

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

ULUSLARARASI REZERVLERİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER VE
REZERV BİRİKİMİNİN MALİYETLERİ

Eşref Mehmet GÖKSU

İstanbul, 2010

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

ULUSLARARASI REZERVLERİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER VE
REZERV BİRİKİMİNİN MALİYETLERİ

Eşref Mehmet GÖKSU
DANIŞMAN: Prof. Dr. Erişah ARICAN

İstanbul, 2010



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Uluslararası Rezervleri Belirleyen Faktörler ve Rezerv Birikiminin Maliyetleri

TEZ TÜRÜ : Doktora

TEZİ HAZIRLAYAN : Eşref Mehmet GÖKSU

ANABİLİM DALI : Bankacılık

SAVUNMA TARİHİ :11.10.2010

JÜRİ ÜYELERİ :

<u>GÖREVİ</u>	<u>ADI SOYADI</u>	<u>İmza</u>
Danışman	Prof.Dr.Erişah ARICAN	
Üye	Prof.Dr.Cemal İBİŞ	
Üye	Prof.Dr.Mehmet Emin ARAT	
Üye	Prof.Dr.Hasan SELÇUK	
Üye	Prof.Dr.Vildan SERİN	

ÖZET

Uluslararası rezerv birikimi son 10 yılda, özellikle gelişmekte olan ülkelerde önceki dönemlerle karşılaştırıldığında güçlü bir ivme kazanmıştır. Rezerv birikimi ülkelerin nüfusuyla, kişi başına düşen gayrisafi milli hasılayla, ülke parasının konvertibilitesiyle pozitif yönlü, marjinal ithalat eğilimiyle ve döviz kuru esnekliğiyle negatif yönlü bir ilişki sergilemektedir. Rezerv birikimleri, ekonomi literatüründe rezerv yeterliliği olarak kabul gören bazı kriterleri önemli ölçüde aşmıştır. Sahip olunan rezerv düzeyi ülke ekonomilerini karşı karşıya kalınan dışsal şoklardan korumakta, döviz kuruna karşı spekülasyon hareketleri önlemekte, ödemeler dengesi kaynaklı krizlerin ortaya çıkma ihtimalini ve ortaya çıktığı takdirde ülke ekonomileri açısından maliyeti düşürmektedir. Ancak ülke yerleşiklerinin uluslararası piyasalardan borçlanma maliyetleri ile rezerv getirileri arasındaki fark, ülke ekonomileri için ciddi bir maliyet oluşturmakta, rezerv biriktiren ülkelere rezerv para ihraç eden ülkelere bir kaynak transferine neden olmaktadır. Diğer taraftan ulusal ülke paralarının rezerv olarak biriktirilmesi, uluslararası para sistemi açısından çeşitli sakıncalar doğurmaktadır. Bu paraları ihraç eden ülkelerin uyguladıkları esnek para politikaları, bu paralar cinsinden rezerv varlık bulduran ülkelerin servetlerinin değerini tehdit etmektedir. Bu nedenle ulusal paralara daha az ihtiyaç duyulan bir uluslararası likidite sisteminin oluşturulması hem rezerv birikimi maliyetlerini azaltacak, hem de rezerv para ihraç eden ülkelerin para politikası uygulamalarının uluslararası sistem açısından doğuracağı sakıncaları ortadan kaldıracaktır.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Rezerv Birikimi, Rezerv Yeterliliği, Rezerv Para, Uluslararası Rezervlerin Kompozisyonu, Ülke Yatırım Fonları, Uluslararası Para Sistemi, Özel Çekme Hakları, Sermaye Akımları, Merkez Bankaları, Sterilizasyon, Panel Veri

ABSTRACT

The accumulation of international reserves has accelerated significantly in the last 10 years, especially in the developing countries, compared to the previous periods. Reserve accumulation has a positive relationship with the population, gross domestic product per capita, convertibility of the currency and has a negative relationship with marginal propensity to import and exchange rate flexibility of the countries. Reserve accumulations have been above some criteria which are widely accepted in the economic literature as reserve adequacy ratios. The reserves owned shield the country from external shocks, prevents the speculative attacks against the countries' currency, reduces the probability of balance of payments crisis and reduces the costs for economies in case of a crisis. However, the difference between the borrowing costs of residents from international markets and income earned from reserves constitutes a substantial cost for the economies and leads to an income transfer from the countries accumulating reserves to the countries issuing reserve money. On the other hand, accumulation of national currency denominated assets creates drawbacks for the international monetary system. The loose monetary policies implemented by the reserve currency issuing countries may threaten the value of the wealth of the countries which are accumulating reserves in those currencies. For that reason, the establishment of an international liquidity system that depends less on national currencies will both decrease the costs of reserve accumulation and eliminate the negative effects of the monetary policy implementations of reserve currency issuing countries on the international system.

Keywords: International Reserve Accumulation, Reserve Adequacy, Reserve Currency, Composition of International Reserves, Sovereign Wealth Funds, International Monetary System, Special Drawing Rights, Capital Flows, Central Banks, Sterilization, Panel Data

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

TABLO LİSTESİ	i
ŞEKİL LİSTESİ	iii
KISALTMALAR LİSTESİ	iv
GİRİŞ	1
1. ULUSLARARASI REZERVLERLE İLGİLİ TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE	4
1.1. Uluslararası Rezervlerle İlgili Teorik Çerçeve	4
1.1.1. Altın Standardı Döneminde Uluslar arası Rezervler	4
1.1.2. Keynesyen Yaklaşım	6
1.1.3. Parasalcı Yaklaşım.....	11
1.1.4. Dalgalı Kur Rejimlerinin Uygulandığı Bretton Woods Dönemi Sonrası Geliştirilen Teorik Yaklaşımlar ve Ampirik Çalışmalar.....	12
1.2. Uluslararası Rezerv Para Kavramı.....	22
1.3. Uluslararası Para Fonu'nun Uluslararası Rezerv ve Likidite Tanımları.....	23
1.4. Uluslararası Rezervin Bileşenleri	27
1.4.1. Döviz.....	27
1.4.2. Altın	30
1.4.3. IMF Rezerv Pozisyonu	34
1.4.4. Özel Çekme Hakları	35
2. ULUSLARARASI REZERV BİRİKİMLERİ VE ÜLKE UYGULAMALARI	39
2.1. Uluslararası Rezerv Seviyesindeki Değişim.....	39
2.2. Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu	47
2.3. Rezerv Birikiminde Ülke Uygulamaları.....	67
2.3.1. Çin'de Uluslararası Rezerv Birikimi	67
2.3.2. Kore'de Uluslararası Rezerv Birikimi	73
2.3.3. Rusya'da Uluslararası Rezerv Birikimi	80
2.3.4. Brezilya'da Uluslararası Rezerv Birikimi.....	87

2.3.5. Meksika’da Uluslararası Rezerv Birikimi.....	90
2.3.6. Kolombiya’da Uluslararası Rezerv Birikimi	96
2.4. Ülke Yatırım Fonları	99
2.5. Uluslararası Rezerv Sisteminden Kaynaklanan Problemler.....	105
2.6. Uluslararası Rezerv Sistemi İçin Tartışılan Alternatifler	113
2.7. Uluslararası Rezerv Sisteminden Kaynaklanan Problemlerin Azaltılması İçin Bir Alternatif	119
3. ULUSLARARASI REZERVLERİN ÖNEMİ VE REZERV BİRİKİM MALİYETLERİ	126
3.1. Rezerv Yeterlilik Göstergeleri	126
3.1.1. Uluslararası Rezervlerin Ülke İthalatını Karşılama Yeterliliği.....	127
3.1.2. Kısa Vadeli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı	129
3.1.3. Parasal Büyüklüklerin Uluslararası Rezervlere Oranı.....	131
3.1.4. Wijnholds ve Kapteyn Yöntemi	133
3.2. Uluslararası Rezervlerin Maliyeti	135
3.3. Türkiye’de Uluslararası Rezerv Birikimi ve Maliyeti	148
3.3.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezerv Birikimi.....	148
3.3.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Rezerv Birikiminden Kaynaklanan Sterilizasyon Maliyeti	160
4. ULUSLARARASI REZERV SEVİYESİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLERLE İLGİLİ UYGULAMA	171
4.1. Uygulamanın Amacı	171
4.2. Uygulamanın Metodolojisi	171
4.3. Spesifikasyon.....	173
4.4. Veri Seti.....	176
4.4. Bulgular ve Değerlendirme	179
SONUÇLAR	193
EKLER	
KAYNAKÇA	

TABLO LİSTESİ

Tablo 1.1. Uluslararası Para Birimi Olarak ABD Dolarının Üstlendiği Fonksiyonlar ...	22
Tablo 2.1. Rezerv Artışında Bölgesel Paylar	42
Tablo 2.2. Rezerv Artışında Ülke Payları	44
Tablo 2.3. Kompozisyon Bildirimi Yapılan Rezervlerin Oranı	51
Tablo 2.4. Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu (1973-1994)	53
Tablo 2.5. Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu (1995-2009)	54
Tablo 2.6. Döviz Piyasası İşlemlerinde Para Birimi Payları	59
Tablo 2.7. ABD Dolarının Rezervler İçindeki Payı ile Faiz Farkları ve Parite Arasındaki Korelasyon Katsayıları (1999/I-2009/IV)	61
Tablo 2.8. Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonlarındaki Değişim	63
Tablo 2.9. Uluslararası Rezervlerin Değişiminde Para Birimlerinin Payı	66
Tablo 2.10. Meksika Merkez Bankası Rezerv Birikiminin Kaynakları	93
Tablo 2.11. Bazı Ülke Merkez Bankalarının Döviz Piyasası Operasyonları	100
Tablo 2.12. Ülke Yatırım Fonları	103
Tablo 2.13. 2008 Yılı Sonu Dış Ticaret Tutarları	121
Tablo 3.1. Rezervlerin Karşılıdığı Aylık İthalat (Gelir Grupları)	128
Tablo 3.2. Rezervlerin Karşılıdığı Aylık İthalat (Bölgeler)	128
Tablo 3.3. Rezervlerin Karşılıdığı Aylık İthalat (Ülkeler)	129
Tablo 3.4. Kısa Vadeli Borçların Rezervlere Oranı (Bölgeler)	130
Tablo 3.5. Kısa Vadeli Borçların Rezervlere Oranı (Ülkeler)	130
Tablo 3.6. Uluslararası Rezervler/M2	132
Tablo 3.7. Wijnholds-Kapteyn Yöntemine Göre Yeterli Rezerv Seviyeleri	134
Tablo 3.8. Seçilmiş Ülkeler için Rezerv Tutmanın Yıllık Maliyetleri	140
Tablo 3.9. Seçilmiş Ülkeler için Rezerv Tutmanın Net Alternatif Maliyetleri	142
Tablo 3.10. 2001-2007 Yılları Arasında Rezerv Birikiminin Kaynakları	143
Tablo 3.11. Makro Açıdan Rezerv Maliyeti	147
Tablo 3.12. TCMB Döviz Alım ve Satımları	155
Tablo 3.13. TCMB Rezervlerinin Döviz Kompozisyonu	165
Tablo 3.14. TCMB Rezervlerinin Vade Dağılımı	166
Tablo 3.15. TCMB Rezervlerinin Getirisi	166
Tablo 3.16. TCMB Rezervlerinin Sterilizasyon Maliyeti	167

Tablo 3.17. TCMB Rezervlerinin Sterilizasyon Maliyeti (2002-2008)	168
Tablo 3.18. TCMB Rezervlerinin Sterilizasyon Maliyetinin Günlük Hesaplanma Yöntemi	168
Tablo 3.19. TCMB Rezervlerinin Sterilizasyon Maliyeti (Günlük)	170
Tablo 4.1. Regresyon Sonuçları I.....	180
Tablo 4.2. Regresyon Sonuçları II	180
Tablo 4.3. Regresyon Sonuçları III	183
Tablo 4.4. Regresyon Sonuçları IV	184
Tablo 4.5. Regresyon Sonuçları V	184
Tablo 4.6. Regresyon Sonuçları VI.....	187
Tablo 4.7. Regresyon Sonuçları VII.....	189
Tablo 4.8. Regresyon Sonuçları VIII	190

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1. Uluslararası Rezerv ve Uluslararası Likidite Tanımları İlişkisi	27
Şekil 1.2. Altının Uluslararası Rezervler İçindeki Payı.....	33
Şekil 1.3. Uluslararası Rezervler Statüsünde Sahip Olunan Altın Düzeyi	34
Şekil 2.1. Uluslararası Rezervler.....	40
Şekil 2.2. Uluslararası Rezervlerin Dağılımı	41
Şekil 2.3. Uluslararası Rezervler/GSYH	42
Şekil 2.4. Rezervlerin Bölgesel Payları	44
Şekil 2.5. Enerji İhraç Eden Ülkelerin Toplam Döviz Rezervleri	46
Şekil 2.6. Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu	52
Şekil 2.7. Çin'in Uluslararası Rezervleri ve Dünya Toplamı İçerisindeki Payı	69
Şekil 2.8. Kore Uluslararası Rezervleri	74
Şekil 2.9. Kore wonu/ABD doları paritesi.....	78
Şekil 2.10. Rusya Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri ve Petrol Fiyatları (1993-2009)	81
Şekil 2.11. Petrol Fiyatları ve Rus Rublesi Sepet Değeri	84
Şekil 2.12. Rusya Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri ve Petrol Fiyatları (Aralık 2006-Aralık 2009).....	85
Şekil 2.13. Brezilya'nın Uluslararası Rezervleri ve real/ABD doları (1993-2009).....	88
Şekil 2.14. Meksika Uluslararası Rezervleri.....	91
Şekil 2.15. Kolombiya Uluslararası Rezervleri	97
Şekil 3.1. Rezerv Birikim Mekanizması.....	138
Şekil 3.2. T.C. Merkez Bankası Döviz Rezervleri	146
Şekil 3.3. Zorunlu Karşılıkların Toplam Rezervlere Oranı	156
Şekil 3.4. İşçi Döviz Hesapları.....	158
Şekil 3.5. Faiz Farkları ve İşçi Döviz Hesapları Toplamı	159

KISALTMALAR

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
BIS:	Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
COFER:	Composition of Foreign Exchange Reserves (Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu)
DRYK:	Döviz Risk Yönetim Komitesi
ECB:	European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
GAB:	General Arrangements to Borrow (Genel Ödünç Anlaşmaları)
GSMH:	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYH:	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IFS:	International Financial Statistics (Uluslararası Finansal İstatistikler)
IMF:	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
NDV:	Net Dış Varlıklar
NAB:	New Arrangements to Borrow (Yeni Ödünç Anlaşmaları)
NİV:	Net İç Varlıklar
PT:	Para Tabanı
SDR:	Special Drawing Rights (Özel Çekme Hakları)
TCMB:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
UFRS:	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
ÜYF:	Ülke Yatırım Fonları
WDI:	World Development Indicators (Dünya Gelişmişlik Göstergeleri)

GİRİŞ

Uluslararası rezervler, bir ülkenin ödemeler dengesi kalemlerinde meydana gelebilecek dalgalanmalar nedeniyle ortaya çıkabilecek maliyetleri azaltmak açısından önemli bir role sahiptirler. Dışsal şoklar sonucunda cari işlemler veya sermaye hareketlerinden kaynaklanabilecek yabancı para çıkışlarının ülke ekonomileri açısından doğurabileceği makroekonomik uyum maliyetleri rezervlerin kullanımı yoluyla hafifletilebilmektedir. Rezervler, ülkenin para birimine karşı yapılan spekülâtif atakların önlenmesinde parasal otoritelerin elindeki en önemli savunma aracıdır. Güçlü bir rezerv seviyesi ülke risk primini azaltmakta, ülkenin kamu ve özel kesiminin dış borçlanma maliyetlerini düşürmektedir.

Diğer taraftan uluslararası rezerv bulundurmak, ülke ekonomileri açısından maliyetler de doğurmaktadır. Rezervlerin dış borçlanma yoluyla elde edilmesi durumunda bu maliyet, ülke yerleşiklerinin borçlanma maliyetleriyle rezervlerin getirisi arasındaki fark olarak ortaya çıkmaktadır. Merkez bankaları açısından bakıldığında ise yabancı para cinsinden varlıkların getirisiyle, bu yabancı para karşılığında piyasaya verilen yerli paranın sterilizasyonu nedeniyle ortaya çıkan maliyet arasındaki farktır. Rezerv birikiminin ülke ekonomileri açısından doğurduğu maliyetlerin doğru ölçümü, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin rezerv birikimi ve yönetimi politikalarının belirlenmesi açısından önemlidir. Tezin amacı farklı yaklaşımlar yoluyla bu maliyetlerin hesaplanması ve ülkelerin rezerv birikimini belirleyen faktörlerin neler olduğunun belirlenmesidir.

2000 yılında 2 trilyon ABD doları düzeyinde bulunan toplam rezervler 2009 yılı sonu itibarıyla 8,5 trilyon ABD doları düzeyine ulaşmıştır. Son 10 yılda, özellikle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası rezerv talebi, önceki dönemlerle karşılaştırıldığında önemli ölçüde artmıştır. Çalışmada, ülkelerin rezerv talebini belirleyen faktörlerin neler olduğu, bu faktörlerin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında farklılık sergileyip sergilemediği 62 ülke verisi kullanılarak araştırılmaktadır. Rezerv birikimi, nihayetinde ekonomisine duyulan güveni artırmak ve risk primini düşürmek amacıyla buna ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkelere, rezerv para ihraç etme gücüne sahip olan ülkelere bir kaynak aktarımı sonucunu doğurmaktadır. Bu

nedenle rezerv birikimine ihtiyacı azaltacak uluslar arası likidite imkanlarının zenginleştirilmesi, sermaye ihtiyacı içinde bulunan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin kaynaklarını ülke ekonomilerinin gelişimi açısından çok daha verimli alanlarda kullanabilmelerine olanak sağlayacaktır.

Tez dört ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde uluslararası rezervlerle ilgili teorik ve kavramsal çerçeve sunulmaktadır. Rezerv talebiyle ilgili ekonomi literatürünün gelişimi özetlenmekte, hangi para birimlerinin rezerv para olarak kabul edildiği, bir para biriminin uluslararası rezerv para statüsü kazanmasında hangi faktörlerin etkili olduğu araştırılmaktadır.

Tezin ikinci bölümü ülke uygulamalarına, mevcut uygulamalara ilişkin problemlere ayrılmıştır. Uluslararası rezerv seviyesindeki değişim, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler düzeyinde, bölgeler düzeyinde ve rezerv birikiminde önemli pay sahibi bazı ülkeler düzeyinde, dönemler itibarıyla incelenmektedir. 2002 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelere genel kabul görmüş yeterlilik seviyelerinin üzerine çıkan rezervlerin bir bölümünün yönlendirildiği, son yıllarda sayıları ve portföy büyüklüklerinin önemli ölçüde artması ve politik nitelikleri nedeniyle ülkeler arasında ihtilaf konusu haline gelen “ülke yatırım fonları”na ilişkin bilgiler sunulmaktadır. Ülkelerin biriktirdikleri döviz rezervlerinin kompozisyonu ve dönemler itibarıyla bu kompozisyonda oluşan farklılıklar, önde gelen rezerv para birimlerinin gelecekte sahip olabilecekleri paylara ilişkin beklentiler incelenmektedir. Bu bölümde ayrıca 2008 yılında dünyayı etkisi altına alan global krizle birlikte daha güçlü bir biçimde tartışılmaya başlanılan uluslararası parasal sistemin problemlerine de yer verilmektedir. Ulusal para birimlerinin aynı zamanda rezerv para statüsünü taşımalarından kaynaklanan istikrarsızlık incelenmekte, bu alanda oluşturulabilecek alternatifler üzerinde durulmaktadır.

Tezin üçüncü bölümünde uluslararası rezervlerin önemi, rezerv birikim maliyetleri ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın rezerv birikimi incelenmektedir. Genel kabul görmüş rezerv yeterliliği göstergeleri ve bu göstergeler çerçevesinde ülke rezervlerinin gelişimi üzerinde durulmaktadır. Sırasıyla uluslararası rezervlerin ülke ithalatını karşılama yeterliliği, kısa vadeli borçların uluslararası

rezervlere oranı ve parasal büyüklüklerin uluslararası rezervlere oranının, gelir grupları, bölgeler ve ülkeler bazında nasıl bir gelişim gösterdiği incelenmektedir. Daha sonra karma bir yaklaşım olan Wijnholds ve Kapteyn'in geliştirdiği yöntem çerçevesinde yeterli rezerv seviyeleri hesaplanmakta ve bulunan tutarlar, gerçek rezerv seviyeleriyle karşılaştırılmaktadır. Bu bölümde ayrıca uluslararası rezerv birikiminin maliyeti konusu üzerinde durulmaktadır. Literatürde yer alan çeşitli yaklaşımlardan söz edilmekte, bunlardan yola çıkarak belirlenen yeni bir yöntem yardımıyla rezerv birikiminde ön sıralarda yer alan 24 gelişmekte olan ülke ekonomisi açısından oluşan maliyet hesaplanmaktadır. TC Merkez Bankası rezervlerinin yıllar itibarıyla gelişimi ve rezerv yönetim stratejileri incelenmektedir. Daha sonra TC Merkez Bankası açısından, rezerv birikiminden kaynaklanan sterilizasyon maliyeti çeşitli yöntemlerle hesaplanmaktadır.

Tezin dördüncü bölümünde uluslararası rezerv seviyesini belirleyen faktörler, ekonometrik yöntemlerle araştırılmaktadır. Ülkelerin neden rezerv biriktirdiklerine ilişkin ekonomi literatüründe yer alan teorik modellerden yola çıkılarak, E-views programı yardımıyla 38 gelişmekte olan ve 24 gelişmiş ülke olmak üzere toplam 62 ülkenin verileri ile rezerv birikimi üzerinde belirleyici faktörler panel data yöntemiyle araştırılmaktadır. Denklemler toplam veri seti üzerinden ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımı yapılarak oluşturulmakta, iki ayrı grubun belirleyici faktörleri arasındaki farklılıklar incelenmektedir.

Çalışmanın son bölümünde ulaşılan sonuçlar özetlenmektedir.

1. BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERVLERLE İLGİLİ TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Uluslararası Rezervlerle İlgili Teorik Çerçeve

1.1.1. Altın Standardı Döneminde Uluslararası Rezervler

Uluslararası para sisteminde altın standardının başarılı bir biçimde uygulandığı 1870-1914 arasındaki dönemde altın, ülkelerin temel uluslararası rezerv varlığını oluşturmuştur. Altın çağlar boyunca değişim aracı, değer birimi ve değer saklama aracı olarak kullanılmıştır. Altın standardı uygulamasına geçen ilk ülke 1819 yılında İngiltere olmuştur¹. 19. yüzyılın önde gelen ekonomik gücü olan İngiltere'yi sonraki dönemlerde Almanya, Japonya, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gibi diğer ülkeler de izlemiştir. Altın standardı döneminde merkez bankaları, dolaşıma çıkardıkları parayı sabit bir pariteden altına çevirmeyi taahhüt etmişlerdir. Böylece sistem içinde yer alan tüm ülke para birimleri arasında da sabit pariteler oluşmaktadır. Ülkeler arası ödemeler dengesi kalemlerindeki fazla ve açıklar, merkez bankalarının arasındaki altın transferleri yoluyla kapatılmıştır. Politika yapıcılar bu çerçevede dış dengeyi, ülkenin altın ithal ya da ihracını minimum düzeyde tutmak olarak tanımlamışlardır. Altın transferlerini en aza indirmek için cari işlemler kalemindeki dengesizliklerin, sermaye hesapları kalemleriyle dengelenmesini, yani uluslararası borçlanmayı teşvik etmişlerdir.

Altın standardı uygulaması, tüm ülkelerin ödemeler dengesi eşitliğini sağlayacak otomatik mekanizmalar içermektedir. Örneğin İngiltere'nin cari dengesinin fazla verdiği ve sermaye hesaplarından aynı oranda kredilendirme olmadığı takdirde bu ülkeye uluslararası rezerv, yani altın girişi gerçekleşecektir. Diğer ülkelerde, ihraç edilen altın oranında para arzları daralırken, İngiltere'de ise para arzı artacaktır. Bunun sonucunda diğer ülkelerde para arzının daralması fiyatları düşürecek, İngiltere'de ise tam tersi durum yaşanacaktır. İngiltere'de yükselen ve diğer ülkelerde düşen fiyatlar

¹ Paul Krugman and Maurice Obstfeld, International Economics: Theory and Policy, 5th edition , Addison-Wesley, 2000, s.511.

nedeniyle İngiliz para birimi değeri baskısı altında kalacak, dış dünyanın İngiliz mallarına olan talebi azalacak, İngiltere'nin diğer ülke mallarına olan talebi artacaktır. İngiltere ve diğer ülkelerde taleplerin yön değiştirmesi, ülkeler arasında ödemeler dengesinin yeniden eşitlenmesi sonucunu doğuracaktır.

Keynes'in "altın standardı oyun kuralları" olarak tanımladığı bir diğer dengeleyici mekanizma ise sistemin işleyişinde merkez bankalarının altın transferlerine ilişkin politika tepkileri sonucunda ortaya çıkmaktadır. Ödemeler dengesi açık veren ve sahip olduğu altını ihraç etmek zorunda kalan merkez bankaları, bastıkları paranın karşılığı olan altının azalması nedeniyle para arzını daraltmak zorunda kalmaktadırlar. Bu amaçla iç varlıklar azaltılmakta, bu nedenle artan faiz oranları da ülkeye sermaye girişlerini canlandırmaktadır. Diğer taraftan ödemeler dengesi fazla veren ve altın rezervleri artan merkez bankaları ise iç varlıklarını artırmakta, artan para arzı faiz oranlarını düşürmekte, bu da ülkeden sermaye çıkışlarını özendirilmektedir. Yukarıda bahsedilen fiyat mekanizmasının rolünün yanı sıra merkez bankalarının iç varlıklarını artırma ya da azaltma yoluna gitmesi, altın standardı sisteminde tüm ülkelerin ödemeler dengesinin eşitlenmesini sağlamaktadır.

