

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

MERKEZ BANKASI REZERV YÖNETİMİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Müjgan GÜRER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA/2015

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

MERKEZ BANKASI REZERV YÖNETİMİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Müjgan GÜRER

Danışman: Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Altan ÇABUK

Jüri Üyesi: Yrd. Doç. Dr. Görkemli KAZAR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA/2015

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Bu çalışma jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU
(Danışman)

Üye: Prof. Dr. Altan ÇABUK

Üye: Yrd. Doç. Dr. Görkemli KAZAR

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

05/06/2015

Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ETİK BEYANI

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde ve ortaya çıkan sonuçlarda herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim. 05 /06 / 2015

Müjgan GÜRER

ÖZET

MERKEZ BANKASI REZERV YÖNETİMİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Müjgan GÜRER

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Ana Bilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU

Mayıs 2015, 71 Sayfa

Ülkeler, ödemeler dengesi açıklarının finansmanı, dış borç ödemeleri, yerel döviz piyasalarına müdahale, ülke prestiji, acil durumlara karşı koruma sağlamak, gelecek kuşaklara güvence sağlayacak “miras fonu” yaratmak gibi çeşitli amaçlarla uluslar arası rezerv talep ederler. Talep edilen bu rezervlerin sağladığı avantajlar kadar sosyal maliyetleri de olduğu için, “optimum rezerv büyüklüğü”, rezerv yeterliliği” ve “rezerv yönetimi” kavramları ortaya çıkmıştır. Bu rezervler merkez bankaları tarafından tutulduğu ve yönetildiği için, merkez bankaları “rezerv yönetim stratejileri” geliştirmek durumundadırlar. Çünkü bu rezervlerin yönetimi sırasında merkez bankaları; piyasa riski, kredi riski, operasyonel risk ve likidite riski ile karşı karşıya kalabilirler.

Türkiye de, kalkınmakta olan ve kalkınma sırasında, özellikle son yıllarda ödemeler dengesi açıkları veren ve yabancı sermaye akımları alan bir ülke olarak; hem ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek, hem dış borç ödemeleri ve hem de yerli parayı savunmak için, yüksek rezerv talep eden ve dolayısı ile rezerv yönetimi stratejileri belirlemek durumunda olan bir ülkedir. Bunun için yıllık “stratejik model portföy” ve “yatırım stratejisi” belirlemektedir. Bu belirlemeler sırasında; dünya ve Türkiye ekonomisi ile ilgili analizler ve bunların yorumlaması önemli olmaktadır. Son yıllarda enflasyon hedeflemesini bir politika önceliği olarak belirleyen Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın, “merkez bankası bağımsızlığı” ile kazandığı politika avantajı da bulunmaktadır.

Bu çalışmada; merkez bankalarını rezerv talep etmeye yönlendiren konular ele alındıktan sonra; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın rezerv kompozisyonu, optimum rezerv yönetimi, rezerv yönetim stratejisi, rezerv yeterliliği, risk yönetimi, rezervlerin sosyal maliyeti ve merkez bankası bağımsızlığının etkileri ele alınarak; sonuçta, genel bir değerlendirme yapılacaktır.

Anahtar Kelimeler: Merkez Bankası Rezerv Yönetimi, Merkez Bankası Rezerv Kompozisyon, Yeterli Rezerv Miktarı, Merkez Bankası Bağımsızlığı

ABSTRACT**CENTRAL BANK RESERVE MANAGEMENT: THE TURKISH CASE****Müjgan GÜRER****Master Thesis, Department of Economics****Chairman: Professor H. Mahir FİSUNOĞLU****May 2015, Pages 71**

It is quiet customary for many countries demanding foreign reserves against balance-of-payment problems, for foreign debt payments, for defending the national currency against foreign currencies, for country's prestigious, against emergency economic conditions, and for a contribution to the future generations' wealth. However, foreign reserves have social costs as well as benefits cited above. Therefore, "optimum reserve requirement" and "reserve management" have become important subjects in the recent years. Since reserves are in the responsibility of central banks, central banks are under obligation for development of "strategies for reserve management". Because, central banks are faced with a number of risks during the management of reserves, namely, market risks, credit risks, operational risks, and liquidity risks.

As a developing country, Turkey is subject to balance-of-payments problem and foreign financial investment in the recent years. Therefore, Turkey should demand foreign reserves for both balance-of-payment problem, foreign debt payments and in order to defend national currency. Strategies for reserve management have become important and the Central Bank of Turkey has determined "reserve management portfolio" and "investment strategy" annually. This requires a careful analysis of the world and Turkish economy. "central Bank independency" policy makes a significant positive contribution to the strategy of the Central Bank of Turkey.

This dissertation analysis the above discussions: reasons for central banks demand foreign reserves, the reserve composition of the Central Bank of Turkey, Turkey's optimum reserve management policy, risk policy, strategies for reserve management, reserve requirements, social costs of reserves, and the effects of Central Bank independency on reserve management. At the end, a general analysis is provided.

Keywords: Central bank reserve management, central bank reserve composition, reserve requirements, optimum reserve, central bank independency.

ÖNSÖZ

Tez çalışmamın hazırlanma sürecinde değerli zamanını ayırarak, yardımlarını ve bilgilerini esirgemeyen Danışman Hocam Sayın Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU'na teşekkürlerimi sunarım.

Tez jürimde bulunarak bana yorum ve önerileriyle bilgi veren hocalarım Sayın Prof. Dr. Altan ÇABUK ve Sayın Yrd. Doç. Dr. Görkemli KAZAR'a teşekkürlerimi sunarım.

Yaşantım boyunca beni daima destekleyen, her daim sevgisini ve şefkatini esirgemeyen Babam Kazım GÜRER'e, Annem Nurten GÜRER'e ve bütün kararlarımda yanımda olan, en önemlisi kardeş sevgisini daima hissettiren Ablam Müge CAN'a ve Abim Bülent GÜRER'e çok çok teşekkür ederim. Çalışmamı Canım Ailem'e ithaf etmek isterim.

Müjgan GÜRER

Adana, 2015

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	vi
ÖNSÖZ.....	viii
KISALTMALAR.....	xi
TABLO LİSTESİ.....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Çalışmanın Önemi.....	1
1.2. Çalışmanın Amacı.....	3
1.3. Çalışmanın Planı.....	3

BÖLÜM II

ULUSLARARASI REZERVLER

2.1. Uluslararası Rezervin Tanımı.....	5
2.2. Uluslararası Rezerv Kompozisyonu.....	5
2.3. Dünya Rezerv Talebinin Gelişimi.....	9
2.4. Rezerv Yeterliliği ve Ölçülmesi.....	11

BÖLÜM III

ÜLKELERİN ULUSLARARASI REZERV TALEPLERİNİN TEMEL NEDENLERİ

3.1. Ülkelerin Uluslararası Rezervlerinin Önemi.....	15
3.1.1. Ödemeler Bilânçosundaki veya Dengesindeki Açıkların Finansmanı.....	16
3.1.2. Dış Borç Ödemeleri.....	18
3.1.3. Yerel Döviz Piyasalarına Müdahale.....	21
3.1.4. Ülke Prestiji.....	24
3.1.5. Acil Durumlara Karşı Koruma Sağlamak.....	25

BÖLÜM IV
MERKEZ BANKALARININ GENEL DÖVİZ REZERV YÖNETİM
PRENSİPLERİ

4.1. Rezerv Yönetimi.....	26
4.1.1. Anaparanın Korunma İlkesi.....	27
4.1.2. Likidite İlkesi.....	28
4.1.3. Getiri İlkesi.....	28
4.2. Merkez Bankalarının Rezervlerinin Sosyal Maliyeti ve Avantajları.....	29

BÖLÜM V
TÜRKİYE’DE MERKEZ BANKASI REZERVLERİNİN GELİŞİMİ VE RİSK
YÖNETİMİ

5.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezerv Gelişimi.....	33
5.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezervleri.....	39
5.2.1. Altın.....	39
5.2.2. Döviz.....	41
5.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Düzeyi.....	44
5.4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında Rezerv Yönetimi.....	48
5.5. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Rezerv Yönetim Stratejisi.....	50
5.6. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Risk Yönetimi.....	52
5.6.1. Piyasa Riski.....	53
5.6.2. Kredi Riski.....	53
5.6.3. Likidite Riski.....	53
5.6.4. Operasyonel Risk.....	53
5.7. Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	53
5.8. Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	54

BÖLÜM VI
SONUÇ VE ÖNERİLER

6.1. Sonuç ve Öneriler.....	59
-----------------------------	----

KAYNAKÇA.....	64
ÖZGEÇMİŞ.....	71

KISALTMA LİSTESİ

- BIS:** Uluslar arası Ödemeler Bankası (Kuruluşu)
DEH: Merkez Bankası Başkanlarının devir Hızlar
GIC: Singapur Yatırım Şirketi
GPF: Devlet Petrol Fonu
GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
IIF: Uluslararası Finans Enstitüsü
IMF: Uluslararası Para Fonu
KIC: Kore Yatırım Şirketi
KMDTH: Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı
KVS: Kısa Vadeli Sermaye
MB: Merkez Bankası
MBB: Merkez Bankası Bağımsızlığı
OECD: Ekonomik Kalkınma Ve İşbirliği Örgütü
ROK: Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM: Rezerv Opsiyonu Mekanizması
ROSF: Rus Petrol İstikrar Fonu
SDR: Özel Çekme Hakları
SMP: Stratejik Model Portföyü
TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
YP: Yabancı Para

TABLO LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. Gelişmiş (GÜ) ve Gelişmekte Olan Ülkelerde (GOÜ) Resmi Rezervleri (Milyon ABD Dolar).....	7
Tablo 2. Gelişmiş (GÜ) ve Gelişmekte Olan Ülkelerde (GOÜ) Resmi Döviz Rezerv Oranları (Milyon ABD Dolar).....	8
Tablo 3. Türkiye Brüt Dış Borç Stoku(Milyon ABD Dolar).....	20
Tablo 4. Merkez Bankası'nca Alım Satım Yapılan Döviz Miktarı (2002–2013, Milyon ABD Doları).....	22
Tablo 5. Rezervlerin Sosyal Maliyetinin GSMH ‘ ya Oranı (kaybın %1, %3 ve %5 olduğu varsayıldığında).....	31
Tablo 6. Türkiye’de 2005–2014 Döneminde Döviz Rezervlerinin Kısa Vadeli Borçlara Oranı (KVDB).....	37
Tablo7. Türkiye de 2000- 2014 Döneminde Brüt Döviz Rezervlerinin GSMH’ya Oranı.....	38
Tablo 8. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Rezerv Yeterliliği.....	45

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1. IMF Sınıflamasına Göre Rezerv Bileşenleri.....	7
Şekil 2. Ödemeler bilânçosu kalemleri.....	17
Şekil 3. Türkiye Dış Borç Stoku Brüt (Hazine) (Üç Aylık, Milyon ABD Doları).....	21
Şekil 4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri (altın dahil).....	23
Şekil 5. Rezervlerin Sosyal Maliyetinin GSMH ‘ ya Oranı (kaybın %1, %3 ve %5 olduğu varsayıldığında).....	32
Şekil 6. 1981–2015 Yılları Arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Brüt Uluslararası Rezerv Gelişim(milyon ABD Dolar).....	36
Şekil 7. Türkiye’de 2005–2014 Döneminde Döviz Rezervlerinin Kısa Vadeli Borçlara Oranı (KVDB) (%).....	37
Şekil 8. Türkiye de 2000-2014 döneminde Döviz Rezervlerinin GSMH’ya Oranı.....	39
Şekil 9. 1981–2015 Yılları Arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Altın Rezervinin Değişimi.....	41
Şekil 10. 1981–2015 Yılları Arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervinin Değişimi (Milyon ABD Dolar).....	42
Şekil 11. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezervleri ve Dolar Kurunun Gelişimi.....	43
Şekil 12. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uluslar arası Rezervleri.....	43
Şekil 13. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Yasal Bağımsızlık Düzeyi (1980-2009).....	56
Şekil 14. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Başkanlarının Değişim Sıklığı (1980-2009).....	57

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Çalışmanın Önemi

Merkez bankaları, ülke prestiji, ödemeler dengesi finansmanı, yerel döviz piyasalarına müdahale ve dış borç ödemeleri gibi temel nedenlerden dolayı döviz rezervi tutmaktadırlar. Merkez bankaları özel misyonları nedeniyle sahip oldukları bu döviz rezervlerini öncelikli olarak, para piyasalarında işlem gören güvenli ve likit yatırım araçlarında değerlendirmektedirler. Ayrıca merkez bankaları, uluslararası piyasalarda finansal işlemler gerçekleştiren özel kuruluşlar gibi, finansal yatırımcı sıfatına sahiptirler. Aynı zamanda merkez bankaları, milli servet olarak değerlendirilen döviz rezervlerini kanunen kendilerine verilen yetki doğrultusunda gelişmiş ülke piyasalarında güvenli yatırım araçlarına yatırım yaparak değerlendirirler de, bir yatırımcı olarak yönettikleri döviz rezervlerinin getirisini yüksek tutma kaygısına da sahiptirler (Arslan, 2005).

Ülkelerin sahip oldukları rezerv düzeyleri son yıllarda sıkça ortaya çıkan finansal krizlerden sonra daha da önem kazanmıştır. Uluslararası rezervlerin edinimi kadar yönetimi yani değerinin korunması da önemlidir.

Uluslararası rezerv olarak merkez bankalarının bilânçolarında yer alan kalemler; merkez bankasının sahip olduğu altın mevcudu, konvertibil yabancı paralar, SDR (Özel Çekme Hakları) ve IMF rezerv pozisyonlarıdır. Rezerv kompozisyonunu oluşturan bileşenlerin oranları ise değişkenlik göstermektedir. Ülkelerin dinamik bir ekonomiye sahip olması nedeniyle bu bileşenlerin ağırlıkları yıllar itibarıyla ve ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir.

Ülkeler nüfus büyüklüğü, yönetim biçimi, gelir düzeyi gibi pek çok alanda farklılıklar göstermelerine rağmen, gelişmiş ekonomiler de dahil olmak üzere döviz rezervi bulundurma konusundaki ihtiyaçları ortaktır. Literatürde yapılan araştırmalar incelendiğinde rezerv talebini etkileyen faktörlerin zaman içinde çeşitlilik gösterdiği ve kur rejimlerinin değişmesi, ekonomilerin liberalleşmesi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi gibi global ekonomik değişiklikler sonucu bazı faktörlerin önemi azalırken yeni faktörlerin öneminin arttığı görülmüştür (Şimşek, 2012).

Ülkeler, ödemeler dengesi açıklarının finansmanı, dış borç ödemeleri, yerel döviz piyasalarına müdahale, ülke prestiji, acil durumlara karşı koruma sağlamak amacıyla uluslararası rezerv talep ederler.

Merkez bankaları döviz rezervlerini yönetirken öncelikli olarak likidite ve sermayenin korunması kaygılarını temel şart olarak göz önüne aldıkları bir yatırım stratejisi içinde, döviz rezervlerinin getirisini artırma amaçları şeklindedir. Bu anlamda merkez bankaları, faiz, kur ve kredi risklerini kontrol ederek öncelikli olarak döviz rezervlerinin güvenliğini sağlamak, sonrasında ise piyasa beklentileri doğrultusunda uygulayacakları yatırım stratejileri ile rezervlerinin etkinliğini artırmak amacı gütmektedirler.

Türkiye’de ise döviz ve altın rezervlerinin yönetilmesi merkez bankasının sorumluluğu altındadır. Banka, döviz ve altın rezervlerini sırasıyla anaparanın korunumu, likidite ve getiri esaslarını dikkate alarak yatırıma tabi tutmakta, yurt içi ve yurt dışı piyasalarda vadeli ya da vadesiz, döviz, menkul kıymet, türev ürün, altın alım satımı ve borç verme işlemlerini içeren bankacılık faaliyetlerinde bulunabilmektedir. Banka her yıl için yatırım stratejisi ve risk politikasını yansıtan “stratejik model portföyü” ile “yatırım stratejisi” oluşturmaktadır. Rezerv yönetim stratejisi belirlenirken; uygulanan para ve kur politikası, Bankanın döviz yükümlülük yapısı, Hazine adına döviz üzerinden gerçekleştirilen borç ödemeleri, Hazine borçlanma stratejileri ile iç ve dış ekonomik konjonktür gibi pek çok unsur dikkate alınmaktadır. Merkez Bankası, bu işlemler sırasında karşılaşılabilecek risklerin yönetilmesinden de sorumludur.

Merkez bankalarının rezerv yönetim işlemleri sırasında karşılaşılabileceği başlıca riskler; piyasa riski, kredi riski, likidite riski ve operasyonel risktir.

Merkez bankalarının tuttukları döviz rezervlerinin sosyal maliyeti ile kastedilen ise, ilgili ülkede özel sektörün kısa dönem borçlarına ödediği faiz oranı ile Merkez Bankası’nın tuttuğu likit yabancı varlıklar üzerinden elde ettiği getiri oranı arasındaki farktır (Aydoğuş & Öztürkler, 2006).

Sonuç olarak ülkeler farklı nedenlerden dolayı uluslararası rezerv talebinde bulunabilir. Yerel paranın karşılığı olarak bulundurma, döviz piyasasına müdahale gibi nedenlerden dolayı ülkeler döviz rezerv talebinde bulunur. Ancak gelişmekte olan ülkeler daha çok dış borç ödemelerinden dolayı uluslararası rezervi talep etmektedirler. Ayrıca uluslararası rezervler ülkelerin olası krizler karşısında direnç seviyelerini de göstermektedir. Buna bağlı olarak özellikle borç veren ve yatırım yapmak isteyen ülke için ülkelerin rezerv seviyeleri önemlidir.

Türkiye açısından bakıldığında ise; yabancı sermaye giriş ve çıkışlarındaki değişkenlik nedeniyle Türk Lirası'nın satın alma gücünde meydana gelen oynaklığın azaltılmasında ve ulusal paranın değerinin korunmasını sağlamak ve dış ödemeleri aksatmadan gerçekleştirilmesinde yeterli düzeyde döviz rezervi bulundurması gerekmektedir. Mevcut döviz rezervlerinin risk getiri ilkelerine uygun olarak yönetilmesi bu açıdan önem kazanmaktadır.

1.2. Çalışmanın Amacı

Dünyada ekonomik krizlerin artmasına bağlı olarak ülkeler rezervlerinde artışa gitmiştir. Çünkü ülkeler rezervleri sigorta olarak görmektedir. Ancak rezervlerin maliyetinin olmasına bağlı olarak ülkeler rezerv yeterliliğine ve ölçülmesine dikkat etmeleri gerekmektedir. Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından ülke rezervinin yeterliliği için kullanılan yaklaşımda, döviz rezervlerinin asgari üç aylık ithalat tutarını karşılaması gerekliliği kabul görmektedir. Döviz rezervlerinin yeterliliğine ilişkin kullanılan ikinci gösterge, döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçlara oranıdır. Bu oranlar 1'den büyük olmalıdır. Bu doğrultuda çalışmamın amacı dünyadaki rezerv miktarlarının ve rezervlerin öneminin artmasından dolayı ülkelerin rezerv yönetim stratejilerinin önemini ortaya koymaktır.

Çalışmamın diğer bir amacı da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın rezerv miktarını, rezerv kompozisyonunu, rezerv yeterliliğini ve rezerv yönetim stratejisini incelemektir.

1.3. Çalışmanın Planı

Birinci bölümde; çalışma kısaca anlatılmıştır. Ayrıca çalışmanın planı ve çalışmanın amacı anlatılmıştır.

İkinci bölümde; ülkelerin rezerv kompozisyonunu, rezerv kompozisyonunu belirlerken nelerden etkilendiği anlatılmıştır. Gelişmiş ülkelerin ve gelişmekte olan ülkelerin rezerv miktarlarının benzerlikleri ve farklılıkları tartışılmıştır. Ülkelerin rezerv para birimi seçilirken neye dikkat etmeleri gerektiği açıklanmıştır. Dünyadaki rezerv talebinin gelişimi ve rezerv yeterliliğinin ölçülmesi incelenmiştir.

Üçüncü bölümde; ülkelerin uluslar arası rezerv taleplerinin temel nedenleri açıklanmıştır. Temel nedenlerin ödemeler bilançosundaki veya dengesindeki açıkların

finansmanı, dış borç ödemeleri, yerel döviz piyasalarına müdahale, ülke prestiji, acil durumlara karşı koruma sağlamak olduğu anlatılmıştır.

Dördüncü bölümde; merkez bankalarının rezerv yönetim stratejisinde anaparanın korunma ilkesi ve likidite ilkesinin getiri ilkesine göre daha önemli olduğu anlatılmıştır. . Türkiye de rezerv tutmanın faydaları ve rezerv maliyetinin ne anlama geldiği anlatılmıştır.

Beşinci bölümde; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın rezervlerini ve rezervlerini yönetirken hangi stratejiyi uyguladığı anlatılmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın altın ve döviz rezervinin miktarı grafiklerle incelenmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın rezervinin yeterli ölçüde olup olmadığı anlatılmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın risk yönetiminde olan kredi riski, likidite riski, piyasa riski ve operasyonel riskin tanımları yapılmıştır. Rezerv opsiyon mekanizmasının ne anlama geldiği ve Türkiye'ye sağlamış olduğu fayda anlatılmıştır. Merkez bankası bağımsızlığını ifade eden farklı bağımsızlık kavramları (yasal, fiili, finansal, operasyonel, kurumsal, politik, mülkiyet, amaç ve araç bağımsızlıkları) tanımlandı. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bağımsızlığı anlatılmıştır.

Altıncı bölümde çalışmadan çıkarılan sonuç ve öneriler anlatılmıştır

BÖLÜM II

ULUSLARARASI REZERVLER

2.1. Uluslar arası Rezervin Tanımı

Son yıllarda meydana gelen finansal krizlerden dolayı ülkelerin rezerv miktarları daha da önemli olmuştur ve artmıştır. Hatta rezerv miktarı kadar rezervin yönetimi yani değerinin korunması da önemlidir (Mahlebiciler, 2006).

Uluslararası rezervin IMF tarafından yapılan tanımına göre, “döviz rezervleri kullanıma hazır olup para otoriteleri tarafından kontrol edilen, ödemelerdeki dengesizliklerin doğrudan finansmanında veya dengesizliklerin yol açacağı olumsuz durumların dolaylı olarak düzenlenmesi ve denetlenmesinde, döviz kurunu etkilemek suretiyle piyasalara müdahale amacı ile kullanılan dış varlıklardır.”

Rezerv yönetimi ise, “bir ülkenin tanımlanmış ekonomik ve mali amaçlarına ulaşmak anlamında yetkili kurumları tarafından (bu kurum merkez bankasıdır), muhtelif ölçütlere göre en yeterli düzeydeki uluslararası rezervin temin edilmesi ve bu rezervlerin korunması sürecine verilen isimdir.”(Arslan, 2005, 6–9).

Mevduat kabul eden bankaların bu mevduatlara karşılık olarak Merkez Bankası’nda bulundurmaları zorunda oldukları mevduatların oranına ‘zorunlu rezerv oranı’ denmektedir. Birçok ülkede zorunlu rezerv oranını belirleyen yetkili kuruluş merkez bankasıdır. Ayrıca zorunlu rezerv oranına munzam karşılıkta denilmektedir. Merkez bankaları bu yetkilerini ekonominin gereklerine göre kullanarak bankaları daha fazla veya daha az zorunlu rezerv tutmaya mecbur edebilirler.

Rezerv para birimi seçiminde paranın güçlü olması ve uluslar arası piyasada kabul görmesi önemlidir. Bundan dolayı Amerikan Doları, Euro, British Pound gibi paralar önemli rezerv paralarıdır (Köroğlu, 2004). Eğer para güçlü değil ise, rezerv para biriminin değerinde meydana gelen değişiklikler ödemeler dengesini olumsuz etkileyebilir (Aykın, 2001). Ayrıca ticari ilişkileri iyi olan ülkelerin paralarında rezerv para olarak seçilmektedir.

