategies, John Wiley&Sons Inc, New Jersey, 2006

ARCHER, Michael D.; BICKFORD, James Lauren; The Forex Chartist Companion, John Wiley&Sons Inc, New Jersey, 2007

ASLAN, Nurdan; Uluslararası Özel Sermaye Akımları, İstanbul, Evrim Yayın Evi, 1995

ATA, Defne; SİLAHŞÖR, Serkan; Parasal Birlik Avrupa Para Birliği Ve Türkiye, Hazine Müsteşarlığı, Ankara, 1999

ATAKAN, Raşan ; Forex ve Türkiyedeki Durumu,Marmara Üniversitesi Muhasebe Finansman Dergisi Sayı 6, 1997

AYKIN,Hasan; Fiyat İstikrarı İçin Önerilen Alternatif Bir Kurum: Para Kurulu (Currency Board), Maliye Dergisi, Sayı 136

BAİLEY, Roy.E; The Economics of Financial Markets, Cambridge University Press, New York, 2005

BALTAOĞLU, Süren ; Para Sistemleri Tarihi, Atlantis Kitabevi, İstanbul, 2008

BAŞOĞLU, Ufuk;CEYLAN, Ali ve PARASIZ, İlker ; Finans, Teori-Kurum-Uygulama, Bursa.Ekin Kitabevi,2001

BAUER, Richard J; DAHLQUIST, Julie R; Technical Market Indicators, John Willey&Sons Inc., New Jersey, 1999

BAUMOHL, Bernard; The Secrets Of Economic Indicators, Wharton School Publishing, New Jersey, 2008

Bis Triennial Central Bank Survey; Foreign exchange and derivatives market activity , December 2007

BIS (Bank for International Settlements) 2007

BLAND ,John M; MEISLER, Jay M; ARCHER, Michael Duane; Forex Essential In 15 Trades, John Wiley &Sons Inc, New Jersey, 2009

BOLAT, Ömer; Avrupa Para Sistemi, İ.K.V yayımları İstanbul, 1990

- BUTLER, Kirt C. Multinational Finance, Ohio, South Western Publishing, 1997
- BÜKER, Semih; AŞIKOĞLU, Rıza ; GÜVEN, Sevil ; Finansal Yönetim, Eskişehir, 1997
- CEYLAN, Ali; KORKMAZ, Turhan; Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa, Ekin Kitabevi, 2000
- CHENG, Grace ;7 Winning Strategies for Trading Forex,Harriman House, GreatBritain, 2007
- ÇAĞLAR, Ünal; Döviz Kurları, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003
- DİNAR, Gülenay Baş; Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme, Econ Anadolu İktisat Kongresi,Eskişehir,17.6.2009
- DİZDARLAR, Hatice Işın; Uluslararası Finansal Piyasalarda Euro Tahvillerin Risk Pirimini Belierleyen
- Faktörlerin Üzerine Bir Araştırma, İktisadi Aaraştırma Vakfı, İstanbul, 2007
- DOĞUKANLI, Hatice; Uluslararası Finans, Adana, Karahan Kitabevi, 2008
- DU BOYS,Béatrice; ve Diğerleri, Main Economic Indicators, OECD Publication,2002
- DUBOFSKY, David A; MİLLER, Thomas W; Derivatives, Oxford University Press, New York, 2003
- EĞİLMEZ, Mahfi; IMF'nin 60 yılı ,Radikal Gazetesi, 15 Temmuz 2004
- EĞİLMEZ, Mahfi; IMF Dünya Bnkası ve Türkiye,Tütünbank Finans Dünyası Yayınları, İstanbul, 1996
- ERDOST; Cevdet, IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye, Savaş Yayınları, Ankara, 1982
- EROL,Ümit; Vadeli İşlem Piyasaları, İ.M.K.B yayınları, İstanbul, 1999
- EUN, CheolS; RESNİCK, BruceG; InternationalFinancialManagement, McGraw-Hill, 1998
NewYork

EVCİMEN, Tunç; Uluslararası Finans <http://www.evcimen.com/wht006.htm>

FABOZZI, Frank; MODİGLANI, Franco; Capital Markets Institutions and Instruments, Prentice Hall, New Jersey,1996

FETTAHOĞLU, Abdurrahman; Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Bankacılık Enstitüsü Yayınları Ankara,1991

Financial times markets data 21 Aralık 2009

Foreign Exchange Committee ,2004 Annual report

GEREK, Sevgi; Finansal Küreselleşmeler ve Türkiye, T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir,1999

Go Forex, Temel Ekonomik Göstergeler, <http://www.goforex.com/tr/forex-resources/forex-education/fundamental-analysis/forex-main-indicators> (02.03.2010)

GÜRAN, Nevzat; Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları , 1987, İzmir