Bazı ülkeler tam olarak uygulamaktan çekinse de, altın standardında otomatik mekanizmaların dengeleyici fonksiyonları 1914 yılına kadar iyi çalışmıştır. Fazla veren ülkelerin, altın akışını azaltmaya yönelik yukarıda bahsedilen politikaları uygulamaması ve otomatik mekanizmaların dengeleyici fonksiyonlarını yerine getirmelerini engellemeleri nedeniyle bazı dönemlerde açık veren ülkeler, aşırı daraltıcı para politikaları izlemek zorunda kalmışlar, sert üretim kayıpları yaşamışlardır. Artan altın rezervleri nedeniyle para arzındaki genişlemeyi, iç varlıklarını azaltarak sterilize eden ülkeler sistemi zayıflatmıştır. 1914 sonrasında savaş döneminde ise ülkelerin askeri harcamaları ve para arzlarını artırmaları nedeniyle sistem fiilen sona ermiştir. Savaş sonrası dönemde ise bazı ülkeler altın standardına geri dönüşler yapmış, ancak istikrarlı bir uluslararası para sistemi kurulamaması nedeniyle sistem eskisi gibi işlerlik kazanamamıştır. Altın standardı uygulamalarının 1929 büyük depresyonunun ortaya

çıkmasında önemli rolü olduğu sonucuna varan akademik çalışmalar mevcuttur*. 1929 yılında birçok ülke altın standardına dönmüşken, ABD aşırı ısınan ekonomisini soğutmak amacıyla para arzını daraltma yoluna gitmiş, artan faiz oranları bu ülkeye altın ihraçlarını artırmıştır. Benzer politikalar izleyen Fransa ile birlikte dünya altın rezervlerinin önemli bir bölümüne sahip olan ABD, altın rezervlerini ve dolayısıyla altın paritesini korumaya çalışan diğer ülkelerin de daraltıcı para politikaları izlemesine yol açmıştır. Bu politikalar sonucunda dünyadaki depresyon derinleşmiş, şirket ve banka iflasları artmıştır. Merkez bankaları, ülkelerinin para birimlerinin altına karşı değerlerini koruyabilmek amacıyla, bankaların çok ihtiyaç duydukları likiditeyi sisteme sağlayamamışlardır. Çünkü merkez bankaları tarafından sağlanan likiditenin ülkedeki para arzı-altın dengesini bozmasından ve bu likiditeyle tekrar merkez bankalarından altın talebinin artmasından endişe edilmiştir.

1.1.2. Keynesyen Yaklaşımda Uluslararası Rezervler

Birinci Dünya Savaşı sonrasında altın standardı uygulamalarındaki problemler, Keynes'in altın standardını "barbarlıktan miras" olarak nitelendirmesine yol açmıştır². Kökenleri David Hume'un görüşlerine dayanan altın standardı sisteminin temel mantığı, fiyatların esnek olduğu, bu nedenle de otomatik dengeleyici mekanizmaların çalışmasına izin verildiği takdirde, ülkelerin istihdam ve üretim kayıplarına uğramalarına rağmen uluslararası dengenin kurulacağıdır.³ Ancak Keynesyen iktisat görüşüne göre kısa vadede bir ekonomide fiyatlar aşağı yönlü esnek değildirler. Dolayısıyla ülkeler altın standardında olduğu gibi daraltıcı parasal politikaların fiyatları aşağı çekmesi şeklinde makroekonomik uyum

* Bu alandaki çalışmalardan bazıları şunlardır; Ehsan U. Choudri and Lewis A. Kochin, "The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycle Disturbances: Some Evidence from the Great Depression" *Journal of Money, Credit and Banking* 12 (1980), Ben S. Bernanke "The World on a Cross of Gold: A Review of 'Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939' " *Journal of Monetary Economics* 31 (April 1993).

² John M. Keynes, **A Tract on Monetary Reform**, 1923

³ T.D. Willet, **International Liquidity Issues**, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, 1980, ss. 8-9.

sağlayamamaktadırlar⁴. Bu nedenle İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde ekonomi literatürü ve politikalarında uluslararası rezerv ve likidite kavramları özel bir önem kazanmışlardır.

İkinci Dünya savaşı sonrasında Bretton Woods'ta işleyiş kuralları belirlenen uluslararası para sistemi döneminde uluslararası rezerv talebi üzerindeki tartışmalar daha çok makroekonomik uyum problemleri üzerinde yoğunlaşmıştır. Bir ülkenin dış dengesizlik yaşaması ve ödemeler dengesi açığıyla karşılaşması durumunda 3 politika seçeneği bulunmaktadır: i) ülke ödemeler dengesi açığını kapatmak amacıyla uluslararası rezervlerini kullanabilir; ii) devalüasyonlar ve/veya ithalata kota uygulamaları yoluyla dış dengesizliği giderebilir iii) harcamalarını ve dolayısıyla milli gelirini azaltabilir. Son 2 seçenek, makroekonomik uyum maliyeti doğurmaktadır. Ancak ülkenin bu tür dışsal şokların etkilerini hafifletebilecek miktarda rezerv seviyesine sahip olması durumunda bu 2 seçenek uygulanmadan ve bir ekonomik daralma yaşanmadan bu dönem atlatılabilir. Triffin (1947)⁵, dışsal şok ödemeler dengesinin açık vermesi sonucu oluşacağı için, rezerv yeterliliğine ilişkin göstergenin rezervlerin ülke ithalatına oranı olduğunu ifade etmiştir. Triffin'e göre rezerv yeterliliği ulusal ekonomi politikalarının önemli bir parçasıdır. Çünkü yeterli rezerv seviyesine sahip olunması durumunda ülke parasal daralmanın getireceği istihdam ve üretim kayıplarını yaşamayacaktır.

Heller⁶, rezerv yeterliliğine ilişkin kriterin Triffin'in belirlediği şekilde ithalatın toplam büyüklüğünün değil, dış ticaret açıklarındaki istikrarsızlık olması gerektiğini belirtmiştir. Ülkelerin rezerv talebi üzerine yapılan çalışmalarda hem düzey olarak ithalat, hem de istikrarsızlığa ilişkin göstergelerin rezerv talebi üzerinde belirleyici etkenler oldukları kabul edilmektedir⁷.

⁴ M. Bahmani-Oskooee and F.Brown "Demand for International Reserves: A Review Article", **Applied Economics**, Vol.34, 2002, s. 1211.

⁵ Robert Triffin, (1947) "National Central Banking and the International Economy", **Essays in International Economic Equilibrium and Adjustment**, McMillan, New York, ss. 53-75.

⁶ Heinz R.Heller, "The Transaction Demand for International Means of Payment" **Journal of Political Economy**, 76, 1968, ss. 141-145.

⁷ M. Bahmani-Oskooee and F.Brown, a.g.m. s. 1212.

Heller⁸, 1966 yılında yayınladığı makalesinde rezervleri fayda-maliyet analizi çerçevesinde incelemiş ve devamında gelen birçok çalışmanın öncülüğünü yapmıştır. Fiyatların katılığı, sabit kur rejimi ve sermaye hareketlerinin olmadığı varsayımlarını taşıyan Keynesyen bir model oluşturmuştur. Heller uluslararası rezervleri i) yabancı ekonomik birimlere karşı finansal yükümlülükler yerine getirilirken kabul gören ii) değerleri kesin olarak bilinen varlıklar olarak tanımlamış ve bir ülkenin sahip olduğu altın, yabancı para ve IMF pozisyonlarını bu kategori altında değerlendirmiştir. Dış dengesizlik durumunda yukarıda bahsedilen devalüasyon, kota uygulamaları gibi seçeneklerin maliyetinin hesaplanmasının çok güç olduğunu ifade etmiş, oluşturduğu modelde harcama azaltıcı politikaların doğuracağı uyum maliyetini incelemiş, ortaya çıkacak toplam uyum maliyetinin, dış dengesizliğin boyutu ve marjinal ithalat eğimiyle belirleneceğini belirtmiştir. Bu uyum maliyeti, ancak dış dengesizliği karşılayabilecek miktarda rezerv bulundurulduğu takdirde önlenebilir. Ancak sahip olunması gereken optimum rezerv miktarını bulmak için, rezervlerin maliyetinin de dikkate alınması gerekmektedir. Rezerv bulundurmanın alternatif maliyetinin arttığı oranda rezerv talebi de düşecektir. Parasal otorite nezdinde bulundurulmuş rezervler, ülkenin toplam sermaye kaynaklarındanır. Bu rezervler daha farklı ve verimli alanlarda kullanılabilir. Ülkede gerçekleştirilen sermaye yatırımlarından elde edilen getiri ile rezervlerin değerlendirilmesinden elde edilen getiri arasındaki fark, rezerv bulundurmanın alternatif maliyetidir. Dolayısıyla parasal otoritenin bulundurmak isteyeceği optimum rezerv seviyesi makroekonomik uyumun toplam maliyetiyle rezerv bulundurmanın toplam maliyetinin en az olduğu noktadır. Heller, daha sonra kendi modelinden yola çıkarak her ülke için bir optimum rezerv seviyesi hesaplamış ve bunu, ülkelerin gerçek rezerv seviyeleriyle karşılaştırmıştır. Modelinin sonuçlarını, o güne kadar önde gelen rezerv yeterliliği seviyesi olan rezervlerin ithalata oranıyla kıyaslayabilmek amacıyla, Bank of America'nın rezerv yeterliliğine ilişkin ampirik çalışmalarını esas almış, kendi ulaştığı rezerv yeterliliği sonuçlarının bu ampirik çalışmalar sonucunda ortaya çıkan derecelendirmelerle daha yüksek bir korelasyona sahip olduğu sonucuna varmıştır.

⁸ Heinz R. Heller, "Optimal International Reserves", **The Economic Journal**, Vol. 76, No. 302, June 1966, ss. 296-311.

Clark⁹ 1970 yılında yayınladığı makalede Heller'in optimizasyon yaklaşımına, "makroekonomik uyumun hızı" kavramını eklemiştir. 1960'ların sonundaki uluslararası parasal sistemin reformu tartışmalarında Anglo-Amerikan tezi, uluslararası rezerv stokuna acilen yeni eklemeler yapılması yönündedir. Bu yapılmadığı takdirde uluslararası ticaretin daralması tehlikesi bulunmaktadır. Kıta Avrupası tezi ise ülkelerin ödemeler dengesi eşitsizlikleriyle karşılaştıkları durumda yapılması gerekenin, makroekonomik uyumun hızlandırılmasına yönelik politikaların uygulanması gerektiği yönündedir. Ülkeler bu şekilde tedbirleri acilen aldıkları takdirde uluslararası rezerv stokunun artırılmasına ihtiyaç duyulmayacaktır. Dolayısıyla ilk grup yeterince rezerv stoku oluşturulması ve ödemeler dengesi açıklarının bu kaynakla finanse edilmesinin, ikinci grup ise finansmana ihtiyacı minimum düzeye getirecek şekilde uyuma yönelik maliyetlere katlanılması gerektiği şeklinde görüş ileri sürmektedir. Clark, bu çerçevede ülkelerin ödemeler dengesi açıklarının finansmanı ve bu açıkların ortadan kaldırılması için gerekli politika önlemleri arasında bir denge kurulması gerektiğini önermektedir. Daha yüksek rezerv seviyesi alternatif maliyeti artırarak ülkeyi gelir kaybına uğratarak, hızlı makroekonomik uyumsa milli gelirden sert dalgalanmalara yol açacaktır. Ülkenin refah seviyesinin her iki faktörün bir fonksiyonu olarak düşünüldüğünde optimum rezerv seviyesi ve optimum makroekonomik uyum hızı hesaplanabilir.

Ülkelerin, ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek amacıyla bulundurmaya hedefledikleri bir rezerv seviyesi bulunmaktadır (R^*). Açık ortaya çıktığında hedef rezerv seviyesini tekrar eski haline getirmek için hangi hızla politika önlemleri alınacağı tercih edilen γ katsayısı ile belirlenecektir. Yani açık ortaya çıktığı dönemin rezerv seviyesi (R_{t-1}) ile hedef rezerv seviyesi arasındaki fark (R^*), her dönem γ oranında kapanacaktır. Ödemeler dengesi fazla ya da açığı S^* ile gösterdiğimizde bu denklem şu şekilde gösterilebilir.

$$S^* = \gamma (R^* - R_{t-1}) \quad 0 \leq \gamma \leq 1.$$

Clark, ülkelerin farklı R^* ve γ kombinasyonları kullanarak, refahı maksimize edecek şekilde ödemeler dengesini yeniden eşitliğe getirebileceklerini ifade etmektedir.

⁹ Peter B. Clark, "Optimum International Reserves and the Speed of Adjustment" **Journal of Political Economy**, Vol. 78, No.2, 1970, ss. 358.

Yüksek düzeyde R^* hedeflenmesi, ortaya çıkan alternatif maliyet nedeniyle gelir kaybına neden olacaktır. Düşük düzeyde γ , ülkenin iç talebi daraltıcı politikaları uygulamaktan kaçındığını, makroekonomik uyumu geniş bir zamana yaymayı tercih ettiğini göstermektedir.

Olivera¹⁰, Baumol ve Tobin'in kişilerin para talebine ilişkin karekök kuralının, bir ülkenin uluslararası rezerv talebi için de geçerli olup olmadığını tartışmıştır. Baumol kuralına göre kişiler toplam gelirlerinin nakit olarak bulunduracakları bölümüne, parayı elinde bulundurmaktan dolayı mahrum kalınan faiz ve her para çekilişinde ortaya çıkan işlem maliyetlerini göz önünde bulundurarak karar verirler. Parayı yönetmekten kaynaklanan maliyetlerin minimuma indirildiği optimizasyon problemi çözüldüğünde para talebi, bir katsayıyla toplam işlemlerin karekökünün çarpımı olarak ortaya çıkmaktadır.

Frenkel ve Jovanovic¹¹, Heller'in ortaya koyduğu yaklaşımdan yola çıkarak 2 değişkene bağlı bir rezerv talebi modeli oluşturmuşlardır; stokastik nitelikli yabancı ülkelerle yapılan işlemler ve rezerv bulundurma nedeniyle mahrum kalınan gelirler. Rezervler, dış dünyayla yapılan işlemlerin volatilitésinin yaratabileceği sorunlara karşı bir tampon işlevi görür, bu nedenle de rezerv talebiyle dış dünyayla yapılan işlemlerin istikrarsızlığı arasında doğrudan bir ilişki mevcuttur. Diğer taraftan rezervlerin getirisiyle, piyasa faizleri arasında fark vardır ve bu fark oranında gelirden mahrum kalınır. Dolayısıyla rezerv talebi bu mahrum kalınan gelire bağlı olarak düşer. Frenkel ve Jovanovic'in geliştirdiği model, tampon stok modeli olarak adlandırılmaktadır.

¹⁰ Julio H.G. Olivera, "A Note on the Optimal Rate of Growth of International Reserves", **The Journal of Political Economy**, Vol. 77, No.2 (Mar-Apr. 1969), s. 245.

¹¹ J.A. Frenkel and B.Jovanovic "Optimal International Reserves: A Stochastic Framework", **The Economic Journal**, Vol. 91, No. 362 (Jun.1981), s. 510.

1.1.3. Parasalcı Yaklaşımında Uluslararası Rezervler

1950’li ve 1960’lı yıllarda IMF çatısı altında çalışan ekonomistler tarafından geliştirilen ödemeler dengesine parasalcı yaklaşım, merkez bankalarının uluslararası rezervlerinin para piyasalarında meydana gelen değişiklikler sonucunda belirlendiğini iddia etmektedir¹². Para piyasası, reel para arzının ve reel para talebinin eşitlendiği noktada dengelenmektedir.

$$M^s/P = L(R, Y)$$

Formülde gösterilen M^s nominal para arzını, P fiyat seviyesini, R faizi, Y milli geliri ifade etmektedir. Denklemin sağ tarafında gösterilen para talebi, faiz oranlarıyla ters, milli gelire doğru orantılıdır. Merkez bankası kaynaklı para arzı ise aşağıdaki formülle gösterilebilir.

$$M^s = \mu (F^* + A)$$

Bu formülde F^* merkez bankasının yabancı para varlıklarını, A iç varlıklarını göstermektedir. μ ise para çarpanı olup, para arzı ile merkez bankası bilançosundaki iç ve dış varlıklar arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

Merkez bankasının yabancı para varlıklarındaki değişim (ΔF^*), ülkenin ödemeler dengesini göstermektedir. Yukarıdaki iki eşitlik birleştirildiğinde merkez bankası yabancı para varlıkları şu şekilde tanımlanabilmektedir;

$$F^* = (1/\mu) P L(R, Y) - A$$

μ sabit bir değer olarak kabul edildiğinde ödemeler dengesi fazlası ise şu şekilde tanımlanabilmektedir.

$$\Delta F^* = (1/\mu) \Delta [P L(R, Y)] - \Delta A$$

Yukarıdaki eşitliğin sağındaki ilk terim nominal para talebindeki değişimi yansıtmaktadır. Denkleme göre para talebinde meydana gelen artış, ödemeler dengesi

¹² Paul Krugman and Maurice Obstfeld, a.g.e. ss. 524-525.

fazlasına yol açarak para piyasasında dengenin kurulmasını sağlayacaktır. Denklemdeki ikinci terim ise para arzını göstermektedir. Merkez bankasının iç varlıklarını, para talebinden daha hızlı bir oranda artırması durumunda ödemeler dengesi açık verecek ve bu etki para arzını azaltarak para piyasasında denge durumunu sağlayacaktır.

Parasalıcı yaklaşım, ödemeler dengesi açıklarının yalnızca cari işlemler ve sermaye hesaplarında dışsal faktörler nedeniyle meydana gelen değişimler olarak değerlendirilemeyeceğini, ortaya çıkan dengesiz durumlarda izlenen para politikalarının da rolü olabileceğini göstermektedir. Örneğin açık, merkez bankasının iç varlıklarını aşırı genişletmesinden kaynaklandığı takdirde politika tepkisinin, para politikalarında yapılacak değişikliklerle verilmesi gerekmektedir. Bu yaklaşımı geliştiren iktisatçılardan Johnson¹³ parasalıcı yaklaşımını likidite teorisine doğru genişletmekte ve bir ülkenin uluslararası rezervlerinin ülkenin para arzına bağlı olduğunu ifade etmektedir. Bu görüş daha sonra global monetarizm olarak adlandırılmıştır¹⁴. Johnson'a göre para arzını aşırı genişletme yoluna giden bir merkez bankası bunu ancak tüm rezervlerini kaybedene dek sürdürebilir. Triffin'in rezerv yeterliliği yaklaşımının, Johnson'ın yaklaşımından temel farkı Triffin'in fiyatların katı olduğu, sabit kur rejiminin uygulandığı Keynesyen bir model üzerinden hareket etmesidir. Bu modelde ödemeler dengesi, yalnızca cari işlemler bölümünden ibarettir. Ancak global monetaristler ödemeler dengesine bir bütün olarak bakmakta, cari işlemler hesabıyla sermaye hesaplarını aynı şekilde analizlerine dahil etmektedirler.

1.1.4. Dalgalı Kur Rejimlerinin Uygulandığı Bretton Woods Dönemi Sonrası Geliştirilen Teorik Yaklaşımlar ve Ampirik Çalışmalar

1973 yılı öncesinde bu alanda ekonometrik tekniklerin kullanıldığı ampirik çalışmalar da yapılmış, ekonomi teorisine göre rezerv talebi üzerinde belirleyici olan faktörlerin istatistiki anlamlılıkları incelenmiştir. Bu çalışmalarda, bugün yapılan analizlerde de dikkate alınan 5 temel değişken dikkate alınmıştır (Bahmani-Oskooee

¹³ H.G. Johnson, **International Trade and Economic Growth: Studies in Pure Theory**, 2nd edition, Allen and Unwin, 1965, ss. 153-168.

¹⁴ M. Bahmani-Oskooee and F.Brown, a.g.m. s. 1211.

and Brown, 2002)¹⁵. Dış ticaret seviyesi, para arzı, marjinal ithalat eğilimi, alternatif maliyet ve dış dengede istikrarsızlık.

1973 sonrası dönem çalışmalarında Bretton Woods sisteminin yerini dalgalı kur rejimlerine bırakmasıyla ülkelerin rezerv talebinde bir değişiklik meydana gelip gelmediği incelenmiştir. Rezerv talebinin, uygulanan döviz kuru rejimiyle ilişkisi birçok araştırmancının konusu olmuştur. Bu dönemde de, beklenenin aksine her ülke belli bir miktarda rezerv talebini sürdürmüştür (Bahmani-Oskooee and Brown, 2002)¹⁶. Bretton Woods döneminde olduğu gibi sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde parasal otoritelerin, kurun değerini sabit tutmak amacıyla döviz piyasasına müdahale etme zorunluluğu, bunu gerçekleştirebilecek miktarda rezerv bulundurmasını gerektirmektedir. Teorik olarak dalgalı döviz kuru rejimlerinde kur, dış dengesizliği giderecek şekilde hareket edeceğinden, rezerv bulundurulmasına gerek yoktur. Ancak bu rejimlerde bile parasal otoriteler, tekrar sabit kur rejimine dönme olasılığı nedeniyle rezerv bulundurmaktadırlar. Bu iki uç rejimin arasında yer alan yönetilen döviz kuru rejimlerinde parasal otoriteler, piyasada olağandışı nedenlerle volatilitesi yükselebilecek kur hareketlerini yumuşatmak amacıyla müdahale etme ihtimali nedeniyle rezerv bulundurmaktadırlar. Grimes'a¹⁷ göre alternatif maliyetin çok artmadığı ve merkez bankasının risk duyarlılığının yüksek olduğu durumlarda rezerv talebi, uygulanan döviz kuru rejimine göre değişmemektedir. Calvo ve Reinhart¹⁸, daha yakın dönemde yazdıkları makalede konuya farklı bir açıdan yaklaşmışlardır. Yazarlara göre rezerv talebi sabit kur rejimleri geride kalmış olmasına rağmen bazı ülkeler için halen çok yüksektir, çünkü döviz kuru esnekliği sadece bir yanılsamadan ibarettir. 1970 ve 1999 dönemi arasında 39 ülke döviz kurlarının aylık nominal hareketlerini incelemişler ve dalgalı ve yönetilen kur rejimi uyguladıklarını ilan eden ülkelerin aslında fiilen sabit kur rejimi uyguladıkları, bu yüzden de rezervlerinin yüksek seviyelerde olduğu sonucuna varmışlardır.

¹⁵ M. Bahmani-Oskooee and F. Brown, a.g.m. s. 1213.

¹⁶ M. Bahmani-Oskooee and F. Brown, a.g.m. s. 1215.

¹⁷ A. Grimes, "International Reserves Under Floating Exchange Rates: Two Paradoxes Explained", **The Economic Record**, Vol. 69 (1993), ss. 411-415.

¹⁸ Guillermo Calvo and Carmen Reinhart, "Fear of Floating", NBER Working Paper, No:7993, 2000, s. 26.

Yapılan analizlerde alternatif maliyetin rezerv talebi üzerindeki etkisine ilişkin bulgular çok net değildir. Ülke bazında yapılan çalışmaların bazılarında anlamlı bir değişken olduğu sonucuna varılırken, tüm ülkeler için yapılan çalışmalarda farklı alternatif maliyet göstergeleri ile rezerv talebi arasında bir ilişki kurulamamaktadır (Bahmani-Oskooee and Brown, 2002)¹⁹.

1980 ve 1990'lu yıllarda rezerv talebine ilişkin akademik ilgi, 1960 ve 1970'li yıllara göre gerilemiştir (Redrago ve diğ., 2006)²⁰. Bu bir ölçüde uluslararası parasal sistemin değişmesinden kaynaklanmaktadır. Ancak özellikle Asya krizi sonrasında rezervler üzerine ilgi tekrar artmaya başlamış, konu sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle ortaya çıkan finansal problemlerle birlikte ele alınmaya başlanmıştır. 1980'li yılların sonundan itibaren gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bu kısıtlamaların ortadan kalkmasıyla daha yüksek getiri arayan sermaye, risk göstergeleri olumlu gözüken gelişmekte olan ülke piyasalarına doğru yönelmiş, ancak bu ekonomilerde farklı risklerin doğmasına neden olmuştur. Genellikle sabit kur rejimlerinden daha esnek kur rejimlerine doğru kayan bu ülke parasal otoriteleri, korumaları gereken sabit bir kur rejimi olmamasına ve bu nedenle rezerv bulundurmalarına gerek olmamasına rağmen, dış finansman koşullarının aşırı oynaklığı, bulaşma etkisi ve sermaye hareketlerinin aniden kesilmesi ihtimalleri nedeniyle ortaya çıkabilecek olağandışı piyasa koşullarına karşı hazırlıklı olmak amacıyla rezerv seviyelerini artırma yoluna gitmişlerdir. Ticari akımların daha ağırlıklı olduğu 1960 ve 1970'li yıllarda ödemeler dengesinin cari denge kalemleri daha belirleyici iken, yeni dönemde uluslararası portföy hareketlerinin boyutunun genişlemesiyle sermaye ve finans hesapları ön plana geçmiştir. Teknolojik gelişmelerin de ivme kazandırdığı global finansal entegrasyon, özellikle gelişmekte olan ülke risklerinin bu alanlarda yoğunlaşması sonucunu doğurmuştur.

Wijnholds ve Kapteyn²¹, 2001 yılında yayınladıkları makalede gelinen noktada rezerv yeterliliğine ilişkin yeni bir yaklaşım geliştirmeyi amaçlamışlardır. Gelişmekte

¹⁹ M. Bahmani-Oskooee and F. Brown, a.g.m. s. 1214.

²⁰ Martin Redrago, Jorge Carrera, Diego Bastourre, Javier Ibarlucia "The Economic Policy of Foreign Reserve Accumulation: New International Evidence" **BCRA Paper Series**:2, November 2006, s. 28.

²¹ J. Onno de Beaufort Wijnholds and Arend Kapteyn. "Reserve Adequacy in Emerging Market Economies". IMF Working Paper WP/01/143, International Monetary Fund, September 2001, s. 20.

olan ülkeler için genel olarak kabul edilmiş bir rezerv yeterliliği standardı bulunmamaktadır. Rezerv yeterliliğine ilişkin literatür 1960 ve 1970’li yıllarda ithalat ve volatilitesi üzerinde durmuştur. Daha sonraki dönemde uygulanan kur rejimini ve gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına girişte yaşadıkları zorluklar nedeniyle ödemeler dengesi oynaklıklarına daha duyarlı olduklarını dikkate alan çalışmalar yapılmıştır. Ancak yine de rezervlerin ithalatı karşılama oranı, kullanılan en temel yeterlilik göstergesi olmaya devam etmiştir. Asya krizi sonrasında ödemeler dengesinin sermaye hareketleri bölümü üzerindeki ilgi artmıştır. Pablo Guidotti²² bir ülkenin rezerv seviyesinin, en azından 1 yıl vadeli dış borçlarını karşılayabilecek düzeyde olması gerektiğini ifade etmiştir. Daha sonra Alan Greenspan²³ bu yeterlilik kuralına 2 ekleme yapmıştır. Bir ülkenin dış yükümlülüklerinin ortalama vadesi en az 3 yıl olmalıdır. Greenspan ayrıca “riske maruz likidite” kavramını getirmiş, ülkenin yabancı para likidite yeterliliğinin çeşitli olası senaryolar çerçevesinde değerlendirilmesi gerektiğini ileri sürmüştür. Guidotti ve Greenspan tarafından önerilen yeterlilik kuralı önemli bir gelişmedir, ancak yalnızca ülkenin dış dünyayla ilişkilerine odaklandığı, ülke yerleşiklerinin yatırım tercihlerinden kaynaklanabilecek döviz yönelişleri dikkate almadığı için eksik yönleri vardır. Wijnholds ve Kapteyn’in oluşturduğu yöntemde, ülkenin kısa vadeli dış borcu, uygulanan döviz kuru rejimi, ülke para arzı ve ülkenin kredi riski dikkate alınarak, her ülke için bir “yeterli rezerv seviyesi” hesaplanabilmektedir*.