2.2. Uluslararası Rezerv Kompozisyonu

Uluslar arası rezerv olarak merkez bankalarının bilânçolarında yer alan kalemler; merkez bankasının sahip olduğu altın mevcudu, konvertibil yabancı paralar, SDR (Özel

Çekme Hakları) ve IMF (Uluslararası Para Fonu) rezerv pozisyonlarıdır. Şekil 1’de IMF bileşeni olarak gösterilen SDR, 1969 yılında IMF tarafından geliştirilen ve değişik para birimlerinden oluşan para sepetinin temsil ettiği yapay bir para birimi olup IMF’ye üye ülkelerin rezerv varlıklarını desteklemek amacıyla kotaları ile orantılı olarak sağladığı bir rezerv kaynağıdır.

IMF verilerine göre son yıllarda küresel döviz varlıkları içinde rezerv para birimlerinin payı geniş istikrarla ABD dolarıdır. ABD doları hala toplamın en büyük payını oluşturmaktadır. 2002–2004 döneminde kaydedilen verilere göre Euro 1999’daki %18 olan ağırlığını arttırmaktadır.

Rezerv kompozisyonunu oluşturan bileşenlerin oranları ise ülkeden ülkeye ve yıldan yıla değişkenlik gösterdiği gibi ülkelerin gelişmiş olup olmamalarına göre de değişmektedir.

Gelişmekte olan ülke ile gelişmiş ülke arasındaki bu farkın iki nedeni vardır.

Birincisi; gelişmekte olan ülkelerin büyük dış borcudur. Eğer gelişmekte olan ülkelerin toplam rezervinden dış borç için tuttıkları döviz rezervini çıkartırsak, gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş olan ülkelerin döviz rezerv miktarları eşit olmaktadır.

İkincisi; gelişmiş ülke paralarının gelişmekte olan ülkeler tarafından rezerv olarak tutulmasıdır.

Altın açısından bakılır ise; gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre rezerv altın oranının az olmasının nedeni altının fırsat maliyetinin fazla olması ve yeni sistemde ağırlıklı olarak kullanılmasından olabilir.

A- Resmi Rezervler

1- Konvertibl Rezerv

- a- Yabancı Para Cinsinden Tahvil ve Bonolar
- b- Toplam Döviz Bonoları

- Diğer Merkez Bankaları ve Uluslar Arası Ödemeler Bankası ile Yapılan
- Raporlama Yapan Ülkelerle Yapılan
- Raporlama Dışında Kalan Ülkelerle Yapılan

2- IMF Rezerv Pozisyonu

3- SDR(Özel Çekme Hakları)

4- Altın

5- Diğer Rezerv Kalemleri

B- Diğer Yabancı Para Varlıkları

Şekil 1. IMF sınıflamasına göre rezerv bileşenleri

Kaynak: Şimşek, 2011

SDR ve IMF rezerv pozisyon bileşeninde gelişmiş ülkelerin payı gelişmekte olan ülkelere göre daha fazladır. Ayrıca toplam uluslar arası rezervler içinde aynı durum geçerlidir (Yaman, 2003).

Tablo 1.

Gelişmiş (GÜ) ve Gelişmekte Olan Ülkelerde (GOÜ) Resmi Rezervleri (Milyon ABD Dolar)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q1	2014 Q2
Dünya	5.481.717	6.299.094	6.973.966	7.455.410	7.912.34	7.996.563	8.087.983
Gelişmiş	1.954.435	2.196.889	2.439.216	2.629.325	2.701.992	2.728.198	2.756.023
Eko.							
G.O.Ü.	3.523.727	4.098.475	4.531.037	4.822.333	5.206.792	5.264.808	5.328.479
Gelişmekte	1.969.163	2.364.756	2.631.677	2.726.926	3.040.856	3.118.886	3.164.436
Olan Asya							
Avrupa	500,240	49.249	565.556	600.524	594.672	565.348	563.021
Sahra-altı	102.651	104.518	116.247	130.793	132.858	131.557	131.243
Afrika							

Tablo 1. (devamı)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q1	2014 Q2
Orta	591.275	655.152	721.669	833.170	916.182	926.094	929.676
Doğu ve							
Kuzey							
Afrika							
Batı	350.843	412.677	482.897	520.267	522.225	522.923	540.104
Yarımküre							

Kaynak: IMF(2015)

Tablodan da anlaşılabacağı üzere gelişmekte olan ülkelerinde gelişmiş ülkelerin de rezervleri artmaktadır. Ama gelişmekte olan ülkelerin rezerv miktarları gelişmiş ülkelere daha fazladır.

Tablo 2.

Gelişmiş (GÜ) ve Gelişmekte Olan Ülkelerde (GOÜ) Resmi Döviz Rezerv oranları (Milyon ABD Doları)

Yıllar	GÜ	GOÜ	GÜ Pay(%)	GOÜ Pay(%)
1995–2000 ort.	1.053.335	511.454	69,05	30,95
2001	1.246.566	803.014	60,82	39,18
2002	1.443.359	964.618	59,94	40,06
2003	1.766.946	1.258.123	58,41	41,59
2004	2.070.761	1.667.597	55,39	44,61
2005	2.078.708	2.241.418	48,12	51,88
2006	2.252.743	2.998.694	42,90	57,10
2007	2.432.420	4.267.100	36,31	63,69
2008	2.491.405	4.845.978	33,95	66,05
2009	2.778.837	5.383.683	34,04	65,96
2010	3.092.790	6.165.389	33,41	66,59
2011	3.279.715	6.759.882	32,67	67,33
2012	3.586.367	7.092.665	33,58	66,42
2013	3.735.756	7.601.700	32,95	67,05
2014Q2	3.896.699	8.033.504	32,66	67,34

Kaynak: IMF(2015) verilerini kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır; Balaylar(2011)

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervleri açısından baktığımızda da gelişmekte olan ülkelerin yüzdeleri giderek artmaktadır. Tam tersine gelişmiş ülkelerin yüzdeleri azalmaktadır.

2.3. Dünya Rezerv Talebinin Gelişimi

Son yıllar da dünya toplam rezerv talebinin sürekli arttığı görülmektedir. IMF tarafından ölçülen resmi rezerv varlıkları 1980 ve 2000 yılları arasında rezerv oranları artmıştır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının rezerv tutma faaliyetleri arasında yer alan döviz rezervleri, 2005 yılına kadar hızlanan bir artış göstermiştir. Dünya çapında bakıldığında, Ocak 1995 tarihinde 1,2 trilyon dolar olan döviz rezervleri, Eylül 2005 tarihinde 4 trilyon ABD dolarına yükselmiştir. Bu zaman aralığı içinde dört önemli gelişmeden bahsedebiliriz. Birincisi, 2002–2004 aralığı içinde dünya yabancı para rezervleri %85 oranında artmıştır. Bu artış 1999–2001 yıllarıyla karşılaştırıldığında 3 kat daha hızlıdır. İkincisi, Mart 2004’e kadar Japonya’daki ve Asya’daki para otoriterleri bu yükselmenin ana kaynaklarıdır. Üçüncüsü, bazı borç veren ülkeler toplam birikimlerinin artan payını kontrol etmektedirler. Dördüncüsü, ilk üçü kadar önemli olan ve son yıllarda ortaya çıkan bir gelişme, 2005 Asya ekonomilerinden daha fazla cari fazla veren petrol ihracatçısı ülkelerdir. Ayrıca son zamanlarda petrol fiyatlarının artışı da ülkelerin yabancı birikimini arttırmıştır.

2000–2005 aralığının da ise döviz rezervleri yaklaşık iki kat artmıştır. Akut kriz yıllarının dışında dünya rezervlerinin artmadığı yıl sayısı oldukça azdır (Mahlebiciler, 2006).

1995 tarihinde döviz rezervinin yüzde 45’i Asya ülkeleri tarafından tutuluyorken bu oran Eylül 2005 tarihinde yüzde 67’ye yükselmiştir. Aynı şekilde, en fazla rezerv tutan ilk on ülkenin sekiz tanesi (Çin Halk Cumhuriyeti, Japonya, Hindistan, G. Kore, Hong Kong, Singapur, Malezya ve Tayvan) Asya ülkesidir. Latin Amerika ülkeleri ise aynı dönemde yüzde 8’lik paydan yüzde 5’e gerilemiştir (Latin Amerika rezervlerinin dünya çapındaki payının gerilemesine rağmen rezerv miktarındaki artışları devam etmektedir).

Rezervlerin Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla’ya oranına bakıldığında, Singapur yüzde 104, Tayvan yüzde 78, Hong Kong yüzde 75 ve Malezya yüzde 56 paya sahiptir. Çin Halk Cumhuriyetinin rezerv birikiminde, bu ülkede yapılan yabancı yatırımlar kadar para biriminin değerlendirilme beklentisinin de rolü olmuştur.

Asya ülkelerinin dışında, petrol ihraç eden ülkeler de, petrol fiyatlarındaki artışlara paralel olarak, rezervlerini arttırdılar. 1995- 2005 döneminde Cezayir, Libya, Mısır, Fas, Nijerya ve Güney Afrika Cumhuriyeti yüksek rezerve sahip ülkelerken, Orta

Doğu'nun petrol ihraç eden ülkelerinin rezervleri de üç kat kadar artış göstermiştir. Bununla birlikte, petrol ihraç eden bazı ülkelerin rezervlerini IMF'e bildirmedikleri ve başkaca fonlarda tuttukları da bilinmektedir. Özellikle IMF'e bildirilmeyen rezervlerin büyüklüğünü takip etmede kullanılabilecek bir yöntem, bu rezervlerin aktarıldığı fonların satın alacağı menkul değerleri takip etmek olabilir. Bu konuda en fazla talep, ABD Hazine Bonolarına yöneliktir. Yine de ABD ya da Londra gibi büyük merkezler dışında yapılacak fon alımlarını da daha düşük fiyatlarla almak mümkündür, ayrıca, yeni finans merkezlerinin ortaya çıkmaya başladığı bölgesel menkul değer alımları da önem kazanmaya başlamıştır. Nihayet, özel sermaye fonları ve "hedge fon" gibi fonlarda görülen artışlar, dünya çapında işlem yapılmasına olanak veriyor olmakla birlikte bu fonların yatırımcı tabanı hakkında serbest bilgi verme zorunluluğu bulunmamaktadır.

Bir diğer önemli petrol ihracatçısı Rusya Federasyonu, 1998 yılındaki devalüasyonun ardından, 2004 yılında Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla'nın yüzde 10'u kadar cari fazla verdi ve rezervleri artmaya devam etmiştir.

Dünya yabancı döviz rezervlerinin birikimi 3 neden dolayı 2002'den beri beklenmedik genişleme özelliği göstermiştir.

Birincisi, birikimin büyüklüğü ve hızıdır. Geçmiş on yılda 3 kattan daha fazla artarken 2002'den beri dramatik hızla artan oran ikiye katlanmıştır. 1995'te 1,2 trilyondan 2005 kadar 4 trilyona yükselen döviz rezervleri bu dönem içinde hızları değişmiştir.

İkincisi, rezerv birikiminin konsantrasyon derecesidir. Bu derece geçen zaman içerisinde yükselmektedir. Bunun anlamı resmi olarak en azından 2004'e kadar ABD'nin cari işlem açığının finansmanı daha az kurumlar tarafından daha fazla karşılanmaktadır. Rezerv birikimi yapan en yüksek beş merkez bankası 1995–2000 dönemi rezerv birikiminin %68.4'ünü yapmaktadır. Sadece 2 ülke Çin ve Japonya 2002'den bu yana dünya rezerv birikiminin yarıdan fazlasını yaparken hali hazırda Dünya'daki rezervlerin %40'nı ellerinde bulundurmaktadırlar.

Üçüncüsü, coğrafik dağılımdır. Coğrafi dağılım olarak Asya ekonomileri hem rezerv birikimi hem de rezerv stoklarının hacmi açısından en önemli bölgedir (Mahlebiciler, 2006).

2.4. Rezerv Yeterliliği ve Ölçülmesi

1960’larda uluslararası finansal çalışmalarda en çok tartışılan konu rezervlerin yeterliliği olmuştur. 1970’lerde ise tartışma konusu rezerv miktarının ne zaman yeterli, ne zaman fazla olacağına kaymışken, 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi ile dalgalı kur rejimleri rezervlerin miktarından çok ülke paralarının değeri ile ilgilenmiştir. Son yıllarda meydana gelen büyük finansal krizlerden dolayı rezerv yeterliliği tekrardan gündeme gelmiştir.

Mesela bir kriz anında bir ülkenin özellikle önem kazanan rezerv yeterlilik miktarı o ülkenin kriz karşısındaki durumunu ölçen önemli bir faktördür. Bunun için dikkatli ölçümler yapılmalıdır (Mahlebici, 2006).

Özellikle dış borcu yüksek olan ülkelerin ülke risk primini belirlemesi açısından rezerv yeterlilik oranlarının tespit edilmesi önem taşımaktadır. Her iki oranın da yüksek olması, ülkeler açısından olumlu bir durumu ifade ettiğinden yerli ve yabancı yatırımları teşvik etmektedir. Ayrıca dış borçlanma sırasında ülke risk primini azaltarak daha ucuza kaynak temin edilmesini sağlamaktadır. Oranların düşük olması ise, yabancıların yatırımlardan kaçmasına veya yatırım yaparken talep edilecek risk primini arttırmasına neden olmaktadır (TCMB, 2003).

Uluslararası rezervlerin birikimi sıra dışı gelişim göstermektedir. “Rezerv yeterliliği” için kullanılan geleneksel göstergelerin, özellikle Asya ülkeleri göz önüne alındığında, aşırı ölçülere vardığı ve döviz rezervlerinin hızlı birikiminde diğer faktörlerin itici roller oynayabileceğini göstermektedir. Ayrıca rezerv birikiminin arkasındaki faktörlerin sürdürülebilirliği de önemli bir konudur. Burada uluslar arası rezervlerin biriktirilmesinde aşağıdaki nedenler ayırt edilebilmektedir: 1) Uluslar arası rezervler “uçucu sermaye akımları” ile başa çıkmak için tutulmaktadır. Bu durumda, belirsizlik arttıkça, rezervlerin de artması gerekmektedir. 2) Finansal küreselleşme gibi uluslar arası gelişmeler, yüksek petrol fiyatlarından elde edilen gelir gibi ülkeye özgü faktörler rezerv birikimine katkıda bulunabilir. Yine de bu iki faktör rezerv birikimini açıklamakta yetersiz kalabilir: Para serbestçe dalgalanabiliyorsa döviz rezervlerinin sürekli birikimi gereksiz ve potansiyel olarak maliyetlidir. Döviz rezervlerinin birikimi çok hızlı olursa ve rezerv stoku yüksek ise, döviz kurları yönetimine neden olabileceği konusunda güçlü işaretler bulunabilir. Örneğin ülkeler ihracata dayalı büyüme stratejileri izliyorlarsa ve bunun bir sonucu olarak kurlarını değerli tutuyorlarsa yabancı rezerv bulundurmak gerekli olacaktır.

Merkez bankalarının uluslar arası rezerv biriktirmede, para piyasalarında oluşması olası karışıklıklara/istikrarsızlıklara karşı önlem alma amaçları ön planda yer alır. Ödemeler dengesi açıkları karşısında ülkelerin düşük döviz kurlarını kabul etmek ya da ithalata kota ve vergiler koymak, ihracatı teşvik edecek politikalar uygulamak ve iktisadi büyümeyi yavaşlatacak politikalar izlemek gibi alternatifleri vardır. Nihayet, ödemeler dengesi açıkları, uluslar arası rezervlerden yararlanılarak da kapatılabilir. Ani özel sermaye akımları, ülkenin döviz kuru istikrarını bozarak para piyasalarında istikrarsızlığa yol açabilir. Özel sermaye çıkışları sırasında merkez bankası uluslar arası rezervleri satar ve yerli varlıkları satın alır ya da yerli para cinsinden varlıklar satın alınmaya başladığında yerli para satarak yabancı rezerv biriktirmeye başlar.

Yabancı yatırımcıların para biriminin aşırı değerlenmesi durumunda yurt içi varlıkları yabancı para birimlerine dönüştürme çabaları tipik bir örnektir. Bu talebin karşılanması için merkez bankasının döviz satması ise, döviz rezervlerini hızla azaltabilir. Kur istikrarının sağlanması amacıyla böyle durumlar için büyük miktarlarda döviz tutar. Nihayet, IMF gibi uluslar arası kurumlara bağımlı olmamak için de döviz rezervi biriktirmek bir amaç olabilir.

Bu açıklamaların arkasında yatan neden, gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişinin kendileri tarafından kontrol edilemeyen faktörlere bağlı olmasıdır. Örneğin bu ülkeler dünya faiz oranlarını belirleme konusunda etkili değildirler. Ülkeye özgü verimlilik şokları ya da iç talep şokları gibi faktörler daha az etkili olmaktadır. Dolayısı ile gelişmekte olan ülkeler, iç politika yetersizliklerinde, ani sermaye giriş ya da çıkışlarına maruz kalmaktadırlar.

Rezerv yeterlilik oranlarının belirlenmesi daima tartışma konusu olmuştur. Ancak bu konunun anlaşılması için “net ve brüt rezerv” kavramlarını bilmemiz gerekir. Net rezervle merkez bankasının kendisine ait döviz ve altınlardan oluşurken; brüt rezervler, merkez bankasının gerektiğinde kullanabileceği kendisine ait ya da değişik şekillerde bulundurduğu rezervlerden oluşur.

Para biriminin aşırı değerli olduğu durumlarda döviz rezervlerinin önemli bir sigorta olduğu, 2008 krizi sırasında Meksika, G. Kore ve Rusya Federasyonunun yüksek döviz rezervleri ile sağladıkları koruma ile daha da önem kazandı. Yine de, döviz rezervi tutmanın maliyetleri göz önüne alındığında, finansal krizler sırasında ne kadar döviz rezervi tutulacağı konusu önemlidir. Dolayısı ile rezervlerin optimum seviyesine ulaşıldıkça, rezerv biriktirmeyi yavaşlatmak gerekmektedir. Ancak, optimum seviyenin ne olduğunun tanımı net değildir. Yine de en yaygın gösterge “yabancı varlıkların kısa

vadeli (1 yıl) yabancı kaynaklı dış borca oranı” olarak kabul edilmektedir. Bu rezerv “ihtiyat amaçlı rezerv” denir. Bunun dışında kullanılan rezerv yeterlilik göstergeleri şunlardır (Akyüz, 2015).

a) Ay olarak ölçülen ve tüm sermaye hareketlerinin durması halinde ithalatı 3-4 ay karşılayacak kadar rezervi olması;

b) Yerli para biriminden yurt içi kaynaklı sermaye kaçış potansiyelini yansıtan rezervlerin, geniş paraya oranı. Bu oranın sıfıra yakın olması, geniş paranın rezervleri aştığını gösterir.

IMF tarafından 2011 yılında belirlenen ve yükümlülüklerden bir yıl için oluşturulan, bir yıla kadar ödenecek dış borçların yüzde 30, diğer portföy yükümlülüklerinin yüzde 10, mal ve hizmet ihracatının yüzde 5, geniş para arzının yüzde 5 oranlarında ağırlandırıldığı ve bu toplamın brüt döviz rezervine bölünmesi ile elde edilen “rezerv yeterlilik göstergesi”. IMF, yeterlilik göstergesi olarak bu oranın yüzde 100- 150 arasında olmasını öngörmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından belirlenmiş rezerv yeterlilik göstergesi ise “rezerv yeterlilik oranı” olup altın dahil brüt rezervler ve muhabir bankalardaki varlıkların toplamının bir yıla kadar ödenecek dış borçlara bölünmesi ile elde edilen orandır.

İthalat ya da kısa vadeli dış borçların karşılanması gibi nedenlerle tutulan rezervlerin rolünde bir değişiklik beklenmezken, özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik faaliyetlerindeki çeşitlenmelerin farklılığı, sermaye hesaplarında görülen yüksek volatilité, ülkelerin kur ve para politikalarındaki farklılıkların, optimum döviz rezervinin belirlenmesini ne kadar güçlendirdiği ortadadır. Finansal küreselleşme de ülkelerin kısa zaman önce göremedikleri riskleri gündeme getirerek, daha önceden önlem almayı zorlaştırmının yanında, optimum döviz rezervi kavramının belirlenmesini zora sokmaktadır. Gerçekten de yüksek sermaye hareketliliğine maruz kalan ülkeler, uluslararası sisteme daha fazla entegre olan ülkeler, daha fazla cari istikrarsızlıkla karşılaşır ve daha fazla uluslararası rezerv biriktirmek zorunda kalabilirler. Yani finansal serbestleşme ve sermaye hesabı ile spekülâtif döviz girişleri arasındaki bağlantı 1997-1998 Doğu Asya/Rusya Federasyonu krizlerinden beri kabul edilmektedir. Bir ülkenin sabit döviz kuru ve yüksek faiz oranı politika patikası üzerinde yürümesi, aşırı sermaye girişini teşvik eder. Fazla likiditenin her zaman “iyi” yatırımlar yapması beklenmemelidir, “kötü” yatırımlar da yapar. Kısa vadeli borç birikimi, ani çöküş ve güvensizliğe yol açar. Hızlı sermaye çıkışları görülür ve özel sektör bîlânçoları bozulur.

En uygun rezerv miktarının hesaplanmasında ülkelerin tuttıkları rezerv miktarı; uyguladıkları döviz kuru rejimi, döviz cinsinden yükümlülüklerinin miktarı, yaşanabilecek dışsal şokların muhtemel büyüklüğü, ortaya çıkma olasılığı ve sıklığı ile yakından ilişkilidir. Tek bir rezerv seviyesi belirlemek çok güçtür. Çünkü ülke koşulları birbirinden farklıdır. Bununla birlikte, ülkeler için en uygun rezerv miktarı belirlenirken iki unsur ön plana çıkmaktadır.

Bunlardan ilki, rezervlerin hangi alanlarda kullanılacağını saptanması ve bu doğrultuda gerekli en alt seviyenin doğru bir şekilde tespit edilmesidir.

İkinci unsur ise, rezerv tutmanın maliyetinin doğru bir şekilde analiz edilmesidir. Rezerv miktarına yönelik alt ve üst sınırların saptanmasına bu iki unsur yardımcı olmaktadır.

Döviz rezervlerinin tutulması ve yönetilmesi genellikle ülkelerin merkez bankalarının yetkisi altındadır. Merkez bankaları, rezervlerin yanı sıra ilgili risklerin yönetilmesinden de sorumludur. Diğer birçok ülkede olduğu gibi, ülkemizde de para politikası hedefleri ve uygulamaları çerçevesinde altın ve döviz rezervlerinin yönetilmesi konusunda yetki ve sorumluluk Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası' na aittir (TCMB, 2007).

BÖLÜM III

ÜLKELERİN ULUSLARARASI REZERV TALEPLERİNİN TEMEL NEDENLERİ

3.1. Ülkelerin Uluslararası Rezervlerinin Önemi

Ülkeler nüfus büyüklüğü, gelir düzeyi, yönetim biçimi gibi pek çok alanda farklılık göstermelerine rağmen, ülkelerin döviz rezervi bulundurma konusundaki ihtiyaçları ortaktır. Bu konu üzerine yapılan çalışmalara bakıldığında rezerv talebini etkileyen unsurlar zaman içinde çeşitlilik göstermektedir. Ayrıca kur rejimlerinin değişmesi, ekonomilerin liberalleşmesi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi gibi global ekonomik değişiklikler sonucu bazı faktörlerin önemi artarken bazı faktörlerin önemi azalmaktadır.