Havva Tunç, Uluslararası Ticaret , Para ve Finans, Alfa Yayınları, İstanbul, 2004

Hedef Online, Forex Piyasalarına Giriş,2006, www.hedefonline.com. (08.03.2010)

HELD, David; MCGREW, Anthony; Küresel Dönüşümler, Phoneix Yayınevi, Ankara, 2008

HELD ,David; MCGREW, Anthony; Globalization Theory, Cambridge, Polity Press, 2007

HULL, John C; Options, Futures and Other Derivatives, Pearson Prentice Hall, New Jersey 2009

IFSL RESARCH 2008 COMMODITIES TRADING

IMF 2009, Rakesh Mohan and Muneesh Kapur, ADBI working paper series, no:186,2010

İMKB eğitim seti,Vadeli İşlem Piyasaları,2009

İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu ,İstanbul,2008

İ.M.K.B, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İ.M.K.B Araştırma Yayınları No:6, İstanbul, 1995

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası, Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş,İMKB yayınları, 2002

İstanbul Altın Borsası Yayınları, Yayın No:2, Kıymetli Madenler ve Piyasaları

İstanbul Altın Borsası, Para Piyasası Enstrümanları, İstanbul Altın Borsası Yayınları,2002

İŞGÜDEN, Tamer; AKYÜZ,Müfit; Uluslararası İktisat, İstanbul, Evrim Yayınevi, 1990

JAMES, Harold; International Monetary Cooperation, Since Bretton Woods, IMF and Oxford University Press New York, 1996

KAPLAN, Cafer; Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye örneği , TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9910, Nisan 1999

KARLUK, Rıdvan; Uluslararası Ekonomi, Beta Yayınları, İstanbul, 2009

KESKİN, Ayşe Dilşad; Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği, Ankara, Yetkin Yayınları, 2008

KEYDER, Nur Oğul; Avrupa Para Sistemi ECU Kullanılışı Geleceği Ve Türkiye için anlamı TÜSİAD yay.

KİRSHNER ,Orin ; The Bretton Woods- GATT System, M.E.Sharpe, Inc, New York, 1996

KUTUKIZ, Doğan; finansal yeniliklerin gelişimi, piyasalar üzerindeki etkileri ve Türkiye Üzerinde Deneysel Bir Çalışma, Mali Çözüm Dergisi,Sayı:65, 2003

LEVİ, Maurice D; International Finance, McGraw-Hill, Singapore, 1996

LUCAİ, Cornelius; Technical Analysis Applications, McGraw Hill, New York,2004

MCRAE,Thomas W; International Business Finance , John Wiley & Sons, Inc,New York,1996

- MELVİN, Michael; International Money and Finance, Addison-Wesley Inc, U.S, 1997
- MELVİN, Michael; International Money and Finance, Harper&Row Publishers, New York, 1985
- MENGÜTÜRK, Muhsin ; International Finance, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1995,
- MEYDAN, Mutlu; Forex Piyasası, Elma Yayınevi, İstanbul, 2008
- MİYNAT, Mustafa; Liberizasyon Sürecinde İstikrar Politikalarının Gelir Dağılımına Etkisi, Ankara, Odak Yayın Evi, 2004
- MURPHY, John J; Technical Analysis Of The Financial Markets, Prentice Hall Press, New York, 1999,
- Nazım Öztürk, IMF'nin Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi 57-4 (<http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/469/5372.pdf>)
- NORTHRUP, Cynthia Clark; The American Economy 'A historical encyclopedia', ABC-CLIO, USA
- OBSTFELD, Maurice ; TAYLOR, Alan M. Global Capital Markets, Cambridge University Press, New York, 2005
- ÖZDEMİR ,K.Azım; SAHİNBEYOĞLU Gülbin; Alternatif Döviz Kuru Sistemleri, TCMB Ankara, 2000
- ÖZER ,Gül; Finansal Liberalizasyon Politikaları Ve Kriz İlişkisi, Ankara, SPK Yayınları, 2006,
- ÖZKAN, Abdullah; Küreselleşme ve Avrupa Birliği ile Bütünleşme Sürecinde Türkiye, İstanbul, Tasam Yayınları, 2004
- PARASIZ, İlker; Finansal Kurumlar ve Piyasalar, Bursa, Ezgi Kitapevi, 2007
- PERSON, John L; Forex Conquered, John Wiley&Sons, New Jersey, 2007

PICKER, Anne Dolganos; International Economic Indicators And Central Banks, John Wiley&Sons,Inc. New Jersey, 2007

PORTER ,Tony; Globalization and Finance, Polity Press, 2005, Cambridge

Reis, Jaime; International Monetary Systems In Historical Perspective, Macmillan Press Ltd, London, 1995