Flood ve Marion²⁴, oluşturulduğu dönemde sermaye hareketleri üzerinde kısıtlamalar olması ve henüz uluslararası piyasalarda spekülasyon atakların gözlenmemesi nedeniyle yeni veri setiyle tampon stok modelinin rezerv talebini ne kadar etkilediğini araştırmışlardır. Bulgularına göre modeldeki değişkenlerin, sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği dönemde de istatistiki anlamlılıkları yüksektir. Ancak modelin rezerv

²² Pablo Guidotti, “Remarks” **G33 Seminar**, Bonn, April 1999.

²³ Allen Greenspan, “Currency Reserves and Debt” Federal Reserve System, **World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management**, Washington, 29 April 1999.

* Wijnholds ve Kapteyn’in önerdiği yöntemle hesaplanan rezerv yeterlilik seviyeleri, tezin “Rezerv Yeterlilik Göstergeleri” bölümündedir.

²⁴ Robert Flood and Nancy Marion, “Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility”, IMF Working Paper, WP/02/62, 2002, s. 28.

talebindeki değişimi açıklama gücü farklı rezerv tanımları kullanılarak yapılan regresyon sonuçlarına göre yalnızca yüzde 10-15 aralığındadır.

Ekonomi literatürü, sermaye akımlarının arttığı dönemde rezervlerin ihtiyat amaçlı talebi üzerinde yoğunlaşmıştır. Redrago'ya²⁵ göre rezervler 3 kanaldan makroekonomik istikrara katkıda bulunmaktadır. i) uluslararası sermaye piyasalarına girişin kısıtlandığı dönemlerde bir sigorta işlevi görmektedir, ii) finansal krizlerin önlenmesinde etkin bir rol oynamaktadır, iii) geri ödememe riskini azaltmaktadır.

Aizenman ve Marion (2003)²⁶, Asya krizi sonrasında bazı Uzak Asya ülkelerinin rezerv taleplerindeki artışı incelemiş ve bu artışın ihtiyat amaçlı talebin yükselmesinden kaynaklandığı sonucuna varmışlardır. Yazarlar 125 gelişmekte olan ülke verilerini kullanarak 1980-1996 yılları arasında rezerv talebini etkileyen faktörleri regresyon analiziyle saptamışlardır. İlk denklemlerinde ülke nüfusu, kişi başına düşen milli gelir, ihracat gelirlerinin volatilitesi, ithalatın milli gelir içindeki payı ve döviz kurunun volatilitesi değişkenlerini kullanmışlar, bu bağımlı değişkenlerin istatistiki olarak anlamlı oldukları sonucuna varmışlardır. İkinci denklemlerinde politik yozlaşma ve politik belirsizliğe ilişkin değişkenler kullanmışlar, ve bu 2 değişkenin rezerv talebini negatif yönde etkiledikleri sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar, yaptıkları hesaplamalarla bu faktörlerin 1980-1996 döneminde Uzak Asya ülke rezervlerinin tahmininde de iyi sonuçlar verdiklerini saptamışlardır. Ancak aynı katsayı ve değişkenlerle gerçekleştirdikleri 1997-1999 dönemi rezerv tahminlerinin, Malezya dışındaki ülkeler için büyük ölçüde gerçek rezerv seviyelerinin altında kaldığını görmüşlerdir. Malezya kriz sonrası diğer Asya ülkelerinden farklı olarak sermaye kontrolleri uygulamış, uluslararası sermaye piyasalarıyla bağıını zayıflatmış ve bu nedenle rezerv talebi gerilemiştir. Diğer taraftan 1997-1998 Asya finansal krizi sonrasında Kore, Çin, Tayland ve Filipinler'in optimal seviye olarak değerlendirdikleri rezerv seviyeleri yükselmiştir. Global sermaye piyasalarına girişi kısıtlı ülkeler tüketim seviyelerini stabilize etmeyi amaçlamaktadırlar. Ülke riski yüksek olan bu ülkelerin yüksek rezerv

²⁵ Redrago ve diğerleri, a.g.m. s. 28.

²⁶ Joshua Aizenman and Nancy Marion, "The High Demand for International Reserves in the Far East: What is Going On?". **Journal of The Japanese and International Economics**, vol. 17, 2003, s. 389.

bulundurması, toplumsal refaha katkıda bulunmaktadır. Aizenman ve Marion²⁷, 2004 yılında yayınladıkları makalede de politik faktörlerin rezerv talebi üzerindeki etkilerine vurgu yapmışlardır. Oportünist davranan yönetimler, hazine ve merkez bankası kaynaklarını kullanarak ve mümkün olduğunca borçlanarak, kendilerine yakın çıkar gruplarına kaynak sağlamaktadırlar. Bu nedenle de bu ülkelerin rezerv talebi düşmektedir.

Asya'da ivme kazanan rezerv birikiminin ihtiyat amacıyla mı yoksa bu ülkelerin ihracata dayalı büyüme stratejileri doğrultusunda döviz kurlarını zayıf tutma politikalarından mı kaynaklandığı Aizenman ve Lee (2005)²⁸ tarafından incelenmiştir. Yazarlar, bu iki savı test etmek üzere oluşturdukları veri setiyle regresyon analizi yapmışlardır. Rezervlerin, ihracata dayalı büyüme stratejisinin gerektirdiği zayıf döviz kuru politikasının bir yan ürünü olup olmadığını gecikmeli ihracat büyümesi ve nominal döviz kurunun, satın alma gücü paritesinden sapma oranı şeklinde 2 seriyle, ihtiyat amacıyla mı biriktirildiğini ise 1994 Meksika krizi ve 1997 Asya krizi kukla değişkenlerini regresyon denkleminde ekleyerek test etmişlerdir. Regresyona dahil edilen tüm değişkenler istatistiki olarak anlamlı olmakla birlikte, dışa açıklık oranının ve krizlere ilişkin kukla değişkenlerin rezerv talebini açıklama güçlerinin, satın alma gücü paritesinden sapma oranından ve gecikmeli ihracat büyümesinden çok daha fazla olduğu sonucuna varmışlardır. Aynı zamanda kukla değişkenler yardımıyla Meksika krizinin Latin Amerika ülkeleri rezerv talebinde artışa neden olduğunu ancak Asya ülkelerinin talebinde bir artış meydana getirmedeğini, Asya krizinin ise Asya ülkelerinin rezerv talebinde artışa neden olduğu, ancak Latin Amerika ülkelerinin talebinde bir değişiklik yaratmadığını saptamışlardır. Yazarlara göre 1997-98 Asya krizinin bazı özel yanları, rezerv talebindeki ihtiyat amaçlı değişimi açıklayabilmektedir. Kriz esnasında sermaye akımlarında tersine dönüşün boyutları ve hızı şaşırtıcı olmuştur. 1994 krizi esnasında Latin Amerika ülkeleri piyasalarından çıkışların gerçekleşmesi bir sürpriz olmamış, ancak kriz yıllarına kadar yüksek büyüme performansı sergileyen, kamu mali dengeleri güçlü, dışa açıklık oranları yüksek Asya ülkelerinin krizlere karşı

²⁷ Joshua Aizenman and Nancy Marion. "International Reserve Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection", *The Economic Journal*, vol. 114, 2004, s. 589.

²⁸ Joshua Aizenman and Jaewoo Lee, "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence," IMF Working Paper, WP/05/198, 2005, ss. 14-15.

sanıldığından çok daha kırılgan oldukları ortaya çıkmıştır. Kriz aynı zamanda sert üretim ve yatırım daralmalarına neden olmuş, eski seviyelere ulaşılması beklendiğinden daha çok vakit almıştır. Neden oldukları maliyete rağmen rezerv birikimindeki ihtiyat amaçlı talep artışının toplumsal refahı artırıcı etkilerini ortaya koymak amacıyla geliştirdikleri modele göre, bankalar finansal aracılık işlevlerini yürütürken kısa vadeli borçlanıp, toplumun gelir seviyesinde artış sağlayacak uzun vadeli yatırımları finanse etmektedirler. Sermaye hareketlerinin tersine dönmesi ve bankaların bu yatırımları likide etme zorunluluğunun ortaya çıkması durumunda toplumsal refah bundan olumsuz yönde etkileneceğinden, uluslararası bir son ödeme mercii yokluğunda parasal otoriteler, bu tür ters akımların ekonomi üzerindeki yıkıcı etkilerini hafifletmek amacıyla rezerv talebini artırmaktadırlar.

Li ve Rajan (2005)²⁹, bir ülkenin zayıf makroekonomik temellere sahip olmasına rağmen yüksek rezerv bulundurarak krizleri önleyip önleyemeyeceklerini araştırmışlardır. Asya ülkelerinde hızlanan birikimin bir bölümü ihracata dayalı büyüme stratejileri nedeniyle uyguladıkları düşük döviz kuru politikalarından, bir bölümü de ihtiyat amaçlı talebin artmasından kaynaklanmaktadır. İhtiyat amaçlı talepte rezervlerin iki fonksiyonu yerine getirmesi beklenmektedir; kriz yönetimi ve krizi önleme. İlki krizin yol açabileceği maliyeti azaltmaya ilişkin beklentilerdir. İkincisi ise yüksek rezerv seviyesinin ülke ekonomisinin gücünün bir göstergesi olarak algılanması, yatırımcılara sunduğu güven nedeniyle hızlı bir sermaye çıkışının yaşanmaması ve dolayısıyla krizin gerçekleşme ihtimalinin azalmasıdır. Birçok çalışma rezervlerin, kısa vadeli borçlara veya para arzına oranının güçlü kriz tahmin edicileri olduğunu göstermektedir. Hatta yüksek rezerv seviyesinin, ülke ekonomilerinin tüm diğer zayıf yönlerini telafi edebileceği iddia edilmektedir. Yazarların oluşturdukları modele göre makro temeller güçlü ise kriz yaşanmamaktadır. Sahip olunan yüksek rezerv seviyesi, makroekonomik temellerde belli ölçülerde zayıflıkları telafi edebilmektedir. Makro temellerdeki zayıflık, belli eşikleri aştığı takdirde ise yüksek rezerv seviyesi krizi önleyememektedir.

²⁹ Jie Li and Ramkishan s. Rajan “Can High Reserves Offset Weak Fundamentals? A Simple Model of Precautionary Demand for Reserves” LKY School of Public Policy, National University of Singapore Working Paper 13-05, 2005

Feldstein (1999)³⁰, Asya krizi deneyiminden yola çıkarak gelişmekte olan ülke ekonomilerinin likidite pozisyonlarını artırmak yoluyla kendilerini finansal krizlerden koruma mekanizmaları geliştirmeleri gerektiğini vurgulamıştır. Uluslararası finansal krizler geçmişte hep var olduğu gibi gelecekte de olmaya devam edecektir. 1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri piyasanın risk algılamalarında gerçekleşen değişiklikler nedeniyle, normal dönemlerde problem yaşamaması gereken ülke ekonomilerinin bile olumsuz yönde etkilenebileceklerini göstermiştir. Gelişmekte olan ülkeler, IMF ya da diğer uluslararası kuruluşlara kriz dönemlerinde güvenmemeli, kendilerini koruma mekanizmalarını kendileri oluşturmalıdır. Bu koruma mekanizmaları, doğru makroekonomik politikaların uygulanmasının ötesine geçmelidir. Çünkü krizlerin bulaşma etkisi, riske duyarlılığın artması ve irrasyonel spekülasyon gibi nedenlerle cari dengeleri açık vermeyen, kısa vadeli dış borçları düşük seviyede olan, sağlıklı bir bankacılık sistemine sahip olan ülkelerin de krizlerin zararlı etkilerine maruz kaldıklarını göstermiştir. Likidite, kendini koruma mekanizmalarının en önemli unsurudur. Yüksek likidite ülke ekonomisine ve parasına duyulan güveni artıracak, bir spekülatif atak olma ihtimalini azaltacaktır. Ülke krize maruz kalsa bile sahip olunan likidite, krizin maliyetini büyük ölçüde azaltacaktır. Bu ihtiyaç, aslında ekonomik dengeleri güçlü olan, ancak kriz döneminde yeterli likidite sağlayamayan ülkeler için uluslararası bir son ödeme mercii yokluğundan dolayı ortaya çıkmaktadır. IMF'nin anlaşma yaptığı ülkelere sağladığı fonlar dilimler halinde ve ancak ülke belli şartları yerine getirdikten sonra kullanılmakta, bu yönüyle piyasa oyuncularına yeterince güven vermemektedir. Bunun ötesinde IMF'nin kaynaklarının sınırlı olması, bu kurumun bir son ödeme mercii fonksiyonu üstlenmesini engellemektedir. Gelişmekte olan ülkeler, 3 yöntemle sahip oldukları likiditeyi artırabilirler; kısa vadeli dış borçlarını azaltabilirler, uluslararası rezervlerini artırabilirler, teminatlı kredi imkanları sağlayabilirler.

Rodrik (2006)³¹, ilerleyen dönemde gelişmekte olan ülkelerin bu 3 yöntemden, yalnızca rezervlerin artırılması yöntemini gerçekleştirmelerini eleştirmekte,

³⁰ Martin Feldstein "Self-Protection for Emerging Market Economies" National Bureau of Economic Research Working Paper 6907, 1999, ss. 1-3.

³¹ Dani Rodrik "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", National Bureau of Economic Research Working Paper, W11952, 2006, ss. 6-7.

ekonomilere maliyeti çok yüksek olan kısa vadeli borçlanma miktarının azaltılmamasının rasyonel bir tercih olmadığını belirtmektedir. Genel kabul gören rezerv yeterliliği kurallarından Greenspan-Guidotti kuralına göre ülke rezervleri, en azından kısa vadeli dış borçları karşılayacak düzeyde olmalıdır. Dolayısıyla özel sektörün kısa vadeli borçlandığı durumda Greenspan-Guidotti kuralına bağlı kalan bir merkez bankası aynı tutarda döviz satın alacak, bu nedenle artan para tabanını sterilize etmek amacıyla kamu borçlanma senedi satacaktır. Görüldüğü gibi ekonomiye giren kaynak nete sıfırdır, çünkü alınan kısa vadeli borç rezerv olarak değerlendirilmektedir. Özel sektörün yatırım kapasitesi genişlememiştir, çünkü elinde faiz kazancı elde ettiği kamu borçlanma senetleri vardır. Diğer taraftan ülke ekonomisi açısından özel sektörün kısa vadeli borçlanma için ödediği faizle rezervlerin getirisi arasındaki farktan kaynaklanan bir maliyet ortaya çıkmaktadır. Bu açılarıdan bakıldığında hiçbir yararı olmayan bu stratejinin sürdürülmesinin nedenleri belirsizdir. Bir ihtimal kısa vadeli borçlanma üzerine sınırlamaların getirilmesinin yerli ve yabancı finansal çevrelerin çıkarlarını zedelemesi olabilir. Uluslararası finansal kuruluşlar da sermaye kontrollerine hep uzak durmuşlar, gelişmekte olan ülke ekonomilerine bu tür stratejileri asla önermemişlerdir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından yayınlanan çalışmaya göre (2006)³² son yıllarda gelişmekte olan ülke ekonomilerinde gözlemlenen rezerv artışının nedenlerini üç başlıkta toplamak mümkündür; rezervlerin sigorta işlevi görmesi, ihracata dayalı büyüme stratejileri ve finansal sistemlerinin gelişmişlik düzeyinin yetersizliği. 1990'larda ve 2000'li yılların başında yaşanan finansal krizler sonrasında uluslararası rezervler bir tür sigorta olarak görülmeye başlanmıştır. Döviz piyasalarında dalgalanmalar ve ödemeler dengesi şoklarının yaşandığı durumlarda ülke ekonomilerinin kırılganlığı rezervlerin seviyesi yükseldiği oranda azalmaktadır. Son yıllarda özellikle sermaye hareketlerinde ani ters dönüş riskine maruz kalan gelişmekte olan ülkeler, rezerv artırımını yoluyla bu tür olumsuz gelişmelerin kendi büyüme oranları üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmaya çalışmaktadırlar.

³² European Central Bank, (2006). "The Accumulation of Foreign Reserves," Occasional Paper Series, No:43, February 2006, ss. 12-13.

Herhangi bir nedenle yabancı yatırımcıların kurun seviyesini aşırı değerli buldukları dönemlerde yerli para, ekonomik temellerden kopuk bir biçimde değer kaybına uğrayabilmektedir. Ekonomik bir gerekçesi olmasa dahi yerli yatırımcıların da hızla pozisyon değişimine gitmeleri halinde hızlı devalüasyon, reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkilere yol açmaktadır. Yüksek rezerv seviyesine sahip bir merkez bankası, bu tür dönemlerde piyasalara döviz satma yoluyla müdahale ederek spekülasyon hareketleri engelleyebilir ve döviz piyasalarının sağlıklı işlemesine katkıda bulunabilir. Ödemeler dengesi şokuyla karşılaşan bir ülke de, hemen ithalat ve harcamalarını azaltmak yerine biriktirilen rezervlerini kullanarak şokların ekonomi üzerindeki etkilerinin zamana yayılmasını sağlayabilir. Bu şekilde ekonominin yeni duruma uyum sağlayabilmesi kolaylaşmış olacaktır. Finansal globalizasyonun artmış olması sebebiyle para birimleri, ülkelerin tamamıyla kendi kontrolleri dışında nedenlerle de hızlı değer kaybına uğrayabilmektedir. Örneğin gelişmiş ülkelerin faiz politikalarındaki değişiklikler uluslararası sermaye akımlarının hızla yön değiştirmesine neden olabilmektedir. Dolayısıyla sağlıklı makroekonomik politikaların izlenmesi, bir ülkenin kırılganlığının azaltılması için tek başına yeterli bir unsur olmayabilmektedir.

Düşük kur seviyesini korumak yoluyla ihracata dayalı büyüme stratejisi uygulayan bazı ülkelerin rezerv birikimleri son yıllarda hızlanmıştır. Özellikle Asya ülkeleri cari denge fazlalıklarının yanı sıra sermaye ve finans hesaplarındaki fazlalık nedeniyle değerlenme baskısı altında kalan para birimlerinin değer kazanmasını engellemek amacıyla sürekli piyasalara müdahale ederek döviz almaktadırlar. Çin bu ülkelerin başında gelmektedir.

Finansal sistemin özel tasarrufların ülkede ya da yabancı ülkelerde yatırıma yönlendirilmesi konusunda yetersiz kalması durumunda kamu sektörü devreye girmekte ve bu tasarrufları uluslararası rezerve dönüştürmektedir. Bu durum, özellikle sıkı sermaye kontrolleri uygulayan ve kamunun geleneksel olarak ekonomide ağırlığının fazla olduğu ülkelerde gözlenmektedir.

1.2. Uluslararası Rezerv Para Kavramı

Merkez bankaları nezdinde rezerv olarak birikim, ihraç eden ülke dışında gerçekleştirilen işlemlerde geçerliliği kabul edilen uluslararası para birimlerinin üstlendikleri fonksiyonlardan yalnızca bir tanesidir³³. Kenen³⁴, uluslararası bir para birimi olarak ABD dolarının kullanım alanlarını aşağıdaki tabloda özetlemektedir.

Tablo 1.1:

Uluslararası Para Birimi Olarak ABD Dolarının Üstlendiği Fonksiyonlar

Paranın Fonksiyonları	Devletler	Özel Aktörler
Birikim Aracı	Uluslararası rezervler	Para ikamesi
Değişim Aracı	Döviz müdahalelerinde kullanılan para birimi	Ticari işlemlerin faturalandırılması ve finansal işlemler
Değer Birimi	Sabit kur rejimlerinde çıpa işlevi	Ticari ve finansal işlemler

Kaynak: Kenen, Peter. "The Role of the Dollar as an International Currency". Occasional Papers No. 13, Group of Thirty, New York, 1983, s. 16.

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi herhangi bir para biriminin ülke içerisinde dolaşıma sürüldüğünde üstlendiği klasik fonksiyonlar, uluslararası düzeyde de taşınabilmektedir. Tabloda uluslararası bir para biriminin devletler ve özel aktörler için bu fonksiyonları hangi çerçevede yerine getirdikleri gösterilmektedir. Örneğin yabancı para ülkelerin merkez bankalarınınca biriktirilebildiği gibi, yıllarca süren kronik enflasyon nedeniyle ulusal paraya güvenin azalması sonucunda, ülkedeki özel aktörler tarafından da biriktirilebilmektedir. Uluslararası pazarlarda işlem gören hammaddelerin fiyatlandırılması bir para birimi cinsinden gerçekleştirilmekte, dolayısıyla bu malların alım satım işlemleri de aynı para cinsinden gerçekleştirilmektedir.

Uluslararası bir rezerv paraya duyulan ihtiyaç, en fazla üstleneceği değişim fonksiyonu açısından önemlidir. Ticari işlemlerde bir ya da birkaç para biriminin kullanılması, işlem taraflarının kendi para birimlerini kullanmasından çok daha etkin

³³ Menzie Chinn and Jeffrey Frankel. "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?", Working Paper 11510, National Bureau of Economic Research, July 2005, s.4.

³⁴ Peter Kenen, "The Role of the Dollar as an International Currency". Occasional Papers No. 13, Group of Thirty, New York, 1983, s. 16.

sonuçlar doğuracaktır³⁵. Etkinlik 2 yönden sağlanmaktadır. İşlemlerin tek para birimi cinsinden gerçekleştirilmesi daha az sayıda döviz piyasasının yeterli olmasını, dolayısıyla yeni piyasalar oluşturulması nedeniyle katlanması gereken maliyetleri engellemektedir. Diğer taraftan daha az sayıda döviz piyasasının olması, bu piyasalardaki işlem hacimlerinin ve dolayısıyla da işlem maliyetlerinin azalmasını sağlamaktadır.

McKinnon, N adet para biriminin var olduğu bir dünyada, bunlardan yalnızca birinin rezerv para olarak belirlenmesinin işlem maliyetlerini nasıl düşüreceğini şu şekilde açıklamaktadır³⁶. Her para biriminin, uluslararası ticari işlemlerde kullanılması durumunda toplam " $N*(N-1) / 2$ " adet döviz piyasası olmak durumundadır. Yüzlerce ulusal paranın dolaşımında olduğu dünyada bu kadar fazla döviz piyasasının kurulması çok maliyet doğuracaktır. Ayrıca bu piyasalar sığ olacakları için işlem maliyetleri de yüksek kalacaktır. Oysa bu para birimlerinden yalnızca birinin rezerv para olarak seçilmesi ve işlemlerin bir tarafında hep bu para biriminin bulunması durumunda yalnızca "N-1" adet döviz piyasası kurulması gerekecektir.

1.3. Uluslararası Para Fonu'nun Uluslararası Rezerv ve Likidite Tanımları

Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) Ödemeler Dengesi Kılavuzu'na göre³⁷ uluslararası rezervler, "dış ödemelerin gerçekleştirilmesi ve kur seviyesini etkileyebilmek amacıyla döviz piyasalarına müdahale yapılabilmesi için parasal otoritelerin kullanımına hazır ve kontrolünde olan, ülkede yerleşik olmayanlar nezdinde bulundurulmuş yabancı para varlıklar" şeklinde tanımlanmaktadır. Bu tanım parasal otoritenin bilançosunun aktif tarafındaki brüt rezervleri kapsamakta, yükümlülük tarafını dikkate almamaktadır. Bu tanımda üzerinde durulması gereken bazı hususlar

³⁵ Ewe-Ghee Lim "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data", IMF Working Paper, WP/06/153, International Monetary Fund, 2006, s. 5.

³⁶ Ronald I. McKinnon, "The Euro Threat is Exaggerated" **The International Economy**, Vol.12 May/June 1998, ss. 32-33.

³⁷ International Monetary Fund, **Balance of Payments Manuel**, Fifth Edition, Washington, D.C., 1993.

bulunmaktadır. Bir yabancı para varlığın rezervler içerisinde yer alabilmesi için her şeyden önce ülke yerleşiklerinin nezdinde bulunmaması gerekmektedir. Bu varlıkların tamamı herhangi bir şarta bağlı olmaksızın parasal otoritenin her an kullanabileceği durumda olmalıdır. Bu varlıkların cinsleri döviz varlıkları (efektifler, döviz depoları, menkul kıymetler), altın, özel çekme hakları (SDR) ve IMF nezdinde bulundurulmuş rezerv pozisyonlarıdır.

IMF üyesi ülkeler, 1999 yılında “Özel Data İlan Standartları” uygulaması altında oluşturulan, “Uluslararası Rezervler ve Yabancı Para Likiditesi Data Şablonu” çerçevesinde raporlamalarını yapmaktadırlar*. 1990’lı yılların sonunda yaşanan finansal krizlerde ülkelerce ilan edilen uluslararası rezerv tutarlarının tam olarak gerçek durumu yansıtmaması, krizlerin tahmin edilmesini ve gerekli politika tepkilerinin hızla verilmesini engellemiştir. Bu dönemde aşağıda sunulan nedenlerle bazı ülkelerin rezervlerine ilişkin sağlıklı veriye ulaşmak mümkün olmamıştır.

“i) Rezerv varlıklar hakkında bilgilerin tam olarak sunulmaması;

- Rezervlerin bir bölümü, üçüncü tarafların kredileri için teminat olarak gösterilmekte, ancak rezervlerin ilanında bu tür bilgiler kamuoyuna açıklanmamaktadır. Buna ilave olarak ödünç verilen ya da repo işlemlerine konu olan menkul kıymetler için de gerekli bilgilendirme yapılmaması nedeniyle, rezervlerin gerçek likidite durumu tam olarak değerlendirilememektedir.
- Finansal durumu zayıflamış kurumlar nezdinde bulundurulmuş ve bir kriz anında kullanılması imkanı bulunmayan rezervler hakkında bilgi sunulmamaktadır.
- Farklı muhasebe uygulamaları nedeniyle sahip olunan rezerv varlıklarının değeri, olduklarından daha yüksek gösterilebilmektedir.