Son yıllarda toplam rezerv taleplerinde bir artış gözlenmiştir. Bu artışın nedeni kur rejimi tercihi, ekonominin dışa açıklık oranı, gelişmişlik düzeyleri gibi birçok nedene bağlı olabilir. Bununla birlikte talep edilen rezerv miktarını belirlenmeside önemlidir (Mahlebiciler, 2006).

Ama uluslar arası rezervlerin fazla olması da rezervlerin sorumsuzca kullanılabileceği anlamına gelmez. Çünkü uluslar arası rezervler ülkenin sahip olduğu değerlerdir. Yapılan bir yanlış ülkenin sosyal ve ekonomik düzenini bozabilir.

Ülkeler için rezerv önemlide olsa iki durumda ülke rezerve ihtiyaç duymaz. Bunlardan birincisi tüm dünyanın tek bir para birimini kullanması. İkincisi ise tüm dünyanın tek bir ülke olması yani tam olarak işleyen, tam katılımı olan dalgalı döviz kurunun olmasıdır (Yaman, 2003).

Ülkelerin uluslar arası rezerv taleplerinin temel nedenlerine baktığımızda;

- Ödemeler bilânçosundaki veya dengesindeki açıkların finansmanı
- Dış borç ödemeleri
- Yerel döviz piyasalarına müdahale
- Ülke prestiji
- Acil durumlara karşı koruma sağlamak olduğunu görmekteyiz.

3.1.1.Ödemeler Bilânçosundaki veya Dengesindeki Açıkların Finansmanı

Dış ödemeler bilânçosu ya da dengesi ülkelerin belirli bir dönem içerisindeki dış ekonomik ve mali ilişkilerinin durumunu gösterir. Ülkelerin dış dünyadan sağladığı gelirlerin dış dünyaya yaptığı ödemelere eşit olup olmadığını ortaya koyar (Seyidoğlu, 2003, s.395).

Dış ödeme açıklarını ortaya çıkaran nedenler üç ana grup çerçevesinde incelenebilmektedir. Bunlar; yapısal nedenler, iktisadi dalgalanmalar ve arizi nedenlerdir. Bu sorundan kurtulmanın bir yolu da rezerv bulundurmaktır.

Türkiye ekonomisinde dış ödemeler dengesi sorunları 1963–1977 yılları arasında yaşanan hızlı büyüme sürecini iki defa etkilemiştir. Artan dış ödeme güçlüklerinin 1969 sonlarında yarattığı kesintinin oldukça kısa sürede aşılmasına karşılık, 1977 sonlarında girilen döviz darboğazı ekonomik buhranla birlikte derinleşmiş ve izlenen iktisat politikalarında köklü değişikliklerin gerçekleştirildiği 24 Ocak 1980 kararlarıyla noktalanmıştır.

1980’li yıllarla birlikte Türkiye’nin ithal ikameci büyüme yerine ihracata dayalı büyümeye geçmesi ile birlikte ihracatta önemli artışlar meydana gelmiştir. Ancak ihracatta artış ile birlikte tüm ithalat kalemlerinde büyük miktarlarda artışlar olmuştur. İthalatın ihracattan çok daha büyük boyutlarda artmasıyla birlikte dış ticaret açıkları meydana gelmiştir. Dış ticaret açıklarının kapatılabilmesi için ilk başvuru yöntemlerinden birisi de Türk lirasının devalüe edilmesidir. Bilindiği üzere 1994 ve 2001 yıllarındaki büyük kriz ve devalüasyonlar ortaya çıkmıştır. Buradaki amaç Türk lirasının değeri düşürülerek ihracatta artış ile birlikte ithalatın pahalılaştırarak kısılması ve de dış ticaret açıklarının kapatılmasıdır. (Şenol, 2013).

İŞLEM GRUPLARI	ALACAK	BORÇ
I.CARİ İŞLEMLER HESABI	+	-
A.Mal İhracat Ve İthalatı	+	-
DIŞ TİCARET BİLÂNÇOSU		
B. Hizmet İhracatı Ve İthalatı	+	-
-Navlun –Turizm –Sigorta		
-Üretim Faktörleri Gelirleri		
-Kar Transferleri –bankacılık gel.		
-Yurt Dışı Müteahhitlik Hiz. Gel.		

Şekil 2. Ödemeler bilânçosu kalemleri

Kaynak: Seyidoğlu, 2003

İŞLEM GRUPLARI	ALACAK	BORÇ
HİZMETELER (GÖRÜNMEZ İŞLEMLER)	+	-
BİLANÇOSU	+	-
C.Tek Yanlı Transferler	+	-
-Özel Bağış ve Hediyeler		
-Hükümet Transferleri		
CARİ İŞLEMLER BİLÂNCOSU	+	-
II. SERMAYE HESABI	+	-
A.Uzun Süreli Sermaye	+	-
1. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları	+	-
2. Özel Portfolya Yatırımları		
3. Resmi Sermaye İşlemleri		
B. Kısa Süreli Sermaye(Denkleştirici Olmayan)		
SERMAYE İŞLEMLERİ BİLÂNCOSU		
III. İSTATİSTİK FARKLARI(Net Hata ve Noksanlar)		
Çizgi Üstü İşlemler		
Çizgi Altı İşlemler		
IV. RESMİ REZERVLER HESABI		
1.Kısa Süreli Sermaye Hesabı	+	-
2.Döviz	+	-
3.Parasal Altın	+	-
4.SDR ve IMF Rezerv Pozisyonu	+	-
RESMİ REZERVLER BİLÂNCOSU		

Şekil 2. (devamı)

Ödemeler bilânçosunda açık olmaması için aktif ve pasif bakiyelerin eşit olması gerekir. “Eğer ilk üç kalemde bir pozitif bakiye var ise (döviz girişleri çıkıştan fazla ise) bu kalem rezervlere aktarılır. Söz konusu pozitif bakiye ödemeler dengesi istatistiklerine eksi olarak girer ve rezerv artışlarına kaydedilir. Buradaki mantık, fazla veren döviz hesabının ödemeler dengesi istatistiklerinden çıkartılarak, rezervlere eklenmesine dayanır. Dolayısıyla ödemeler dengesi istatistiklerinde rezerv hareketlerinde eksi ifadesi rezervlerin artmakta olduğunu (ödemeler dengesindeki hesabın eksildiğini) ifade eder” (Yeldan, 2005). Ülkenin döviz arzı, döviz talebinden az olduğunda da yabancı ülkelerle ilişkilerini devam ettirmek zorundadır. Bu duruma döviz açığı denir.

Ülkeler, ödemeler dengesi hesaplarında meydana gelebilecek bu gibi bozuklukları düzenlemek için döviz rezervi tutmayı amaçlarlar. Ödemeler dengesi bozukluklarıyla anlatılmak istenen; olası içsel ya da dışsal şoklar nedeniyle ödemeler dengesi cari işlemler hesabında gözlenebilecek açık veya sermaye hesabında gözlenebilecek yapısal

olumsuzluklardır. Özellikle döviz giriş ve çıkışlarının aynı dönemde olmadığı zamanlarda rezervler ödeme takvimini düzenlemek için kullanılmaktadır (Mahlebiciler, 2006). Bu olumsuzlukların gerçekleşmesi durumunda ödemeler dengesinde gözlenebilecek geçici ya da kalıcı bozuklukların düzeltilmesi amacıyla ülkeler, döviz rezervi talep etmektedirler.

3.1.2. Dış Borç Ödemeleri

Borçlanma, belli bir süre sonra ödemek üzere para ya da benzeri değerli şeylerin geri verilmek üzere alınmasıdır. Devlet borçlanması ise; devletin veya devlet kuruluşlarının başka kaynaklardan sağladığı kredidir. Devletin dış borçlanması ise, yabancı kaynaklardan sağlanan, alındıklarında ya da geri ödendiklerinde ulusal gelir üzerine artırıcı veya azaltıcı etkide bulunan ve uluslararası ilişkiler sonucu doğan transfer akımlarıdır (Adıyaman, 2006).

“Dünya Bankası, BIS, IMF, OECD gibi uluslararası kuruluşlar dış borç verilerinin standart hale getirilmesini sağlamak amacıyla, 1984 yılında ortak bir çalışma grubu kurmuştur. Bu çalışma grubunun 1988 yılında önerdiği ve ülkemizde de Hazine Müsteşarlığı tarafından kabul edilen dış borç tanımı şöyledir: Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içindeki gayri safi dış borçları, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülükler toplamıdır” (Kır, 2008).

Gelişmekte olan ülkeler üretim ve gelir kapasiteleri yönünden ekonomik kalkınmalarını finanse edebilecek kaynağa sahip olmamalarından ve dış ödemeler bilançosu açıklarının giderek artmasından dolayı zorunlu olarak dış borçlanmaya yönelmişlerdir (Uçak, 2006).

Bunların yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanmaya ihtiyaç duyma nedenleri şunlardır:

- Dış ticaret açıkları ve döviz girdilerinin yetersizliği,
- Yeterli sermaye birikimine sahip olmaması ve iç tasarrufların yetersizliği,
- Savunma harcamalarının büyük boyutlara varması,
- Sanayi yapısının girdileri açısından dışa bağımlı olması,
- Bilgi birikiminin eksikliği ve ülke ekonomilerinin yönetiminde yapılan hatalar,

- Sanayileşme ve kalkınma hareketlerinin yüksek miktarda finansman gerektirmesi,
- Gelişen dünyadaki yüksek teknolojinin transferinin finansman ihtiyacı ve bu teknolojilerin gelişmiş ülkelerin tekelinde olması gibi (Şeker, 2006).

Gelişmekte olan ülkelerde kamu, gelişmiş ülkelere farklı olarak istihdam yaratmak, kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek için büyük yatırım projelerini üstlenmek, eğitim, sağlık, ulaştırma ve haberleşme gibi ülkenin beşeri sermayesine ve altyapı yatırımlarına katkı sağlamalıdır. Gelişmekte olan ülkeler mevcut gelir düzeyinin düşüklüğünden kaynaklanan iç tasarrufların yetersizliği, etkin vergi toplama yöntemlerinin geliştirilememiş olması ve düşük ihracattan dolayı ekonomik büyüme için gereken yatırımların finansmanını dış kaynaklardan sağlamak zorundadır (Sarı, 2004).

Dünya Bankası'nın borçlanmada dikkate aldığı iki önemli ölçüt bulunmaktadır. Bu ölçütlerden ilki borç stokunun brüt milli gelire oranı, diğeri ise toplam borç servisinin ihracata oranıdır. Bu iki ölçü ya da rakamsal değer, bir ülkenin borç ödeme kapasitesini göstermektedir. Bir başka açıdan bu göstergelerden birincisi söz konusu ülkenin gelir yaratma kapasitesini diğeri ise döviz kazanma olanağını gösterdiğinden hem iç ve hem de dış borç ödeme açısından önem arz etmektedir (Demir, 2010).

Türkiye açısından dış borç dönemlerine baktığımızda, 1980'lerde başlayan dış açılma hamleleriyle birlikte dış borçlanma konusunda da belirgin olarak hız kazanan bir süreçten bahsetmek mümkündür. Özellikle 1990'lı yıllarda yeni aktörlerin bu sürece dâhil olmasıyla birlikte iç ve dış borçlanma yeni ivmeler kazanmıştır (Karagöz, 2006).

Tablo da 2000- 2014 dönemi Türkiye'nin dış borç stoku görülmektedir. Dış borçla ilgili işlemlerde Merkez Bankası hesapları kullanılmakta olduğundan bu borçların hem alındığı hem de ödendiği dönemlerde uluslararası rezervlerimiz bundan etkilenmektedir.

Tabloda da görüldü gibi ülkenin brüt dış borç stoğunu bulabilmek için kamu sektörü, özel sektörü ve TCMB borçları toplandığında Türkiye'nin brüt dış borç stoğunu vermektedir.

Tablo 3.

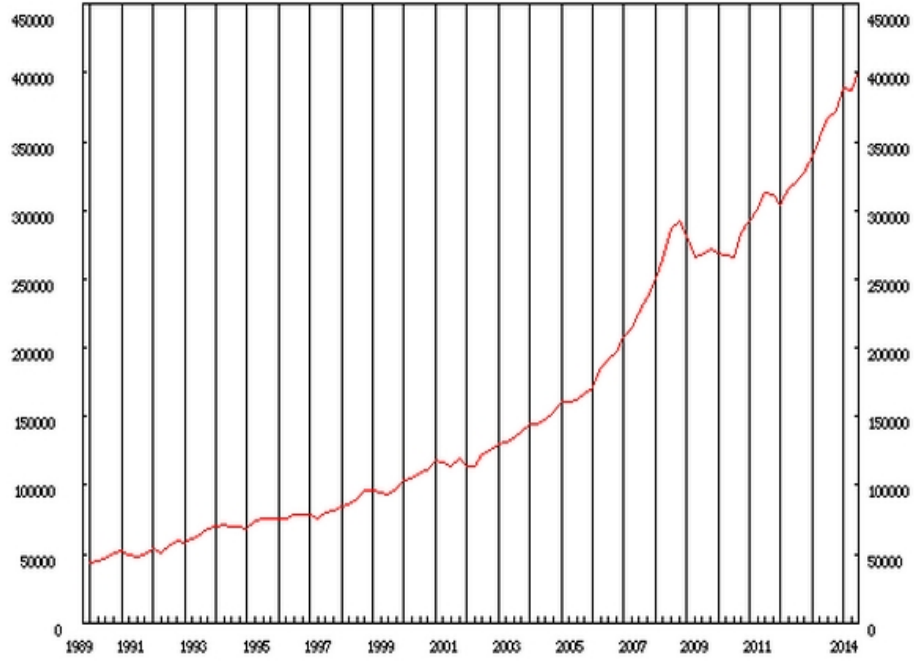
Türkiye Brüt Dış Borç Stoku(Milyon ABD Dolar)

Yıllar	Kamu Sektörü	TCMB	Özel Sektör	Türkiye Brüt dış borç stok	Türkiye Brüt dış borç stoku\GSYİH(%)
2000	50.181	14.090	54.431	118.602	44,7
2001	47.129	24.351	42.112	113.592	57,7
2002	64.533	22.003	43.061	129.597	56,2
2003	70.844	24.373	48.876	144.092	47,3
2004	75.668	21.410	63.934	161.012	41,2
2005	70.411	15.425	84.672	170.508	35,4
2006	71.587	15.678	121.099	208.363	39,6
2007	73.525	15.801	161.035	250.361	38,6
2008	78.306	14.066	188.739	281.111	37,9
2009	83.482	13.162	172.461	269.105	43,6
2010	89.081	11.565	191.324	291.969	39,9
2011	94.281	9.334	200.747	304.361	39,3
2012	103.290	7.088	227.114	337.492	42,9
2013	17.605	5.234	267.092	388.137	47,3
2014Ç1	17.843	4.862	264.890	386.786	48.0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Borç Göstergeleri(2012)

Verilen tablo, 3 şekilde yorumlanabilir. Birincisi, mutlak artışa bakılarak ‘brüt dış borç stokumuz artıyor’ denebilir. Oranlardaki gerilemeye dikkat çekerek “brüt dış borç stokumuzun GSYH’ya oranı geriliyor” da denebilir. Ama olaya objektif bakıldığında brüt dış borç stokumuz mutlak olarak artıyor, ama gelirimiz daha fazla arttığı için gelir içindeki borç payı görece olarak azalıyor olmasıdır. Kamu kesimi dış borçlanmasının yerini de özel kesim dış borçlanması artırmaktadır. Bu noktada özel kesim kısa vadeli dış borç stokunun artışına dikkat çekmek gerekir, der (Eğilmez, 2013).

Ülkenin uzun ve problemlili borçlanma geçmişi sonunda mevcut durumun değerlendirmesi yapılacak olursa kesin bir şekilde iyimser ya da kötümser tablo çizmek mümkün değildir. Çünkü hala çok büyük yükümlülükler ve riskler taşınmaktadır (Yavuz, 2009).



Şekil 3. Türkiye dış borç stoku brüt (Hazine) (üç aylık, milyon ABD Doları)

Kaynak: TCMB (2014)

Şekilde brüt dış borç stoku doğrusal olarak artmaktadır. Ancak bazı yıllarda ani çıkış ve inişler olmuştur. Mesela 2008 ile 2009 yılları arasında olduğu gibi. 2013 yılında da bu artış devam etmektedir.

3.1.3. Yerel Döviz Piyasalarına Müdahale

Sarno ve Taylor'dan aktaran Ağcaer'e (2003) göre, 'parasal otoritenin döviz kurlarına etki etmek amacıyla, döviz piyasalarında kendi parası karşılığında döviz alma veya satması, ya da aynı amaçla döviz kurlarına ilişkin olarak açıklamalarda bulunmasını döviz kurlarına müdahale olarak tanımlamaktadır.'

Türkiye'de döviz piyasalarına yapılacak müdahalelere ilişkin karara verme yetkisi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na ait olup, müdahale işlemleri de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bünyesinde yer alan Döviz ve Efektif Piyasalar Müdürlüğü tarafından gerçekleştirilmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası müdahalelerinde aracı banka kullanmamaktadır. Müdahale işlemlerini doğrudan bankaların döviz masalarıyla görüşerek gerçekleştirmekte ve müdahalelerde mümkün olan en fazla sayıda bankaya ulaşarak müdahalenin etkinliğini arttırmaya çalışmaktadır (Ağcaer, 2003).

Tablo 4.

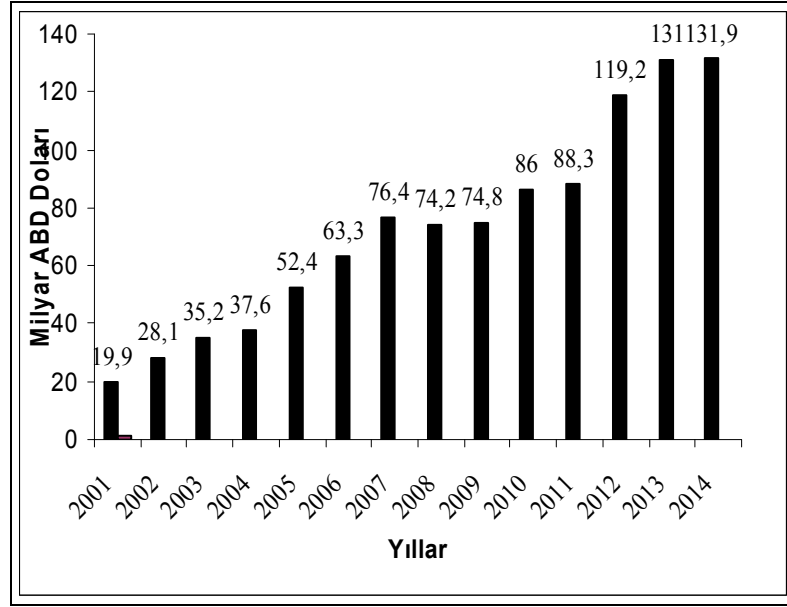
Merkez Bankasıncı Alım Satım Yapılan Döviz Miktarı (2002–2013, Milyon ABD Doları)

Yıl	İhaleler		Müdahaleler		İhracat Reeskont	Toplam Net Döviz
	ALIM	SATIM	ALIM	SATIM	Kredileri	Alımları
	ALIM	SATIM	ALIM	SATIM	NET	
2002	795	0	16	12	25	824
2003	5,652	0	4,229	0	34	9,915
2004	4,104	0	1,283	9	27	5,405
2005	7,442	0	14,565	0	25	22,032
2006	4,296	1,000	5,441	2,105	4	6,636
2007	9,906	0	0	0	2	9,908
2008	7,584	100	0	0	5	7,489
2009	4,314	900	0	0	1,040	4,454
2010	14,865	0	0	0	1,104	15,969
2011	6,450	11,210	0	2,390	1,920	-5,230
2012	0	1,450	0	1,006	8,295	5,839
2013	0	14,360	0	0	12,664	-1,696
Toplam	65,408	29,020	25,534	5,522	25,145	81,545

Kaynak: TCMB(2013)

Tabloda da görüldüğü gibi 2002 yılından itibaren Merkez Bankası toplam 81,5 milyar ABD doları net döviz alımı gerçekleştirmiştir.

Müdahale güdüsüyle kullanılan rezerv ülkenin uyguladığı döviz kuru sistemine göre değişmektedir. Mesela sabit döviz kuru uygulayan bir ülkede döviz rezervleri, merkez bankasının döviz kurunu sürdürebilmesinde gereklidir. Dalgalı kur sisteminde ise, merkez bankaları döviz kurunun piyasa arz ve talebinin dengelendiği noktada oluşmasını bekleyeceğinden ve piyasalara müdahale edilmeyeceğinden uluslararası rezerv bulundurmaları gerekmez. Ancak teoride böyle de olsa pratikte kriz anında böyle davranılması zordur. Gelişmekte olan ülkelerin krize daha yakın olması ve krizden etkilenme olasılıklarının daha fazla olmasından dolayı bu ülkelerin piyasaya müdahale etmek amacıyla rezerve ihtiyaçları vardır (Yaman, 2003).



Şekil 4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası brüt döviz rezervleri (altın dahil)

Kaynak: TCMB (2015b)

Şekilden de görüldüğü gibi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası brüt döviz rezervleri 2001–2014 yılları arasında artış göstermiştir.

Döviz kuru rejimlerinin değişmesi rezerv talebini etkileyen faktörlerin zaman içinde çeşitlilik göstermesine neden olmuştur. Örneğin ekonomilerin liberalleşmesi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi gibi küresel ekonomik değişiklikler sonucu bazı faktörler önem kazanırken bazıları önem kaybetmektedir. Özellikle son 25 yılda dünya genelinde rezerv talebinin arttığı görülmektedir. Rezerv talebinde yaşanan artışın nedenlerinden biride kur rejimi tercihidir (Kılıç, Koçyiğit & Doğan, 2012).

Son on yılda yaşanan finansal küreselleşme sık ve sancılı krizlere yol açmıştır. Bu krizler boyunca düşük likit yabancı varlıklara sahip ülkeler finansal piyasalarda ortaya çıkan paniği önlemek ve ani sermaye çıkışlarını önlemekte zorlanmıştır. Bu nedenle birçok gelişmekte olan ülke krizlere karşı kendini koruma biçimi olarak artan likiditenin önemini farkına varmıştır. Döviz rezervlerini artırmak birçok gelişmekte olan ülke tarafından popüler bir strateji olarak kabul edilmiş ve ulusal paranın değer kazanmasını engellemek ve ticarete konu olan sektörlerin rekabet gücünü korumak amacıyla politika yapımcıları rezerv birikimini artırmıştır (Balaylar, 2011).

Döviz rezerv ve kurları, ülkelerin ekonomik istikrarındaki öneminden dolayı politika yapımcıları için değerlidir. Buna ilaveten döviz rezerv ve kurlarındaki değişim ülkelerin küresel veya bölgesel krizlere olan hassasiyetini göstermektedir (Ertem, 2011).

Döviz rezervlerinin miktarını etkilemek amacıyla yapılan müdahalelerde temel amaç ulusal paranın değer kaybına karşı direnç göstermek veya ulusal paranın değer kaybını ertelemektir. 2000’li yıllarda gelişmekte olan piyasalarda oldukça yüksek miktarlarda döviz rezervi birikmiştir. Bu birikim özellikle Çin, Kore, Tayvan, Rusya, Malezya ve Hindistan’da daha yüksektir. Latin Amerika ve Merkezi Avrupa ülkeleri orta sıralarda yer alırken, Arjantin, Çek Cumhuriyeti, Meksika ve Venezüella’da bu birikimin GSYİH’ ya oranı artmıştır. Birçok petrol ihracatçısı Orta Doğu ekonomilerinde rezerv birikiminde büyük artışlar gözlemlenmektedir (Turner & Mohanty, 2006)

3.1.4. Ülke Prestiji

Bir ülkenin ödemeler dengesi açığını ve dış borcunu finanse edebilecek kadar rezervi olursa ya da her hangi bir krizde döviz piyasalarına müdahale edebilecek kadar rezervi varsa o ülkenin prestiji önemli ölçüde artar. Bunun yanında ülke parasının değerinin korunmasında döviz rezerv seviyesiyle alakalıdır (Yaman, 2003).