RIME, Dagfinn; New Electronic Trading Systems in Foreign Exchange Markets, 2003
http://www.norgesbank.no/upload/import/english/research/published/rime_electronic.pdf(4.05.2010)

ROGERS, R. Mark; Hand Book Of Key Economic Indicators, McGraw-Hill, New York 1998, Rosenstreich, Peter ; Forex Revolution, Prentice Hall, New Jersey, 2005,

SAVAŞ ,Vural Fuat, Çağımızın Deneyi Euro, Siyaasî Kitabevi,İstanbul, 1999

SERDENGECİ, Süreyya; Dolarizasyon- Ters Dolarizasyon,TCMB,2005, Eskişehir

SEYİDOĞLU, Halil; Uluslararası Finans, İstanbul,Güzem Can Yayınları, 2003

SIEBERT ,Horst, International Exchange Rate Systems, Kiel Working Paper,2006

SMITH, B. Mark; A History Of The Global Stock Market, University Of Chicago Press,Chicago, 2004,

TAKMAZ, Ozan; Forex Piyasalarında Teknik Analiz, www.hedefonline.com, (2.8.2010)

TCMB Terimler Sözlüğü, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm(01.12.2009)

TCMB <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/eurojan.html> (26.05.2010)

The Economist, Guide To Economic Indicators, Profile Books, U.K,2006

TTK. Md. 420

TUNÇSİPER, Bedriye Avrupa Birliğinin Ekonomik Parasal Birlik Hedefi ve Türkiye

TURAN, Gül Günver; Uluslararası Para Sistemi Dünü ve Bugünü, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1980

ULUDAĞ, İlhan; Arıcan; ERİŞAH; Finansal Hizmetler Ekonomisi, İstanbul, Beta Yayınları, 1999

UZUNOĞLU, Sadi; Para ve Döviz Piyasaları, İstanbul Literatür Yayınları 2007

YALÇINER, Kürşat Uluslararası Finansman, Ankara, Gazi Kitabevi, 2008

PARASIZ, İlker; Uluslararası Finans, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2000

UZUNOĞLU, Sadi; Para ve Döviz Piyasaları, İstanbul, Literatür Yayınları, 2007

VİSSER, Hans; A Guide To International Monetary Economics, Edward Elgar Publishing U.S.A, Massachusetts

World Bank- Global Development Finance 2008

World Federations of Exchanges (WFE) 2008

YALÇINER, Kürşat; Uluslararası Hisse Seneti Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB’de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı, Atatürk Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Eylül 2005

www.dtm.gov.tr

www.futureindustry.org (26/12/2009)

<http://www.xe.com/symbols.php> (14.08.2010)

<http://borsa.terimleri.com/> (15,03.2010)

<http://borsa.terimleri.com/> (15,03.2010)

<http://online.barrons.com/data-2010>

<http://www.imkb.gov.tr/Training/TrainingSets.aspx> (04,08,2010),

http://www.isletme.istanbul.edu.tr/surekli_yayinlar/dergiler/nisan2000/3.htm(03.01.2010)

<http://www.iab.gov.tr>

<http://beginnersinvest.about.com/cs/banking/a/062501a.htm>

<http://www.sec.gov/investor/pubs/certific.htm>

<http://cij.inspiring.com/?tag=smithsonian-agreemen>

<http://sbe.balikesir.edu.tr/dergi/edergi/c1s1/makale/c1s1m7.pdf> (14.04.2010)

<http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/konjokturizlemedb/ekopar.doc>

<http://www.euro-frame.org>

<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>

<http://econ.anadolu.edu.tr/>

http://www.norges-bank.no/upload/import/english/research/published/rime_electronic.pdf
(4.05.2010)

http://www.forex-turkce.com/ticaret_spread.htm (05-06-2010)

<http://www.trforex.org/forex-leverage-kaldirac-etkisi/> (07-06-2010)

http://www.forexsignalsturkey.com/temel_analiz.asp(23.04.2010)

<http://avrasyabank.com/grafikler.html> (02,06,2010)

http://www.forexpm.com/ebooks/Online_manual_for_succesful_trading.pdf, (4.5.2010)

<http://www.uzmanforex.com/forex-grafik-formasyonlari/v-tepe-ve-dipler-v-formations>

<http://www.stock-charts-made-easy.com/bar-charts.html>

<http://www.stock-charts-made-easy.com/bar-charts.html>

https://www.finansonline.com/pages_help_terms_e.asp

http://www.forex-turkce.com/analiz_indikatorler.htm

http://www.forex-turkce.com/analiz_indikatorler.htm (05.06.2010)

http://www.sinyaller.com/tr1/haber_detay.asp?haberID=20 (29,9,2010)

<http://www.imkb.gov.tr/>

<s.3se1.isn.ch/serviceengine/Files/ISN/101864/...89DB.../kap1288.pdf>(01.04 2010)