* Bu şablona ilişkin detaylı bilgiler IMF internet sitesinde, <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/sample.htm> sayfasında mevcuttur

- Farklı ülkelerin, farklı varlık türlerini uluslararası rezervler olarak ilan etmesi, bu ülkeler arasında borç ödeme gücü açısından bir karşılaştırma yapabilmeyi zorlaştırmaktadır.

ii) Kısa vadeli, yabancı para cinsinden kamu yükümlülükleri hakkında bilgilerin kamuoyuna tam olarak duyurulmaması;

- Parasal otoritelerin bilanço dışı işlemlerden kaynaklanan yükümlülüklerine ilişkin eksik bilgiler, gerçek rezerv durumunun yansıtılmasını engellemektedir. Örneğin türev piyasalarda alınan vadeli pozisyonlar hakkında açıklama yapılmaması, merkez bankalarının yabancı para çıkışlarının bilinmesini engellemektedir. Opsiyon pozisyonları da kur hareketlerinin sertleştiği dönemlerde merkez bankası rezervlerini belirgin bir biçimde etkileyebilmektedir.
- Merkez bankalarının ya da hükümetin potansiyel yabancı para yükümlülüklerinin bilinmemesi de rezerv seviyesinin tahminini güçleştirmektedir. Otoriteler bazı durumlarda anapara ve faiz ödemelerine ilişkin tam bilgileri vermekten kaçınabilmektedir. Örneğin krediler için verilen garantiler, ya da alınan borçların bazı özel durumlarda vadesinden önce ödenmesini gerektiren sözleşme şartları bazen duyurulmamaktadır.
- Açıklanan rezervler, istenildiği anda karşı taraf tarafından kullanılacak kredi limitlerine ilişkin bilgileri bazen içermemektedir.”³⁸

Uluslararası rezervlere ilişkin bilgilerin tam, doğru ve zamanında sunulmasının çeşitli yararları bulunmaktadır. Bu fonlar tüm ülke vatandaşlarına aittir ve parasal otorite, fonların etkin bir biçimde yönetilmesinden dolayı kamuoyu önünde hesap

³⁸ Anne Y. Kester, “International Reserves and Foreign Currency Liquidity; Guidelines for a Data Template”. International Monetary Fund, Washington, D.C., 2001, s. 2.

verebilmelidir. Rezervlerin seviyesi, uygulanan politikaların sürdürülebilirliği hakkında bilgi taşır. Böylece gerekli politika değişiklikleri zamanında yapılabilir. Ülke rezervlerinin seviyesi, yatırımcıların ülke riskini doğru bir biçimde değerlendirebilmelerini, ülkenin kırılganlıklarını daha iyi analiz edebilmelerini sağlar. Bu aynı zamanda IMF gibi uluslararası kuruluşların da ülkelerin ve bölgelerin ihtiyaçlarını daha etkin bir biçimde izleyebilmesi açısından önem taşımaktadır.

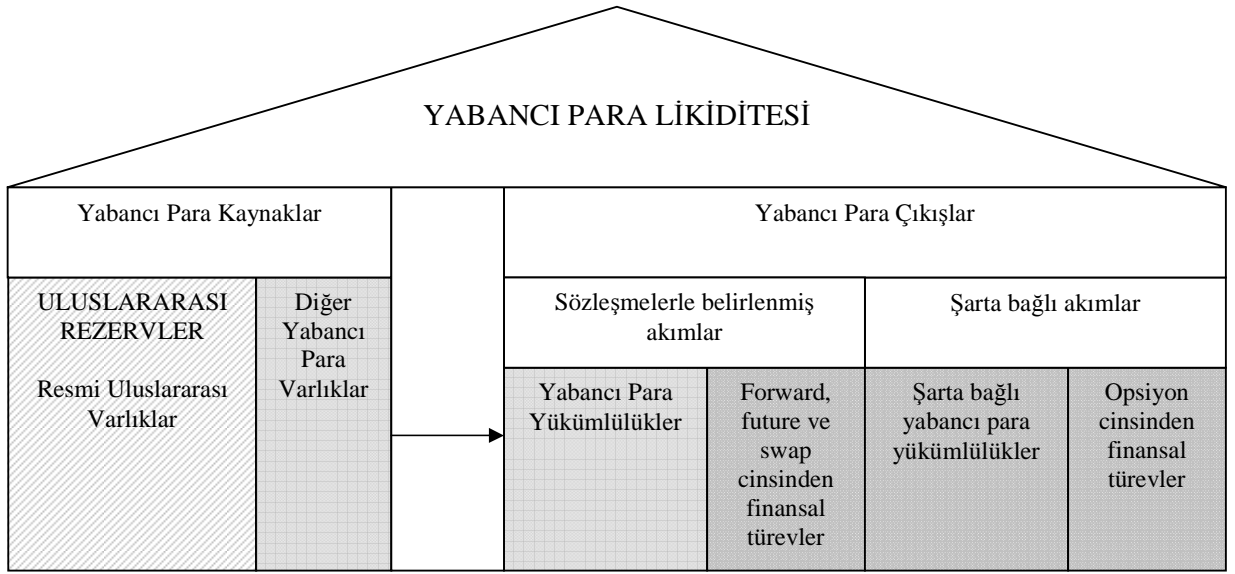
IMF'nin belirlediği şablonda ayrıca değerlendirilen “yabancı para likiditesi” ise daha geniş bir kavramdır. Yabancı para likiditesi, 2 bölüme ayrılmaktadır. Birinci bölümde yukarıda bahsedilen resmi uluslararası rezervler ve diğer yabancı para varlıklar yer almaktadır. Bu bölümde, resmi uluslararası rezervler arasında sayılmayan yerleşikler nezdinde bulundurulmuş yabancı para varlıklar ile, ülkenin para otoritesinin dışındaki diğer kamu kurumlarının sahip oldukları yabancı para varlıklara da yer verilmektedir. İkinci bölümde ise yapılan sözleşmeler gereği önceden belirlenmiş ya da belli şartların oluşması durumunda yabancı para varlıklarda kısa dönemde meydana gelecek değerşiklikler de dikkate alınmaktadır. Önceden belirlenmiş akımlara örnek forward, future, swap gibi türev ürün sözleşmelerinden kaynaklanan döviz giriş ve çıkışları verilebilir. Belli şartlara bağlı olarak gerçekleşmesi muhtemel çıkışlara ise opsiyon sözleşmeleri örnek olarak verilebilir. Görüldüğü gibi resmi uluslararası rezerv kavramı sadece bilanço kalemlerine ilişkin büyüklükleri içerirken yabancı para likiditesi kavramı bilanço içi ve dışı yabancı para hareketlerine neden olabilecek tüm varlık ve sözleşmeleri kapsamaktadır.

Yukarıda açıklanan kavramların şematik gösterimi aşağıda sunulmaktadır.

Şekil 1.1:

Uluslararası Rezerv ve Uluslararası Likidite Tanımları İlişkisi

- Bilanço içi yabancı para işlemler
- Bilanço dışı yabancı para işlemler
- ▨ Yerleşikliğe bağlı



Kaynak: Kester, Anne Y. "International Reserves and Foreign Currency Liquidity; Guidelines for a Data Template". International Monetary Fund, Washington, D.C., 2001, s.4.

1.4. Uluslararası Rezervin Bileşenleri

1.4.1 Döviz

Rezerv varlıkların en önemli bölümü depo ve menkul kıymet şeklinde değerlendirilen yabancı para varlıklardan oluşmaktadır. Merkez bankaları aynı zamanda bu yabancı paralar cinsinden krediler verebilmekte, türev ürün sözleşmelerine taraf olabilmektedirler.

Rezerv statüsündeki depolar, genelde yabancı merkez bankalarında, Uluslararası Ödemeler Bankası'nda (BIS) ve diğer bankalarda tutulan vadesiz mevduatlarıdır³⁹. Depoların istenildiği anda kullanılabilir durumda olmaları gerekmektedir. Ülke içi bankalar nezdinde bulundurulan döviz depoları rezerv statüsünde değildir. Menkul kıymetlerin rezerv statüsünde sayılabilmeleri için yüksek likiditeye sahip, satılabilir durumda ve uzun vadeli olmaları beklenmektedir. Halka açık olmayan şirketlerin hisse senetleri ya da menkul kıymet piyasalarında işlem görmeyen bono ve tahvil gibi borçlanma araçları rezerv olarak kabul edilmemektedir. Kredilerin ise kısa vadeli plasmanlardan oluşması gerekmektedir. İstenildiği anda geri çağırılması mümkün olmayan uzun vadeli krediler rezerv olarak kabul edilmemektedir.

Yapılan çalışmalara göre bir paranın uluslararası rezerv para statüsü kazanması için çeşitli özelliklere sahip olmaları gerekmektedir⁴⁰.

1. Üretim ve Ticaret: Dünya ekonomisinde ve ticaretinde yüksek paya sahip olan ülkelerin para birimleri, rezerv para olma konusunda da önemli bir avantaj sahibi olmaktadır. Dünya gayrisafi milli hasılası ve toplam ticareti içindeki payı son dönemlerde bir miktar gerilese de ABD, dünyanın en büyük ekonomisi olma özelliğini korumaktadır. Önümüzdeki dönemde euro bu açıdan ABD dolarına rakip olabileceğine sahiptir. Avrupa Birliği'nin genişlemesi ve parasal birlik üyesi ülkelerin artmasıyla euro çok daha geniş bir coğrafyada geçerli para birimi haline dönüşmekte, bu ülkelerle ticaret ilişkisi olan ülkelerin de likidite amaçlı rezervleri içerisindeki euro payını artırmalarına sebep olmaktadır.

2. Ülkenin finansal piyasaları: Bir para biriminin uluslararası rezerv statüsü edinebilmesi için, o parayı ihraç eden ülkenin sermaye ve para piyasalarının iyi gelişmiş, derin, aynı zamanda dışa açık olması gerekmektedir. Merkez bankaları uluslararası rezervlerinin önemli bir bölümünü döviz depo şeklinde değil, faiz getirisi olan menkul kıymetler şeklinde değerlendirmektedir. Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi, bu kıymetlerin likiditesini artıracak ve işlem maliyetlerini düşürecektir. Bu

³⁹ International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Newsletter, Volume VII, Number 2, 1999. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/news/pdf/1299.pdf>, s.6. (15.06.2009)

⁴⁰ Menzie Chinn and Jeffrey Frankel. "Why the Euro Will Rival the Dollar" **International Finance** 11:1, 2008, ss. 56-58.

anlamda New York ve Londra'nın en önemli finansal merkezler olarak Frankfurt'un önünde yer alması, euro açısından dezavantaj oluşturmaktadır. Bu tür finansal merkezler, ticari faaliyetler için uygun bir ortam oluşturmaları nedeniyle finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinin düşük olduğu ülke yatırımcılarından da ilgi görmektedir⁴¹. Uygun altyapı, başka ülkelerden ekonomik aktörlerin, daha düşük maliyetlerle borçlanma ve yatırım işlemleri gerçekleştirebilmelerini olanaklı kılmaktadır.

3. Paranın değerine duyulan güven: Uluslararası bir ödeme aracı işlevi gören rezerv paranın değerinde büyük dalgalanmalar olmaması beklenmektedir. Bunun ötesinde ödeme aracı olarak kullanılan para, büyük ölçüde değer saklama aracı olarak da talep görmektedir. Bu nedenle paranın uzun vadeli değerinde önemli bir kayıp yaşanmayacağına duyulan güven tam olmalıdır. Almanya ve İsviçre parasal otoritelerinin 1970'li yıllarda izledikleri politikalarla bu konuda uluslararası yatırımcılara sağladığı güvence yüksektir. 1980'li yıllarda ABD enflasyonunun seyri, dolara olan güveni biraz zayıflatmış olsa da 1990'lı yıllarda sağlanan istikrarla bu endişeler ortadan kalkmıştır. Ancak 2008 yılında başlayan global krizde ABD'nin izlediği genişlemeci para ve maliye politikaları doların gelecekteki değeri konusundaki endişeleri oldukça güçlü bir şekilde canlandırmış, rezerv sahibi ülkeleri farklı arayışlara yöneltmiştir.

4. Yaygın kullanım: Bir para biriminin kullanımının yaygın olması, diğer kullanıcıların da kararlarını etkilemektedir. Geçmişte herkesçe kabul gören bir para birimi, bu statüsünü olumsuz yönde etkileyen gelişmelerin yaşanması durumunda dahi bir değişim aracı olmaya devam edebilmektedir. İngiltere'nin ekonomik, politik ve askeri gücünü büyük ölçüde yitirmesine rağmen, sterlinin iki dünya savaşı arası dönemde hala en yaygın rezerv para olma statüsünü koruyabilmiş olması, bu alandaki atalet konusunda iyi bir örnek teşkil etmektedir. Rezerv parayı ihraç eden ülkenin ekonomik durumu, paranın kullanımı açısından ancak uzun vadede sonuçlar doğurabilmekte, kısa vadede yatırımcıların kararları üzerinde ani etkilere yol açmamaktadır.

⁴¹ Allen Greenspan, "The Euro as an International Currency" **Euro 50 Group Roundtable**, Washington, D.C. November 30, 2001.

Rezerv paranın kullanımında, kapsam ekonomilerinin varlığından da söz edilebilmektedir. Uluslararası ticarete konu olan mal bedelinin tespitinde kullanılan para birimi, finansal piyasalarda da en yaygın para birimi olmaktadır. Finansal piyasalardaki yaygınlık, döviz işlemlerinde de en yaygın işlem gören para birimi olmasını sağlamaktadır. Sabit kur rejimi uygulayan ülkeler de para birimlerinin karşılıklarını rezerv para cinsinden korumaya çalışmakta, dolayısıyla birikimlerini ve döviz piyasalarına müdahalelerini de aynı para cinsinden gerçekleştirmektedirler.

5. Politik İstikrar:

Bir para biriminin istikrarını belirleyen en önemli faktörlerden biri, parayı ihraç eden otoritenin uyguladığı para politikalarıdır⁴². Ancak politik istikrara sahip olunan bir ülkede uygulanan para politikaları, paranın satın alma gücünü koruyacak şekilde belirlenebilmektedir. Bu nedenle istikrarlı para birimleri hep güçlü bir devlete dayanmaktadır. Tarih boyunca ortaya çıkan ve uluslararası işlemlerde kullanılan para birimleri için geçerli bu olgu, günümüzde daha önemli hale gelmiştir. Çünkü örneğin Roma dinarı ya da Venedik dükası gibi çağının yaygın kabul gören paraları, içlerinde bir miktar altın da taşıdıkları için, ihraç eden otoritenin sağladığı güvencenin ötesinde bir değer garantisi barındırmıştır. Ancak günümüzün fiyat para sisteminde, banknotların böyle bir değer taşıması söz konusu değildir. Bu nedenle paranın arkasında duran otoritenin politik istikrarı, daha önemli bir husus haline gelmiştir.

1.4.2. Altın

Dünyada kullanılan en eski para birimi olan altın, çağlar boyunca parasal sistemlerin en önemli unsurlarından biri olmuştur⁴³. Altın içeriği olan ilk sikkeler, M.Ö. 8. yüzyılda şu anda Türkiye sınırları içinde olan Lidya Devleti tarafından bastırılmıştır. Daha sonraki dönemlerde ortaya çıkan tüm medeniyetler de altın para bastırmaya devam etmiş, bu sikkeler aynı zamanda uluslararası ticarete kullanılmıştır. Yüzyıllar

⁴² Robert A. Mundell, "What the Euro Means for the Dollar and the International Monetary System" *Atlantic Economic Journal*, Vol.26, No.3 September 1998, ss. 227-237.

⁴³ *Background and History*, 2010, <http://www.reserveasset.gold.org/background> (01.03.2010)

geçtikçe altın sikkeler yerini, değeri altına dayanan banker bonolarına ve daha sonra da devletler tarafından çıkarılan kağıt paralara bırakmıştır. İlk kez İngiltere 1717 yılında fiilen, 1816 yılında da resmi olarak ihraç ettiği tüm para karşılığında altın bulundurmaya taahhüt ederek altın standardı sistemini uygulamaya başlamıştır⁴⁴. 1870 yılı sonrasında diğer ülkelerin katılımıyla dünyada altın standardının en başarılı dönemi yaşanmaya başlanmış, ancak sistem 1914 yılında I. Dünya Savaşı'nın başlamasıyla sona ermiştir. İki savaş arası dönemde altına dayalı yeni bir uluslararası parasal sistem kurma girişimleri başarısızlıkla sonuçlanmış, ancak altın savaşın ardından Bretton Woods'ta kurulan sistemin de en önemli unsurlarından biri olmuştur. Diğer tüm para birimlerinin değeri ABD dolarına, ABD dolarının değeri de altına karşı sabitlenmiş, yine bir anlamda altına dayalı bir uluslararası parasal sistem oluşturulmuştur. Ekonomik büyümenin ivme kazandığı, enflasyonun düşük ve istikrarlı bir seyir izlediği dönem, 1971 yılında ABD açıklarının sürdürülemez boyutlara ulaşmasıyla sona ermiştir.

Bretton Woods sisteminden sonraki parasal sistemde altının merkezi rolü tamamıyla ortadan kalkmıştır. Bu tarihten itibaren ABD doları temel rezerv para birimi haline dönüşmüş, para biriminin değerini başka bir varlığa karşı sabitlemek isteyen ülkeler doları tercih etmeye başlamışlardır. 1978 yılında ABD'nin baskısıyla değiştirilen IMF anlaşması gereğince artık hiçbir üye ülke ulusal para biriminin değerini altına karşı sabitleyememektedir⁴⁵. Ancak altın günümüzde hala merkez bankalarının rezervlerinin bir bölümünü oluşturmaya devam etmektedir.

Uluslararası para sistemi içindeki azalan rolüne rağmen rezervler içinde bir miktar altın payının hala korunmasının nedenleri şunlardır⁴⁶;

Portföy Çeşitlendirme: Herhangi bir yatırım portföyünde olduğu gibi rezervlerin de farklı varlık türlerinden oluşması durumunda volatilité azalacak, rezerv getirisi daha istikrarlı bir seyir izleyecektir. Altının portföylere eklenmesi bu çeşitlendirmeye büyük

⁴⁴ Richard N. Cooper, "The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects" Brookings Papers on Economic Activity, Vol.1982, No. 1, 1982, s. 3.

⁴⁵ *Central Bank Agreements on Gold*, 2010, http://www.reserveasset.gold.org/central_bank_agreements (01.03.2010)

⁴⁶ Leyland, Jill "The Evolution in Central Bank Attitudes toward Gold" World Gold Council, 2010. http://www.gold.org/assets/file/rs_archive/WOR5821_The_Evolution, (01.03.2010)

katkı sağlamaktadır. Altın fiyatları d6nemsel olarak dalgalansa da bu durum d6nyada rezerv varlık olarak kabul edilen diğer para birimleri için de geçerlidir.

Altının diğer bir avantajı da, fiyatının tamamıyla piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirleniyor olmasıdır. Oysa rezerv varlık olarak saklanılan para birimlerinin değeri, bu paraları ihraç eden merkez bankalarının para politikası uygulamalarından etkilenmektedir.

Ekonomik G6venlik: Altın, diğer para birimleri cinsinden varlıkların aksine başka bir tarafın y6k6ml6l6ę6n6 içeren bir varlık t6r6 değildir. Bu y6n6yle de ekonomik anlamda daha g6venlidir. 6rneğin rezerv paranın değeri ihraç eden 6lke enflasyonundan etkilenmekteyken b6yle bir durum altın için geçerli değildir.

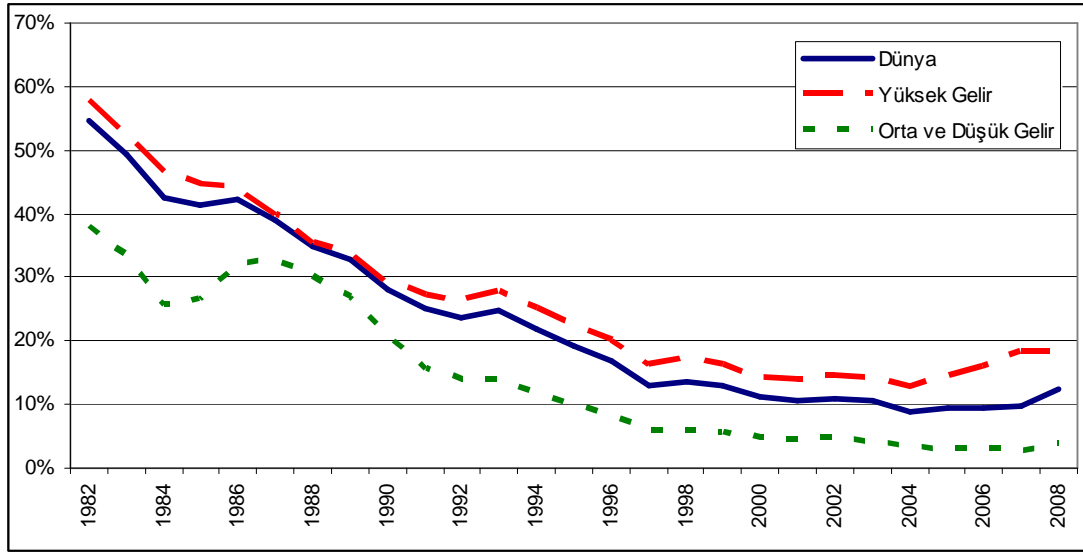
Fiziksel G6venlik: 6lkeler geçmişte bazı d6nemlerde sermaye hareketlerine kısıtlamalar getirmişlerdir. Bu durumlarda o 6lke nezdinde bulundurulan varlıkların geri alınmasında g6l6klerle karşılaşılabilmektedir. Bazen de varlıklar çeşitli nedenlerle tamamıyla dondurulmaktadır. Uygun bir şekilde muhafaza edildiğinde altın cinsinden varlıklara bu şekilde el konulması m6mk6n değildir.

Beklenmedik İhtiyaçların Karşılanması: D6nyada bazı d6nemlerde ekonomik ve politik çeşitli alt6st oluşlar yaşanabilmektedir. Uluslararası parasal sistemin 6kmesi, enflasyonda ani sıçrama, b6y6k bir savaşın patlak vermesi gibi az karşılaşılan, ancak gerekleşiğinde b6y6k zararlara yol açan durumlarda altın, 6lkelerin sahip oldukları en likit varlık haline gelmektedir. Değerlendirilme imkanlarının kısıtlı olması nedeniyle alternatif maliyeti olsa da olağandışı durumlar için bir sigorta işlevi 6stlenmektedir.

Aşağıdaki grafikte 1982 yılından itibaren altının merkez bankaları rezervleri içindeki payı, d6nya, y6ksek gelirli 6lkeler, orta ve d6ř6k gelirli 6lkeler bazında g6sterilmektedir. Grafikte de g6r6ld6ę6 gibi parasal sistemlerde 6stlendiği merkezi konum nedeniyle 6lkelerin sahip oldukları rezervlerin 6nemli bir b6l6m6n6 oluşturan altının payı, 1980'li yıllardan itibaren hızla gerilemeye başlamıştır. 1982 yılında y6zde 82 olan pay, 2004 yılına gelindiğinde y6zde 9'a kadar gerilemiştir. Merkez bankaları bu d6nemde rezervlerin getirisi konusunda daha duyarlı olmaya başlamış, (bazı 6d6n işlemleri dışında) herhangi bir getirisi olmayan altın yerine diğer para birimleri

cinsinden varlıkları tercih etmeye başlamışlardır. 2008 yılı sonuna gelindiğinde oran yüzde 12'ye yükselmiştir. Ülke grupları bazında bakıldığında ise yüksek gelirli ülkelerle, orta ve düşük gelir düzeyine sahip ülkelerin oranları arasında fark dikkati çekmektedir. İkinci gruptaki ülkelerde 2008 yılı sonu itibariyle oran yüzde 4 iken, yüksek gelir grubundaki ülkelerde yüzde 18'dir.

Şekil 1.2
Altının Uluslararası Rezervler İçindeki Payı (yüzde)

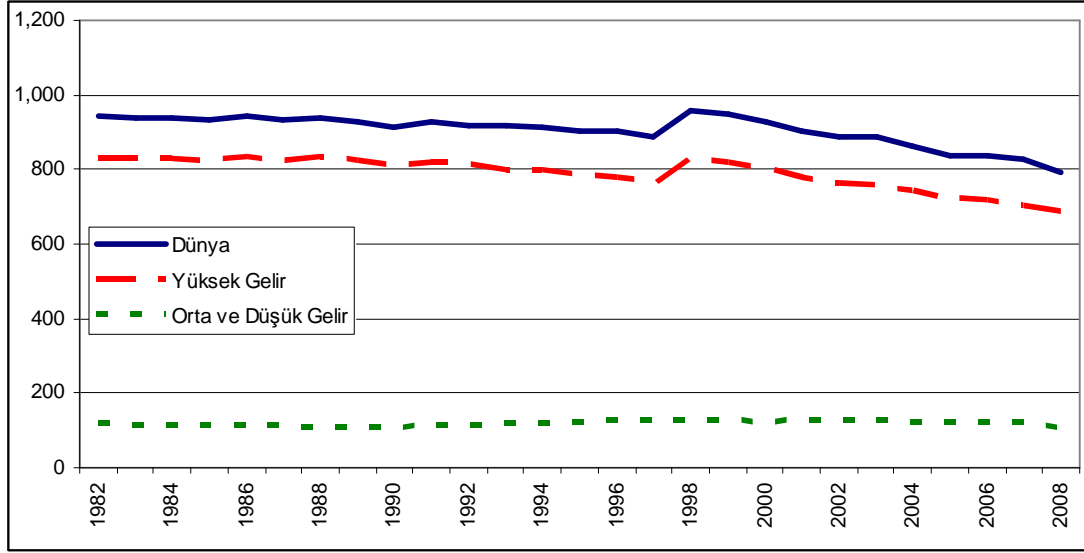


Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, <http://ddp-ext.worldbank.org>

Yukarıdaki grafikte 2000'li yıllardan itibaren, yüksek gelir grubu ülkelerin altına ilgileri artma eğilimi sergiliyor gibi görünse de bu ülkelerde altın/rezerv oranının yükselmesinin temel nedeni, altın fiyatlarındaki artış olmuştur. Aşağıdaki grafik, yine aynı ülke gruplarının parasal otoritelerinin sahip oldukları altınları bu kez seviye olarak (milyon ons cinsinden) göstermektedir. Grafikte de görüldüğü gibi 2000'li yıllarda merkez bankaları nezdinde bulundurulanan altın miktarı artmak bir yana, aslında bir miktar gerilemiştir. Ancak yine de son global kriz sonrasında Çin, Hindistan ve Rusya

gibi bazı gelişmekte olan ülkelerin, temel rezerv paraların gelecekteki değerlerine ilişkin endişelerle, rezervleri içerisindeki altın payını artırmak istedikleri bilinmektedir^{47 48}.

Şekil 1.3:
Uluslararası Rezerv Statüsünde Sahip Olunan Altın Düzeyi
(milyon ons)



Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators <http://ddp-ext.worldbank.org>

1.4.3 IMF Rezerv Pozisyonu

IMF nezdindeki Rezerv Dilim Pozisyonu, ülkelerin IMF’de bulundurdukları ve diledikleri takdirde çekebilecekleri yabancı para varlıklar ile IMF’nin Genel Borçlanma Düzenlemeleri ve Yeni Borçlanma Düzenlemeleri çerçevesinde ülkelere aldıkları borçlardan oluşmaktadır. Bu anlaşmalar IMF’nin bazı üye ülkelerle yaptığı, belli şartlar altında borç alabilmesine ilişkin ikili anlaşmalardır⁴⁹.

⁴⁷ Thomas Kutty and Kim Kyoungwha “India Buys IMF Gold to Boost Reserves as Dollar Drops”, Bloomberg, 3 November 2009, www.bloomberg.com (01.03.2010)

⁴⁸ Claudio Carpenter and Pham-Duy Nguyen “Gold Buying by Central Banks May Send Signal to Sell”, Bloomberg, 16 December 2009, www.bloomberg.com (01.03.2010)

⁴⁹ IMF Standing Borrowing Arrangements, 2010, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gabnab.htm> (15.02.2010)

Genel Borçlanma Düzenlemeleri (GAB-General Arrangements to Borrow), IMF'nin uluslararası para sistemini tehdit eden gelişmeler olduğu takdirde 11 gelişmiş ülkeden kredi almasına ilişkin anlaşmalardır. 2009 yılı itibariyle bu tutar 17 milyar SDR'dir.