Merkez bankalarının döviz rezervlerinin seviyesi ne kadar yüksek olursa, ülke prestiji ve ülkeye olan güven o kadar yüksek olacaktır. Aynı zamanda ülkenin tutacağı yüksek miktardaki rezerv miktarı hem yerel hem de yabancı yatırımcılar tarafından ülkenin finansal sistemine olan güveni de arttıracaktır (Arslan, 2005).

Özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde rezerv seviyesinin yüksek olması, uluslararası finans çevreleri ve piyasalarda borcun geri ödenmeme riskini azaltarak ülkeye duyulan güvenin artmasını sağlamakta ve ulusal paraya yönelik spekülatif ataklara karşı bir koruma ve caydırma unsuru olmaktadır (TCMB, 2011).

Ayrıca IMF’nin potansiyel finans kaynaklarından bağımsız olarak rezerv biriktirmeyi sürdürmek önemli bir bağımsızlık oluşturmakta ve koşullu borçlanma kaynaklarının finansmanını ikame etmektedir.

3.1.5. Acil Durumlara Karşı Koruma Sağlamak

Bütün ülkeler belirli oranda rezerv bulundurmaktadırlar. Fakat rezerv miktarı içinde kullanılmayan bir kısım da vardır. Bu kısım doğal afet, savaş veya ambargo gibi nedenlerle dış piyasaların tıkanma riskine karşı bulundurulur. Bu kullanılmayan veya dokunulmayan rezerv genelde altındır. Fakat altının paraya çevrilmesi zaman aldığı için bir miktar yabancı paranın da kullanılmayan rezerv kısmında olması gerekir. Dış varlıkların bloke edilmesi veya dış ülkelere el konulması gibi risklere karşı da rezervler

farklı ülkelerde depo edilerek saklanabilir. Rezervler acil durumlarda bazen tedavi edici, bazen de yeniden yapılandırıcı bir fon niteliği taşır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için, kriz zamanı dış piyasalardan gelen fonların yavaşlaması ve hatta durması durumlarına karşı rezervler hayati önem taşımaktadır (Mahlebiciler, 2006).

Genellikle ülkeler finansal kriz ya da döviz kuru krizi ile karşılaşma ihtimalinden dolayı döviz rezervi tutar. Bundan dolayı gelişmekte olan ülkelerin düşük rezerv seviyesine sahip olması muhtemel bir finansal ya da döviz kuru krizi ile karşılaşma ihtimalini artırmaktadır. Bununla ilgili yapılan çalışmalar; dış borç stokları yüksek ve dış borç vade profili kısa olan ülkelerin olası bir finansal ya da döviz kuru krizini engelleyebilmesi için yüksek seviyelerde uluslararası döviz rezervi tutmaları gerektiğini ortaya koymuştur (Arslan, 2005).

BÖLÜM IV

MERKEZ BANKALARININ GENEL DÖVİZ REZERV YÖNETİM PRENSİPLERİ

4.1. Rezerv Yönetimi

Bir ülkenin yetkili kurumları tarafından yeterli düzeyde uluslar arası rezervin temin edilmesi ve saklanması sürecine rezerv yönetimi denilmektedir. Rezerv yönetimi ile sorumlu kurum, genellikle bu sürece ilişkin risklerin yönetilmesinden de sorumludur. Bu görev ise çoğunlukla merkez bankalarına aittir. Rezervler merkez bankalarının bilançolarında yer alır. Rezerv yönetimiyle ilgili kararlar merkez bankalarınca alınır. Ancak bazı ülkelerde (ABD, İngiltere, Japonya gibi) ise bu görev ve sorumluluklar ülke hükümetleri tarafından üstlenilmiştir (Şimşek, 2011).

Son yıllarda bazı ekonomilerde iki önemli gelişmeden bahsederek; birincisi, resmi rezervlerin daha aktif idaresine doğru bir ilerleme sağlanması; ikincisi, resmi yabancı varlıkların önemli bir bölümü rezerv birikiminden farklı amaçlı bir araca kanalize edilmesidir. Örneğin Oman ve Kuveyt, Venezuela, Rusya Federasyonu, Norveç gibi ülkeler petrol gelirlerini istikrara kavuşturmak için ya da bir bölümünü gelecek nesillere saklamak ya da erken getiri elde etmek için yabancı borçlara vererek petrol fonları yaratmaktadırlar.

Petrol fiyatları istikrarlı olmayan fiyatlardır, sık sık artış ve düşüşler gösterir, önemli dalgalanmalar nedeniyle petrol ihraç eden ülkelerin petrol fiyatlarına bakarak bütçe oluşturmaları kolay değildir. Bu nedenle, petrol ihracatçısı ülkeler gelirlerini istikrarlı tutabilmek için çeşitli önlemler almaktadır. Ancak, alınacak çeşitli önlemlerin ortak amacı ve yönü; petrol fiyatları yüksekken finansal yatırımlar yapmak, petrol fiyatları düşüncü de bu yatırımları kullanmaktır. Bunun iki şekli, birbirlerine yakın amaçlı “istikrar fonu” ve “miras fonu” oluşturmak şeklinde kendisini göstermektedir. Nihayet, bu günkü petrol gelirlerinden gelecek nesillerin de pay sahibi olduğu düşünülerek, istikrar fonları oluşturulmaktadır. Petrol gelirleri yüksekken, gelirin bir kısmı, istikrar fonlarına yönlendirilir, petrol gelirleri düşüncü de bu fonlar kullanılır. “İstikrar fonu”nun iki önemli örneği Norveç ve Rusya Federasyonu istikrar fonlarıdır.

Önemli petrol üreticisi ülkelere birisi olan Norveç, 1990 yılında “Devlet Petrol Fonu (GPF)” kurdu. Norveç Merkez Bankasında tutulan bu hesapl, yabancı finansal

varlıklara yatırım yapılmaktadır. Bu yönü ile Norveç Hükümetinin tercihi, daha çok gelecek nesilleri düşünmek olmaktadır. Şimdiki kuşaklara ise, emeklilik maaşlarına bu fondan ek artış yapmak şeklinde bir uygulama vardır. Nihayet GPF, petrol gelirlerindeki ani düşüşlerde bütçe dengesini korumakta da kullanılabilir.

Benzer bir istikrar fonu Rusya Federasyonu tarafından oluşturulmuştur. “Rus Petrol İstikrar Fonu (ROSF)” Şubat 2004’te oluşturulmuştur. Norveç’te olduğu gibi fonu Rusya Federasyonu Merkez Bankası yönetmekte ve nakit ve menkul kıymet yatırımları yapmaktadır. Her iki fonun yararlı etkilerinden birisi de para arzının aşırı büyümesinin ve böylece enflasyon artışının önüne geçmektir.

Körfez ülkelerinden bazıları da benzer fonlar oluşturmaktadır, ancak, Suudi Arabistan’ın böyle bir fon oluşturduğuna dair bilgi yoktur.

“Miras fonu” ise yine merkez bankalarında tutulan ve benzer amaçla, daha yüksek uzun vadeli getiri sağlayarak gelecek nesiller için rezervlerin değerini korumaktır. Bu fonlar, yerli finans merkezlerini de teşvik edebilir ve kriz anında yerli para biriminin değerini savunmakta kullanılabilir. Singapur Hükümeti Yatırım A.Ş. ve G. Kore Yatırım Şirketi bu amaca yakın fonlardır.

Merkez bankalarının çoğu tarafından benimsenen genel rezerv yönetim ilkeleri bulunmaktadır. Bunlar önem sırasına göre aşağıda verilmiştir.

- Anaparanın korunması ilkesi
- Likidite ilkesi
- Getiri ilkesi

4.1.1.Ana Paranın Korunma İlkesi

Rezervler ulusal varlıklar olarak kabul edildiğinden rezerv yönetim sürecinde merkez bankaları anaparanın güvenliğine ve korunmasına öncelik vermektedir.

Merkez bankaları, ulusal finans sistemlerinde meydana gelebilecek bir tikanıklığa karşı “Son Ödünç Verme Merci” olmaları sıfatıyla veya ulusal döviz piyasalarının aşırı oynaklık gösterdiği durumlarda ulusal paranın değerinin korunması görevinden hareketle yerel döviz piyasalarına müdahale edebilmek için; uluslararası mali piyasalarda yönettikleri döviz rezervlerine ihtiyaç duyabilmektedir. Bu ve benzeri geçici ya da kalıcı olumsuzlukları düzeltmek için merkez bankaları, döviz rezervlerini istedikleri zaman kolaylıkla nakde çevirebilecekleri bir döviz rezerv yönetim stratejisi benimsemektedirler (Arslan, 2005).

4.1.2. Likidite İlkesi

Merkez bankaları, rezervlerin tutulma amaçlarına hizmet edebilmesi ve ihtiyaç duyulduğunda piyasada fiyat oynaklığına yol açmadan en az değer kaybı ile hızla satılabilmesi için rezerv yönetim sürecinde nakde çevrilebilir yatırım araçlarını tercih etmektedir.

Merkez bankalarının amaçları fiyat istikrarını sağlamak, ülkenin kalkınmasını sağlamak, para arzının istikrarını sağlamak ve ulusal paranın değerinin korunmasıdır. Ayrıca merkez bankaları ülkenin milli serveti olarak değerlendirilen döviz rezervlerini yönetirken rezervlerin getirisinden ziyade, likidite ve güvenli yatırım önceliklerine dikkat etmektedirler. Diğer bir anlatımla merkez bankaları, rezervlerini yönetirken gerçekleştirdikleri finansal işlemlerde, sermayenin korunması prensibini gözetmekte ve ihtiyaç duyulduğunda kolayca nakde çevirebilecekleri likit yatırım araçlarını tercih etmektedirler (Arslan, 2005).

4.1.3. Getiri İlkesi

Merkez bankaları rezerv yönetimi kapsamında gerçekleştirdikleri finansal işlemlerde ancak anaparanın korunması ve likidite hedeflerinin sağlanması koşulu ile rezervlerin getirisini artırmayı hedefleyebilmektedir.

Anaparanın korunması ve likidite ilkelerinin gözetilmesi, merkez bankalarına döviz rezervlerinin yönetimi sırasında güvenilirliklerini sarsabilecek sorunlara karşı korunma sağlamaktadır. Geleneksel olarak ilk iki ilkeye kıyasla daha az öneme sahip olan getiri ilkesine verilen önem son yıllarda artmaya başlamıştır. Bu çerçevede merkez bankaları rezerv yönetim sürecinde kullandıkları araçları çeşitlendirme yoluna gitmişlerdir (TCMB, 2011).

Bu prensipler bütünü, merkez bankalarının döviz rezervlerini yönetirken öncelikli olarak likidite ve sermayenin korunması kaygılarını temel kıstaslar olarak göz önüne aldıkları bir yatırım stratejisinde, döviz rezervlerinin getirisini artırma amaçları şeklinde özetlenebilir. Bu anlamda merkez bankaları, faiz, kur ve kredi risklerini kontrol ederek birinci olarak döviz rezervlerinin güvenliğini sağlamak isterler, ikinci olarak piyasa beklentileri doğrultusunda uygulayacakları yatırım stratejileri ile rezervlerinin etkinliğini artırmak isterler.

Merkez bankalarının para politikalarının etkinliği anlamında yatırımcıların merkez Bankalarına duyduğu güvenin çok önemli bir kavram olduğu, Merkez

bankalarının uluslar arası döviz rezerv yönetim prensiplerinin hükümetler tarafından gözetildiği ve çoğu Merkez Bankasının şeffaflık prensipleri doğrultusunda rezerv yönetim prensiplerini kamuoyuna açıkladıkları hususları dikkate alındığında, ihtiyaç duyulduğu bir zamanda uluslararası rezervlerin nakite çevrilememesi durumu, Merkez Bankasına duyulan güvenin azalmasına ve olası bir finansal krizin derinleşmesine neden olabilecektir (Arslan, 2005).

Sonuç olarak merkez bankaları döviz rezervlerini yönetirken iki önceliğe önem verir.

İlk öncelik olarak güvenli yatırıma önem verdiği için, rezervlerinin tümünü yabancıların, riski az olarak belirledikleri, yabancı bankalara yatırmaktadırlar.

İkinci öncelik olarak likidite önemli olduğu için rezervler, getiri feda edilip kısa vadeli enstrümanlara yatırılmaktadır (Törüner, 2003).

4.2.Merkez Bankalarının Rezervlerinin Sosyal Maliyeti ve Avantajları

Merkez bankalarının tuttıkları döviz rezervlerinin sosyal maliyeti ile kastedilen, ilgili ülkede özel sektörün kısa dönem borçlarına ödediği faiz oranı ile Merkez Bankası'nın tuttuğu likit yabancı varlıklar üzerinden elde ettiği getiri oranı arasındaki farktır.

Riskler ve maliyetler ülkeden ülkeye zaman içinde önemli ölçüde değişebilir. Bu nedenle rezerv biriktirme teşvikleri ve caydırıcılığı dengesi de değişebilir. İleriye yönelik olarak, eğer net caydırıcı önlemler bir dizi ülkede ciddi biçimde yükselirse birikim muhtemelen genel olarak azalır.

Avantajları;

- Uluslararası piyasalardaki borçlanma maliyetlerini iyileştirmek,
- Döviz kurlarındaki oynaklığı kontrol etmek,
- Finansal piyasalarda istikrarı korumak,
- Sermaye akımlarındaki dalgalanmaların maliyetini azaltmak (Dağdeviren, 2006).

Rodrik'e göre, gelişen ülkeler de döviz rezervlerinin seviyesinin milli gelire oranı yüzde 25 iken gelişmiş ülkelerde bu oran yüzde 5'i geçmez. Ayrıca küreselleşen mali piyasalarda gelişen ülkelerin 'daha fazla döviz rezervi' yaklaşımına fazla itibar ettiklerini, karşı tarafta ise döviz yükümlülüklerini azaltıcı politikalara daha az önem verdiklerini düşünmektedir (Gürses, 2006).

Rodrik'in dikkat çektiği bir başka husus da, son yıllardaki rezerv artışlarının ülkelerin kendilerini garantiye almaktan çok, para birimlerinin değer kazanmalarını önlemek ve böylece rekabet gücünü ayakta tutmak kaygısından kaynaklandığı yönündedir. "Sonuç olarak rezerv birikiminde asıl amaç rekabet gücünü korumak olsa bile, hükümetler ancak ülkeye sermaye akışını kontrol edemediklerinde, ya da etmek istemediklerinde rezerv birikimi gerekli hale gelir" diyen Dani Rodrik, aksi takdirde hükümetlerin sermaye akışını dizginleyebileceklerini ve para biriminin değer kazanmasını daha dolaysız biçimde engelleyebileceklerini söylemektedir. Bu perspektiften bakıldığında mali küreselleşme ile yüksek miktardaki rezervin maliyetinden kaçınma arasında bir dengenin göze çarptığını kaydeden Dani Rodrik, "Yüksek miktardaki rezervi elde tutma, sermayeyi daha aktif bir şekilde yönetmemenin bedelidir" demektedir.

Özetle, Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerin paralarını yüksek getiri nedeniyle çekmekte, bu giriş ulusal paraların değerini yükselttiği için bu kez gelişmekte olan ülke merkez bankaları döviz alıp, rezervlerini artırmak zorunda kalmaktadır. Ancak, bu para piyasada iken, asıl aksayan yönleri düzelterek, yapısal tedbirler yerine getirilmez ve sıcak para rehabeti devam edip, kısa vadeli krediler azaltılmazsa, sonuçta uluslararası piyasalarda işler kötüleştiğinde, yeni bir kriz gelebilir. Yüksek rezervler krize engel olamamaktadır (Sağlam, 2006).

Rezerv biriktirmenin maliyetine bakıldığında, 100 dolar dış borca ödenen faiz ile bu 100 doları döviz piyasasından satın alarak rezervlerine katan Merkez Bankası'nın faiz kazancı arasında fark vardır. Ülkenin kredi notuna bağlı olarak bu fark 7-8 puana kadar çıkabilir. İki faiz arasındaki fark, döviz rezervlerinin toplumsal maliyetini oluşturur. Rodrik'in hesabına göre fazla rezervlerin maliyeti gelişmekte olan ülkelerde ortalamada GSYH'nın yüzde 1'ine ulaşmaktadır (Gürses, 2006).

Tablo 5.

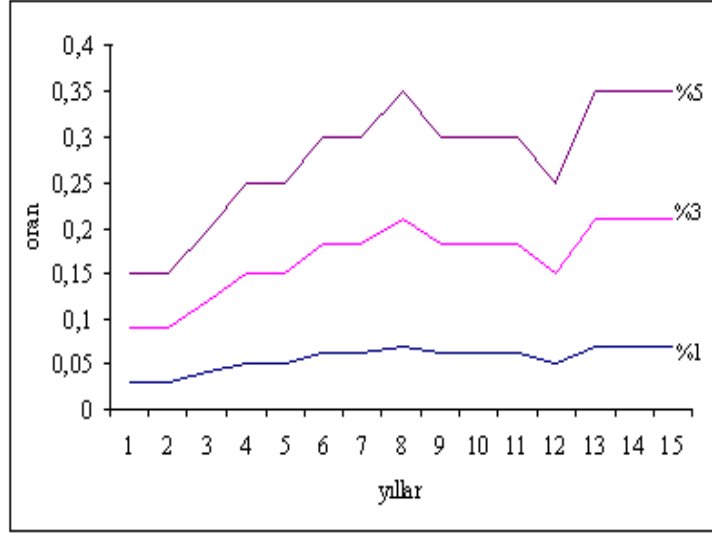
Rezervlerin Sosyal Maliyetinin GSMH ‘ ya oranı (kaybın %1, %3 ve %5 olduğu varsayıldığında)

Yıllar	Rezervlerin sosyal maliyetinin GSMH‘ ya oranı (kaybın %1 olduğu varsayıldığında)	Rezervlerin sosyal maliyetinin GSMH‘ ya oranı (kaybın %3 olduğu varsayıldığında)	Rezervlerin sosyal maliyetinin GSMH‘ ya oranı (kaybın %5 olduğu varsayıldığında)
2000	0,03	0,09	0,15
2001	0,03	0,09	0,15
2002	0,04	0,12	0,2
2003	0,05	0,15	0,25
2004	0,05	0,15	0,25
2005	0,06	0,18	0,3
2006	0,06	0,18	0,3
2007	0,07	0,21	0,35
2008	0,06	0,18	0,3
2009	0,06	0,18	0,3
2010	0,06	0,18	0,3
2011	0,05	0,15	0,25
2012	0,07	0,21	0,35
2013	0,07	0,21	0,35
2014	0,07	0,21	0,35

Kaynak: Brüt döviz rezervleri TCMB(2015c), GSMH verileri ise OECD(2015) veri tabanından yararlanarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Rodrik’ in uyguladığı yöntemeye göre;

Rezervlerin sosyal maliyetinin %1, %3 ve %5 olduğunu varsaydığımızda, incelenen dönemde bu kaybın Gayri Safi Milli Hâsıla’ya oranı şekil’deki gibidir (Aydoğuş & Öztürkler, 2006).



Şekil 5. Rezervlerin sosyal maliyetinin GSMH ‘ ya oranı(kaybın %1,%3 ve %5 olduğu varsayıldığında)

Kaynak: Brüt döviz rezervleri TCMB(2015c), GSMH verileri ise OECD(2015) veri tabanından yararlanarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

BÖLÜM V

TÜRKİYE’DE MERKEZ BANKASI REZERVLERİNİN GELİŞİMİ VE RİSK YÖNETİMİ

5.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezerv Gelişimi

Dünya savaşları sonrasında Avrupa ülkelerindeki demografik faktörlerin, erken emeklilik ve yüksek öğrenimdeki artış gibi sosyoekonomik oluşumlardaki iyileşmelerle birleşmesi sonucunda bu ülkelerin aktif nüfus oranı düşmüştür. Savaşlar sonrasında Avrupa’da tam istihdama dayalı kalkınma sürecinde bu etkenlerden dolayı düşük ücretle çalışacak işgücü açığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu dönemlerde Türkiye’de artan işsizlik sorunu ve göreceli düşük yaşam standartları, potansiyel göç talebinin artmasını ve fiilen göçün başlamasını sağlamıştır (Artukoğlu, 2005). Bu da işçi göçünü düzenleyen devletlerarası mutabakata dayalı ikili anlaşmalara neden olmuştur. Bu çerçevede, Türkiye’de 1961 Anayasası’nın yürürlüğe girmesinin ardından hazırlanan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı’nda (1962–1967) ‘fazla işgücünün ihraç edilmesi’ hem göçmenlerin sağlayacağı işçi dövizleri, hem de ülkedeki işsizliğin azalması bağlamında önemli bir kalkınma stratejisi olarak belirlenmiştir. Bu stratejinin hayata geçirilmesi için Türkiye ilk olarak, 1961 yılında Batı Almanya ile ikili işgücü anlaşması imzalamıştır (Göç Araştırma Programı, 2009).

1960’lı yıllardan itibaren başta Federal Almanya’ya doğru başlayan işçi göçü zamanla Türkiye açısından bir döviz kaynağı potansiyeline dönüşmüştür. Ayrıca bu yıllarda kazandıkları dövizleri Türkiye’ye yollayan vatandaşlar için daha organize, daha güvenli ve daha çok kazanç sağlayan bir döviz tedarik sistemi gerekliydi. “ Bu yıllarda gittikçe artan dış ticaret açığı için gönderilen dövizler Türkiye için çok önemli bir role sahipti. 1964 yılında işçi dövizleri gelirleri sekiz milyon ABD Doları iken, 1976 yılında bir milyar ABD Doları’nın üzerine çıkmıştır. Bunun sonucunda ödemeler dengesinde oluşan dış ticaret açığını işçi dövizlerinin karşılama oranı 1964 yılında %6 iken, bu oran 1972 yılında %109’a, 1973 yılında da %154’e ulaşmıştır. Bu karşılama oranı 1974–1978 yılları arasında ortalama %30 civarında iken daha sonra tekrar yükselişe geçmiştir, fakat hiçbir zaman 1972 ve 1973’teki rakamlara ulaşamamıştır. Örneğin 1980 yılında %41, 1985 yılında %51, 1990 yılında %35, 1995 yılında %24 ve 2003 yılında %3’e kadar düşmüştür” (Saritaş, 2011).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınan bilgilere göre; döviz piyasaları 1970'li yıllarda ise çok sıkı ve kontrollü bir biçimde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından yönetiliyordu. Bu dönemde Türk vatandaşının döviz taşıması bile izne bağlıydı. 1976 yılında ise ilk kez Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası nezdinde 'Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları'' adı altında yurt dışında çalışan Türk işçilerine yönelik, ülkeye döviz kazandırma amaçlı döviz tevdiat hesabı açılmaya başlanmıştır. Buradaki hesapların açılma amacı devlet eliyle daha fazla işçi dövizini elde etmektir. Bu sistemdeki en büyük risk bankaların bu dövizleri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na devretme zorunluluğunun bulunması ve kur riskiydi. Bu sistem 1983 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesine kadar bu şekilde sürmüştür.