Yeni Borçlanma Düzenlemeleri (NAB-New Arrangements to Borrow), 1995 Meksika krizi sonrasında IMF'nin kriz dönemlerinde ihtiyaç duyduğu acil fonlama ihtiyaçlarını karşılayabilmesi için GAB'la belirlenen borçlanma miktarını daha da artırmak amacıyla 26 ülke ile imzalanan anlaşmalardır. 2009 yılı itibariyle 34 milyar SDR'dir. Ancak GAB ve NAB anlaşmaları dahilinde kredi alınan toplam tutar 34 milyar SDR'yi aşmamaktadır.

1.4.4 Özel Çekme Hakları (SDR)

Özel Çekme Hakları (SDR), IMF tarafından 1969 yılında Bretton Woods sisteminin bir parçası olan sabit kur rejimlerinin ihtiyaç duydukları rezervlerin desteklenmesi için oluşturulmuş, uluslararası rezerv statüsünde bir varlıktır⁵⁰. Rezerv para olan doların ihracının, ABD'nin sahip olduğu altın rezervlerine bağlı olması nedeniyle uluslararası likiditenin, ekonomilerin ve ticaretin gelişimi oranında artamayacağı düşüncesinden yola çıkılarak ülkelerin ihtiyaç duyabilecekleri yabancı para rezervlerinin bir bölümünün bu kaynaktan sağlanması amaçlanmıştır⁵¹. SDR'nin oluşturulmasıyla rezerv biriktiren ülkelerin belli bir noktada dolara olan güvenlerinin sarsılarak karşılığı olan altını talep edeceklerini öngören Triffin paradoksunun da aşılacağı beklenmiştir. Oluşturulduktan kısa bir süre sonra Bretton Woods sisteminin çökmesi, ülkelerin önemli bir bölümünün sabit kur rejimlerini terk etmesi ve ihtiyaç duydukları dövizlere uluslararası sermaye piyasalarından borçlanarak ulaşabilmeleri nedeniyle SDR'nin önemini yitirdiği düşünülmüş, 2008 yılında başlayan global krize kadar miktarı ve fonksiyonu çok sınırlı kalmıştır.

⁵⁰ "Special Drawing Rights", 2010, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm> (15.02.2010)

⁵¹ Jocelyn Horne and Daehoon Nahm "International Reserves and Liquidity: A Reassessment", Macquarie Economic Research Papers, No.5/2000, April 2000, s. 2.

SDR aslında var olan bir para ya da karşılığında üye ülkelere IMF'den bir talepte bulunma hakkı veren bir varlık değildir⁵². Ükelere, sahip oldukları SDR miktarında diğer üyelere, başka ülke parası talep etme hakkı vermektedir. SDR sahibi olan ülke diğer ülke paralarına 2 şekilde sahip olabilmektedir.

İlk yöntem gönüllülük esasına dayanmaktadır. IMF, üye ülkeler arasında bir broker gibi yer almaktadır. Rezerv paraya ihtiyaç duyan ülke, sahip olduğu SDR'yi satmak istediğini IMF'ye bildirmekte, SDR'yi almak isteyen bir başka ülke ortaya çıktığında bu işlem gerçekleşmektedir. Alan ülke sahip olduğu rezerv parayı (örneğin ABD doları) satan ülkeye devretmekte, böylece sahip olduğu rezervlerin kompozisyonunu değiştirmektedir. Satan ülke ise herhangi bir şartlılığın olmadığı likiditeye ulaşmış olmakta, edindiği rezervleri döviz piyasalarına müdahale ederek veya ihtiyaç duyduğu diğer herhangi bir şekilde kullanabilme şansına kavuşmaktadır.

Dış dengelerindeki bozulma nedeniyle döviz rezervine ihtiyaç duyan ve SDR satmak isteyen bir ülke, karşısında gönüllü bir ülke bulamadığı takdirde IMF devreye girmekte ve dış fazla vermekte olan bir ülkeyi SDR'yi satın almaya zorlayabilmektedir. Bu mekanizma, SDR'nin likiditesini ve bir uluslararası rezerv olma statüsünü desteklemektedir.

SDR ilk oluşturulduğunda değeri altına endekslenmiştir. Bretton Woods sisteminin sona ermesinden sonra ise farklı ülke paralarından oluşan bir sepet para şekline dönüştürülmüştür. Bugün SDR'yi oluşturan para birimleri ABD doları, euro, Japon yeni ve İngiliz sterlinidir. SDR'nin değeri piyasada oluşan arz ve taleple değil, kendisini oluşturan paraların piyasa değerleri üzerinden hesaplanmaktadır. Faiz oranı ise haftalık bazda yine bu para birimlerinin 3 ay vadeli faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanmaktadır. Sepeti oluşturan para cinsleri IMF İcra Kurulu tarafından her 5 yılda bir gözden geçirilmekte ve sepetin içindeki ağırlıklarının bu paraların dünya ticareti ve finansal sistemindeki önemlerini yansıtmadığı yeniden değerlendirilmekte ve gerektiğinde değişiklikler yapılmaktadır.

⁵² “Special Drawing Rights”, 2010, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm> (15.02.2010)

IMF, kuruluş anlaşmasına göre üyelerine 2 şekilde SDR tahsisi gerçekleştirebilmektedir. “Genel tahsisat”lar, global düzeyde uzun vadeli rezerv varlıklara ihtiyaç doğması halinde yapılmaktadır. Şimdiye kadar, 3 kez genel tahsisat yapılmıştır; 1970-1972 arasında 9,3 milyar SDR, 1979-1981 arasında 12,1 milyar SDR, en son 7 Ağustos 2009 tarihinde ise 161,2 milyar SDR. Toplam SDR hacmi ilk ihraç edildiği dönemde bazı çevrelerde oluşan beklentilerin aksine son tahsisata kadar çok sınırlı kalmıştır. IMF Governörler Kurulu, 2009 Nisan ayında G20 zirvesinde alınan kararlar doğrultusunda hareket ederek global krizin olumsuz etkilerinin azaltılması amacıyla SDR tahsisatının 250 milyar ABD doları artırılması kararı almıştır. Kararla global finansal krize karşı güçlü bir ortak tepkinin verilmesi ve krizin yol açtığı likidite sorunlarıyla karşılaşan üye ülkelerin makroekonomik uyum politikalarının desteklenmesi amaçlanmıştır. Uzun vadede de bu tahsisatın, gelişmekte olan üye ülkelerin yüksek maliyetli rezerv birikimlerini ve global dengesizlikleri bir miktar azaltacağı beklenmektedir.

“Özel tahsisat” ise IMF’ye 1981 yılından sonra üye olan ülkelere tahsisat yapılabilmesi amacıyla gerçekleştirilmiştir. 1997 yılında alınan karar, ABD’nin onayının gecikmesi nedeniyle 9 Eylül 2009 tarihinde uygulanabilmiş ve 21,5 milyar SDR daha üye ülke rezervlerine eklenmiştir. Dolayısıyla mevcut durumda SDR toplamı 204,1 milyara ulaşmıştır.

Üye ülkeler, yapılan tahsisat sonrasında IMF’ye SDR faiz oranından faiz ödemekte, sahip oldukları SDR tutarı üzerinden de faiz geliri elde etmektedirler. Dolayısıyla üye ülke kendisine yapılan tahsisatı kullanmadığı sürece bir faiz borcu ya da alacağı doğmamakta, ancak tahsisat nedeniyle bir miktar komisyon masrafiyla karşılaşmaktadır. SDR tahsisatının bir diğer ülkeden rezerv para sağlanması amacıyla veya IMF’ye olan borçların ödenmesi için kullanılması durumunda sahip olunan SDR ile tahsisat arasında kalan miktar için faiz ödenmekte, rezerv para sağlayan üye ülke ise faiz geliri elde etmektedir.

Yalnızca IMF, IMF üyesi ülkeler ve bazı resmi kurumlar SDR sahibi olabilmekte, bu varlıklar özel şirket ve kişilere devredilememektedir. Aynı zamanda

IMF ve diğer bazı uluslararası kuruluşlar tarafından hesap birimi olarak da kullanılmaktadır.

2. BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERV BİRİKİMLERİ VE ÜLKE UYGULAMALARI

2.1. Uluslararası Rezerv Seviyesindeki Değişim

Ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervler 1960 yılındaki 22 milyar dolar seviyesinden 2009 yılı sonu itibariyle 8,5 trilyon dolar seviyesine ulaşmıştır*. Bu dönemde yıllık ortalama artış hızı yüzde 13 olarak gerçekleşmiştir. 1960 yılından 1969 yılına kadar olan dönemde yıllık ortalama yüzde 7 artan rezervler, 1950 ve 1960'lı yıllarda geçerli olan Bretton Woods sisteminin çökmesiyle 1970 ve 1971 yıllarında sırasıyla yüzde 42 ve 68 oranında hızlı bir artış göstermiştir. Sistemin çöküşünü izleyen 1970 ve 1974 yılları arasında toplam rezerv seviyesi 4,4 kat artarak 40 milyar dolardan, 177 milyar dolara ulaşmıştır. 1974 sonrasında 2001 yılı sonuna kadar olan dönemde yüzde 10'a düşen ortalama artış oranı daha sonra tekrar yükselmiş, 2002-2007 yılları arasında yüzde 21'e ulaşmıştır. Global krizin etkilerini hissettirdiği 2008 yılında ise yılın ilk yarısında hızlı artış ivmesini koruyan rezerv seviyesi, yılın ikinci yarısında gelişmekte olan ülkelerin önemli bir bölümünde döviz piyasası müdahaleleri nedeniyle gerilemiş, 2008 yılını yüzde 10 artışla tamamlamıştır. Krizin etkilerinin hafiflemeye başladığı 2009 yılında rezervlerin artış hızı artarak yüzde 15 olmuş, toplam rezerv seviyesi 8,5 trilyon dolara ulaşmıştır.

Toplam rezerv seviyesinin artışında en çarpıcı rakamların gözlendiği dönem 2002-2007 yılları arası olmuştur. 2001 yılı sonunda 2,1 trilyon dolar düzeyinde olan uluslararası rezervler 2007 yılı sonunda 3 kattan fazla artarak 6,7 trilyon dolara ulaşmıştır.

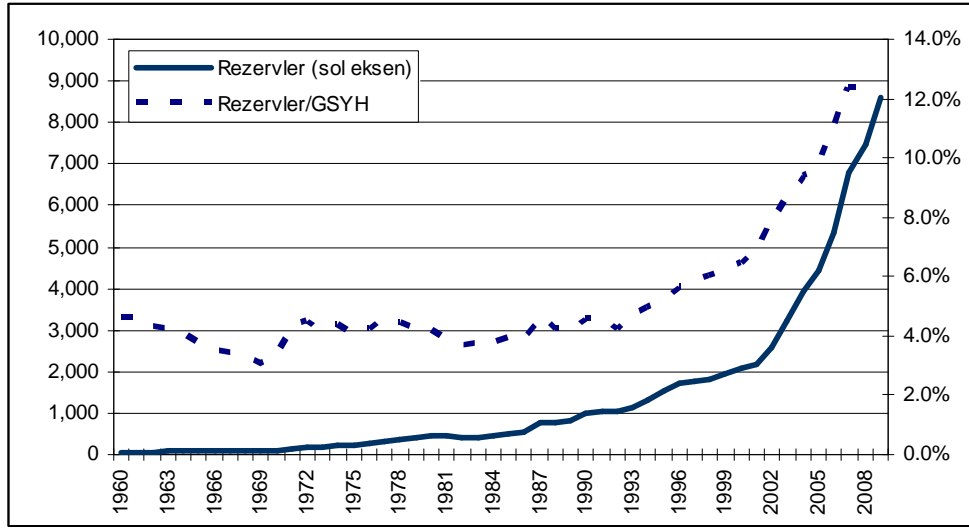
Aşağıdaki grafikte 1960 yılından itibaren gerçekleşen artış, ABD doları cinsinden toplam uluslararası rezervler ve gayrisafi yurtiçi hasılaya (GSYH) oranları şeklinde gösterilmektedir. Grafikte de görüldüğü gibi söz konusu dönemde yalnızca

* Bu bölümde yer alan ülke ve ülkeler grubu verileri, IMF'in "International Financial Statistics" ve Dünya Bankası'nın "World Development Indicators" veri tabanlarından alınmıştır.

rezervlerin mutlak seviyesi değil, GSYH'ya oranları da önemli ölçüde artmıştır. 1960'lardan itibaren uzun süre yüzde 4'ler düzeyinde seyreden oran, 1990'lı yıllarda artmaya başlamış, 2000 sonrası dönemde ise hızla yükselerek yüzde 10'u aşmıştır.

Şekil 2.1:

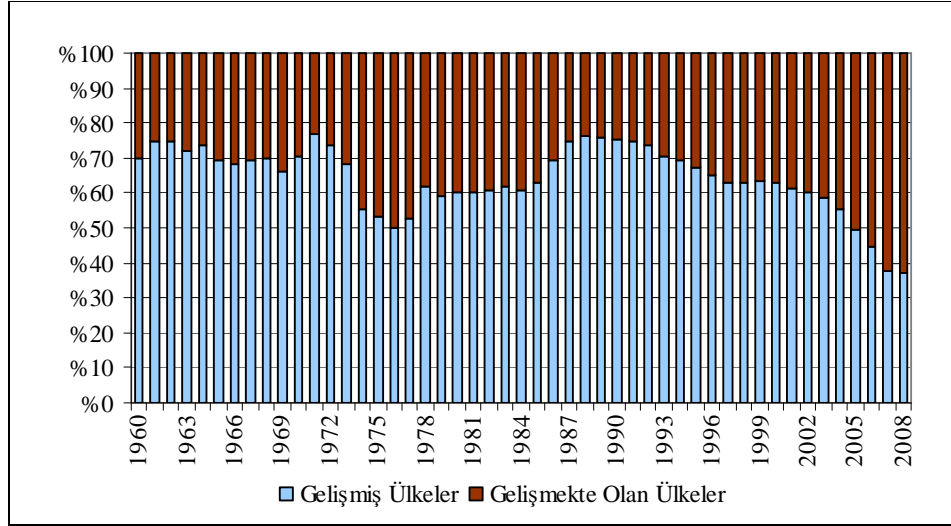
Uluslararası Rezervler (milyar ABD doları, 1960-2009)



Kaynak: IMF International Financial Statistics; Dünya Bankası World Development Indicators

2002-2009 yılları arasında gerçekleşen uluslararası rezerv artışının önemli bir bölümü, gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) rezervlerindeki artışlardan kaynaklanmıştır. Toplam rezervler içindeki yüzde dağılım aşağıdaki grafikte görülebilmektedir. 1988 yılında % 24 olan GOÜ payı 2004 yılında gelişmiş ülkelere eşitlenmiş, 2008 yılı sonu itibariyle ise % 63'e ulaşmıştır.

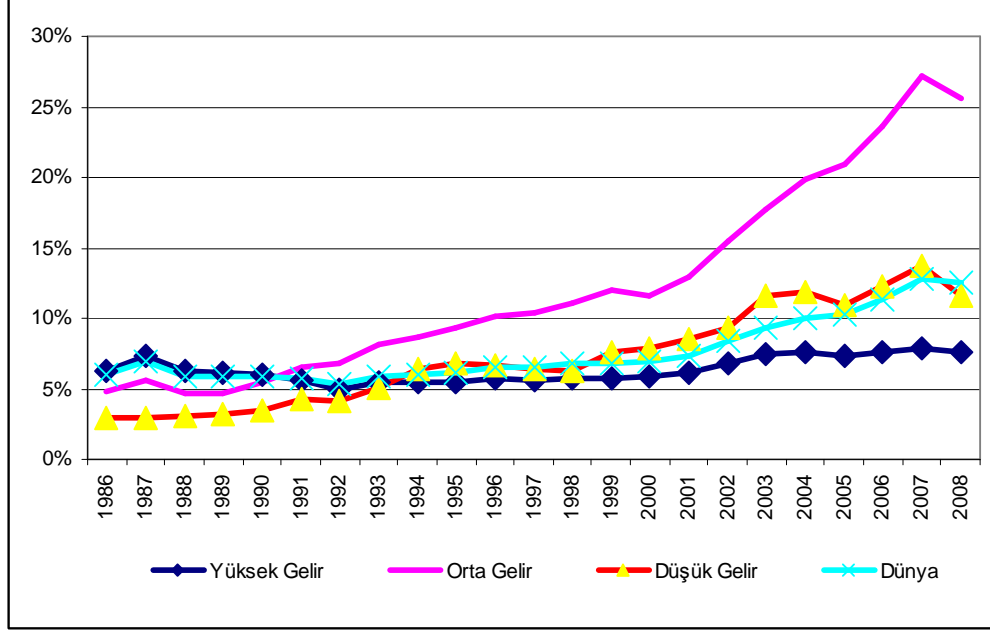
Şekil 2.2:
Uluslararası Rezervlerin Dağılımı (yüzde)



Kaynak: IMF International Financial Statistics

Aşağıdaki grafikte ise Dünya Bankası gelir grubu sınıflandırmasından yola çıkılarak hazırlanan uluslararası rezervlerin, milli gelire oranlarının yıllar itibariyle gelişimi verilmektedir. Sınıflandırma, yüksek, orta ve düşük gelir grubu olarak yapılmıştır. 1986 yılında tüm ülkelerin yüzde 3-6 arasında olan rezerv/GSYH oranları 1990'lı yıllardan itibaren önemli ölçüde ayrılmaya başlamıştır. Orta gelir grubu ülkeler 1990 yılında yalnızca yüzde 5 olan oranı 2000 yılında yüzde 12'ye, 2008 yılında ise yüzde 26'ya yükseltmişlerdir. Orta gelir grubu ülkelerin yanı sıra düşük gelir grubu ülkelerin de rezervleri bu dönemde milli gelirlerinin yüzde 12'sine ulaşmıştır. Yüksek gelir grubundaki ülkeler için oran çok düşük bir artış sergilemiş, 2000 yılında hala yüzde 6 olan oran, 2008 yılı sonunda ise yüzde 8'e yükselmiştir.

Şekil 2.3:
Uluslararası Rezervler/GSYH



Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

1995-2007 yılları arasında gerçekleşen toplam uluslararası rezerv artışında, gelişmekte olan ülkelerin yoğunlukta olduğu bölgeler arası dağılıma ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda görülebilmektedir.

Tablo 2.1:
Rezerv Artışında Bölgesel Paylar (milyar ABD doları)

	1995-1996	Artış Payı	1997-1998	Artış Payı	1999-2001	Artış Payı	2002-2007	Artış Payı	2008-2009	Artış Payı
BDT	10,181	3%	-4,033	-4%	27,787	7%	489,246	11%	-47,193	-3%
Orta Avrupa	31,586	8%	17,090	15%	7,882	2%	214,032	5%	44,371	3%
Afrika	8,150	2%	9,388	9%	23,612	6%	224,652	5%	54,864	3%
Gelişen Asya	73,982	19%	43,496	39%	106,358	27%	1,757,004	38%	879,611	51%
Orta Doğu	15,900	4%	3,668	3%	20,796	5%	496,293	11%	141,886	8%
Latin Amerika	47,369	12%	5,554	5%	-4,492	-1%	261,656	6%	90,130	5%
Dünya	391,527		110,312		387,821		4,588,197		1,726,042	

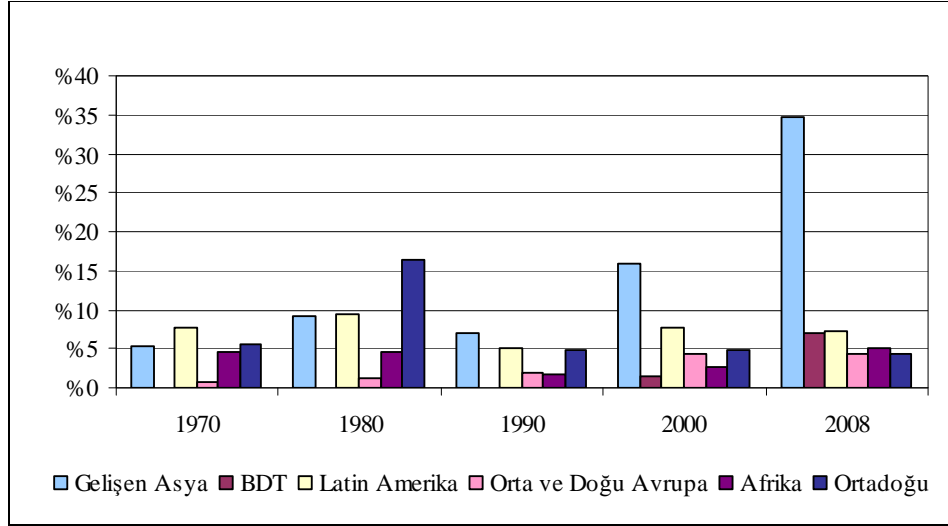
Kaynak: IMF International Financial Statistics

Tabloda farklı alt dönemlerdeki rezerv artış toplam tutarları ve bu dönemlerde toplam rezerv artışı içerisindeki bölge payları yer almaktadır. 1995-1996 yıllarında ortalama 196 milyar ABD doları artan rezervler, Asya ülkelerinden başlayarak bir global krize dönüşen 1997-1998 döneminde, krizden olumsuz etkilenen ülkelerin rezerv kayıpları nedeniyle yıl başına 55 milyar ABD doları artmıştır. Krizin etkilerinin hafiflemeye başladığı 1999-2001 döneminde eski seviyelerine doğru hareket eden rezerv seviyelerindeki yıllık artış miktarı 129 milyar dolara ulaşmıştır. Global büyümenin ivme kazandığı 2002-2007 arasındaki dönemde ise yıllık artış tutarı, özellikle Asya ülkelerindeki hızlı artışlarla ortalama 765 milyar dolar olmuştur.

1995-2007 yılları arasındaki artışta en çok paya yüzde 36 ile gelişmekte olan Asya ülkeleri sahiptir. 2002-2007 döneminde gerçekleşen toplam 4,588 milyar dolarlık rezerv artışı içerisindeki payı yüzde 38, global kriz dönemindeki payı ise yüzde 51 olarak gerçekleştirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin, toplam rezerv içindeki paylarının artışının, büyük ölçüde bu ülkelerden kaynaklandığı aşağıdaki grafikte görülebilmektedir. 1970 yılında yüzde 5 olan payları, 2000 yılında yüzde 16'ya, 2008 yılında ise yüzde 35'e yükselmiştir. Latin Amerika'nın payı yüzde 5-10 aralığında seyretmiştir. 1970'te yüzde 6 olan paylarını petrol fiyatlarındaki artış sonucu 1980'de yüzde 16'ya yükselten Ortadoğu ülkelerinin payı sonraki yıllarda gerilemeye başlamış, 2008 yılında yüzde 4 olmuştur*. BDT'nin 2000 yılında yüzde 1 olan payını 2008 yılında yüzde 8'e yükseltmiş olması da dikkat çekicidir.

* Bu gerilemenin petrol fiyatlarındaki artışa rağmen 2000'li yıllarda devam etmesi, Ortadoğu ülkelerinin petrol gelirlerinin bir bölümünü parasal otoritelerin kontrolünde bulunan rezervlere eklemeyip, kurulan fonlara aktararak değerlendirmelerinden kaynaklanmaktadır.

Şekil 2.4:
Rezervlerin Bölgesel Payları



Kaynak: IMF International Financial Statistics

Yukarıdaki bilgilerin bir benzeri, bu kez ülkeler bazında aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. Tabloda, 2002-2007 yılları arasında rezerv artışında ilk 15 sırayı paylaşan ülkelerin rezervlerindeki gelişime ilişkin bilgiler verilmektedir.

Tablo 2.2:
Rezerv Artışında Ülke Payları (milyar ABD doları)

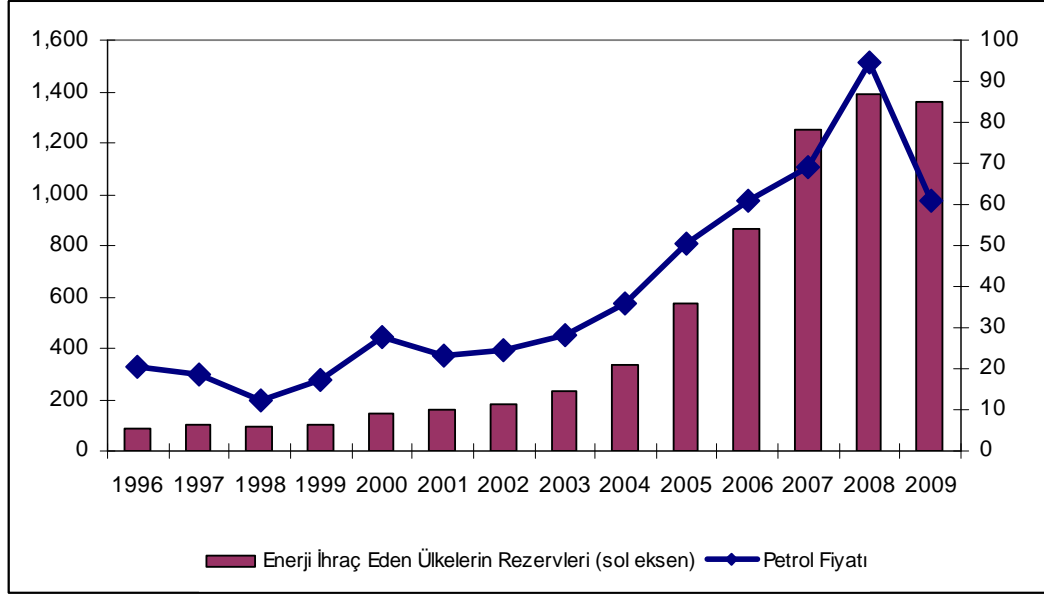
	1995-1996	Artış Payı	1997-1998	Artış Payı	1999-2001	Artış Payı	2002-2007	Artış Payı	2008-2009	Artış Payı
Çin	54,125	14%	42,148	38%	66,417	17%	1,314,676	29%	885,765	51%
Japonya	90,787	23%	-1,177	-1%	179,684	46%	557,630	12%	69,451	4%
Rusya	7,296	2%	-3,475	-3%	24,741	6%	434,208	9%	-50,101	-3%
Tayvan	-4,416	-1%	2,303	2%	31,870	8%	148,100	3%	77,887	5%
Kore	8,398	2%	17,937	16%	50,779	13%	159,398	3%	7,782	0%
Hindistan	472	0%	7,171	7%	18,530	5%	221,117	5%	-1,807	0%
Brezilya	21,253	5%	-15,743	-14%	-7,017	-2%	143,870	3%	57,931	3%
Singapur	18,668	5%	-1,887	-2%	600	0%	87,280	2%	24,846	1%
Tayland	8,399	2%	-8,906	-8%	3,530	1%	52,867	1%	50,262	3%
Meksika	13,154	3%	12,366	11%	12,942	3%	42,369	1%	12,480	1%
Libya	57	0%	1,244	1%	7,531	2%	64,604	1%	19,621	1%
Malezya	1,586	0%	-1,450	-1%	3,963	1%	71,497	2%	-5,588	0%
Türkiye	9,267	2%	3,053	3%	-610	0%	54,505	1%	-2,510	0%
Norveç	7,491	2%	-7,469	-7%	4,229	1%	37,562	1%	-11,980	-1%
Nijerya	2,690	1%	3,025	3%	3,356	1%	40,878	1%	-6,501	0%
Dünya	391,527		110,312		387,821		4,588,197		1,726,042	

Kaynak: IMF International Financial Statistics

Tabloda yer alan 15 ülkeden 8'i Asya ülkesidir. İlk sırada olan Çin, rezervlerinin artış hızı ve ulaştığı boyut bakımından diğer tüm ülkelerden büyük ölçüde ayrılmaktadır. Çin, Asya krizi yıllarında bile rezervlerini 42 milyar ABD doları artırmış ve 1997-98 yıllarında dünya rezerv artışının yüzde 38'lik bölümünü gerçekleştirmiştir. 2002-2007 yılları arasındaki toplam rezerv artışı ise 1,3 trilyon dolar olmuştur. Japonya, ihracata dayalı sanayisiyle ve sık sık gerçekleştirdiği döviz piyasası müdahaleleriyle rezerv birikimi açısından diğer gelişmiş ülkelerden ayrılmaktadır. Tabloda yer alan 2 gelişmiş ülkeden diğeri olan Norveç ise ihraç ettiği petrol gelirleri sayesinde rezerv biriktirmiştir. Rusya, yaşadığı 1998 krizinin etkilerini, 2000'li yıllarda artan enerji fiyatları sayesinde atlatabilmiş ve 2002-2007 yılları arasında en çok rezerv biriktiren üçüncü ülke olmuştur. Tabloda üst sıralarda yer alan Asya ülkeleri, özellikle yüksek teknoloji sektöründe oluşan balonların etkisiyle ekonomisi yavaşlayan ABD'nin tekrar toparlanmasıyla güçlü ihracat rakamlarına ulaşabilmiş ve rezerv birikimlerini hızlandırmışlardır. Türkiye ise 2001 yılında geçirdiği ağır ekonomik kriz sonrasında makro dengelerini düzeltmiş, kurumsal altyapısını yenilemiş ve uluslararası yatırımcılara sunduğu güven sayesinde artan sermaye girişleriyle 2002-2007 yılları arasında 55 milyar dolar rezerv biriktirmiştir.