1970'li yılların sonunda ülkemizin içinde bulunduğu döviz darboğazından kurtulmak ve yurtdışında çalışan vatandaşlarımızın tasarruflarının ülkemize kazandırılması amacıyla Merkez Bankası tarafından yurtdışında çalışan vatandaşlarımıza KMDTH (Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı) (KMDTH, İsviçre Frangı, Amerikan Doları ve İngiliz Sterlini cinsinden açılabilen bir döviz hesabı türüdür.) ve Süper Döviz Hesapları (SDH) SDH, Euro ve ABD Doları cinsinden açılan hesaplardır.) açma imkânı tanınmıştır. Bu hesaplardaki toplam mevduat sürekli artış göstermiş ve bu artış istikrarlı bir şekilde devam etmiştir. Ancak bu durum 1990 ve 1991 yıllarında oluşan Körfez Krizi için söylenemez. Bu hesaplar, yurt dışında yaşayan vatandaşlarımızın yoğun ilgisi ile karşılanmıştır. İlgiyle karşılanmasında Merkez Bankasına duyulan güven, uygun faiz getirisi, para yatırma ve çekme işlemlerinde sağlanan kolaylıklar etkili olmuştur. Döviz gereksinimine ihtiyaç duyulduğunda bu hesapların önemli bir katkısı olmuştur (TCMB, 2008).

Ayrıca işçi dövizleri hesabı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası brüt döviz rezervi ile karşılaştırıldığında, işçi dövizleri kaleminin Türkiye için önemi daha iyi anlaşılabilir. 1990'lı yıllarda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası döviz rezervi 6.069 Milyon ABD Doları iken, işçi dövizleri kaleminin büyüklüğü 7.541,10 milyon ABD Doları'dır. Burada işçi dövizleri hesap büyüklüğü brüt döviz rezervinin % 124,24'üne karşılık gelmektedir. 2000 yılına gelindiğinde ise 19.635 milyon ABD Doları olan döviz rezervine karşılık, 10.514,20 milyon ABD Doları işçi dövizleri hesabı bulunmaktaydı. Buradaki oran ise % 53,55'tir. Kasım 2009 itibari ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Brüt döviz rezervi 71.510 milyon ABD Doları'dır ve işçi dövizleri hesabının büyüklüğü ise 13.565.26 milyon ABD Doları'dır. Burada da % 18,9 gibi bir karşılama oranı ortaya çıkmaktadır. 1990'lı yıllarda TCMB bilançosunda brüt döviz rezervi ile eşit

olan bu kalem günümüzde brüt döviz rezervinin ancak %20'sini oluşturmaktadır (Saritaş, 2011).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınan bilgilere göre; 1980'ler hem Türkiye ekonomisi, hem de Merkez Bankası açısından dönüm noktası olarak tanımlanabilecek gelişmelerin yaşandığı yıllardır. 24 Ocak 1980 tarihinde açıklanan kararlar ile Türkiye ekonomisinde yapısal bir dönüşüm başlatılmıştır. Fiyatların piyasa mekanizması çerçevesinde oluşması amacıyla fiyat kontrolleri kaldırılmış ve serbest dış ticaret politikasına geçiş yaşanmıştır. Başlatılan finansal serbestleşme süreci ile para ve kur politikalarının Merkez Bankası tarafından piyasa ekonomisi ile uyumlu bir şekilde yürütülmesi için gerekli altyapının sağlanması yönünde önemli adımlar atılmıştır. Aynı dönemde para politikası kapsamında mevduat ve kredi faizlerinin piyasa koşullarında belirlenmesi de hükme bağlanmıştır. Ayrıca Türk parası yabancı paralar karşısında devalüe edilerek sabit kur rejimi terk edilmiştir.

1983 yılında Banka, altın ve döviz rezervlerini etkin bir biçimde yönetmek konusunda yetkili hale getirilmiştir. Bunun yanı sıra Bankanın temel görevlerini ekonominin temel gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürüteceği hükmü Kanun'a eklenmiştir. Merkez Bankası 1987 yılında açık piyasa işlemleri yapmaya başlamış, bu dönemde modern anlamda para ve döviz piyasalarının kurulmasında öncü rol üstlenmiştir.

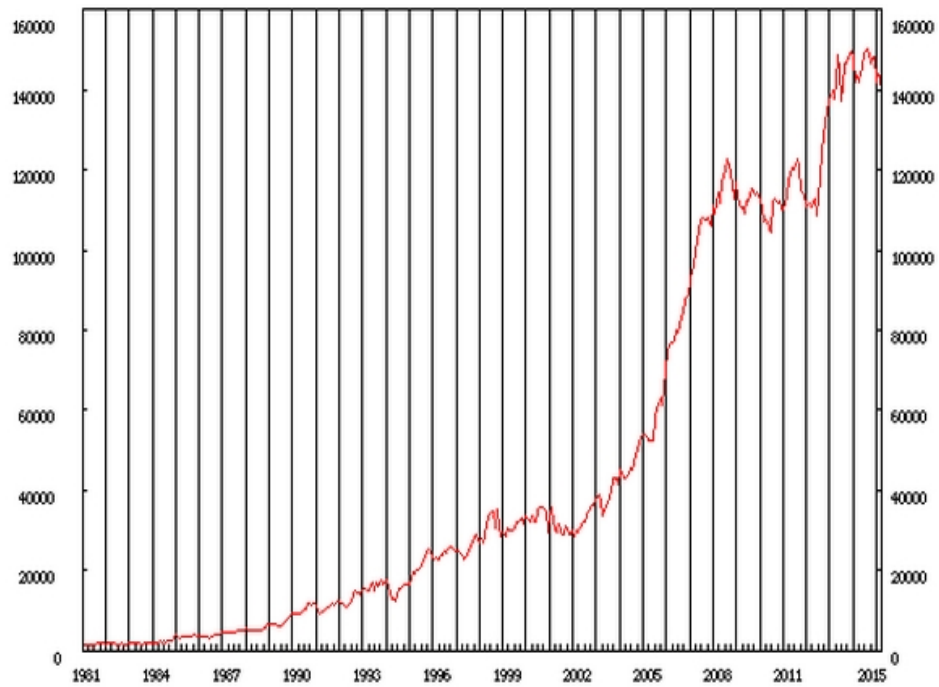
1989 yılına gelindiğinde, "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar" ile ekonomik birimlerin döviz ile işlem yapmalarına izin verilmiş ve Türk parası konvertibl ilan edilerek görece daha esnek bir döviz kuru rejimine geçilmiştir (TCMB, 2010c).

Ayrıca 1980'li yıllarda, döviz rezervlerinin kısa dönemli ihtiyaçların karşılanmasında kullanıldığı görülmektedir. 1980'lerin başından itibaren bankaların yanında kurumların ve bireylerin de döviz bulundurmasına izin verilmiştir. İzin verilmesinde liberalizasyon tedbirlerinin uygulanmaya başlanması ve kambiyo kontrollerinin büyük ölçüde kaldırılması etkili olmuştur. Yapılan bu değişikliklerle ulusal rezerv birikimi sağlanmıştır (TCMB, 2003).

Türkiye'de 1987–2015 döneminde döviz rezervlerindeki gelişmeleri. Grafik 3'te görmekteyiz. Grafik 3'ten de izlenebileceği gibi, döviz rezervleri, Türkiye ekonomisi 1990 ile 1994 yılları arasında düşük olsa dahi istikrarlı bir artış göstermiştir. 1990 yılında Türkiye ekonomisi sermaye hareketlerini serbestleştirerek dışa açılma sürecini tamamladığı kabul edilmektedir. 1994 yılında ise kriz meydana gelmiştir. 1995 yılı

sonrasında ise döviz rezervleri artmaya başlamıştır. 2001 krizi sonrasında ise döviz rezervlerindeki artış hızı çok yüksek bir düzeye ulaşmıştır. Grafik 3, Türkiye’de dışa açılmanın döviz rezervlerinde bir artışa neden olmadığını ortaya koymaktadır. Öte yandan, 1994’de yaşanan finansal kriz, kriz öncesi rezerv düzeyinin yeterli seviyede olmadığını ve kriz sırasında rezervlerde düşme olduğunu göstermektedir. Buna bir tepki olarak kriz sonrasında rezervler yükselmeye başlamıştır (Aydoğuş & Öztürkler, 2006).

Sonuç olarak burada dikkat edilecek durum 2001 krizi sonrasında döviz rezervinde meydana gelen artıştır. Bu bize gösteriyor ki; kriz sonrasında döviz rezervleri ülke için sigorta olarak görülmektedir.



Şekil 6. 1981- 2015 yılları arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın brüt uluslararası rezerv gelişimi (milyon ABD Dolar)

Kaynak: www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 02.05.2015).

“Kısa vadeli dış borç stoku, herhangi bir tarih itibarıyla kullanımı gerçekleştirilmiş olan ve bir ekonomide yerleşik kişilerin yerleşik olmayanlara borçlu olduğu; kullanım tarihinden itibaren 1 yıl içinde anapara ve/veya faiz ödemesi/ödemeleri yapılmasını gerektiren cari, şartlı olmayan yükümlülüklerin bakiyesidir” (TCMB, 2015a).

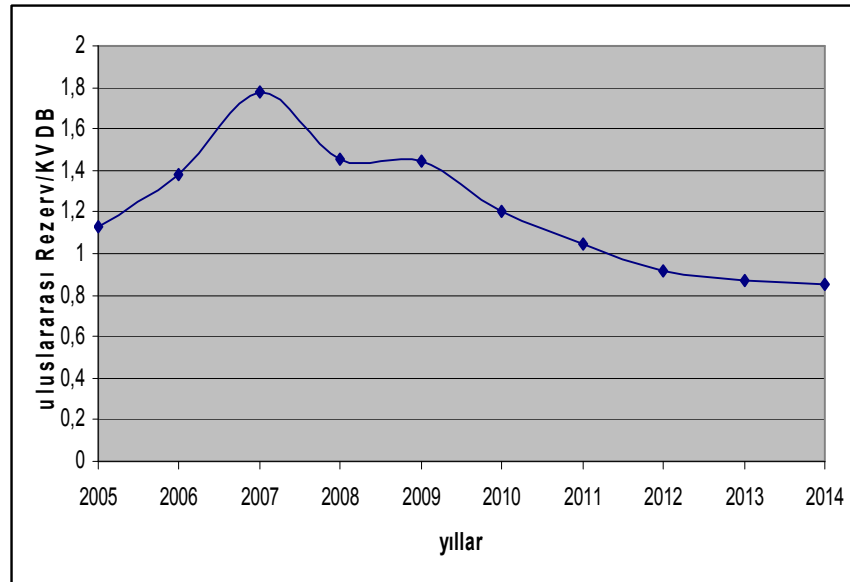
Tablo 6.

Türkiye’de 2005–2014 döneminde döviz rezervlerinin kısa vadeli borçlara oranı (KVDB)(%)

Yıllar	Rezerv(Milyon ABD Dolar)	KVDB (Milyon ABD Dolar)	R\KVDB
2005	41167.5	36334.9	1,13
2006	57839.1	41774.75	1,38
2007	69052.2	38738.7	1,78
2008	74487.8	51045.6	1,45
2009	68518.4	47364.2	1,44
2010	74296.7	61536.1	1,2
2011	87208.2	82563.9	1,05
2012	87457.8	96053.0	0,92
2013	108181.0	123085.5	0,87
2014	109541.0 (10 ay)	127670.0 (6 ay)	0,85

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Grafik ve tablodaki söz konusu oran kısa vadeli borçların ödenebilmesi için yeterli finansman kaynağına sahip olup olunmadığının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu oran, uluslararası iktisat yazınında bir ekonominin güvenilirliğinin en temel göstergelerinden birisidir.



Şekil 7. Türkiye’de 2005–2014 döneminde döviz rezervlerinin kısa vadeli borçlara oranı (KVDB)(%)

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Döviz rezervlerinin kısa vadeli borçlara oranı ülke ekonomilerinde meydana gelebilecek kırılganlığın ölçümünde önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Her şeyden önce bu oran ülkenin likiditesi hakkında bilgi vermektedir. Bu da, ülkenin kırılganlığını etkilemektedir. İkinci olarak bu oranın büyüklüğü ülkenin diğer makro ekonomik problemleri bakımından da önemli bir göstergedir. Çünkü bu oranın büyük olması ülkenin uzun vadeli ihtiyaçlarını kısa vadeli enstrümanlarla finanse etmiş olması ihtimalini de arttırmaktadır. Bu ihtimal yabancı yatırımcıların gözünden kaçamayacak kadar önemli bir sorundur. Üçüncü olarak kısa vadeli borçlar paranın her an geri çekilmesi olasılığı bağlamında söz konusu ülke için önemli bir risk ve kırılganlık yaratmaktadır. Bu oranın büyüklüğü ödemeler dengesinin finansmanının kalitesi hakkında fikir vermektedir (Şimşek, 2012).

Döviz rezervlerinin kısa vadeli borçlara oranıyla krizler arasında bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Türkiye için yapıla grafikte söz edilen oran 1'e yakın veya 1'den aşağı ise kriz belirtisi olabileceği kabul edilebilir.

Döviz rezervlerinin düzeyi ile ilgili olarak literatürde en çok üzerinde durulan gösterge, rezervlerin gayri safi milli hâsılaya oranıdır (GSMH). Bu oran tablodadır.

Tablo 7.

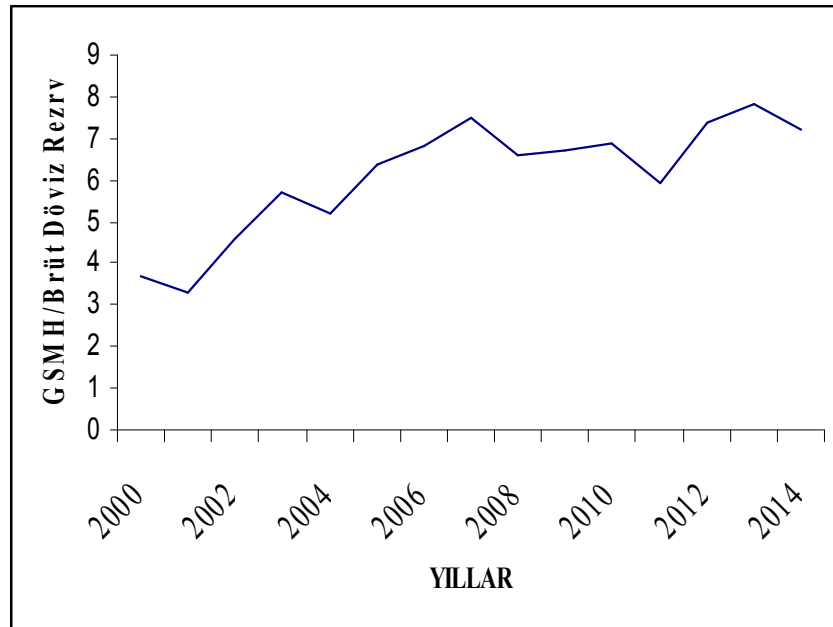
Türkiye de 2000- 2014 döneminde Brüt Döviz Rezervlerinin GSMH'ya Oranı

Yıllar	Brüt Döviz Rezervleri/ GSMH (%)
2000	3,7
2001	3,3
2002	4,6
2003	5,7
2004	5,2
2005	6,4
2006	6,8
2007	7,5
2008	6,6
2009	6,7
2010	6,9
2011	5,9

Tablo 7. (devamı)

Yıllar	Brüt Döviz Rezervleri/ GSMH (%)
2012	7,4
2013	7,8
2014	7,2

Kaynak: Brüt döviz rezervleri TCMB(2015c), GSMH verileri ise OECD(2015) veri tabanından yararlanarak yazar tarafından hesaplanmıştır.



Şekil 8. Türkiye de 2000- 2014 döneminde döviz rezervlerinin GSMH'ya oranı

Kaynak: Brüt döviz rezervleri TCMB(2015c), GSMH verileri ise OECD(2015) veri tabanından yararlanarak yazar tarafından hesaplanmıştır

5.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezervleri

5.2.1. Altın

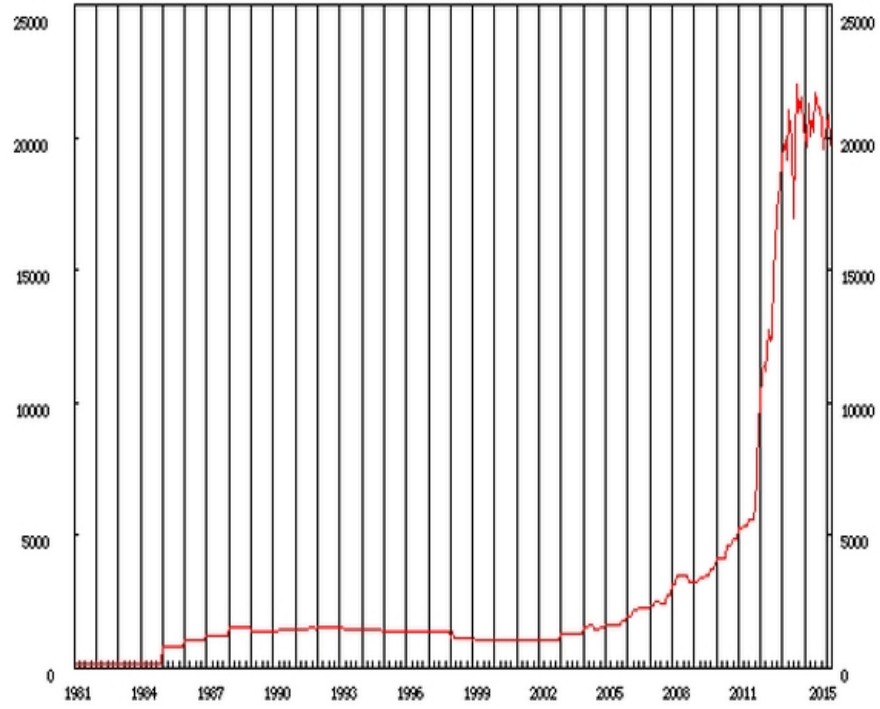
Altın yüzyıllarca para ve mücevher yapımında kullanılmış, günümüze de uluslar arası rezerv olarak kullanılmaya devam edilen bir madendir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınan bilgiye göre; altın 24 Ocak 1980'de Türk ekonomisinin uluslar arası piyasalar ile entegre olması amacıyla başlatılan liberasyonun önemli bir parçasıdır. 1983-84'de altın ticareti serbest bırakılmış, ihracatı

ise belirli koşullara baēlanmıřtır. Türk Lirası karşısında yabancı paraların ve altının fiyatını belirleme yetkisi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na verilmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 1984 yılında ‘‘Türk Lirası Karřılıēı Altın Piyasasını’’ kurarak, altın ithalatına başlamıştır. İsviçre Bankası'ndan konsinye olarak ithal edilen altın Türk Lirası karřılıēında bireylere ve kurumlara satılmıştır. Bu uygulama 1989'a kadar devam etmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası işlenmemiş altın ithalinde tek yetkili kuruluş olarak, 1989'da döviz karřılıēında altın piyasasını kurmuştur. Bu dönemde bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseseler de döviz karřılıēı altın ticareti yapmaya yetkili kılınmıştır. 3 Mart 1993'de Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu ile ilgili 32 Sayılı Karar'da deēiřiklik yapılarak, altın fiyatının serbestçe belirlenmesine izin verilmiş, altın ithal ve ihracı daha liberal hale getirilmiştir. 1995'de İstanbul Altın Borsası'nın kurulması ile birlikte bankalar ve aracı kurumlar altın ithalatı yapabilmektedirler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası borsanın doēal üyesidir (zyrk, 2005).

Altın rezervleri stratejik bir varlık olması nedeniyle farklı kriterlere göre, ayrı bir yönetmelik çerçevesinde yönetilmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın altın rezervlerinin tamamı kullanılabilir niteliktedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, altın rezervlerinin yönetilmesi amacıyla doērudan alım-satım, vadesiz, vadeli altın depo ve altın ‘‘swap’’ işlemleri yapabilmektedir (TCMB, 2007).

‘‘Ayrıca stratejik bir rezerv tutma aracı olması ve her an nakde çevrilebilme zelliēi nedeni ile toplam ulusal rezervlerimizin küçük bir kısmının altın olarak tutulması tercih edilmektedir. Altın rezervlerinin yaklaşık yarısı ülkemiz sınırları içinde muhafaza edilirken, kalan miktar yurt dışında diēer ülke merkez bankalarında muhafaza edilmektedir. Bu altın rezervi, doērudan yatırım işlemlerinde kullanmak amacı ile merkez bankaları nezdinde açılmış olan altın saklama hesaplarında tutulmaktadır.’’ (TCMB, 2010b).



Şekil 9. 1981–2015 yılları arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası altın rezervinin değişimi

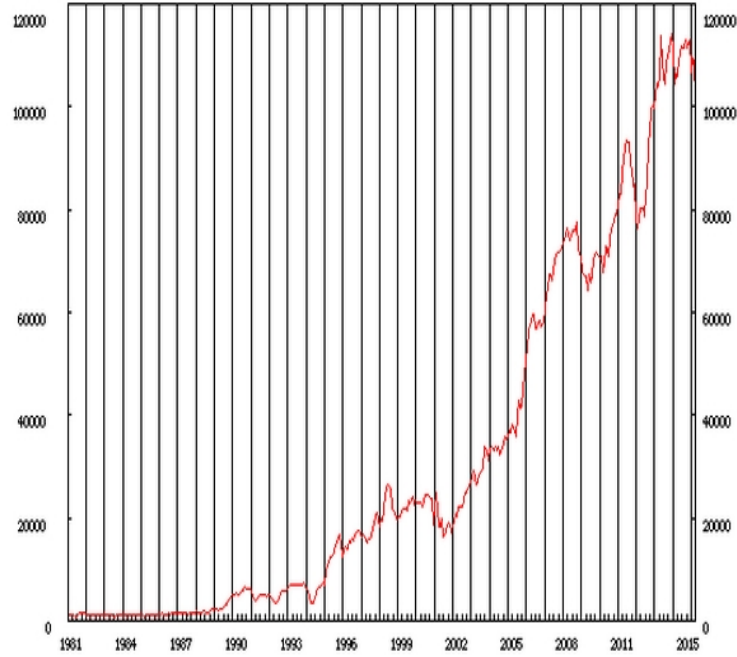
Kaynak: www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 02.05.2015).

Bu grafikte 1981–2015 arasında merkez bankası altın rezervinin değişim oranı gösterilmektedir. Altın rezervlerinde 2004 yılından itibaren bir artış gözlenmektedir.

5.2.2. Döviz

“Merkez Bankası vaziyetinde, döviz borçluları kalemi altında konvertibl ve konvertibl olmayan döviz varlıkları, menkul değerler cüzdanı kalemi altında yabancı para üzerinden ihraç edilmiş devlet iç borçlanma senetleri ve iç krediler kalemi altında yabancı para reeskont kredileri yer almaktadır. Bunlardan, Merkez Bankası’nca uluslararası piyasalarda yatırıma tabi tutulmak suretiyle yönetimi gerçekleştirilen kısım döviz rezervini ifade etmektedir. Buna göre, döviz borçluları kaleminin altında konvertibl olan efektif deposu ve muhabir hesapları toplamı Merkez Bankası’nın uluslararası döviz rezervini oluşturmaktadır.” (TCMB, 2005a).

Gelişmekte olan ülkeler döviz rezervlerini arttırmaya çalışmaktadırlar. Ancak gelişmekte olan ülkeler döviz rezervlerini arttırmazlarsa bastıkları paralar daha çok değerlenmiş olacaktır. Ayrıca merkez bankaları enflasyon riskini arttırmadığı sürece döviz rezervlerini arttırabilirler. Yani gelişmekte olan bir ülkenin merkez bankaları için yeterli döviz rezervi adı altında bir sınır bulunmamaktadır.