Son yıllarda rezerv artışında etkin olan faktörlerden biri de enerji fiyatlarındaki artış olmuştur. Aşağıdaki grafikte 1996-2008 yılları arasında Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği (OPEC) tarafından yayınlanan varil başına yıllık ortalama petrol fiyatları ile enerji ürünleri ihraç eden ülkelerin, bu ihracat kalemlerinden elde ettikleri gelirler gösterilmektedir. Global büyümenin yarattığı talep artışı ve arzda yaşanan sıkıntılar nedeniyle 2000'li yılların başından itibaren petrol ve petrole endeksli doğalgaz gibi enerji kaynaklarının fiyatlarında meydana gelen hızlı artışlar, Suudi Arabistan, Rusya ve bazı Ortadoğu ülkeleri başta olmak üzere bu ürünleri ihraç eden ülkelerin uluslararası rezervlerinde önemli artışlara yol açmıştır. 2008 yılı ikinci yarısında global resesyona ilişkin kaygıların derinleşmesi enerji fiyatlarının da gerilemesine yol açmış, bu ülkelerin sahip oldukları gelirler bir miktar gerilemiştir.

Şekil 2.5:
Enerji İhraç Eden Ülkelerin Toplam Döviz Rezervleri
(milyar ABD doları)



Kaynak: IMF International Financial Statistics; OPEC

Tabloda yer alan rezerv rakamları, bu ülke varlıklarındaki toplam artışları yansıtmamaktadır. Bu ülkelerden bazıları gelirlerinin bir bölümünü, resmi rezerv tanımına girmeyen çeşitli amaçlarla oluşturulmuş fonlara yöneltmekteyken, bazı gelirler de ülke yönetimini elinde tutan kesimlerin kişisel servetlerine dönüşmekte ve bu rakamlar tam bir şeffaflıkla açıklanmadıkları için bu ülkelerin dış varlıklarındaki artışlar kesin olarak bilinmemektedir. Enerji kaynaklarının gelirlerini gelecek kuşaklarca da paylaşılmasını sağlamak amacıyla Norveç, enerji fiyatlarındaki dalgalanmalardan bütçe gelirlerinin etkilenmemesi amacıyla Rusya gibi ülkelerce oluşturulan istikrar fonları ve son yıllarda gerek cari fazlaları, gerekse emtia fiyatlarındaki artışlar nedeniyle rezervleri hızla artan bazı ülkelerce oluşturulan, farklı yatırım alanlarına yönelen “ülke yatırım fonları” hakkında daha detaylı bilgiler aşağıda yer almaktadır.

2.2. Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu

Çağlar boyunca birçok para birimi tedavüle çıkarılmasına rağmen, uluslararası ekonomik faaliyetlerde belli bir dönemde yalnızca bir ya da birkaç para birimi genel kabul görmüştür.⁵³ Yedinci yüzyıla kadar, Bizans İmparatorluğu'nun hakimiyetinin güçlü olduğu dönemlerde altın "solidus" uluslararası ticarete temel değişim aracı olarak kullanılmıştır. 7. yüzyıldan itibaren bu statü Arap dinarına geçmiştir. 13. yüzyılda bu konuma ulaşan Floransa florini, iki yüzyıl sonrasında yerini ekonomik olarak yükselen yeni güç olan Venedik'in para birimi dukaya bırakmıştır.

ABD doları öncesinde ise İngiltere sterlini temel rezerv para birimi olmuştur. 18 ve 19. yüzyılın emperyal gücü İngiltere, dünyanın en önde gelen gıda ve hammadde ithalatçısı, hizmet ve imalat sanayi ürünleri ihracatçısı konumuna sahip olmasının da desteğiyle aynı zamanda finansal bir merkez haline de gelmiştir. Bazı kaynaklara göre 19. yüzyılda yapılan dünya ticaretinin yüzde 60-90 oranında bir bölümü, sterlin cinsinden gerçekleştirilmiştir⁵⁴. 1899 yılında İngiliz sterlininin bilinen resmi uluslararası rezervler içindeki payı, o dönemde en yakın rakipleri olan Fransız frankı ve Alman markının toplamının yaklaşık iki katı olmuştur. 1913 yılında sterlinin payı toplam rezervlerin yarısına yakinken, Fransız frankının payı yüzde 33, Alman markının payının ise yüzde 16 olmuştur⁵⁵. 1914 yılında ABD'de Federal Rezerv Sistemi'nin kurulmasıyla New York da önemli bir finans merkezi olma yolunda ilerlemeye ve dünyada ABD dolarının kullanımı yaygınlaşmaya başlamıştır. İki dünya savaşı arası dönemde Alman markının payı gerilemiş, İngiliz sterlini, Fransız frankı ve ABD doları rezervler için tercih edilen para birimleri olmuştur. 1940 yılına gelindiğinde sterlinin payı gerilemiş olsa da, iki dünya savaşı arası dönemde dünya ekonomisi ve uluslararası ticaret içindeki payı önemli ölçüde artmış olan ABD'nin para birimi doların iki katı düzeyinde bir paya sahip olmaya devam etmiştir. Ancak 1945 yılı sonrasında durum tamamıyla değişmiştir. Kolonileriyle birlikte ekonomik ve askeri gücünü de yitiren İngiltere'nin yerini ABD

⁵³ Matsuyama, K., N. Kiyotaki and A. Matsui "Toward a Theory of International Currency" Review of Economic Studies 60, 1993, s. 283.

⁵⁴ Chinn, Menzie, Jeffrey Frankel. "Why the Euro Will Rival the Dollar" International Finance 11:1, 2008, ss. 49-50.

⁵⁵ Lindert, Peter H. "Key Currencies and Gold 1900-1913" Princeton Studies in International Finance no. 24, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1969.

almış, ABD doları Amerikan ekonomisinden aldığı güçle uluslararası ticaret ve finansa kullanılan temel para birimi olmuş ve bu statüsünü günümüzde dek korumayı başarmıştır.

Belli bir dönemde yalnızca bir para biriminin, uluslararası rezerv para olarak kabul görebileceği düşüncesi temel olarak “ağ dışsallıkları” argümanına dayanmaktadır. Varian⁵⁶, ağ dışsallıklarının 3 özelliğinden bahsetmektedir. Birincisi talep yönlü kapsam ekonomileridir. Buna örnek olarak en yaygın işletim sistemi olarak kullanılan “Windows” örneğini vermektedir. Daha fazla insanın Windows kullanması durumunda bu durum Windows’un kullanıcılar açısından değerini artıracak, bu da daha fazla tüketicinin Windows tercih etmesine neden olacaktır. İkincisi, daha fazla tüketicinin aynı ürünü tercih etmesi durumunda, üretim yönlü kapsam ekonomileri devreye girecek, üretimin ortalama maliyeti gerileyecektir. Üçüncü özelliği ise geniş bir ağ tarafından kullanılan ürünün piyasada üstünlüğü ele geçirmesinden sonra bu konumunu kaybetmesinin çok zor olmasıdır. Yine Windows örneğine dönülürse, Windows kullanan şirketler, hem yeni işletim sisteminin satın alma maliyeti, hem personelin bu sistem için ayrıca eğitime tabi tutulması nedeniyle doğacak maliyet, hem de diğer şirketler hala Windows kullanmaya devam edecekleri için yeni sistemin uyum problemlerinden kaynaklanacak maliyetler nedeniyle ancak başka çok önemli nedenlerin doğması durumunda başka bir işletim sistemine geçilmesine karar verebileceklerdir.

Ağ dışsallıkları argümanına göre rezerv para birimleri, doğal monopol özellikleri taşımaktadır⁵⁷. Eğer ticari bir işlem gerçekleştirilirken kullanılan para birimi, bu ticari işlem için ekstra bir maliyet doğurursa, tüm taraflar, herkesçe kabul göreceğine inandıkları para birimleri cinsinden işlem yapmayı tercih edeceklerdir. Bu nedenle günümüzde dünya toplam ticaret hacminin yaklaşık yüzde 30’u ABD ile gerçekleştirilmesine rağmen, doların merkez bankaları rezervleri içindeki payı bu orandan çok daha yüksektir. Çünkü uluslararası döviz piyasalarında dolar cinsinden işlemler arttıkça, bu para birimi kullanıcılar açısından daha cazip hale gelmektedir.

⁵⁶ Hal R. Varian, “Economies of Information Technology” in “Academic Papers and Books, 2004 and Earlier Non-technical Papers” <http://people.ischool.berkeley.edu/~hal/>, (15.02.2010)

⁵⁷ Avinash Persaud, “When Currency Empires Fall” www.321gold.com/editorials, 12 October, 2004, (20.02.2010)

Doların artan likiditesi, kendi kendini besleyen bir süreç halini almaktadır. Altın, petrol, bakır gibi emtiaların fiyatları uluslararası piyasalarda ABD doları cinsinden kote edilmekte ve alım ve satım işlemleri bu para birimi üzerinden gerçekleştirilmektedir. Windows örneğine benzer şekilde doların kullanımı yaygınlaştıkça temel rezerv para birimi olma konumu daha da güçlenmekte, bir başka para birimine geçiş doğuracağı maliyetler nedeniyle daha da zorlaşmaktadır.

Ağ dışsallıkları argümanı, daha çok uluslararası ticari işlemlerin faturalandırıldığı ya da yabancı ülkelerde tahvil ihracının yapıldığı para biriminin seçimi açısından geçerlidir⁵⁸. Ancak bu argümanın rezerv birikimlerinin kompozisyonlarının belirlenmesinde en etkin faktör olduğu söylenemez. Merkez bankaları bir miktar piyasa likiditesinden feragat ederek sahip oldukları rezervlerin değerini korumak açısından “portföy çeşitlendirmesi” yoluna gidebilirler. Merkez bankaları, rezerv para biriminin gelecekteki değerine ilişkin beklentilerini de dikkate alarak kompozisyonlarında değişiklik gerçekleştirebilmektedirler.

IMF, COFER* adı altında oluşturduğu veri tabanında, kendisine raporlama yapan ülkelerin rezerv kompozisyonlarını toplulaştırmakta ve üçer aylık dönemler itibariyle yayınlamaktadır. COFER altında döviz rezervleri ABD doları, euro, sterlin, yen, İsviçre frangı ve diğer para birimleri şeklinde sınıflandırılmıştır. Euro’ya geçilen 1999 yılına kadar bazı Avrupa ulusal para birimleri de bu sınıflandırmada yer almıştır. COFER altında bildiri yapılan uluslararası rezervler; yabancı para banknotlar, banka mevduatları, Hazine tahvilleri, kısa ve uzun vadeli kamu menkul kıymetleri ve ödemeler dengesi finansmanında kullanılacak diğer varlıklardan oluşmaktadır. COFER altındaki rezervler, ülkelerin kendi ihraç ettikleri para birimlerinden oluşmamaktadır. Örneğin ABD Merkez Bankası’nın dolar cinsi varlıkları ya da Avrupa Para Birliği üyesi ülke merkez bankalarının euro cinsinden varlıkları uluslararası rezerv olarak sınıflandırılmamaktadır.

⁵⁸ Barry Eichengreen, “Sterling’s Past, Dollar’s Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition”, Working Paper 11336, National Bureau of Economic Research, May 2005, ss. 6-7.

* COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) verisine ilişkin bilgiler IMF’nin web sitesinde yer almaktadır. www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/

COFER verisinin bildiri, gönüllülük esasına dayanmaktadır. Yapılan bildirimler ülkeler bazında gizli tutulmakta, IMF yalnızca toplulaştırılmış rezerv kompozisyonlarını yayınlamaktadır. Bu amaçla 3 grup oluşturulmuştur; dünya, gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler. Dönemler itibariyle veri sunan ülke sayısı değişmektedir. Örneğin 2005 yılında 114 ülke bildirimde bulunurken, 2009 yılı itibariyle 33 gelişmiş, 107 gelişmekte olan olmak üzere toplam 140 ülke bildirimde bulunmaktadır. Buna bağlı olarak kompozisyonu bildirilen ve bildirilmeyen rezervler aynı veri seti içinde sunulmaktadır.

1995 yılından itibaren yıllık olarak yayınlanan veri, 2005 yılında alınan bir kararla üçer aylık dönemler itibariyle yayınlanmaya başlamıştır. IMF, bu karar sonrasında 1999 yılından itibaren kendi nezdinde bulunan çeyrek dönemlik veriyi de kamuoyuna açıklamıştır. Ülke rezervlerinin para birimleri bazında dağılımları, yıllar itibariyle ve 1999 yılından itibaren de üçer aylık dönemler itibariyle eklerde sunulmaktadır.

Aşağıdaki tabloda ülkelerin kompozisyonlarını bildirdikleri rezervlerin, toplam rezervlerin ne kadarını oluşturduğu gösterilmektedir. Bu bilgiler COFER verisinin sunulduğu 3 grup bazında sunulmaktadır. Tablodan da görüldüğü gibi 1995 yılında dünyadaki toplam rezervlerin yüzde 74'lük bölümünün kompozisyonu bildirilirken, bu oran 2009 yılında yüzde 56'ya gerilemiştir. Bu gerileme, gelişmekte olan ülkelerin yaptıkları bildirimlerin yüzde 60'tan, yüzde 41'e gerilemesinden kaynaklanmaktadır. Gelişmiş ülke bildirimleri ise aynı dönemde yüzde 82'den, yüzde 87'e yükselmiştir. 2000'li yıllarda rezerv talebinin esas olarak gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olması nedeniyle bu ülkelerin bildirimlerinin önemi daha da artmaktadır. Özellikle Çin gibi dünya rezerv toplamında çok yüksek bir paya sahip olan bir ülkenin döviz kompozisyonuna ilişkin bildirimde bulunmaması*, rezervlere ilişkin tercihlerin yönünün saptanması açısından güçlükler doğurmaktadır. Ancak yine de yüzde 56'lık oranın da ülke merkez bankalarının rezerv para tercihleri açısından önemli bir bilgi kaynağı oluşturduğu düşünülmektedir.

* IMF, COFER verisini hangi ülkelerden derlediği konusunda bir bilgilendirme yapmamaktadır. Ancak Çin rezervlerinin ve COFER çerçevesinde bildiri yapılan rezervlerin gelişimi incelendiğinde, Çin'in bildirimde bulunmadığı sonucuna varılmaktadır.

Tablo 2.3:
Kompozisyon Bildirimi Yapılan Rezervlerin Oranı

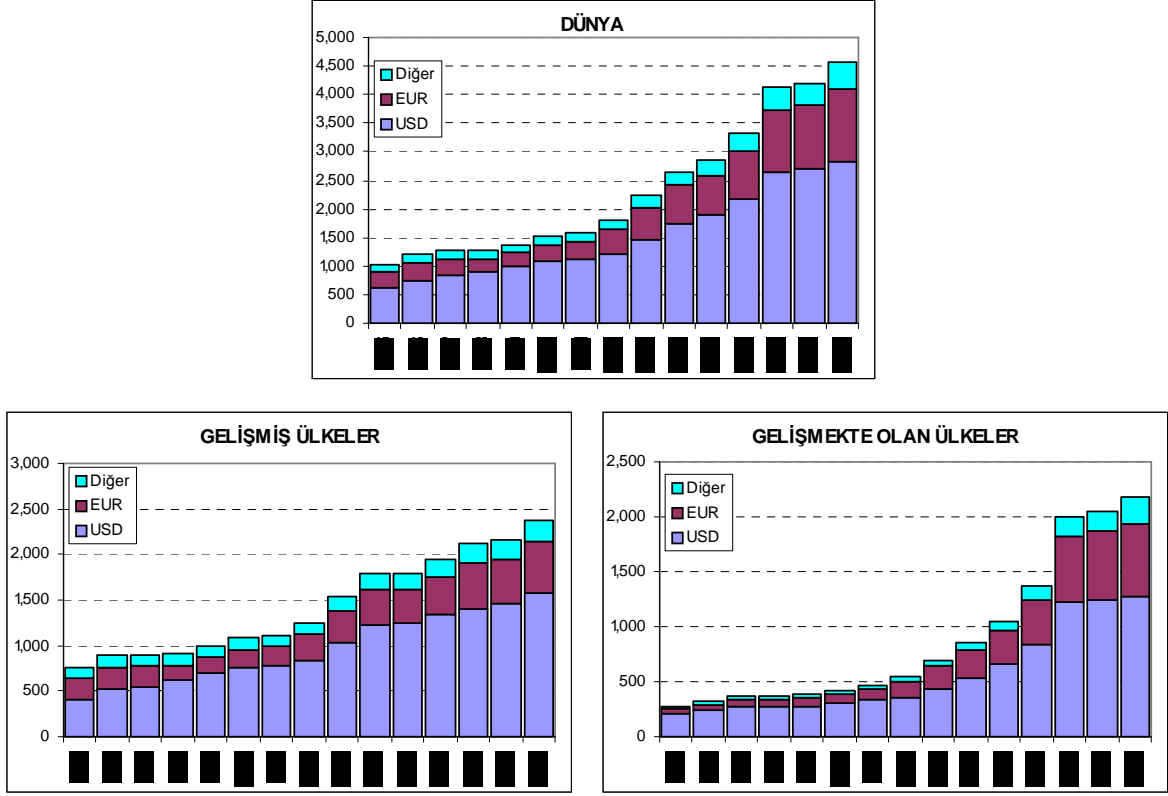
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DÜNYA															
Bildirilen Rez.	74%	78%	79%	78%	77%	78%	77%	75%	73%	71%	66%	63%	62%	58%	56%
Bildirilmeyen Rez.	26%	22%	21%	22%	23%	22%	23%	25%	27%	29%	34%	37%	38%	42%	44%
GELİŞMİŞ ÜLKELER															
Bildirilen Rez.	82%	90%	90%	90%	90%	91%	90%	88%	88%	88%	87%	88%	89%	88%	87%
Bildirilmeyen Rez.	18%	10%	10%	10%	10%	9%	10%	12%	12%	12%	13%	12%	11%	12%	13%
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER															
Bildirilen Rez.	60%	58%	60%	58%	57%	58%	56%	55%	54%	50%	47%	45%	47%	42%	41%
Bildirilmeyen Rez.	40%	42%	40%	42%	43%	42%	44%	45%	46%	50%	53%	55%	53%	58%	59%

Kaynak: IMF, Composition of Foreign Exchange Reserves, www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/

COFER verisine göre farklı ülke para birimlerinin uluslararası rezervler içindeki dağılımları, dünya, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir. Buradaki dağılımlar, kompozisyonlarının bildirim yapılan döviz rezervleri üzerinden hesaplanmıştır. Euro altında yer alan 1995-1998 dönemi rakamları ise Alman markı, Fransız frankı, Hollanda florini ve ECU toplamından oluşmaktadır*.

* 1999 yılında 11 ülke para biriminin yerini alan euro için yapılan bu toplulaştırma, aslında tam olarak gerçek durumu yansıtmamaktadır. Euroya geçiş yapan başka birçok ülke olsa da uluslararası rezerv olarak büyük ölçüde söz konusu paraların kabul edildiği, dolayısıyla toplamlarının 1999 yılı öncesinde Avrupa paralarına yönelik tercihi büyük ölçüde yansıttığı düşünülmektedir

Şekil 2.6:
Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu
(milyar ABD doları)



Kaynak: IMF, Composition of Foreign Exchange Reserves, www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/

Rezervlerin döviz kompozisyonuna ilişkin bilgiler COFER veri tabanı dışında IMF'nin yıllık raporlarında da yer almaktadır. COFER verisinin başlangıcı olan 1995 yılı öncesi oranlara da bu kaynaktan ulaşılmış ve bazı yıllar itibarıyla aşağıdaki tablo oluşturulmuştur. Yıllık raporlarda yer alan veriler, yapılan bildirimlerin toplam rezervlere oranına bağlı olarak yıllar itibarıyla farklılık göstermektedir. Aşağıdaki tablo oluşturulurken verilen oranlar, yıllık raporlardan en yakın tarihlisinde sunulduğu şekliyle tabloya eklenmiştir. Yıllık raporlardan oluşturulan verinin tamamı ekte sunulmaktadır.

Tablo 2.4:
Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu (1973-1994)
(yüzde dağılım)

	1973	1976	1980	1984	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
USD	76,1	76,5	68,6	70	54,6	51,3	50,6	51,3	55,3	56,6	53,1
JPY	0,1	2	4,4	5,8	6,9	7,2	8	8,5	7,6	7,7	7,8
GBP	5,6	1,8	2,9	2,9	2,3	2,3	3	3,3	3,1	3	2,8
SWF	1,4	2,3	3,2	2	1,8	1,4	1,2	1,2	1	1,1	0,6
DM	7,1	9	14,9	12,6	14,2	17,8	16,8	15,4	13,3	13,7	15,3
FF	1,1	1,6	1,7	0,8	1	1,4	2,4	3	2,7	2,3	2,5
NLG	0,5	0,9	1,3	0,7	1	1,1	1,1	1,1	0,7	0,7	0,7
ECU					11,7	10,8	9,7	10,2	9,7	8,2	7,7

Kaynak: IMF Yıllık Raporları

COFER verisinden türetilen para birimlerinin uluslararası rezervler içindeki yüzde dağılımları ise aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 2.5:
Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu (1995-2009)
(yüzde dağılım)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DÜNYA															
USD	59%	62%	65%	69%	71%	71%	72%	67%	66%	66%	67%	65%	64%	64%	62%
EUR	27%	24%	22%	17%	18%	18%	19%	24%	25%	25%	24%	25%	26%	26%	27%
GBP	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	5%	4%	4%
JPY	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
SWF	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diğer	5%	4%	4%	4%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
GELİŞMİŞ ÜLKELER															
USD	54%	58%	61%	68%	70%	70%	71%	67%	68%	68%	70%	69%	66%	68%	66%
EUR	30%	26%	25%	17%	17%	18%	18%	22%	22%	22%	21%	22%	24%	22%	24%
GBP	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	4%	3%	3%
JPY	7%	7%	6%	7%	7%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
SWF	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diğer	6%	5%	5%	5%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER															
USD	72%	73%	74%	74%	73%	73%	72%	67%	62%	62%	62%	61%	62%	60%	58%
EUR	18%	17%	16%	17%	19%	20%	21%	27%	31%	30%	30%	30%	29%	31%	31%
GBP	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	4%	5%	5%	6%	6%	5%	6%
JPY	6%	5%	5%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%
SWF	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diğer	2%	2%	2%	3%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	3%

Kaynak: IMF, Composition of Foreign Exchange Reserves, www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/

Yukarıda sunulan her 2 tablonun içerdiği dönemde ABD doları, çeşitli dönemlerde dalgalanma sergilemesine rağmen rezervler içinde payı en yüksek para birimi olmuştur. Bu dalgalanmaların bir bölümü ABD dolarının değer kaybettiği dönemlere rastlamaktadır. 1977-79, 1985-88, 1993-95, 2002-04 dönemlerinde doların değer kayıpları diğer ülkelerle ihtilaf konusu haline dönüşmüş, doların temel rezerv para birimi olarak konumunu koruyup koruyamayacağı tartışma konusu olmuştur⁶⁰. Bu tür dönemlerde ülkeler de rezerv kompozisyonlarında ABD doları aleyhine değişikliğe gitmişler veya değer kaybından dolayı ortaya çıkan kompozisyon değişikliğini değiştirmeye yönelik bir politika izlememişlerdir. Örneğin 1980'li yılların ikinci yarısında ABD dolarının değer kaybının hızlandığı dönemde Alman markının ve Japon

⁶⁰ Menzie Chinn and Jeffrey Frankel. a.g.m. ss. 50-51

yeninin payı artmıştır. 2008 yılında başlayan global krize karşı ABD tarafından alınan politika önlemlerinin etkileriyle 2009 yılında da doların değer kaybına uğraması, rezervler içindeki euro payının artmasını sağlamıştır. Bazı dönemlere özgü nedenler de rezerv payları üzerinde etkili olmuştur. 1980’li yıllarda Avrupa Para Sistemi üyesi merkez bankaları, sistem çerçevesinde belirlenen pariteleri korumak amacıyla yapılacak döviz piyasası müdahalelerinde kullanılmak üzere rezerv kompozisyonlarında doların payını, Alman markı lehine azaltmışlardır⁶¹. Ancak dalgalanmalara rağmen ABD dolarının rezervler içindeki payı II. Dünya Savaşı sonrası kurulan uluslararası para sisteminin de çökmesine rağmen hep güçlü kalmıştır. ABD menkul kıymetler piyasası hala dünyanın en derin ve likit piyasası olarak merkez bankalarının ve hükümetlerin yatırım konusunda öncelikli tercihi olmayı sürdürmüştür⁶².

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde İngiliz sterlininin toplam rezervler içindeki payı sürekli gerilemeye devam etmiş, İngiltere ekonomisinin durumundan dolayı sterlin bu alanda tekrar bir alternatif oluşturabilecek bir potansiyele sahip olamamıştır. Sterlinin 1976’da yüzde 1,8’e kadar gerileyen payı, ancak 1990’lı yıllarda yenin payının gerilediği dönemde bir miktar artmış, yüzde 4-5 civarında bir bantta hareket etmiştir. 1970’li yıllarda artarak 1980 yılında yüzde 3,2’ye ulaşan İsviçre frankının payı 1990’ların ikinci yarısında ihmal edilebilir seviyelere gerilemiştir. Büyüyen ekonomileri ile birlikte 1970’li yıllardan itibaren Alman markının, 1980’li yıllardan itibaren Japon yeninin rezervler içindeki payları bir miktar artmış, ancak bu para birimleri doların egemenliğini sarsacak bir tehdit oluşturamamışlardır. 1970’li ve 80’li yıllarda önemli gelişme kaydeden Japon ekonomisi 1990’lı yıllarda girdiği durgunluktan kurtulamamış, 1990’ların başlarında vaat ettiği ekonomik gelişmişlik düzeyinin çok uzağında kalmıştır. Buna bağlı olarak da yenin 1980’lerde rezervler içerisinde artan ve 1991 yılında yüzde 8,5’e ulaşan payı, 1990’lı yıllarda gerilemiş, 2000’li yıllarda yüzde 3’ler civarında sabitlenmiştir. Diğer taraftan Almanya, para arzının ve enflasyonun kontrolü açısından güçlükler yaratabileceği endişesiyle markın uluslararası kullanımının yaygınlaşmasına sıcak bakmamıştır⁶³. Avrupa Birliği’nin ekonomik entegrasyonu

⁶¹ Philip D. Woolridge, “The Changing Composition of Official Reserves” **BIS Quarterly Review**, September 2006, ss. 25-39.

⁶² Eichengreen, Barry. a.g.m. s. 10.

⁶³ Eichengreen, Barry. a.g.m. s. 10.

çerçevesinde Alman markı 1999 yılında euroya geçişle birlikte tedavülden kalkmıştır. ABD dolarına alternatif olabilecek para birimlerine sahip olan ülkelerin birçoğu, II.Dünya Savaşı sonrası dönemde sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamalarını 1990'lı yıllara kadar koruyarak bu tür bir gelişmenin önünü tıkamışlardır. Buna ilave olarak bu ülkelerin finansal sistemlerinin bankacılık sektörü ağırlıklı olmaları, menkul kıymet piyasalarının gelişmişlik düzeyinin ABD piyasalarına göre çok daha geride kalmasına neden olmuş, bu olgu da rezerv para olarak doların hakimiyetini pekiştirmiştir⁶⁴.

Kendini oluşturan para birimlerinin toplamından daha büyük bir etkinlik potansiyeline sahip olan euronun Avrupa para birliğine geçildiği dönemde yüzde 18 olan payı ise izleyen dönemde hızla artarak 2003 yılında yüzde 25'e ulaşmıştır. İzleyen yıllarda bu seviyelerde sabit kalan oran, global krizle birlikte doların değer kaybının da etkisiyle 2008 ve 2009 yıllarında sırasıyla yüzde 26 ve 27'ye ulaşmıştır.

Oranlara, ülke grupları itibarıyla bakıldığında ise durum biraz farklılaşmaktadır. ABD dolarının payı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için 2000 yılında sırasıyla yüzde 70 ve yüzde 73 ile birbirine çok yakın bir düzeydeyken, 2009 yılı sonunda bu oranlar sırasıyla yüzde 66 ve yüzde 58 olmuştur. Doların bu 9 yıllık dönemde gelişmiş ülke rezervleri içindeki payı 4 puan azalırken, gelişmekte olan ülke rezervlerinde bu azalış 15 puan olmuştur. Aynı dönemde euronun payı ise gelişmekte olan ülkelerde 11 puan artmıştır. 2000 yılında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke rezervleri sırasıyla 1,203 ve 733 milyar dolardır. Bu rakamlar 2009 yılı sonunda ise 2,735 ve 5,351 milyar dolara ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin rezervlerinin kompozisyonunun yaklaşık yarısının bildirim yapılmıyor olsa da, bu ülkeler grubunun dolara olan ilgisinin bu dönemde euro lehine azaldığı söylenebilir. Diğer para cinslerinin payları zaten düşük olduğu için 2 ülke grubu arasında dikkat çekici bir farklılık gözlenmemektedir.

Avrupa Para Birliği'nin, 1999 yılından itibaren tek para kullanımına geçmesiyle euronun ve hakim rezerv para olan ABD dolarının geleceğine ilişkin

⁶⁴ Raghuram Rajan and Luigi Zingales. "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century", **Journal of Financial Economics** 69, 2003, ss. 5-50.

tartışmalar hızlanmıştır. Bergsten⁶⁵, 1997 yılında Avrupa Birliği ekonomilerinin büyüklüğü ve dünya ticaret hacmi içerisindeki payını dikkate alarak, euronun tedavüle çıkmasıyla 500 milyar ile 1 trilyon ABD doları tutarındaki uluslararası yatırımın, euroya dönüşeceğini tahmin etmiştir. Euroya geçişin uluslararası para sisteminde büyük bir değişimi beraberinde getireceğini, doların mutlak egemenliğinin son bularak ikili bir sisteme geçileceğini öngörmüştür. Herhangi bir hükümetin etkisi altında kalmayacak Avrupa Merkez Bankası'nın, temel amacının fiyat istikrarı ve paranın değerinin korunması olacağını, bu faktörün de euronun değer saklama fonksiyonunu güçlendireceğini ifade etmiştir. Mundell⁶⁶ de aynı şekilde Avrupa Birliği üyesi ülkelerin ekonomik faaliyet hacminin, dolar bölgesini geçeceği, uluslararası yatırımcıların portföy çeşitlendirmesi yapabilmeleri için iyi bir alternatif oluşturacağı gerekçesiyle euronun rezervler içindeki payının hızla artacağı ve euronun, ABD doları kadar yaygın kullanılan bir para birimine dönüşeceği öngörüsünde bulunmuştur.

McKinnon ise Avrupa genelinde mal ve faktör piyasalarının bütünleşmesi, Avrupa ülkeleriyle yakın ticari ilişkileri olan ülkelerin kur politikalarını euro esaslı belirlemeye başlamaları gibi nedenlerle euronun önemli bir "bölgesel" para birimi olacağını kabul etmekle birlikte, makalesinin başlığında işaret ettiği gibi⁶⁷ ABD dolarının egemenliğine bir tehdit oluşturmayacağını öngörmüştür. McKinnon, diğer ekonomistlerin aksine "ağ dışsallıkları" argümanına, aşağıdaki nedenlerle daha fazla ağırlık vermektedir.

ABD doları, uluslararası döviz piyasalarında en çok işlem gören para birimidir. Doların, tüm işlemlerin yüzde 90'lık bölümünde işlemin diğer tarafındaki para birimi olması, vadeli ve opsiyon piyasalarda da hakim para birimi olmasını ve bu piyasaların da oldukça derin ve likit kalmasını sağlamaktadır. ABD doları aynı zamanda temel emtia fiyatlarının belirlendiği ve faturalandırma işlemlerinin gerçekleştirildiği para birimidir. Büyük ölçüde ABD'de kurulmuş emtia borsalarında, dolar üzerinden kontratlarla dünyanın herhangi bir yerinde üretilen hammaddelerin spot ve vadeli

⁶⁵ C. Fred Bergsten, "The Dollar and the Euro" **Foreign Affairs**, Vol. 76, No.4, July-August 1997, s. 84.

⁶⁶ Robert A. Mundell, "What the Euro Means for the Dollar and the International Monetary System" **Atlantic Economic Journal**, Vol.26, No.3 September 1998, ss. 227-237.

⁶⁷ Ronald I. McKinnon, "The Euro Threat is Exaggerated" **The International Economy**, Vol.12 May/June 1998, ss. 32-33.

fiyatları belirlenmektedir. Hammadde üreticisi ülkeler, doğrudan iç piyasaları üzerindeki etkileri nedeniyle kur politikalarını dolar esaslı belirlemek durumunda kalmaktadırlar. Hatta yukarıda sayılan nedenlerden ötürü, imalat sanayisi ürünlerinin de önemli bir bölümü dolar cinsinden fiyatlanarak uluslararası piyasalarda pazarlanmaktadır. Bu ölçüde yaygın kullanımı nedeniyle dolar, merkez bankalarının müdahalelerinde kullandıkları para birimi haline gelmektedir. Merkez bankaları doğal olarak, müdahalelerde kullandıkları para birimleri cinsinden rezerv biriktirmeye devam edecekler ve euro bu açıdan bir tehdit oluşturamayacaktır.

Bu görüşler çerçevesinde son 40 yıllık rezerv kompozisyonu verileri incelendiğinde merkez bankalarının yatırım kararlarını yalnızca ağ dışsallıklarının belirlemediği, portföy çeşitlendirmesinin sağladığı faydaların da dikkate alındığı görülmektedir. ABD doları bu dönemde birçok açıdan tek rezerv para olma iddiasını taşıyabilecek para birimi olsa da, diğer para birimlerinin rezervler içindeki paylarının da dönem içinde dalgalanma gösterdiği, bazen ABD dolarının aleyhine, paylarını artırdıkları görülmektedir. 1999 yılında 11 ülkenin dahil olduğu ortak para sistemine geçişle birlikte euronun da rezervler içinde payı yüzde 18'den, 2009 yılı sonu itibarıyla yüzde 27'ye yükselmiş, yeni para birimi merkez bankaları tarafından ciddi bir ilgi görmüştür.

Ancak yine de bu gelişmelerin, McKinnon'ın sergilediği yaklaşımın geçerliliğini ortadan kaldırmadığı, geçen dönem süresince başka faktörlerin devreye girdiği düşünülmektedir. Makalenin yazıldığı dönemde, 1997 yılı sonu itibarıyla 1,6 trilyon dolar olan uluslararası rezerv seviyesi, 2009 yılında 8 trilyon ABD doları seviyesine yükselmiştir. Çalışmanın "3.1. Rezerv Yeterlilik Göstergeleri" bölümünde ülkelerin rezerv seviyeleri, geleneksel yeterlilik göstergeleri olarak kabul gören çeşitli kriterler ve Wijnholds ve Kapteyn tarafından geliştirilen karma yaklaşım dikkate alınarak incelenmiştir. Bu inceleme sonucunda birçok ülke rezerv seviyesinin, farklı kırılma noktaları göz önünde bulundurulduğunda gerekli görülen seviyelerin çok üzerine çıktığı, buna rağmen ülkelerin çeşitli nedenlerle rezerv birikimine devam ettikleri görülmektedir. Dolayısıyla rezervlerin düzeyi, merkez bankalarının uyguladıkları kur politikaları çerçevesinde döviz piyasası müdahaleleri için ihtiyaç duyacakları seviyenin

üzerine çıkmış, bu da onları rezervlerinin daha büyük bir bölümünü ülke servetinin bir bileşeni olarak değerlendirmelerine ve yatırımların gelecekteki değerlerini korumak amacıyla portföy yaklaşımı çerçevesinde çeşitlendirmeye sürüklemiştir.

Diğer taraftan ABD doları, döviz piyasaları işlemlerinde önde gelen para birimi olmayı sürdürmektedir. Aşağıdaki tablo, Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (BIS), 3 yılda bir yayınladığı çalışmalardan derlenmiştir⁶⁸. Tablo uluslararası döviz piyasalarındaki alım satım işlemlerinin hangi para birimleri cinsinden gerçekleştirildiğini yüzde paylar şeklinde göstermektedir*. ABD doları ve euro dışında listede yer alan para birimlerinin payları, dalgalı bir seyir izlemiştir. Örneğin 1989 yılında yüzde 27 olan Alman markının payı 1992 yılında 40'a çıkmış, ancak 6 yıl sonra tekrar 30'a gerilemiştir. Sterlinin payı da yüzde 15'ten yüzde 9'luk seviyelere kadar gerilemiş, 2007 yılında tekrar 15'e yükselmiştir. Yen'in ve İsviçre frankının paylarının düzenli bir şekilde gerilediği görülmektedir. Daha önce COFER verisinden bahsedilirken de 1990'lı yıllarda Japonya'nın ekonomik durgunluğa girmesiyle yen'in rezervler içindeki payının gerilemeye başladığı ifade edilmiştir.

Tablo 2.6:
Döviz Piyasası İşlemlerinde Para Birimi Payları (yüzde)

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
ABD doları	90.0	82.0	83.3	87.3	90.3	88.7	86.3
Euro					37.6	36.9	37.0
Mark	27.0	39.6	36.1	30.1			
Fransız Frankı	2.0	3.8	7.9	5.1			
Yen	27.0	23.4	24.1	20.2	22.7	20.2	16.5
Sterlin	15.0	13.6	9.4	11.0	13.2	16.9	15.0
İsviçre Frankı	10.0	8.4	7.3	7.1	6.1	6.0	6.8
Gelişmekte Olan Ülkeler					16.9	15.4	19.8

Kaynak: BIS Triennial Central Bank Survey 2001, 2004, 2007

⁶⁸ Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 2001, 2004, 2007. www.bis.org/publ/rpfx02.htm (15.10.2009)

* Döviz piyasası işleminin her iki tarafında bir para birimi bulunduğu için tüm para birimlerinin paylarının toplamı yüzde 200'dür. Tabloya yalnızca işlem hacmi yüksek para birimleri alınmıştır.

Euro'ya geçilen 1999 yılından sonra yayınlanan ilk veriler 2001 yılına aittir. 2001 ve 2007 yılları arasındaki dönemde ABD dolarının payında bir miktar azalma görülürken, bu azalmanın euro lehine gerçekleşmediği, aynı dönemde sterlinin ve gelişmekte olan ülkelerin paylarında bir miktar artış olduğu görülmektedir. Tabloya göre ABD doları, 2007 yılı itibarıyla döviz piyasası işlemlerinin yüzde 86'sının bir bacağına oluşturmaktadır. Bu anlamda ABD doları, hala McKinnon'ın öngördüğü şekilde en yaygın işlem gören para birimi olmaya devam etmektedir.

COFER verisinin ülkeler bazında bilgi sunmaması nedeniyle ülkelerin döviz kompozisyon tercihlerini belirleyen faktörleri incelemek mümkün olmamaktadır. Ancak toplu veri üzerinden, kompozisyonların 2 değişkenle ilişkisi incelenmiş, aşağıdaki tablodaki sonuçlara ulaşılmıştır. İlk değişken uluslararası piyasalarda geçerli kontratlarda en çok refere edilen 3 aylık LIBOR* faiz oranlarından oluşturulan ve ABD doları ve euro faizlerinin farkından oluşan seridir. İkinci seri ise ABD doları/euro paritesidir. COFER verisinin çeyrek dönemler itibarıyla sunulmaya başlandığı 1999 yılından, 2009 yıl sonuna kadar olan dönemde ABD dolarının, kompozisyonu bildirilen rezervler içindeki payı ile bu iki değişken arasındaki korelasyon katsayıları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Tablonun 2. sütunu, doların rezervler içindeki payı ile, 3 aylık dolar ve euro LIBOR oranlarının farklarından oluşturulan seri arasındaki korelasyonları göstermektedir. Korelasyon katsayısı gelişmiş ülkeler için 0,45 ile, gelişmekte olan ülkelere daha yüksek bulursa da çok güçlü bir ilişki sergilememektedir. Aynı hesaplama, euronun 1999 yılındaki dolar karşısındaki değeri sabit kabul edilerek tekrarlanmış ve 3. sütundaki rakamlara ulaşılmıştır. Tabloda görüldüğü gibi sabit pariteden yapılan hesaplamada 2 değişken arasındaki ilişkinin bir miktar güçlendiği görülmektedir. 4. sütunda yer alan sonuçlara göre ise euro ve dolar paritesindeki değişimlerin, doların rezervler içindeki payı üzerinde daha etkili olduğu görülmektedir. Yani ABD dolarının değer kaybı, rezervler içindeki payının da gerilemesine neden olmaktadır. Korelasyon katsayılarının değerlendirilmesinde şu husus göz önünde bulundurulmalıdır; COFER verisi altında bildirilen rezervlerden dolar dışındaki para birimlerinin karşılıkları cari paritelerle belirlenmektedir. Dolayısıyla euro değer

* LIBOR (London Interbank Offer Rate), Londra bankalararası para piyasasında işlem hacmi ve kredi derecesi yüksek, seçilmiş bazı bankaların birbirlerine uyguladıkları faiz oranlarıdır.

kazandığı takdirde aynı tutarlar korunsa dahi, euro cinsinden rezervlerin payı artmaktadır. Ancak katsayılardan yola çıkılarak en azından şu sonuca varılabilmektedir; kurlar arasında değer değişimleri gerçekleştiğinde ülkeler, rezerv kompozisyonlarını sabit bir şekilde tutmak için döviz alım satımı yapmamakta, bu değer değişimleriyle birlikte kompozisyonların da değişmesine izin vermektedirler. Bu etkinin ortadan kaldırılması amacıyla sabit pariteden yeni bir rezerv serisi oluşturulmuştur. Rezervler içindeki euro payının dolar karşılığı, 1999 yılındaki pariteden hesaplanmıştır. Bu şekilde yapılan korelasyon hesaplamalarına göre ulaşılan katsayılar 5. sütunda verilmektedir. Görüldüğü gibi sabit pariteden hesaplanan euro payı, euro/dolar paritesinden güçlü bir şekilde etkilenmektedir.

Tablo 2.7:
ABD Dolarının Rezervler İçindeki Payı ile Faiz Farkları ve Parite
Arasındaki Korelasyon Katsayıları
(1999I-2009IV)

	LIBOR FARK (Cari Parite)	LIBOR FARK (Sabit Parite)	EUR/USD (Cari Parite)	EUR/USD (Sabit Parite)
DÜNYA	0,30	0,35	-0,94	-0,90
GELİŞMİŞ ÜLKELER	0,45	0,48	-0,80	-0,84
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	0,19	0,25	-0,87	-0,82

Kaynak: IMF COFER, Reuters

1989 yılında ilk defa Dooley, Lizondo ve Mathieson, IMF nezdinde gizli tutulan rezerv kompozisyonlarına ilişkin ülke bazında veriyi kullanarak, belirleyici faktörlerin neler olduğuna ilişkin bir çalışma yapmışlardır⁶⁹. Çalışmalarının sonuçlarına göre ülkeler rezerv kompozisyonlarını; kurlarını hangi para birimine karşı sabitlediklerine, ticaret yaptıkları ülkelere ve yabancı para borçlarının yapısına göre belirlemektedirler. Bu çalışmadan 10 yıl sonra Eichengreen ve Mathieson, uluslararası piyasaların entegrasyon ve gelişmişlik düzeyinin yeni bir noktaya ulaşmasıyla belirleyici faktörlerin değişip değişmediğini araştırmak amacıyla yine gizli tutulan IMF

⁶⁹ Michael Dooley, J. Saul Lizondo and Donald J. Mathieson “The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves”, IMF Staff Papers 36, 1989.

verisini kullanarak yeni bir çalışma gerçekleştirmişlerdir⁷⁰. Gelişmiş ülkelerin rezervlerinin daha çok merkez bankalarının kur müdahaleleri sonucunda belirlendiği, dolayısıyla portföy tercihlerini belirleyen faktörlerin araştırılması için gelişmekte olan ülke kompozisyonlarının daha doğru sonuçlar vereceği düşüncesiyle yalnızca bu ülke grubunun verisini kullanmayı tercih etmişlerdir. Çalışmalarında geçen zaman içinde döviz kompozisyonlarında ve bu kompozisyonları belirleyen faktörlerde ciddi bir değişiklik gözlemlenmemişler, bu faktörlerin yine büyük ölçüde ticari akımlar, finansal akımlar ve kur rejimi tercihi olduğu sonucuna varmışlardır.

ABD'nin ödemeler dengesi kalemlerinden kaynaklanan kırılganlıkları, doların değerine ilişkin kaygıları global kriz öncesi dönemde canlı tutmuştur. Eichengreen 2005 yılında bu kaygının nedenlerini şu şekilde sıralamaktadır; dolar 5 yıllık dönemde ticari ağırlıklı hesaplamalarla yüzde 16 değer kaybetmiştir. Dünya ekonomi tarihinde temel rezerv parayı ihraç etme statüsüne kavuşan hiçbir ülke ekonomisinin yüzde 6'sı oranında cari açık vermemiş, dış borçları da ekonominin yüzde 25'ini aşmamıştır. Askeri harcamalardan kaynaklanan bütçe açıkları nedeniyle de toplam borçluluk düzeyleri artma eğilimindedir⁷¹. 2008 yılında başlayıp 2009 yılında şiddeti yoğunlaşan global krizle birlikte ABD'nin ekonomisini canlandırmaya yönelik olarak aldığı parasal ve mali tedbirler, doların gelecekteki değerine ilişkin belirsizlikleri ve yüksek rezerv birikimine sahip ülkelerin kaygıları daha da artırmıştır. ABD Merkez Bankası'nın uyguladığı gevşek para politikası çerçevesinde faiz oranları sıfır düzeyine yaklaşmış, yürütülen miktar ve kredi genişleme politikaları Fed bilançosunun kısa sürede aşırı büyümesine yol açmıştır. Aynı zamanda mali tarafta ise ciddi bir bozulma yaşanmış, yıllık bütçe açığı yüzde 10'lar düzeyine çıkmış, ilerleyen yıllarda borç/GSMH rasyosunun önemli ölçüde yükseleceği beklentisi artmıştır. Bu gelişmeler üzerine doların önümüzdeki dönemlerde rezerv para olma özelliğini koruyup koruyamayacağı geniş bir kesim tarafından yeniden tartışılmaya başlanmıştır. Bu nedenle tercih değişikliklerinin olup olmadığına dair işaretlerin gözlenmesi açısından COFER verisine, 2009 yılını içerecek şekilde çeyrek dönemler itibariyle bakılmasında yarar vardır.

⁷⁰ Barry Eichengreen and Donald J. Mathieson "The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect" IMF Working Paper, WP/00/131, International Monetary Fund, 2000.

⁷¹ Eichengreen, Barry. 2005, a.g.m. ss. 1-2.

Tablo 2.8:
Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonlarındaki Değişim
(2008 I-2009 IV)

	2008				2009			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
DÜNYA	808,205	215,080	37,889	-150,533	-174,065	396,869	316,989	225,454
Bildirilen Rez.	262,921	46,194	-67,666	-150,015	-152,891	211,561	164,270	133,189
USD	127,142	15,084	29,066	-113,815	-62,056	40,845	50,686	109,247
EUR	87,089	16,308	-73,004	-446	-66,276	124,694	60,531	18,782
GBP	11,359	4,116	-10,510	-28,855	-8,122	20,984	8,928	3,620
JPY	16,083	9,173	-6,908	-6,926	-14,801	15,712	10,745	-5,878
SWF	206	467	-606	-663	-359	-208	-30	116
Diğer	21,042	1,046	-5,704	691	-1,279	9,535	33,411	7,301
Bildirilmeyen Rez.	545,283	168,886	105,556	-519	-21,174	185,308	152,719	92,265
GELİŞMİŞ ÜLKELER	111,070	-35,466	-64,293	44,945	-37,754	151,764	105,918	64,917
Bildirilen Rez.	93,760	-39,028	-51,592	35,070	-46,382	133,531	92,106	49,366
USD	29,336	-18,510	12,920	29,352	-4,534	30,002	37,710	44,531
EUR	42,267	-18,036	-51,076	12,745	-29,301	79,154	37,544	4,936
GBP	2,799	-698	-6,320	-12,768	-2,344	6,457	1,163	2,272
JPY	7,833	-3,204	-1,358	4,913	-6,556	13,023	3,605	-7,142
SWF	-368	115	-658	145	-32	-188	749	104
Diğer	11,894	1,306	-5,101	684	-3,615	5,082	11,335	4,666
Bildirilmeyen Rez.	17,310	3,562	-12,701	9,876	8,627	18,233	13,812	15,552
GELİŞMEKTE OLAN ÜL.	697,136	250,545	102,183	-195,480	-136,310	245,105	211,070	160,538
Bildirilen Rez.	169,162	85,222	-16,074	-185,085	-106,509	78,030	72,163	83,824
USD	97,806	33,594	16,147	-143,168	-57,522	10,843	12,976	64,717
EUR	44,823	34,344	-21,928	-13,191	-36,975	45,540	22,986	13,847
GBP	8,559	4,815	-4,190	-16,087	-5,778	14,528	7,764	1,349
JPY	8,250	12,377	-5,551	-11,838	-8,245	2,689	7,140	1,264
SWF	574	352	52	-808	-326	-21	-779	12
Diğer	9,148	-260	-603	7	2,336	4,453	22,075	2,636
Bildirilmeyen Rez.	527,973	165,324	118,257	-10,395	-29,801	167,075	138,907	76,713

Kaynak: IMF, Composition of Foreign Exchange Reserves, www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/

Tablodan görüldüğü gibi 2008 yılının dördüncü ve 2009 yılının ilk çeyreklerinde, dünya toplam rezervlerinde 325 milyar dolarlık azalış meydana gelmiştir*. Verinin IMF tarafından çeyreklik dönemler itibarıyla izlenmeye başlandığı

* Söz konusu olağandışı dönemde doların, rezerv para olarak tutulan diğer para birimlerine karşı değerinde de yüksek oynaklıklar gözlenmiştir. Rezerv seviyesindeki değişimin bir bölümü, bu değer farklılıklarından kaynaklanmaktadır

1999 yılından itibaren yalnızca 2001 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen küçük bir gerileme (4,5 milyar dolar) dışında hep artan rezervler, bu 2 çeyreklik dönemde yüzde 4,3 oranında gerilemiştir. Gerileme gelişmekte olan ülkelerden kaynaklanmıştır. Global krizin etkileriyle ihracat pazarlarındaki talebin gerilemesi ve uluslararası sermaye akımlarının yön değiştirmesi nedeniyle, birçok gelişmekte olan ülke merkez bankaları kurlar üzerinde oluşan baskıları yumuşatmak için döviz piyasalarına doğrudan müdahalelerde bulunmuşlardır. Söz konusu 2 çeyreklik dönemde rezervlerdeki gerileme 332 milyar dolar olmuştur. Gelişmiş ülkelerde ise bu dönemde 7 milyar dolar düzeyinde sınırlı bir artış olmuştur.

Azalışın gelişmekte olan ülkelere kaynaklanması nedeniyle kompozisyonla ilgili olarak ortaya çıkan farklılıkların bu veri üzerinden incelenmesinde yarar vardır. Bildirilen rezervlerdeki azalma söz konusu 2 çeyreklik dönemde 292 milyar dolar olmuştur. Bu tutar gelişmekte olan ülkelerdeki toplam azalışın yüzde 88'ini oluşturmaktadır. Rezervlerdeki 292 milyar dolarlık azalışın 201 milyar dolarlık bölümü, ABD doları cinsinden rezervlerin azalışından kaynaklanmaktadır. Aynı dönemde euro rezervler 50 milyar dolar, sterlin rezervler 22 milyar dolar, yen rezervler ise 20 milyar dolar erimiştir. Yani rezervlerdeki azalışın yüzde 69'u ABD dolarından kaynaklanmaktadır. Toplam rezervler içindeki payı dikkate alındığında bu durumun normal olduğu düşünülmektedir.