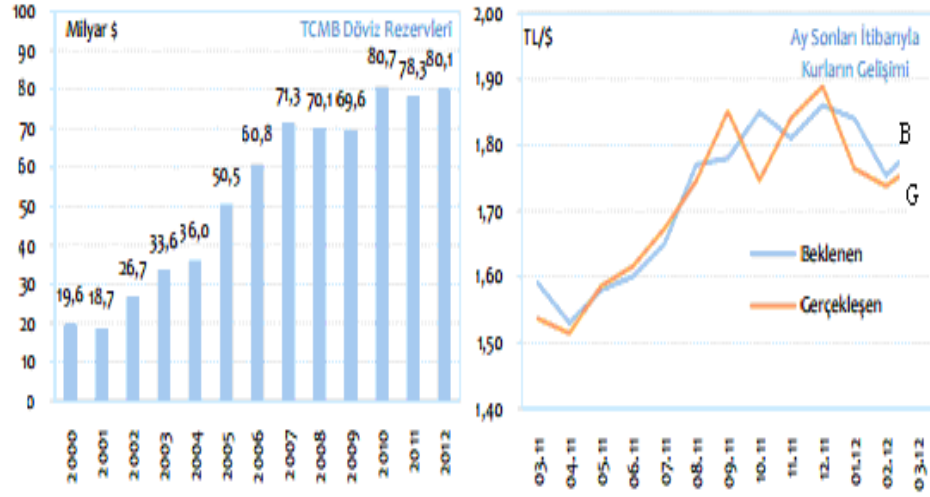
Şekil 10. 1981–2015 yılları arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası brüt döviz rezervinin değişimi (milyon ABD Dolar)

Kaynak: www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 02.05.2015).

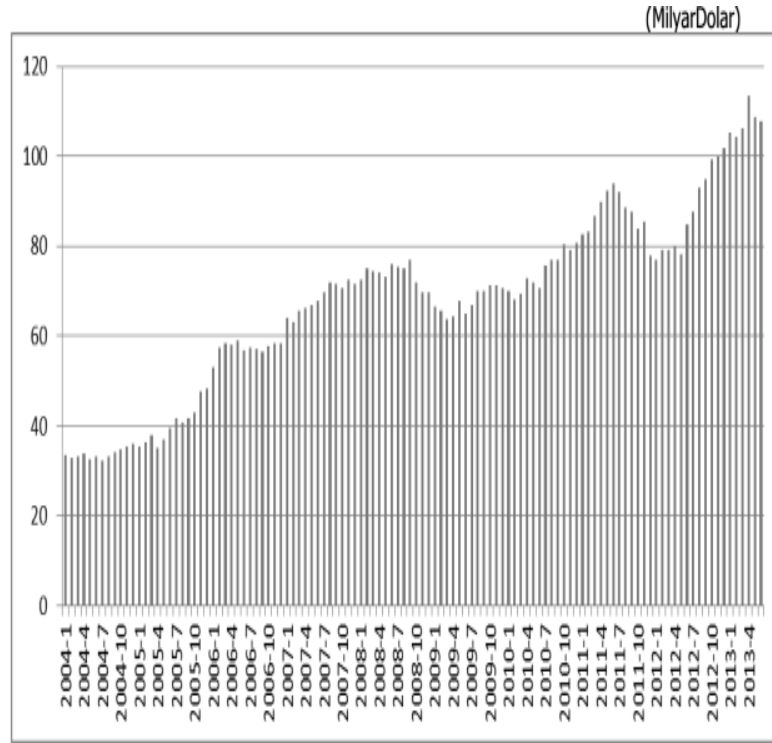
Bu grafikte 1988–2015 arasında merkez bankası döviz rezervinin değişimi gösterilmektedir. Döviz rezervlerinde 1994 yılından itibaren bir artış göstermiştir.

Bazı ülkelerin merkez bankalarının bilançolarında biriktirdikleri döviz rezervi bir başka ülkenin yükümlülüğü durumundadır. Bundan dolayı merkez bankalarının döviz rezervine sahip olması yurt dışına borç vermesi anlamına gelmektedir (Didin & Poyraz, 2008)

Ayrıca Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi altında para ve kur politikalarına olan güveni sağlamak, yabancı para borç servisini gerçekleştirmek için gerekli döviz likiditesini bulundurmak, iç ve dış şoklara karşı kırılganlığı azaltmak, uluslararası piyasalarda ülke ekonomisine güveni artırmak amaçlarına yönelik olarak rezerv miktarını artırmaya yönelik ılımlı bir rezerv biriktirme politikası izlemektedir. İzlenen bu politikanın döviz kurundaki beklentileri olumlu etkilediği, dolayısıyla döviz kurundaki beklentilerin gerçekleşen kur düzeyine çok yakın seyrettiği görülmektedir.



Şekil 11. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası rezervleri ve dolar kurunun gelişimi
Kaynak: BDDK(2012).



Şekil 12. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası uluslararası rezervleri
Kaynak: Kalkınma Bakanlığı(2013).

5.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Düzeyi

“Rezervlerdeki hızlı artışı rezerv yeterliliğine ilişkin göstergelerle açıklanması oldukça zordur. Bu nedenle aşırı rezerv kavramı giderek artan sıklıkta gündeme gelmeye başlamıştır. Aşırı olarak nitelendirilebilecek rezervlerin varlığında ve rezerv tutmanın bir maliyetinin olduğu bir ortamda merkez bankalarının rezerv yönetimine ilişkin temel politikaları ile çelişmemek kaydıyla rezerv portföylerinden elde ettikleri getiriyi artırma yönündeki çabaları son derece doğaldır” (Çayırılı, 2010).

Fazla rezerv, bankaların tutmaları gereken zorunlu karşılık düzeyinin “üzerinde” tuttukları miktardır. Bu tutulması gereken zorunlu karşılık miktarının üzerinde tutulan rezervler temel olarak bankanın kendi hesaplarında gözlenen fon giriş çıkışı belirsizlikleri nedeniyle oluşmaktadır. Fon akımlarına ilişkin belirsizlikler, bankanın serbest mevduat hesaplarında eksi bakiyeye düşmesini önlemek için ihtiyatlı davranarak fazla rezerv tutmasına yol açmaktadır. Birçok ülkenin uygulamasında bankaların eksi bakiye rezerv hesaplarına sahip olmaları mümkün olmadığından bankaların böyle bir durumla karşılaşmamak için piyasa faizlerinin çok üzerindeki faizlerden borçlanmaları söz konusu olmaktadır. Bankalar, bu yüksek maliyeti üstlenmek yerine genellikle herhangi bir faiz getirisi olmayan fazla rezerv bulundurmaktadırlar (Talaslı, 2012).

Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından ülke rezervinin yeterliliği için kullanılan yaklaşımda, döviz rezervlerinin asgari üç aylık ithalat tutarını karşılaması gerekliliği kabul görmektedir. Döviz rezervlerinin yeterliliğine ilişkin kullanılan ikinci gösterge, döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçlara oranıdır (Balaylar, 2011).

Bernanke (2005), birçok sanayileşmiş ülkede ekonomik ve demografik gelişmelerin “küresel tasarruf bolluğu”na katkı yaptığını savunmaktadır. Sanayileşmiş ülkelerde doğum oranları düşmekte ve nüfus yaşlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ise tersi bir durum vardır. Bu demografik değişiklikler uluslar arası sermaye hareketlerini hangi yönde etkileyebilir? Yaşlanan nüfusa karşı, orta kuşaktaki nüfusta tasarruf artışı beklenmelidir. Tasarruf artışı, yaşlı nüfusun belli bir oranın üzerine çıkmaması ile mümkün olacaktır. Ayrıca yaşlı nüfus nedeni ile gerileyen işgücü arzı emeğin getirisine göre ve göreceli olarak sermayenin getirisinde aşağı yönlü bir baskı yaratabilir. Nihayet başta petrol fiyatları olmak üzere emtia fiyatlarındaki hareketliliğin de, petrol ve emtia ihraç eden ülkelerin tasarruflarını etkileyeceğini de hatırdan tutmak gerekir.

Sermaye hareketliliğindeki artış ve yurt içi finansal sistem ve kurumlardaki zayıflığın sonucu olarak “optimum rezerv stoku” olarak anılan rezervlerin aslında yüksek miktarlar olacağı anlaşılmaktadır. Bunlara son olarak demografik hareketler ve bazı ülkelerde tasarrufların düşmesine yol açabilecek petrol ve emtia ihracatçısı ülkelere kaynaklanabilecek olumsuzlukları da ekledik. Cari fazlalık da dahil olmak üzere döviz kurunun tam serbest olması durumunda döviz rezervi birikiminin olmayacağı, biriktirilen rezervlerin uzun dönemde ve yüksek miktarlarda olduğu göz önüne alınırsa, döviz kurlarının serbestçe belirlenmeyip yönetildiği gerçeğini ortaya çıkarır.

Ülke uluslar arası kredi verebilen konumda ise, dış varlıkları büyük ölçüde yabancı para cinsinden tutulabilir, ancak, likit varlıkların- örneğin- ABD doları cinsinden tutulması ulusal bilançonun yükümlülük tarafını dengesizleştirerek yerli paranın, rezervin tutulduğu yabancı paraya karşı değerlendirilmesi ve daha sonra da sermaye kayıplarının oluşmasına yol açacaktır. Ayrıca tutulan döviz varlıklarından dolayı oluşacak değerlendirme kayıplarını da hesaba almak gerekecektir.

Tablo 8.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Rezerv Yeterliliği

Yıllar	Brüt rezervler/ İthalat (3 aylık)	Brüt Rezervler/ KVDB
1987	0,45	--
1988	0,74	--
1989	1,15	0,79
1990	1,03	0,61
1991	0,92	0,53
1992	1,07	0,48
1993	0,85	0,34
1994	1,24	0,62
1995	1,38	0,78
1996	1,55	0,96
1997	1,58	1,05
1998	1,76	0,95
1999	2,39	1,01
2000	1,90	0,89
2001	1,98	1,15
2002	2,29	1,64
2003	2,05	1,47
2004	1,58	1,12
2005	1,73	1,13
2006	1,73	1,38

Tablo 8.(devamı)

Yıllar	Brüt rezervler/ İthalat (3 aylık)	Brüt Rezervler/ KVDB
2007	1,76	1,78
2008	1,44	1,45
2009	2,10	1,44
2010	1,82	1,20
2011	1,55	1,05
2012	1,47	0,92
2013	1,71	0,87
2014(3 çeyrek)	1.80	0,85

Kaynak: Şahbaz, 2011 ve TÜİK(2015a) verilerinden yararlanarak yazar tarafından hesaplamıştır.

Tablo da yer alan hesaplamaların “1” değerine ulaşması veya geçmesi ideal olarak değerlendirilmektedir. Üç aylık ithalatı karşılamak açısından bakıldığında, TCMB rezervleri kriz yıllarında düşüş göstermiştir. 1991 Körfez Savaşı dönemi ve 1993 yılında rezervlerin 3 aylık ithalatı karşılama kapasitesinin yeterli olmadığı görülmektedir. 2000 krizinde ve 2008 küresel kriz dönemlerinde rezervlerin 3 aylık ithalatı karşılama oranı düşüş göstermesine rağmen, yeterli düzeyde bulunmaktadır. “Türkiye açısından özellikle 1994 krizi sonrasında rezerv birikiminin ithalatı karşılama açısından bakıldığında ise, gereken oranın genellikle üzerinde olduğu görülmektedir. 1990–2010 yılları arasında ortalama 1,70 oranında rezervlerin ithalatı karşılama oranı bulunmakta, bu rezervlerin 5 aylık ithalat miktarına denk geldiği görülmektedir. 2000 sonrası dönemde bu oran ortalama 1,94’e kadar çıkmıştır. Yaklaşık olarak 6 aylık ithalat tutarına eşit miktarda rezerv birikimi söz konusudur” (Şahbaz, 2011).

Döviz rezervlerinin yeterliliğine ilişkin kullanılan diğer bir gösterge ise, parasal taban yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda rezerv yeterliliği para arzının (M2) döviz rezervlerine oranı ile kıyaslanarak bulunmaktadır. Bu oran, ilk kez Tekila etkisi ile ilgili çalışmasında, merkez bankalarının paralarını tüm nakit parasal varlıklar stokuna karşı savunma amacıyla hazır olması gerektiğini ifade eden Calvo tarafından kullanılmıştır. Bu oranın yüksek olması finansal krizin boyutunun tahmini konusunda yardımcı olmaktadır (Şimşek, 2012).

Ayrıca bir finansal kriz durumunda yerleşiklerin ülkeden çıkarabilecekleri sermaye düzeyine ilişkin bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Bu göstergenin hangi oran

üzerinden hesaplanması gerektiğine ilişkin bir fikir birliği bulunmamasına karşın, genellikle en yüksek yüzde 20 seviyesinde olması kabul görmektedir. Rezervlerin para arzına oranı, bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin ne kadarının uluslararası rezervler tarafından desteklendiğini göstermektedir (TCMB, 2011).

Optimum rezerv üzerine çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Ancak bazı merkez bankaları uluslar arası rezerv bileşenlerini ve hangi enstrümana yatırım yaptıklarını söylemedikleri için uluslar arası rezervlerin maliyetine ve getirisine ulaşılamamaktadır. Bundan dolayı da optimum rezerv oranını hesaplamak zorlaşmaktadır. Buna rağmen 1966 yılında Heler, 1984 yılında Grubel, 1986 yılında Hallow ve McDonald, 1992 yılında da Bassat ve Gottlieb çalışmalar yapmışlardır.

Yapılan bu çalışmalarda genellikle rezerv getirisini maksimum veya minimum yapan bir fonksiyon bulunmaya çalışılmıştır. Ancak ülkelerin yapısal açıdan farklılık göstermesinden dolayı aynı modeli diğer ülkeler için kullanmak zor olur. Aynı zamanda anlamlı bir sonuçta çıkmayabilir (Yaman, 2003).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın yüksek döviz rezervi tutmasının nedenlerine bakarsak;

Döviz krizlerine bağlı olarak döviz rezerv talebi fazla veya az olabilir. Genel ekonomik durum itibarıyla ülke parasının değerinin yitirilmesi gerekirken, uygulanan politikalarla ülke parasının aşırı değerlenmesi desteklendiğinde, ülke parasından kaçış yaşanmaya başlayacak ve bunu engellemeye çalışan merkez bankalarının rezervleri tükenecektir. Sonuç olarak döviz kurlarının ülkenin genel ekonomik durumuna paralel olarak gerçekçi bir şekilde belirlenmelidir. Ülkemizde de ekonomik veya politik herhangi bir krizin oluşması halinde, yatırım alternatiflerinin çok çeşitlenmemiş olması nedeniyle döviz finansal korunma amacıyla yoğun şekilde talep edilmektedir. Başka finansal korunma alternatiflerinin olmaması ve türev piyasalarının kullanılmaması sonucu, rezervlerin sınırlı olduğu bir ortamda KVS (Kısa Vadeli Sermaye) hareketleri ile beslenen ülkemiz ekonomisinde yaşanacak ani spekülasyon çıkışlar döviz krizini gündeme getirmektedir (Mahlebiciler, 2006).

Sonuç olarak ülkeler en uygun rezerv miktarını belirlerken iki unsuru dikkate almaları gerekmektedir. Bunlardan ilki rezervlerin hangi alanlarda kullanılacağını saptanması ve bu doğrultuda gerekli en alt rezerv seviyesinin doğru bir şekilde tespit edilmesidir. İkinci unsur ise rezerv tutmanın maliyetinin doğru bir şekilde analiz edilmesidir. Bu iki unsurun aynı anda gözetilmesi, rezervler için hem ihtiyaçları

karşılacak şekilde bir alt limit, hem de maliyetlerin ek yük getirmeyeceği şekilde bir üst limit belirlenmesine yardımcı olmaktadır (TCMB, 2011).

5.4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında Rezerv Yönetimi

Türkiye’de Merkez Bankası’nda rezerv yönetimi stratejisi, Merkez Bankası Kanunu’na (Kanun) göre uygulamaktadır. Bu kanunun 4. Maddesinin üçüncü fıkrasının (I) bendine göre, “ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek” Merkez Bankası’nın temel görev ve yetkileri arasındadır. Aynı maddenin üçüncü fıkrasının (III) bendine göre “Banka, hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır.” Bu madde çerçevesinde, Merkez Bankası’nın rezerv yönetimi politikalarını belirleyen temel unsurlardan birisi de Hazine adına döviz üzerinden gerçekleştirilen borç servisi olmaktadır. Ayrıca, Banka Meclisi’nin, kanunun verdiği yetkiye dayanarak döviz ve altın rezerv yönetimine ilişkin düzenlediği yönetmelik ve aldığı kararlar da rezerv yönetiminin diğer dayanaklarını oluşturmaktadır (Şimşek, 2011).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da rezerv yönetim organlarının görev, yetki ve sorumlulukları hukuki bir çerçeveye tanımlanmıştır. Rezerv yönetiminde karar alma süreci üç aşamalı hiyerarşik bir yapıdan oluşmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’ndan alınan bilgiye göre; ilk asama kapsamında, rezerv yönetim politika ve uygulamalarına ilişkin genel çerçeve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın en yüksek karar organı olan Banka Meclisi tarafından belirlenmektedir. Kurumsal karar alma sürecinin ikinci aşamasını Yönetim Komitesi ile Döviz Risk ve Yatırım Komitesinin, Döviz Rezerv Yönetimi Yönetmeliği çerçevesinde aldığı kararlar oluşturmaktadır. Bu aşamada, Komite tarafından her yıl için rezerv yönetiminde referans alınan bir “stratejik model portföy” ve “yatırım stratejisi” oluşturulmakta olup, bu stratejiler Yönetim Komitesi tarafından onaylanarak yürürlüğe konulmaktadır. Rezerv yönetiminde kurumsal karar alma sürecinin üçüncü ve son aşamasını ise Yönetmelik ve stratejik model portföy ile belirlenen tercih ve kısıtlar çerçevesinde rezerv yönetimi uygulamalarının gerçekleştirilmesi oluşturmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, döviz rezervlerinin yönetiminde ülke menfaatlerine öncelik vermektedir. Bu amaçla Banka, rezervleri ana paranın korunması başta olmak üzere, likidite ve getiri esaslarını da dikkate alarak yatırıma tabi tutmakta ve muhafazakâr bir yatırım stratejisi izlemektedir (TCMB, 2011).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’ndan alınan bilgiye göre; uluslararası standartta olan Merkez Bankası altın rezervleri, 1211 sayılı Kanun’da yer alan hüküm ve şartlar dahilinde, Banka Meclisi’nce düzenlenen yönetmelik çerçevesinde yönetilmektedir. Bu yönetmelik uyarınca, Merkez Bankası altın rezervlerine ilişkin doğrudan alım satım, vadesiz, vadeli altın depo ve altın “swap” işlemleri yapabilmektedir. Altın rezervlerimiz, günün koşullarına göre nemalandırılmak amacıyla, en fazla bir yıl olmak kaydıyla belirli bir dönem için önceden kararlaştırılan prim oranı üzerinden getiri elde etmek üzere, yönetmelikle belirlenen şartları taşıyan mali güvenilirliği en yüksek yurtdışı bankalar ve kuruluşlar nezdinde yatırıma tabi tutulmaktadır. Uluslararası standarda sahip olan Merkez Bankası altın rezervleri, rezerv yönetim politikası ve uluslararası bankacılık teamüllerine bağlı kalınarak yönetilmektedir (TCMB, 2005).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, rezerv yönetimine ilişkin olarak yurt içi ve yurt dışı piyasalarda vadeli ya da vadesiz döviz, menkul kıymet, türev ürün, altın alım satımı ve borç verme işlemlerini de içeren bankacılık faaliyetlerinde bulunabilmektedir. Rezerv yönetim politika ve uygulamalarına ilişkin genel çerçeve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’ nın en yüksek karar organı olan Banka Meclisi tarafından belirlenmektedir. Banka Meclisi, uygulamaya dönük kararların alınması konusunda Yönetim Komitesi ile Döviz Risk ve Yatırım Komitesini yetkilendirmiştir. Bu yetki ile her yıl, rezerv yönetiminde referans alınan “stratejik model portföy” ve “yatırım stratejisi” oluşturulmaktadır. Stratejik model portföy, o yıla ait yatırım stratejisi ve risk politikasını yansıtmaktadır. Bu portföy çerçevesinde döviz rezerv yönetimi, Döviz Risk ve Yatırım Komitesinin yetki ve sorumluluğundadır. Kurumsal karar alma sürecinin son aşaması olan rezerv yönetimi uygulamaları, görevler ayrılığı ilkesine göre oluşturulan bir organizasyon yapısı içinde gerçekleştirilmektedir. Buna göre, rezerv yönetim faaliyetleri Piyasalar Genel Müdürlüğü bünyesinde Döviz İşlemleri Müdürlüğü tarafından yürütülmektedir (TCMB, 2007).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın rezerv yönetim faaliyetleri sırasında maruz kaldığı temel finansal riskler piyasa, kredi ve likidite riskleridir. Ayrıca, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası rezerv yönetim faaliyetleri nedeniyle çeşitli operasyonel risklere de maruz kalmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, hesap verme sorumluluğu ve şeffaflık ilkeleri gereğince diğer faaliyetlerinde olduğu gibi rezerv yönetimi faaliyetleri ile ilgili olarak da giderek daha fazla bilgiyi kamuoyu ile paylaşmaktadır. Rezerv yönetim

sürecine ilişkin hesap verme sorumluluğunun sağlanması için muhasebe kayıtları uluslararası standartlara göre tutulmakta ve uluslararası standartlara göre denetim yapan bağımsız bir denetim şirketince her yıl düzenli olarak denetlenmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın rezerv yönetimine ilişkin her türlü faaliyeti Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın denetim organları aracılığıyla düzenli olarak denetlenmekte, söz konusu faaliyetlerin ve ilgili risklerin etkin kontrolü gelişmiş bilişim sistemleri ve düzenli raporlama ile gerçekleştirilmektedir.

Ayrıca, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası rezerv yönetim ilkeleri ve uygulamaları ile rezerv yönetim sürecinde karşılaşılan risklerin tespit edilip, sınırlandırılması ve yönetilmesi konularında yapmış olduğu çalışmaları basın duyuruları aracılığıyla kamuoyunun bilgisine sunmakta ve aynı zamanda Genel Ağ sitesinde yayımlamaktadır (TCMB, 2011).

5.5. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Rezerv Yönetim Stratejisi

Genel olarak merkez bankaları, ülkenin milli serveti olarak değerlendirilen döviz rezervlerini yönetirken getiri kaygısından ziyade, likidite ve güvenli yatırım önceliklerini daha fazla gözetmeleri gerekmektedir. Ayrıca geçici ya da kalıcı aksaklıklar nedeniyle merkez bankaları, döviz rezervlerini istedikleri zaman kolaylıkla nakde çevirebilecekleri bir döviz rezerv yönetim stratejisi benimsemektedirler.

Bu doğrultuda merkez bankaları, döviz rezervlerini yönetirken rezervlerinin önemli bir kısmını sabit getirili ve iskontolu menkul kıymetlere yatırım yaparak değerlendirmektedirler. merkez bankalarının genel eğilimi; gelişmiş ülkeler tarafından ihraç edilmiş devlet tahvil/bonolarının ya da devlet garantisi içeren menkul kıymetlerin rezerv yönetiminde daha fazla tercih edilmesi yönündedir. Özellikle dış borç stokları yüksek seyreden ve aynı zamanda ulusal finans piyasalarında aktif olarak döviz müdahalelerinde bulunan gelişmekte olan ülke merkez bankaları, kur riskinden korunabilmek amacıyla bilânçolarındaki varlıklarını yükümlülükleri ile (müdahale ve dış borç projeksiyonu varsayımlarında bulunarak) uyumlandırma yöntemini tercih etmektedirler

Merkez bankaları, faiz, kur ve kredi risklerini kontrol ederek öncelikli olarak döviz rezervlerinin güvenliğini sağlamak, sonrasında ise piyasa beklentileri doğrultusunda uygulayacakları yatırım stratejileri ile rezervlerinin etkinliğini artırmak amacı gütmektedirler (Arslan, 2005).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, para ve kur politikalarına olan güveni sağlamak ve bu politikaları desteklemek, uluslararası piyasalara güven vermek, hükümetin yabancı para cinsi iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, kriz zamanlarındaki şokların ülke ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerini en aza indirebilmek gibi amaçlara yönelik olarak döviz rezervi tutar. Tutulan döviz rezerv miktarı; uygulanan döviz kuru rejimi, ülkenin yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin miktarı, yaşanabilecek dışsal şokların muhtemel büyüklüğü, ortaya çıkma olasılığı ve sıklığı ile ilişkilidir. Banka, döviz rezervlerinin yanında stratejik bir varlık olarak altın rezervi de bulundurur (TCMB, 2010a).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın rezerv yönetim stratejisi belirlenirken; uygulanan para politikası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası' nın yükümlülük yapısı, Hazine adına döviz cinsinden gerçekleştirilen borç ödemeleri, Hazine'nin borçlanma stratejileri ile iç ve dış ekonomik konjonktür gibi pek çok unsur dikkate alınmaktadır (TCMB, 2011).

“Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası rezerv yönetimi, SMP (Stratejik Model Portföyü)’ ye uygun olarak belirlenen hedefler ve limitler çerçevesinde; uluslararası piyasalarda yapılan spot ve vadeli döviz alım/satım işlemleri, yurt dışı efektif (yabancı ülke banknotları) alım/satımı ile yurt içi ve yurt dışı efektif sevkiyat işlemleri, döviz depo işlemleri, uluslararası menkul kıymet alım/satım işlemleri, geri alım vaadiyle satım işlemleri, geri satım vaadiyle alım işlemleri, menkul kıymet borç verme işlemleri ve riskten sakınmak amacıyla risk yönetimine yönelik olarak kullanılabilecek türev ürünlere dayalı işlemler ile gerçekleştirilir.” (TCMB, 2010a).

Sabit veya öngörülebilir kur rejimi uygulanan dönemlerde hedeflenen kur seviyesini savunmak amacıyla gerekli likiditeyi sağlamak rezerv yönetim stratejisinin en önemli amacını oluşturmaktaydı. Şubat 2001'den itibaren uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi altında ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Hazine'nin döviz cinsinden borç servisini gerçekleştirmek, iç ve dış şoklara karşı kırılganlığı azaltmak ve uluslararası piyasalarda ülke ekonomisine duyulan güveni artırmak amaçlarına yönelik olarak rezerv biriktirme politikası yürütmektedir (TCMB, 2007).

“Bir zamanlar anaparanın değerini korumaya ve maksimum likiditeyi sağlamaya yönelik kısa dönemli pasif yatırım stratejileri revaçta iken, şimdilerde birçok merkez bankası portföylerinin vadesini uzatmak ve performans kriterlerini geliştirmek için çok çeşitli enstrümanlar kullanmaktadırlar.”(Okay, 2010, s.97).

Diğer ülkelere bakıldığında dünya rezervlerinin son yıllarda önemli ölçüde artmasının yanı sıra bu yabancı rezervleri yönetme yolunda zaman içinde gelişmiştir ve yönetim çerçevesi ülkeler arasında önemli ölçüde değişebilir. İki büyük rezerv sahibi olan Çin ve Japonya'nın yönetim tarzları ve yönetim eğilimleri başkadır.

Japonya'da rezerv yönetimi kesinlikle bir politika aracı olarak kabul edilir ve Maliye Bakanlığı tarafından 'pasif' olarak yönetilir, diğer bir deyişle risk/getiri sınırlı hassasiyet ile ölçülür. Çin'de rezerv yönetimi ile ilgili çok az bilgi mevcuttur. Diğer Asya ekonomileri ise ilgili olarak, rezerv yönetimini en önemli kalkınma aracı olarak kullanmışlardır.

Hong Kong Para Otoritesi, tüm döviz rezervlerini merkez bankası çatısı altında tutmuştur, fakat fonları amaçlarına, risk profillerine ve araçların uygunluğuna göre farklı portföylere ayırmıştır. Güney Kore'de başlangıç değeri 20 milyar ABD doları yabancı rezerv varlığı, daha yüksek verim arama amacıyla 1 Temmuz 2005 tarihinde bağımsız bir birim olarak Kore Yatırım Şirketi (KIC) tarafından yönetilmeye başlanmıştır. Güney Kore Merkez Bankası acil bir durumda kendi varlıklarını geri çağırma seçeneğini, diğer bir deyişle fonların yönetimi KIC'ye emanet edilse bile hala uluslar arası rezerv niteliklerini korumaktadır. KIC, Singapur'un 1990 yılında kurulan yabancı rezervleri en hızlı büyüyen, Singapur Yatırım Şirketi (GIC) modeline kısmen benzer. Şu anda GIC yaklaşık 100 milyar ABD dolarını müdahale karşıtı amaçlar için yönetmektedir. Bu da ülkenin rezervinden serbest bırakılan kısımdır. Bu hamlenin temel amacı yüksek uzun vadeli getiri elde etmek ve gelecek nesiller için varlıkların değerini(bu nedenle fonlar bazen "gelecek nesil" veya "miras" fonları olarak adlandırılır) korumak içindir. Yatırım için kullanılan bu fonlar genellikle geleneksel rezerv yöneticileri tarafından kullanılanlardan önemli ölçüde farklıdır. Örneğin, hisse senetleri, şirket tahvilleri ve yatırım özel formları içerir.

5.6.Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Risk Yönetimi

Finans piyasalarındaki küreselleşmeyle beraber bütün gelişmelerin sonucunda tüm ticari kuruluşlar dünya ekonomilerindeki ve mali piyasalarındaki değişimlerden daha fazla etkilenir hale gelmişlerdir. Bu durum, merkez bankaları dahil tüm bankaları ve diğer kuruluşları, daha önceleri dolaylı bir risk yönetimi uygulamaları olmasına rağmen, riskleri daha sistematik bir biçimde yönetmeye yönelik yeni yöntemler geliştirmeye yöneltmiştir. Risk yönetiminde meydana gelen gelişmelere paralel olarak son yıllarda

çoğu merkez bankasının rezerv yönetimi uygulamaları da önemli ölçüde değişikliğe uğramıştır.

Merkez bankalarının rezerv yönetim işlemleri sırasında maruz kalabileceği başlıca riskler şu şekilde sıralanmaktadır (TCMB, 2007).

5.6.1. Piyasa Riski

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınan tanıma göre; uluslararası piyasalardaki kur, faiz ve diğer fiyat dalgalanmaları nedeniyle rezerv varlıklarının değerinin düşmesi veya ülkenin döviz yükümlülüklerinin değerinin artması riskidir. Piyasa riski, rezerv yönetimi açısından temel olarak kur ve faiz oranı riski olarak ortaya çıkmaktadır. Kur riski uluslararası döviz piyasalarında kurların dalgalanması sonucu oluşurken, faiz riski rezerv yönetiminde kullanılan varlıkların işlem gördüğü piyasalardaki faiz oranlarının dalgalanmasından kaynaklanmaktadır.

5.6.2. Kredi Riski

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınan tanıma göre; bankanın uluslararası döviz ve menkul kıymet piyasalarında işlem yaptığı kuruluşların işleminden doğan yükümlülüklerini yerine getirememeleri riskidir.

5.6.3. Likidite Riski

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınan tanıma göre; vadesi gelen yükümlülüklerin veya önceden tahmin edilemeyen döviz likiditesi ihtiyaçlarının zamanında veya kabul edilebilir bir maliyet ile karşılanamaması riskidir.

5.6.4. Operasyonel Risk

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınan tanıma göre; rezerv yönetimi sürecinde görev alan kişilerden, kullanılan bilişim sistemlerinden veya rezerv yönetim sürecinin kendisinden kaynaklanabileceği gibi rezerv yöneticilerinin kontrolünde olmayan dışsal bir olay sonucu da ortaya çıkabilir. Finansal risklere göre ölçülmesi daha zor olmasına karşın operasyonel riskin belirlenmesi ve yönetimi konusunda son yıllarda daha fazla çaba harcanmakta, bu alandaki çalımsalar hızla artmaktadır (TCMB, 2011).

5.7. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), bankaların Türk lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabileceği rezerv opsiyonu oranı ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek yabancı para (YP) veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise “Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK)” olarak tanımlanmıştır (Kara, Alper & Yörükoğlu, 2012).

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) yeni bir uygulama olduğundan aşamalı bir inşa stratejisi benimsenmiştir. İlk aşamada, Türk lirası zorunlu karşılıkların bir kısmının döviz olarak tesis edilebilmesine Eylül 2011’de, altın olarak tesis edilebilmesine Ekim 2011’de imkân verilmiştir. Söz konusu imkânlar, piyasa koşulları çerçevesinde kademeli olarak yükseltilmiş, son olarak döviz için 17 Ağustos 2012 tarihinde yüzde 60, altın için 31 Ağustos 2012 tarihinde yüzde 30 düzeyinde belirlenmiştir (TCMB, 2012).

Bu uygulamanın Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası açısından yararı başlıca iki noktada toplanır: Birincisi, bankaların getirdiği dövizlerin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nda toplanması sonucu para ikamesinin etkisi düşürülmüş olmaktadır. İkincisi ise, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bu yolla döviz rezervlerini artırmış olmaktadır (Eğilmez, 2012). Ancak net rezervleri değiştirmemektedir. Nitekim ROM’un kademeli olarak devreye girdiği 2011 yılının sonlarından itibaren brüt rezervlerin belirgin şekilde arttığı, net rezervlerin ise görece yatay seyrettiği gözlenmektedir. Ancak bu durum ROM’un faydasının sınırlı olduğu şeklinde yorumlanmamalıdır. Brüt rezervin özel sektör lehine artması rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak bir bütün olarak finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini artıran bir unsur olmaktadır.

‘Küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla bütün dilimlere ilişkin rezerv opsiyonu katsayıları “0,1” puan artırılmıştır.

5.8. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez bankasının bağımsızlığı konusuyla ilgili çeşitli tartışmalar vardır. 1980 yılından sonra enflasyonun sürekli olması ve ülkelerde bütçe açıklarının artması gibi

makro ekonomik istikrarsızlıklar merkez bankasının bağımsızlığı konusunu gündeme getirmiştir (Alkinoğlu, 2000).

Merkez bankası bağımsızlığı; merkez bankalarının görevlerini yerine getirme aşamasında ve bu görevleri yerine getirebilmek için sahip oldukları yetkileri kullanırken siyasi ve bürokratik etki altında kalmaksızın karar alabilmelerini ve bu aldıkları kararları uygulayabilmelerini ifade etmektedir (Afşar, 2006). Ancak merkez bankası bağımsızlığının nasıl tanımlanması gerektiği konusunda da bir uzlaşma yoktur. Ayrıca merkez bankası bağımsızlığı matematiksel bir formülle ifade edilmediği için her ülke özellikleri dikkate alınarak değerlendirilmelidir. Bu anlamda ülkenin gelişmişlik düzeyi, yönetim şekli, gelenekleri kısaca o ülkenin ekonomik, kültürel, politik, yasal ve kurumsal yapıları değişik unsurlara göre değişebilmektedir. Bu nedenle bağımsızlığın standart bir tanımı verilememektedir (Akyazı, 2008).

Merkez bankası bağımsızlığını ifade eden farklı bağımsızlık kavramları literatüre yerleşmiştir. Bunlardan bazıları yasal bağımsızlık, fiili bağımsızlık, finansal bağımsızlık, operasyonel bağımsızlık, kurumsal bağımsızlık, kişisel bağımsızlık, politik bağımsızlık, amaç bağımsızlığı, araç bağımsızlığı, hedef bağımsızlığı ve mülkiyet bağımsızlığıdır.

Politik bağımsızlık ile amaç bağımsızlığı aynı anlama gelip merkez bankasının politika amaçlarını hükümetten bağımsız olarak belirlenmesidir. Ekonomik ve araç bağımsızlığı ise merkez bankasının para politikası araçlarını serbestçe kullanmasıdır. Burada araç bağımsızlığı merkez bankası bağımsızlığı açısından daha önemlidir (Akyazı, 2008). Amaç bağımsızlığını hedef koyma olarak düşünürsek, araç bağımsızlığını da hedefe varmak için uygulanacak yöntemin ve uygulamaların seçimindeki özgürlük olarak algılasak, bağımsız bir merkez bankasından bahsedebilmek için bu kurumun araç bağımsızlığına sahip olması gerekmektedir (Cesur, 2011).

Yasal bağımsızlık; bankanın görev ve sorumluluklarının bir kanun ile belirlenmesi ve siyasi otoritenin ekonomi yönetimiyle ilgili bankaya baskı yapma veya etkilemelerinin önlenmesidir (Barışık, 2004).

Fiili bağımsızlık; merkez bankasına verilen yasal bağımsızlığın ne oranda kullanıldığıdır. Yasal bağımsızlık ile fiili bağımsızlık arasındaki farklılıklar gelişmekte olan ülkelerde bağımsızlık ölçütlerinin de farklılaşmasına neden olmaktadır. Kanunlar ve merkez bankaları arasındaki yetki sınırlarının tam belirlenmemesi ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulama ile kanun metni arasındaki sapmalar fiili bağımsızlığı azaltmaktadır.

Fonksiyonel bağımsızlık; bankanın para politikası oluştururken siyasi otoriteye bağımlılık oranıdır.

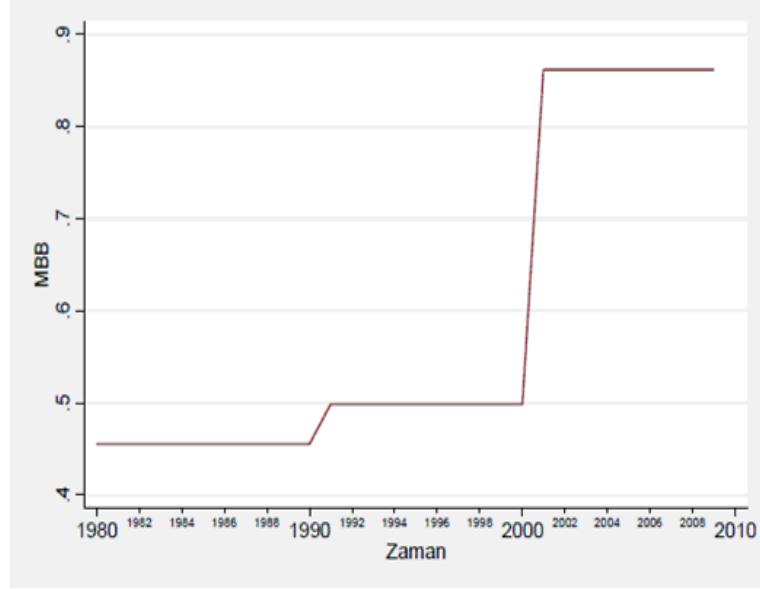
Finansal bağımsızlık; merkez bankalarının sahip olduğu varlıklarını biriktirmeleri ve bunların dağılımıyla ilgili kararlarda bağımsız hareket etmeleridir.

Mülkiyet bağımsızlığı; merkez bankasının sermayesinin ne oranda devlete ait olup-olmadığıdır (Barışık, 2004).

Merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili çeşitli ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalar enflasyon ile merkez bankası bağımsızlığı arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Yani merkez bankası bağımsızlığı arttıkça ekonomide enflasyon oranı azalmaktadır. Diğer bir çalışma da merkez bankası bağımsızlığı arttıkça ekonomik büyümenin de artması ile ilgilidir. Ayrıca bütçe açıklarının kapatılmasında da merkez bankası bağımsızlığı önemlidir (Alkinoğlu, 2000).

Merkez bankasının bağımsızlığını etkileyen unsurlar; yasal bağımsızlık, görev süresi, yöneticilerin kişiliği, toplumsal destek, ekonomik koşullardır.

Merkez bankası bağımsızlığına Türkiye açısından baktığımızda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın yasal düzenlemelerle daha da bağımsız olmaya başlamıştır. Çünkü merkez bankası bağımsızlığı gündeme gelmesiyle birlikte birçok ülke kanuni değişiklik yapmıştır. Bununla birlikte teorik çalışmalar da yapılmıştır. Mesela Cukierman-Webb-Neyapti'ni yapmış olduğu çalışma en geniş olanıdır. Bu çalışmada 21 gelişmiş, 51 gelişmekte olan ülke için 1950–1989 yılları için bir çalışma yapılmıştır ve Türkiye 72 ülke içinde yasal bağımsızlık sıralamasında dokuzuncu, gelişmekte olan ülkeler arasında beşinci olmuştur. Ancak merkez bankası başkanının görevde kalma süresi açısından 51 ülke içinde 42. sıradır. Fiili bağımsızlık açısından ise 51 ülke içerisinde otuzuncu sıradadır. Yapılan bu çalışmada fiili bağımsızlık ve merkez bankası başkanının görevde kalma süresi enflasyonla doğru orantılıdır. Yasal bağımsızlık ile enflasyon arasında ters orantı vardır (Barışık, 2004).

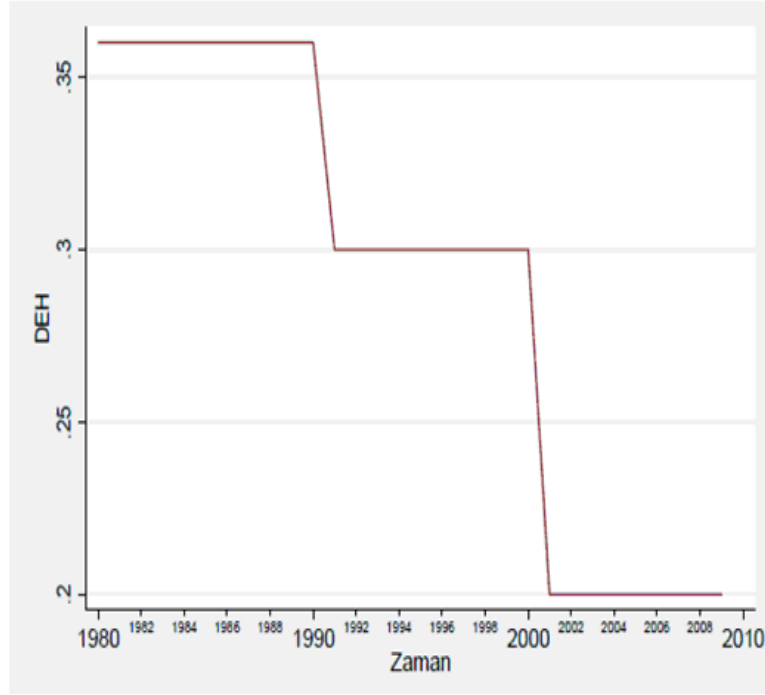


Şekil 13. TCMB'nin yasal bağımsızlık düzeyi (1980- 2009)

Kaynak: Demirgil, 2011

Merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili yapılan ölçütlerden biriside merkez bankası başkanlarının değişim sıklığıdır. Merkez bankası başkanlarının değişim hızının (DEH) artması merkez bankasının bağımsızlığının azaldığını göstermektedir. Devir hızının yüksek olması, merkez bankası başkanının görevde kalma süresi hükümetin görevde kalma süresinden kısa olduğunu gösterir.

Türkiye açısından grafik 14 ve 15'e baktığımızda Merkez Bankası Başkanı değişim hızını ve buna bağlı olarak Merkez Bankası Bağımsızlığını göstermektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bağımsızlığı ile ilgili tahmini DEH oranı 0,36 ve 0,2'dir. 1980 ve 1990 yılları arasında DEH oranı kritik değerler olsa da 2000 yılından sonra Merkez Bankası başkanlarının görev süresi istikrarlı olmuştur (Demirgil, 2011).



Şekil 14. TCMB başkanlarının değişim sıklığı (1980- 2009)

Kaynak: Demirgil, 2011

Sonuç olarak; merkez bankası bağımsız olursa ülkenin güvenirliliği, uluslar arası ilişkileri, enflasyonu ve bütçe açığı bundan etkilenir (Afşar, 2006). Merkez bankası bağımsızlığı denildiğinde, hükümetten ayrı değil hükümet içinde bir bağımsızlık anlaşılmalıdır. Bağımsızlık, hükümetle merkez bankasının diyalog ve uyum halinde çalışmasını ifade etmektedir. Böyle bir diyalog ve uyum ortamı fiyat istikrarının sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Ortalama olarak, merkez bankasının bağımsızlığını sağlamış ülkeler düşük ve istikrarlı enflasyon oranını düşük bir maliyetle sağlayabilmektedirler.

Merkez bankası bağımsızlığını ifade eden çok sayıda bağımsızlık kavramı vardır. Önemli olan husus, merkez bankasının hem yasal hem de fiili olarak bağımsız olmasıdır. Ancak bu da tam bağımsız merkez bankası için yeterli değildir. Bunlara ilave olarak, merkez bankası bağımsızlığının toplumun tüm kesimince benimsenmesi ve önemsenmesi gerekir. Bu konuda gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkelere göre önemli bir mesafe almıştır. Tartışmalar bize, merkez bankası bağımsızlığının başta siyasiler olmak üzere, toplumun önemli bir kesimince tam anlamıyla önemsenmediğini açıkça göstermiştir. Böyle bir durumda, tam bağımsız bir merkez bankası söylemi ne anlamlı, ne de gerçekçi olur (Akyazı, 2011)

BÖLÜM VI

SONUÇ VE ÖNERİLER

6.1. Sonuç ve Öneriler

Yapılan çalışmalar, özellikle 2000’li yıllardan sonra olmak üzere, ülkelerin döviz rezervlerini arttırmakta olduğunu göstermektedir. Ancak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervlerini arttırmalarında farklı nedenler bulunmaktadır ve bunun için ülkelerin merkez bankalarının rezerv bulundurma stratejilerini ayrı ayrı incelemek gerekir.

Merkez bankalarının tutacağı rezervlerin sosyal faydası olduğu kadar sosyal maliyeti ve riski de söz konusu olduğu için, “optimum rezerv miktarı” şeklinde bir kavram ön plana çıkmaktadır. Bu miktarın belirlenmesinde “kısa vadeli borç ödemeleri” ya da “üç aylık ithalatın karşılanması” gibi göstergeler önemli olmaktadır ve bu göstergelerden hangisi seçilmiş ise, göstergenin rezervlere oranının “1” olması veya geçmesi ideal olarak değerlendirilmektedir.

Ülkelerin niçin rezerv bulundurdıkları ve bulundurmamak zorunda oldukları iktisat literatüründe çok tartışılmış bir konudur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının rezerv tutma faaliyetleri arasında yer alan döviz rezervleri, 2005 yılına kadar hızlanan bir artış göstermiştir. Merkez bankaları Ocak 1995 tarihinde toplamda 1,2 trilyon dolar döviz rezervi tutuyorken, Eylül 2005 tarihinde bu rakama 4 trilyon ABD dolarına yükselmiştir. Doğu Asya ülkelerinin payı bu dönem içinde yüzde 45’ten yüzde 67’ye yükselmiştir. Aynı şekilde, en fazla rezerv tutan ilk on ülkenin sekiz tanesi (Çin Halk Cumhuriyeti, Japonya, Hindistan, G. Kore, Hong Kong, Singapur, Malezya ve Tayvan) Asya ülkesidir. Latin Amerika ülkeleri ise aynı dönemde yüzde 8’lik paydan yüzde 5’e gerilemiştir.

Asya ülkelerinin dışında, petrol ihraç eden ülkeler de, petrol fiyatlarındaki artışlara paralel olarak, rezervlerini arttırmış bulunmaktadırlar. Özellikle 1990’lı yıllardaki petrol fiyatı artışlarının 2000’li yıllarda devam ediyor olması sonucu 1995-2005 döneminde Cezayir, Libya, Mısır, Fas, Nijerya ve Güney Afrika Cumhuriyeti yüksek rezerve sahip ülkelerken, Orta Doğu’nun petrol ihraç eden ülkelerinin rezervleri de üç kat kadar artış göstermiştir. Bununla birlikte, petrol ihraç eden bazı ülkelerin rezervlerini IMF’e bildirmediikleri ve başkaca fonlarda tuttukları da bilinmektedir. Özellikle IMF’e bildirilmeyen rezervlerin büyüklüğünü takip etmede kullanılabilecek

bir yöntem, bu rezervlerin aktarıldığı fonların satın alacağı menkul değerleri takip etmek olabilir. Bu konuda en fazla talep, ABD Hazine Bonolarına yöneliktir. Yine de ABD ya da Londra gibi büyük merkezler dışında yapılacak alımlarda daha düşük fiyatlara almak mümkündür, ayrıca, yeni finans merkezlerinin ortaya çıkmaya başladığı bölgesel menkul değer alımları da önem kazanmaya başlamıştır. Nihayet, özel sermaye fonları ve “hedge fon” gibi fonlarda görülen artışlar, dünya çapında işlem yapılmasına olanak veriyor olmakla birlikte bu fonların yatırımcı tabanı hakkında serbest bilgi verme zorunluluğu bulunmamaktadır.

Bir diğer önemli petrol ihracatçısı Rusya Federasyonu, 1998 yılındaki devalüasyonun ardından, 2004 yılında Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla'sının yüzde 10'u kadar cari fazla verdi ve rezervleri artmaya devam etti.

Petrol fiyatlarının istikrarlı olmayıp zaman zaman dalgalanmalar gösteriyor olması; petrol üretimine bağlı ülkelerin, ekonomik istikrarı koruyabilmeleri açısından rezerv bulundurmalarını gerekli kılmaktadır. Petrol üreticisi ülkelerin izlediği politika, gerçekçi olarak, petrol fiyatları yüksekken finansal yatırımlar yapmak, petrol fiyatları düşüncü de bu yatırımları kullanmaktır. Ayrıca bu ülkeler, gelecek nesillere de refah aktarımı yapabilmek için de rezerv bulundurabilmektedir. Böylece; birbirlerine yakın amaçlı “istikrar fonu” ve “miras fonu” oluşturmaktadırlar. İstikrar fonu bu günkü istikrarı sağlayabilmek, miras fonu da gelecek nesilleri düşünmek amacı ile oluşturulmaktadır. Özellikle Rusya Federasyonu ve Norveç bu iki fonu da oluşturan ülkeler olarak bilinmektedirler. Bunlardan yeni bir finansal inovasyon olan “miras fonu”, yine merkez bankalarında tutulan ve benzer amaçla, daha yüksek uzun vadeli getiri sağlayarak gelecek nesiller için rezervlerin değerini korumayı amaçlamaktadır. Bu fonlar, yerli finans merkezlerini de teşvik edebilir ve kriz anında yerli para biriminin değerini savunmakta kullanılabilir.

Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, başka nedenlerden dolayı da uluslar arası rezerv bulundurabilmektedir: 1) Uluslar arası rezervler “uçucu sermaye akımları” ile başa çıkmak için tutulmaktadır. Bu durumda, belirsizlik arttıkça, rezervlerin de artması gerekmektedir. 2) Finansal küreselleşme gibi uluslar arası gelişmeler, yüksek petrol fiyatlarından elde edilen gelir gibi ülkeye özgü faktörler rezerv birikimine katkıda bulunabilir. Yine de bu iki faktör rezerv birikimini açıklamakta yetersiz kalabilir: Para serbestçe dalgalanabiliyorsa döviz rezervlerinin sürekli birikimi gereksiz ve potansiyel olarak maliyetlidir. Döviz rezervlerinin birikimi çok hızlı olursa ve rezerv stoku yüksek ise, döviz kurları yönetimine neden olabileceği konusunda güçlü işaretler bulunabilir.

Örneğin ülkeler ihracata dayalı büyüme stratejileri izliyorlarsa ve bunun bir sonucu olarak kurlarını değerli tutuyorlarsa yabancı rezerv bulundurmak gerekli olacaktır. Dolayısı ile merkez bankalarının uluslar arası rezerv biriktirmede, para piyasalarında oluşması olası karışıklıklara/istikrarsızlıklara karşı önlem alma amaçları ön planda yer alır. Örneğin, gelişmekte olan ülkelerin sıkça karşılaştığı ödemeler dengesi açıkları, uluslar arası rezervlerden yararlanılarak kapatılabilir. Ani özel sermaye akımları, ülkenin döviz kuru istikrarını bozarak para piyasalarında istikrarsızlığa yol açabilir. Özel sermaye çıkışları sırasında merkez bankası uluslar arası rezervleri satar ve yerli varlıkları satın alır. Veya, yerli para cinsinden varlıklar satın alınmaya başladığında yerli para satarak yabancı rezerv biriktirmeye başlar. Dolayısı ile yabancı finansal yatırımcıların ani çıkışlarını önleyebilmek için ve taleplerini karşılayabilmek için de merkez bankasının döviz rezervi bulundurması beklenir. Böyle durumlarda merkez bankasının döviz satması, döviz rezervlerini hızla azaltabilir. Kur istikrarının sağlanması amacıyla böyle durumlar için büyük miktarlarda döviz tutulmasının gereği böylece ortaya çıkar. Nihayet, IMF gibi uluslar arası kurumlara bağımlı olmamak için de döviz rezervi biriktirmek bir amaç olabilir. Bütün bu açıklamalar; gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişlerinin kendileri tarafından kontrol edilemeyen faktörlere bağlı olduğunu göstermektedir.

Görüldüğü gibi, rezerv bulundurmanın hem avantajları, hem de sosyal maliyetleri vardır. Avantajlar hanesine sermaye akımları sırasında döviz kuru ve yerli paradaki aşırı dalgalanmaların maliyetini azaltmak (likidite güvencesi sağlamak), finansal piyasalarda istikrarı korumak, uluslar arası piyasalardan borçlanma maliyeti azaltmak yazılabilir. Sosyal maliyet hanesinde ise, döviz rezervlerinin yabancılara olan borçlara karşı tutulması ve riskler yer almaktadır. Genel bir kural olarak, rezervlerin optimum seviyesine ulaşıldıkça, rezerv biriktirmeyi yavaşlatmak gerekmektedir. Ancak, optimum seviyenin ne olduğunun tanımı net değildir. Yine de en yaygın gösterge “yabancı varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklı dış borca oranı” olarak kabul edilmektedir. Kısa vadeli bir yıl olarak kabul edilmektedir. Bu rezerve “ihtiyat amaçlı rezerv” denir. Bunun dışında kullanılan rezerv yeterlilik göstergeleri şunlardır:

- a) Ay olarak ölçülen ve tüm sermaye hareketlerinin durması halinde ithalatı 3–4 ay karşılayacak kadar rezervi olması;
- b) Yerli para biriminden yurt içi kaynaklı sermaye kaçış potansiyelini yansıtan rezervlerin geniş paraya oranı. Oranın sıfıra yakın olması, geniş paranın rezervleri aştığını gösterir.

c) IMF tarafından 2011 yılında belirlenen ve yükümlülüklerden bir yıl için oluşturulan, bir yıla kadar ödenecek dış borçların yüzde 30, diğer portföy yükümlülüklerinin yüzde 10, mal ve hizmet ihracatının yüzde 5, geniş para arzının yüzde 5 oranlarında ağırlıklandırıldığı ve bu toplamın brüt döviz rezervine bölünmesi ile elde edilen “rezerv yeterlilik göstergesi”. IMF, yeterlilik göstergesi olarak bu oranın yüzde 100- 150 arasında olmasını öngörmektedir.

d) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından belirlenmiş rezerv yeterlilik göstergesi ise “rezerv yeterlilik oranı” olup altın dahil brüt rezervler ve muhabir bankalardaki varlıkların toplamının bir yıla kadar ödenecek dış borçlara bölünmesi ile elde edilen orandır.

Türkiye ekonomisi de, gelişmekte olan bir ülke ekonomisi olarak, yukarıda açıklanan nedenlerden dolayı uluslar arası rezerv biriktirmeyi gerekli hale getirmektedir. Türkiye’nin özellikle Doğu Asya ülkelerinden ayırıcı özelliklerinden bir tanesi, son 15 yıldır iç tasarruf oranlarının geriliyor olmasıdır. Bu dönemde iç tasarruflardaki gerileme 8 puan kadardır. Türkiye’nin kalkınma çabaları ile ters orantılı olan bu durum, Türkiye’yi, yabancı finansal sermaye akımlarına adeta bağımlı bir hale getirmiştir. Bu durum, yerli paranın değer kazanması ile ithalatı cazip hale getirmiş ve sonuçta, ödemeler dengesi açıkları süreklilik kazanmıştır. Nihayet, kısa, orta ve uzun vadeli dış borç yükü olan bir ülke olarak Türkiye, ayrıca da uluslar arası rezerv bulundurmak zorunda kalmıştır. Son 15 yıl boyunca cari açığın gayri safi yurt içi hâsılaya oranı yüzde 5–7 seviyesinde seyretmiştir. Petrol fiyatlarının yükseldiği dönemlerde bu oran da artış göstermiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının 2002 yılında bağımsız olması ve daha sonra kademeli ve önce örtülü, daha sonra açık olarak enflasyon hedeflemesi politikasına geçmesi nedeni ile, uluslar arası döviz bulundurma politikalarında da bağımsız davranabilmiştir. Çalışmamız sırasında, uluslar arası rezervlerle gayri safi yurt içi hâsılaya oranı olarak dış borç yükü ve ithalatı karşılayabilme gibi çeşitli göstergeler karşılaştırılmış ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın rezerv strateji ve politikası tartışılmıştır. Ayrıca; rezervlerin sosyal maliyeti üzerine geliştirilen göstergeler de göz önüne alınarak; rezervlerin sosyal maliyetinin gayri safi milli hâsılaya oranı, kaybın yüzde 1, yüzde 3 ve yüzde 5 olacağı varsayımları ile hesaplanmıştır.

Çalışmamızın doğrudan sonucu olmamakla birlikte, rezerv bulundurmanın sosyal maliyet ve riskleri göz önüne alındığında, “optimum” rezerv miktarının düşürülmesi ve bunun yerine yurt içi tasarrufların teşvik edilmesi ve dış borç yükünün “yönetilebilir” bir büyüklüğe indirilmesi gerektiği ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

- Adıyaman, T. A. (2006). Dış borçlarımız ve dış etkileri. *Sayıştay Dergisi*. Sayı.62.ss.20–21.
- Afşar, B. (2006). Merkez bankası bağımsızlığı. Konya Ticaret Odası Etüd-Araştırma Merkezi. http://www.kto.org.tr/d/file/merkezbankasi_rapor.pdf (Erişim Tarihi:11.02.1015).
- Ağcaer, A. (2003). Dalgalı kur rejimi altında merkez bankası müdahalelerinin etkinliği: Türkiye üzerine bir çalışma. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/12e8e1f2-c2a8-44e0-b82c-9e49a8b6ba91/arzuagcaer.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=12e8e1f2-c2a8-44e0-b82c-9e49a8b6ba91>. (Erişim Tarihi:12.02.2015).
- Akyazı, H. (2008). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) önemsenmeyen bağımsızlığı. *İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. cilt:22 sayı:2. ss.82-83
- Akyüz, M. D. (2015). Döviz rezervleri birikimi. *Yayınlanmamış doktora tez izleme raporu*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim dalı, ss.19.
- Alkinoğlu, L. (2000). Parasal istikrarı sağlamada merkez bankası bağımsızlığı. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. s.1 cilt.5, ss:75–86.
- Arslan, V. (2005). Teminat karşılığı menkul kıymet borç işlemlerinden repo'nun merkez bankaları döviz rezerv yönetimindeki yeri. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Ankara. ss.6–9.
- Artukoğlu, O. S. (2005). Yurtdışı işçi tasarruflarının Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, banka sistemi ve Türkiye ekonomisi üzerine etkiler. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İşçi Dövizleri Genel Müdürlüğü,Ankara.
- Aydoğuş İ. & Öztürkler H. (2006). Merkez bankası döviz rezervlerinin sosyal maliyeti. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* sayı:1. ss.144–147–152.

- Aykın, H. (2001). Fiyat istikrarı için önerilen alternatif bir kurum: para kurulu. http://212.174.133.188/calismalar/maliye_dergisi/yayinlar/md/136/HasanAYKIN.pdf (Erişim Tarihi:15.02.2015).
- Balaylar, A. N. (2011). Türkiye’de döviz piyasası müdahalelerinin sterilizasyon maliyeti. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, cilt:13,sayı:3.ss.19–38. <http://www.sbe.deu.edu.tr/dergi/cilt13.say%C4%B13/07%20BALAYLAR.pdf> (Erişim Tarihi:15.02.2015).
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu(BDDK)(2012). Finansal Piyasalar Kurulu. sayı:25.http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/10956fpr_mart_2012.pdf (Erişim Tarihi:15.02.2013).
- Barışık, S. (2004). Merkez bankası bağımsızlığı, makro ekonomik etkileri ve 2001 tarihli Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kanunun yansımaları. *Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. cilt:59,sayı:3, ss.1–20
- Bernanke, B. S. (2005). The global saving glut and The U.S. current account deficit. *Homer Jones Lecture*. St. Louis: Missouri.
- Cesur, F(2011). Neden bağımsız bir merkez bankası. Trakya Üniversitesi 11. Ulusal Kurumsal Yönetim, Etik ve Sosyal Sorumluluk Konferansı.
- Çayırılı, Ö. (2010). Rezerv portföy yönetiminde ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yeri: risk ve getiri açısından bir inceleme. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara.
- Dağdeviren, Ş. (2006). Rezerv politikası üzerine Türkiye’de kriz sonrası dönemde rezerv hareketleri ve kısa bir “güvence” değerlendirmesi. Oyak Bank. https://www.tbb.org.tr/Content/.../RezervAnalizi_TBB_Sunum_Mar06.pp... (Erişim Tarihi:15.02.2015).
- Demir, B. (2010). Gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının toplam ve sistematik risklerinin değerlendirilmesi. Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Adana.
- Demirgil, H. (2011). Merkez bankası bağımsızlığı ve makro ekonomik performans: TCMB örneği. *Sosyo Ekonomi*. 2011–2. s. 113–133
- Didin S. & Poyraz E. (2008). Altın fiyatlarındaki değişimin döviz kuru, döviz rezervi ve petrol fiyatlarından etkilenme derecelerinin çoklu faktör modeli ile

- değerlendirilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c.13, s.2, ss.4
- Eğilmez, M. (2012). Karşılıklar politikası ve rezerv opsiyon katsayısı. Kendime yazılar, Kasım. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/Karsliklar-politikas-ve-rezerv-opsiyon.htm?m=1> (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- Eğilmez, M. (2013). Dış borçlarımız ve yorum farkları. Kendime yazılar, Mayıs. <http://www.mahfiegilmez.com/2013/05/ds-borclarmz-ve-yorum-farklar.html> (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- Ertem, O. (2011). Küresel finansal dalgalanmaları gelişmekte olan ülke döviz rezervleri ve kurları üzerine etkisi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara.
- Göç Araştırma Programı(2009). Türkiye'nin yurtdışına yönelen göç hareketleri. Üzerinebrifing, no:2 <http://mirekoc.ku.edu.tr/sites/mirekoc.ku.edu.tr/files/Policy%20Brief%20%20T.R.pdf> (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- Gürses, U. (2006). Krizler ve döviz rezervleri <http://www.radikal.com.tr/Radikal.aspx?aType=RadikalYazar&ArticleID=771643&Yazar=UGUR-GURSES&CategoryID=101>(Erişim Tarihi:10.02.2013).
- Gürses, S. (2006). Merkez bankası rezervleri ne işe yarar? <http://haber.gazetevatan.com/0/71502/4/Haber> (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- Hazine Müsteşarlığı Borç Göstergeleri(2012) <http://www.hazine.gov.tr> (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- IMF (2015). FOREC. <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf> (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- Kalkınma Bakanlığı(2013). Ekonomik gelişmeler http://www.kalkinma.gov.tr/DocObjects/View/15100/eko_gel_Haziran_2013_-_Kopya.pdf . (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- Kara, H., Alper K. & Köroğlu M. (2012). Rezerv opsiyon mekanizması. *Ekonomi notları*. <http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2012/tr/EN1228.pdf> (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- Karagöz, K.(2006). Türkiye'de dış borçlanmanın nedenleri ekonometrik bir değerlendirme. *Sayıştay Dergisi*, Sayı:66-67, ss:99-110.

- Kılıç, M. E., Koçyiğit A. & Doğan Ç(2012). Merkez bankası uluslararası rezervleri ve reel döviz kuru ilişkisi: Türkiye için var analizi.
<http://iys.inonu.edu.tr/webpanel/dosyalar/1427/file/cetindogan.pdf>
 (Erişim Tarihi:10.03.2014).
- Kır, Ö. S. (2008). Türkiye’de Dış Borç Sorunu. *Tezsiz Yüksek Lisans Dönem Projesi*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Köroğlu, E. (2004). Merkez bankasına alternatif bir yaklaşım olarak para kurulu sistemi, dünyadaki uygulamaları ve Türkiye’de uygulanabilirliği. *Yüksek Lisans Tezi*.
<http://eprints.sdu.edu.tr/173/1/TS00339.pdf> (Erişim Tarihi:10.03.2015).
- Mahlebiciler, Ö. (2006). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın rezerv yönetim politikaları ve kredi mektuplu döviz tevdiat hesaplarının analizi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara.
- OECD (2015). <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm>:
 (Erişim Tarihi: 08.06.15).
- Okay, E. (2002). Bankacılıkta risk yönetiminin gelişimi ve önemi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi*, c. 1, s. 2, ss:95–122. (Erişim Tarihi:17.05.2010).
<http://www.iticu.edu.tr/kutuphane/dergi/d2/M00027.pdf>
- Özyörük, E. (2005). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nda altın ve yabancı para değerlemesi ve oluşan kur farklarının muhasebeleştirilmesi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara.
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/evsenozyoruk.pdf> (Erişim Tarihi: 10.03.2015).
- Sağlam, E. (2006). Döviz rezervi biriktirmenin maliyeti yüksek.
<http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=3963753&tarih=2006-02-21>
 (Erişim Tarihi:22.03.2013).
- Sarı, M. (2004). Dış borç yönetimi ve Türkiye uygulamaları. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr>. (Erişim Tarihi: 10.03.2015).
- Sarıtaş, H. (2001). İşçi dövizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bilançosuna etkisi. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, c.3, s.1, ss.163-182
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat* (15. Basım). Güzem Can Yayınları: İstanbul.
- Şahbaz, A. (2011). Merkez bankası rezerv tutmalı mı? *Stratejik Düşünce Enstitüsü*
<http://sde.org.tr/tr/haberler/1557/merkez-bankasi-rezerv-tutmali-mi.aspx> (Erişim Tarihi: 10.03.2015).

- Şeker, M. (2006). Dış borçlanmaya teorik bir bakış ve dış borçların ekonomik etkileri. *Sosyo Ekonomi. c.3,s.3*, ss.81–82
<http://www.sosyoekonomi.hacettepe.edu.tr/060104.pdf> (Erişim Tarihi: 10.03.2015).
- Şenol, C. (2013). Dış ödemeler dengesi. *Gümrük Dünyası Dergisi. sayı.43*.
<http://www.gumrukkontrolor.org.tr/Yayinlar/GumrukDunyasiDergisi.html>
(Erişim Tarihi: 10.03.2015).
- Şimşek, T. (2012). Finansal krizlerin öngörüsünde uluslararası rezervlerin kısa dönem dış borçlara oranının etkisi. *Yüksek Lisans Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Ana Bilim Dalı: Adana*.
- Talaslı, İ. A. (2012). Türkiye’de bankacılık sisteme zorunlu karşılık yönetimi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara*.
- TCMB (2005). Türkiye Merkez Bankasının döviz rezerv yönetimi. ss.12-17.
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/rezyon0805.php> (Erişim tarihi:17.05.2010).
- TCMB (2007). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bülteni. sayı:8, ss.2-3
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Bulten_Turkce8.php.
(Erişim Tarihi:17.05.2010).
- TCMB (2008). Dünden bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/dundenbugune_TCMB.pdf: (Erişim Tarihi:17.05.2010).
- TCMB (2010a). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Stratejik Plan 2011–2015. Ankara.
- TCMB (2010b). Sıkça sorulan sorular. (Erişim Tarihi:14.05.2010).
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php>
- TCMB (2010c). Tarihçe. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tarihce.html> (Erişim Tarihi: 15.02.2015).
- TCMB (2011). *Merkez bankalarında rezerv ve risk yönetimi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 24.02.2015).
- TCMB (2012). *2013 yılı para ve kur politikası*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara.http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2012/Baskan_ParaPol13.pdf.
(Erişim Tarihi: 10.03.2015).
- TCMB (2013). *2014 yılı para ve kur politikası*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara.

- http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/987e6470-24a6-4cbc-a6c8-dc5641960c1c/Baskan_ParaPol14.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=987e6470-24a6-4cbc-a6c8-dc5641960c1c (Erişim Tarihi: 10.03.2015).
- TCMB (2014). Özel sektörün yurtdışından sağladığı kredi borcu istatistikleri tanım ve açıklamaları. *İstatistik Genel Müdürlüğü ve Ödemeler Genel Müdürlüğü*. (Erişim Tarihi: 10.03.2015). <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d3fd6f4b-6317-4c6b-9877-6088fc20bcf9/tanimlar.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=d3fd6f4b-6317-4c6b-9877-6088fc20bcf9>
- TCMB (2015a). Tanım ve Açıklamalar, Kısa vadeli dış borç istatistiklerine ilişkin yöntemsel açıklama. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/961f0e39-704b-4399-9395-2c17de2d56f0/kvmet.pdf?MOD=AJPERES> (Erişim Tarihi: 10.03.2015).
- TCMB (2015b). http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f4fe66a1-fbbc-4e9c-bd69-6b94c10a2959/ParaKur_2015Metin.pdf?MOD=AJPERES (Erişim Tarihi: 08.06.2015).
- TCMB (2015c), <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> (Erişim Tarihi: 24.02.2015).
- TÜİK (2015a). http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046 (Erişim Tarihi: 24.02.2015).
- TÜİK (2015b). <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=6219> (Erişim Tarihi: 24.02.2015).
- Törüner, Y. (2003). Merkez bankası rezerv yönetimi. <http://www.milliyet.com.tr/2003/07/31/yazar/toruner.html> (Erişim Tarihi: 24.02.2015).
- Turner, P. & Mohanty M. S. (2006). Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?.
- Uçak, S. (2006). Dış borçlar, gelişmekte olan ülke deneyimleri ve Türkiye. *Bilim, Eğitim Ve Düşünce Dergisi*, c. 6, s.4, ss.1.
- Yaman, B. (2003). Uluslararası rezervler, Türkiye için rezerv yeterliliği ve optimum rezerv seviyesi uygulaması. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Ankara.
- Yavuz, A. (2009). Başlangıcından bugüne Türkiye'nin borçlanma serüveni: durum ve beklentiler. *SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*. s. 20, ss:203–226.

Yeldan, E. (2005). Türkiye ekonomisi'nde dış açık sorunu ve yapısal nedenleri. *Çalışma ve toplum*. sayı.7, ss.45–49

İnternet Kaynakları

IMF, www.imf.org, (Erişim Tarihi:10.05. 2015).

TCMB, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 02 Mayıs 2015).

TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 24.02.2015).

TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 24.02.2015)

TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi> (Erişim Tarihi: 24.06.2014).

TCMB, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2011/Baskan_ParaPol12.pdf (Erişim Tarihi: 24.02.2015).

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı: Müjgan GÜRER

Doğum Tarihi: 02.01.1986

Doğum Yeri: Niğde

Uyruğu: T.C.

Medeni Hali: Bekâr

EĞİTİM DURUMU

2008–2015: Yüksek Lisans, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,
İktisat Anabilim Dalı, Adana.

2004–2008: Lisans Çukurova Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi,
İktisat Bölümü, Adana

2000–2003: Şehit Temel Cingöz Lisesi, Adana

YABANCI DİL BİLGİLERİ

İngilizce: Orta seviyede

İŞ DENEYİMİ