Ancak rezervlerin tekrar artmaya başladığı 2009 yılının 2. çeyreğinde farklı bir tablo ortaya çıkmaktadır. Bu dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke rezervleri sırasıyla 152 ve 245 milyar dolar artmıştır. Aşağıdaki tabloda, 2008 yılı son çeyrek ve 2009 yılı 4 çeyreklik dönem itibarıyla toplam değişim ve bildirim yapılan bölümlerin değişiminde para birimlerinin katkısı gösterilmiştir. Tabloda 2009 yılı 2. çeyreğinde yeni rezerv birikimlerinin gelişmiş ülkelere yüzde 22'sinin, gelişmekte olan ülkelere ise yüzde 14'ünün ABD doları cinsinden yapıldığı, doların daha önceki dönemlerle karşılaştırıldığında payının oldukça gerilediği görülmektedir. Buna karşılık, İngiliz sterlinin de payında bir miktar yükseliş olsa da birikimin asıl olarak, gelişmiş ülkelere yüzde 59, gelişmekte olan ülkelere yüzde 58 ile, euro cinsinden gerçekleştirildiği, euronun payında önemli bir artış olduğu görülmektedir. Ancak bu üç aylık dönemde

gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen artışın yalnızca yüzde 32'lik bölümünün bildirimini yapıldığı, bildiri yapılmayan 167 milyar dolarlık bölümün kompozisyonunun hangi para birimlerinden oluştuğu bilinmemektedir.

2009 yılının 3. çeyreğinde aynı ölçüde olmasa da rezerv artışlarının daha büyük oranda euro cinsinden gerçekleştirildiği, ancak 4. çeyrekte bu durumun tamamıyla değişerek kompozisyon bildiri yapılan toplam rezervlerin yüzde 82'sinin ABD doları ve yüzde 14'ünün euro cinsinden gerçekleştirildiği görülmektedir.

Bir para biriminin rezerv para niteliği kazanması uzun bir dönem almakta, temel rezerv paranın değişmesi sadece bu parayı ihraç eden ülkede değil, tüm global sistemde çalkantılara yol açabilmektedir. 2000'li yılların başından itibaren gelişmekte olan ülkelerin rezerv birikimlerinde euronun ağırlığının arttığı görülmekle birlikte, oranların 2009 yılında görüldüğü ölçüde hızlı şekilde değişmeyeceği, yeni ekonomik güçlerin ortaya çıkması ve yeni dengelerin oluşmasına bağlı olarak ağır ağır değişeceği düşünülmektedir.

Tablo 2.9:
Uluslararası Rezervlerin Değişiminde Para Birimlerinin Payı
(2008 IV-2009 IV)

	2008		2009		
	IV	I	II	III	IV
DÜNYA	-150,533	-174,065	396,869	316,989	225,454
Bildirilen Rez.	-150,015	-152,891	211,561	164,270	133,189
USD	76%	41%	19%	31%	82%
EUR	0%	43%	59%	37%	14%
GBP	19%	5%	10%	5%	3%
JPY	5%	10%	7%	7%	-4%
SWF	0%	0%	0%	0%	0%
Diğer	0%	1%	5%	20%	5%
Bildirilmeyen Rez.	-519	-21,174	185,308	152,719	92,265
GELİŞMİŞ ÜLKELER	44,945	-37,754	151,764	105,918	64,917
Bildirilen Rez.	35,070	-46,382	133,531	92,106	49,366
USD	84%	10%	22%	41%	90%
EUR	36%	63%	59%	41%	10%
GBP	-36%	5%	5%	1%	5%
JPY	14%	14%	10%	4%	-14%
SWF	0%	0%	0%	1%	0%
Diğer	2%	8%	4%	12%	9%
Bildirilmeyen Rez.	9,876	8,627	18,233	13,812	15,552
GELİŞMEKTE OLAN ÜL.	-195,480	-136,310	245,105	211,070	160,538
Bildirilen Rez.	-185,085	-106,509	78,030	72,163	83,824
USD	77%	54%	14%	18%	77%
EUR	7%	35%	58%	32%	17%
GBP	9%	5%	19%	11%	2%
JPY	6%	8%	3%	10%	2%
SWF	0%	0%	0%	-1%	0%
Diğer	0%	-2%	6%	31%	3%
Bildirilmeyen Rez.	-10,395	-29,801	167,075	138,907	76,713

Kaynak: IMF, Composition of Foreign Exchange Reserves, www.imf.org

2.3. Rezerv Birikiminde Ülke Uygulamaları

Aşağıdaki bölümde, son yıllardaki rezerv birikimleri diğer ülkelerden hacim veya yöntem olarak farklılık sergileyen bazı ülkelerin uygulamaları açıklanmaktadır.

2.3.1. Çin’de Uluslararası Rezerv Birikimi

Çin’de para ve kur politikalarının belirlenmesinde yetkili en üst organ Devlet Konseyi’dir. Çin Merkez Bankası para politikasının uygulanmasından, SAFE (State Administration of Foreign Exchange) ise temel olarak uluslararası rezervlerin yönetiminden sorumludur. Çin Merkez Bankası, aynı zamanda SAFE’nin gözetiminden de sorumludur. SAFE ülkenin döviz rezervlerinin yönetiminin yanı sıra kambiyo mevzuatının düzenlenmesinden de sorumlu kamu organıdır. SAFE’nin üstlendiği fonksiyonlar şunlardır*;

1. Kambiyo rejiminin reformuna ilişkin politika önerileri geliştirmek, ödemeler dengesi gelişmelerinden kaynaklanabilecek risklerin önlenmesi ve ödemeler dengesinin eşitliğinin sağlanmasına yönelik önlemlerin alınması, sermaye ve finans hesapları altında yuanın kademeli biçimde konvertibiliteye geçişi ve döviz piyasasının gelişimine ilişkin politika tedbirleri geliştirmek ve uygulamak, Çin Merkez Bankası’nın döviz kuru politikalarına ilişkin öneriler sunmak
2. Kambiyo rejimine ilişkin kanun ve düzenleme taslaklarının hazırlanmasına katkıda bulunmak
3. Ödemeler dengesi, dış kredi ve borçların istatistikî verilerinin düzenlenmesini gerçekleştirmek, düzenlemeler çerçevesinde bilgileri yayınlamak, sınır ötesi sermaye akımlarının izlenmesine yönelik gerekli çalışmaların yürütülmesini denetlemek
4. Döviz piyasasının yönetimi ve gözetiminden sorumlu olmak, döviz satışları ve takasının gözetimi ve yönetimini üstlenmek, döviz piyasasını geliştirmek.

* www.safe.gov.cn, (15.02.2010)

5. Cari işlemler ve sermaye ve finans hesapları altında gerçekleştirilen döviz alış ve satışlarının kanunlar çerçevesinde, gerçek niteliklerine uygun şekilde yapılıp yapılmadığını kontrol etmek, yurt içinde ve yurt dışında açılacak döviz hesaplarını düzenlemek

6. Piyasayı izleyerek, ilgili kanunlara aykırı işlemleri tespit etmek ve cezalandırmak

7. Döviz rezervleri, altın rezervleri ve devletin diğer yabancı para varlıklarının yönetimini gerçekleştirmek.

8. Bilgi sistemlerine dayalı döviz piyasası yönetimine ilişkin kriterler, standartlar ve geliştirme planlamalarını düzenlemek, kanuna göre ilgili sorumlu birimlerle bilgi paylaşımının gözetimini yapmak.

9. İlgili uluslararası finansal faaliyetlerde yer almak

10. Devlet Konseyi ve Çin Merkez Bankası'nca verilen diğer görevleri yerine getirmek.

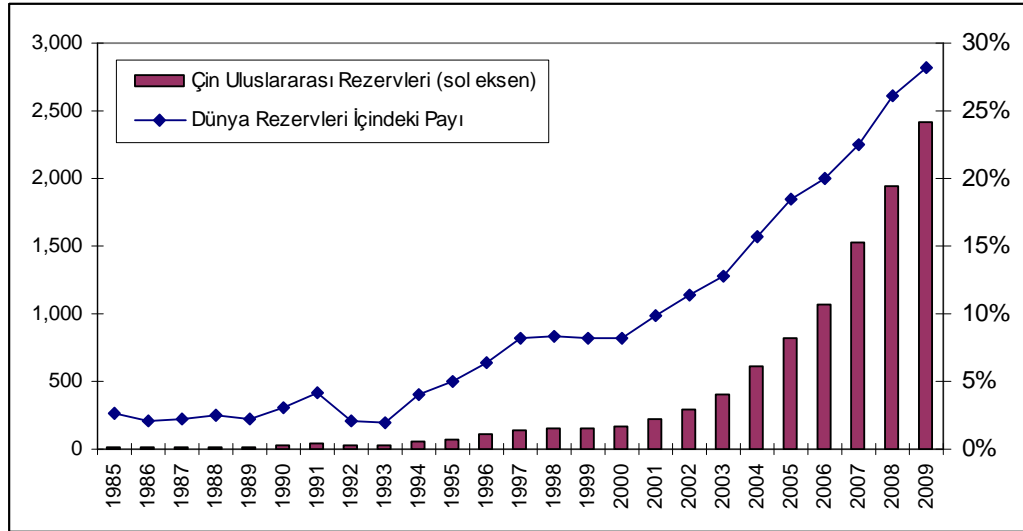
1995 yılına kadar çeşitli para birimlerinden oluşan bir sepet değeri karşısında kontrollü bir şekilde dalgalanan Çin para birimi yuan, bu tarihten itibaren ABD doları karşısında 8,28 seviyesinde sabitlenmiştir. Cari işlemler hesabından kaynaklanan döviz işlemlerini serbestleştiren ülke, planlanmasına karşın Asya krizi sonrasında sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmaktan vazgeçmiştir. Çin 2005 yılında kurun yüzde 2 değerlenmesine izin vererek sabit kur rejimini yine kontrollü dalgalanma lehine çevirmiştir⁷². Merkez Bankası yuanın değerindeki değişimleri, Çin'in dış ticaret, doğrudan yatırım ve dış borçlanma alanlarında önde gelen ticari ortakları olan ülke para birimlerinden oluşan bir sepet değerini dikkate alarak izlemeye başladığını ilan etmiştir. Bu tarihten 2008 yılına kadar olan dönemde yuan, dolar karşısında yaklaşık yüzde 20 oranında değer kazanmıştır. Ancak Çin global krizin başlamasıyla ülkenin uluslararası piyasalarda rekabet gücünü korumak amacıyla 2008 yılı ortalarından itibaren yuanın dolar karşısındaki değerini sabitlemiştir. Çin'in yüksek dış ticaret fazlarına rağmen

⁷² Deutsche Bank, **Emerging Markets Currency Handbook 2010**, December 2009, s. 8.

değersiz kur politikasındaki ısrarı diğer ülkelerin tepkisini çekmekte, ancak ülke, ekonomisinin buna hazır olmadığı gerekçesiyle politika değişikliği gerçekleştirilmemektedir.

Aşağıdaki tabloda 1982 yılından itibaren Çin'in uluslararası rezervler düzeyi ve bu tutarın dünya toplam rezervleri içindeki payı gösterilmektedir. Tablodan da görüldüğü gibi Çin'in 2000 yılında yüzde 8 olan payı, 2000'li yıllarda çok hızlı bir biçimde yükselerek yüzde 35'e ulaşmıştır. Bu dönem zarfında Çin'in rezervleri 172 milyar dolardan 1,946 milyar dolara yükselmiştir.

Şekil 2.7:
Çin'in Uluslararası Rezervleri (milyar ABD doları) ve
Dünya Toplamı İçerisindeki Payı



Kaynak: IMF International Financial Statistics

Çin'in rezerv birikimi, asıl olarak döviz kurundaki değerlenmeyi engellemek amacıyla yaptığı piyasa müdahalelerinden kaynaklanmaktadır. Yüksek dış ticaret fazlası nedeniyle şirketler kesimince elde edilen dövizler, Çin Merkez Bankası tarafından yuan karşılığında yapılan döviz piyasası müdahaleleriyle satın alınmaktadır. Diğer taraftan yüksek büyüme potansiyeli, son 10 yılda ülkeye önemli tutarda doğrudan sermaye

yatırımı yapılmasını sağlamış, bu kaynaktan da yüklü miktarda döviz girişi gerçekleşmiştir. Rezerv birikiminin hızlandığı 2001-2007 yılları ödemeler dengesi verileri incelendiğinde bu dönemde Çin'in 953 milyar dolar cari fazla sağladığı, 431 milyar dolar doğrudan yatırım gerçekleştiği görülmektedir*. Bu girişler nedeniyle uzun süredir dolara karşı sabit tutulan ya da çok az değerlenmesine izin verilen yuan üzerinde aşırı bir değerlenme baskısı olmasına rağmen Çin Merkez Bankası, ihracata dayalı bir büyüme stratejisi izleyen ülkenin rekabet gücünü korumak amacıyla değersiz kur politikasını sürdürmüştür.

Bankanın gerçekleştirdiği döviz müdahalelerinin nedenleri temel olarak 4 başlık altında toplanabilmektedir⁷³;

1. *İhracata dayalı büyüme stratejisi:* Kur seviyesini zayıflatmaya yönelik olarak gerçekleştirilen döviz alımları, ülkenin uluslararası piyasalarda rekabet gücünü artırarak ihracatı desteklemeyi amaçlamaktadır. Güçlü ihracat ekonomik büyümeyi hızlandırmakta, diğer taraftan istihdam yaratarak toplumsal istikrara katkıda bulunmaktadır. Ancak Çin'de ihracatın büyümenin en önemli kaynağı olması, ekonominin temel ihracat pazarlarındaki ekonomik gelişmelere duyarlılığını artırmaktadır.
2. *Sermaye hareketlerinin serbestliğinden duyulan endişe:* Çin, aşama aşama sermaye hareketlerinin önündeki yasal ve fiili kısıtlamaları hafifletmektedir. Bu süreç nedeniyle ortaya çıkabilecek dalgalanmaların, döviz kurunun sıkı bir şekilde kontrol altında tutulmasıyla engellenebileceği düşünülmektedir.
3. *Para politikası çıpası:* Sabit ya da sıkı bir biçimde yönetilen döviz kuru politikasının para politikası için bir çıpa işlevi görmesi ve enflasyon beklentilerini sınırlandırması beklenmektedir. Ancak bu yöntem diğer taraftan para politikası tercihlerini sınırlamaktadır.

* Bu hesaplamalar, Dünya Bankası'nca yayınlanan "World Development Indicators" veri setinden yararlanılarak yapılmıştır.

⁷³ Eswar Prasad and Isaac Sorkin "Sky's the limit? National and Global Implications of China's Reserve Accumulation", Brookings Institute, July 2009, ss. 1-2.

4. *Döviz kuru ve bankacılık krizlerine karşı sigorta işlevi:* Asya ve diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan döviz kuru ve bankacılık krizlerinin yüksek maliyeti, Çin gibi bazı ülkelerin bu gibi krizlere karşı sigorta işlevi görmek üzere hızlı bir rezerv birikimi stratejisi uygulamalarına neden olmuştur. Rezervler krizlerin ortaya çıkma olasılığını azaltmakta, kriz ortaya çıktığında ise maliyetini hafifletmektedir. Rezerv birikimi maliyetli olmasına karşın, kriz ihtimali yaşadıklarında uluslararası finansal kurumların destek verip vermeyecekleri konusundaki belirsizlik nedeniyle bir zorunluluk olarak görülmektedir.

Çin, uluslararası rezervlerinin varlık sınıfı ve döviz cinsi kompozisyonuyla ilgili bilgi vermemekte, yalnızca aylık toplam tutarlarını yayınlamaktadır. Bu nedenle rezervlere ilişkin bilgiler, ulaşılabilen diğer kaynaklardan derlenmekte ve çeşitli tahminler üretilmektedir. ABD Hazine Bakanlığı, web sitesinde, ihraç ettiği tahvillerin ülke bazında sahiplerine ilişkin bilgiler vermektedir*. Burada verilen bilgilere göre Çin'in sahip olduğu ABD Hazine tahvillerinin miktarı 2000 yılındaki 60 milyar dolardan, Kasım 2009 itibariyle 789 milyar dolara yükselmiştir. Çin, 2000 yılında yabancıların sahip olduğu ABD tahvillerinin yüzde 10'unu elinde bulundurduktan, bu oran 2009 yılında yüzde 37'ye yükselmiştir. Çin, bu dönem boyunca hazine tahvilleri dışında hükümet destekli kuruluşlar olan Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından ihraç edilen tahvillerden de önemli tutarda satın almıştır. Mart 2000'de 20 milyar dolar olan bu tahvillerin Çin rezervleri içerisindeki tutarı 2008 yılı ortasında 544 milyar dolara kadar yükselmiştir.

Çin'in elinde bulundurduğu ABD tahvillerinin miktarı, konuyu gerek ikili ülke ilişkileri gerekse de global ekonomi açısından oldukça hassas hale getirmektedir. Çin gibi önemli bir yatırımcının rezerv portföyünde yapacağı tercih değişikliklerinin doların değerini etkileme gücü yüksektir. Tezin ilgili bölümünde detaylarıyla açıklandığı gibi bazı Çin'li yetkililer 2009 yılı içerisinde doların temel rezerv para olma özelliğini

* <http://www.ustreas.gov/tic>, (20.02.2010)

sorgulayan açıklamalarda bulunmuşlar, bu da uluslararası yatırımcılar arasında doların geleceğine ilişkin kaygılara yol açmıştır. Rezervlerin kompozisyonunun, ABD ve Çin arasındaki politik ilişkiler üzerinde önemli yansımaları olması kaçınılmazdır. Diğer taraftan Çin'in doların değerini düşürebilecek adımlar atması, rezervlerinin önemli bir bölümü dolar cinsinde varlıklardan oluştuğu için kendisi için de olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Bu açıdan bakıldığında her iki ülkenin de birbirlerini çok rahatsız edecek ekonomik veya politik girişimlerden uzak durmaları beklenmektedir. Nitekim ABD yönetimi insan hakları ve döviz kuru manipülasyonu gibi bazı hassas konularda bazı dönemlerde dile getirdiği görüşlerini yüksek bir sesle ifade etmekten kaçınmakta, Çin'le ilişkilerini zora sokacak adımlar atmaktan kaçınmaktadır⁷⁴. Örneğin Obama yönetimi uzun süre Çin'in kendi ulusal güvenliği açısından önemli bir tehdit olarak gördüğü Dalai Lama ile doğrudan görüşmeler yapmaktan kaçınmıştır. Tayvan'la kurulan ilişkilerin derinliği de Çin'le ilişkiler açısından sonuçları dikkate alarak belirlenebilmektedir.

Çin, ABD doları yatırımlarını azaltabilecek adımlar atamasa da, dev boyutlara ulaşan rezervlerini farklı alanlara yönlendirmek için çeşitli girişimlerde bulunmaktadır. Çin'in ülke yatırım fonu* olan China Investment Corp. (CIC), global kriz öncesi ABD finansal kuruluşlarına yaptığı yatırımlar nedeniyle önemli zarara uğramış ve bu nedenle bir süre agresif stratejiler izlemekten uzak durmuştur. Ancak Çin, CIC aracılığıyla 2009 yılı global krizi nedeniyle varlık fiyatlarının gerilemesinin doğurduğu fırsatlardan yararlanarak, dünyada emtia üretiminde önde gelen ülkelerde bazı kilit şirketlerde hisse satın almaya devam etmekte ve bu ülkelerle politik bağlarını kuvvetlendirmeye çalışmaktadır. Hızla büyüyen ekonomisi için başta petrol ve doğal gaz gibi enerji kaynakları olmaz üzere emtia akışını güven altına almak amacıyla CIC geçtiğimiz dönemde Kanada, Singapur, Endonezya, Irak, Kazakistan, Nijerya, Sudan, Angola gibi ülkelerde yatırımlar yapmıştır⁷⁵. Çin, yaptığı yatırımlar nedeniyle politik kaygılara yol

⁷⁴ Nicole Lewis, "China's Foreign Exchange Reserves: Unintentional Means to a Strategic End" **Council on Foreign Relations**, January 13, 2010,

http://www.cfr.org/publication/21189/chinas_foreign_exchange_reserves.html (15.02.2010)

* Ülke Yatırım Fonları'na ilişkin detaylı bilgiler tezin 2.4 bölümünde sunulmaktadır.

⁷⁵ Bloomberg "CIC buys stake in Kazakh Gas Company for \$939 million" September 30, 2009.

www.bloomberg.com, (20.02.2010)

açabileceği gelişmiş ülkelerden çok, emtia zengini gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi tercih etmektedir.

Çin, güçlü rezerv seviyesini politik amaçlarla da kullanabilmektedir. Kosta Rika hükümetiyle 2007 yılında yapılan anlaşmanın daha sonra ortaya çıkan detayları bu yönde kullanım konusunda açık bir örnek teşkil etmektedir⁷⁶. Dışişleri bakanları düzeyinde gerçekleştirilen ve düzenlendiğinde detayları kamuoyuna açıklanmayan anlaşmaya göre Kosta Rika'nın Tayvan'daki elçiliğini kapatması karşılığında Çin, bu ülkenin 300 milyon dolar değerindeki bonolarını satın almayı ve 130 milyon dolar da yardımda bulunmayı taahhüt etmiştir.

Çin'in rezervleri sayesinde uluslararası finansal kurumlardaki söz hakkının da artması beklenmektedir. IMF global kriz sonrasında kaynaklarını güçlendirmek için SDR cinsi bono ihraç etme kararı almıştır. Çin bu bonolardan 50 milyar dolar değerinde bir alım yaparak hem IMF karar süreçlerinde daha etkili olmak, hem de rezervlerini çeşitlendirmek amacını gütmektedir. Nitekim G-20 zirvesinde alınan kararlarla IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlarda başta Çin olmak üzere dünya ekonomisi içinde payları artan bazı gelişmekte olan ülkelerin temsil gücünün artırılması planlanmaktadır.

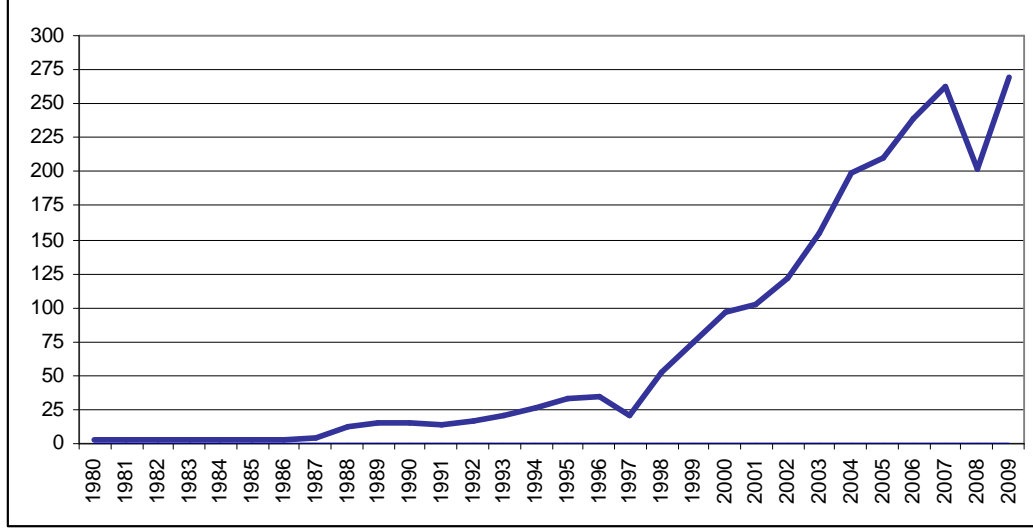
2.3.2. Kore'de Uluslararası Rezerv Birikimi

Kore, ekonomik gelişimine paralel olarak uluslararası rezerv birikimini 1980'lerin sonundan itibaren hızlandırmaya başlamıştır. 1987 yılında yalnızca 3,7 milyar ABD doları olan rezervler, 1996 yılı sonunda 34 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak bölgedeki tüm ülkeleri önemli ölçüde etkileyen Asya krizi, Kore'nin de rezervlerinin yaklaşık yüzde 40'ını kaybetmesine neden olmuş, 1997 yılı sonunda toplam rezerv seviyesi 20 milyar dolara gerilemiştir. Kriz sonrasında ise rezerv birikim hızı diğer birçok bölge ülkesini de geride bırakarak, 2007 yılı sonunda 263 milyar dolara yükselmiştir. 2008 global krizinde bu kez rezervlerinin 61 milyar dolarlık bölümünü kaybeden Kore, 2009 yılında kayıplarını telafi etmeyi başarmıştır.

⁷⁶ Graham Bowley, "Cash Helped China Win Costa Rica's Recognition" *The New York Times*, September 13, 2008, <http://www.nytimes.com/2008/09/13/world/asia/13costa.html> (15.12.2009)

Aşağıdaki tabloda Kore uluslararası rezervlerinin 1980 yılından itibaren gelişimi gösterilmektedir.

Şekil 2.8:
Kore Uluslararası Rezervleri (1980-2009)
(milyar ABD doları)



Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

Kore’de döviz kuru rejiminin uygulanmasında 2 kurum sorumluluk üstlenmektedir. 1999 yılında yürürlüğe giren Kambiyo İşlemleri Kanunu gereğince esas sorumluluk Maliye Bakanlığı’na aittir. Bakanlık döviz kuru politikasına, döviz işlemlerine, sermaye hareketlerine ve rezervlerin yönetimine ilişkin genel esasları belirlemektedir. Ancak Bakanlık bu genel esasları belirledikten sonra uygulamalara ilişkin birçok yetkisini Kore Merkez Bankası’na devretmiştir. Merkez Bankası, 1967 yılında Maliye Bakanlığı bünyesinde kurulan döviz kuru istikrar fonu ve bankanın rezervleri toplamından oluşan ülke rezervlerini yönetmekte, Bakanlıkla birlikte döviz piyasası müdahalelerine karar vermektedir.

Kore para birimi wonun değeri 1980 yılına kadar dolara endekslenmiş ve ülkede sıkı kambiyo kontrolleri uygulanmıřtır⁷⁷. 1980 yılından itibaren wonun belli sınırlar içinde dalgalanmasına izin verilmiştir. Bu dalgalanmanın boyutları 1990 yılına kadar belirlenen bir sepet değer etrafında, 1990 yılından itibaren ise dolar değeri karşısında sınırlandırılmıştır. Kore, 1990'lı yıllarda kambiyo kontrollerini aşamalı bir biçimde azaltarak, yerli yatırımcıların yabancı para cinsinden varlıklar edinmesinde ve yabancı yatırımcıların da won cinsinden yatırımlar yapmasındaki sınırlamaları hafifletmeye başlamıştır. 1997 Asya krizi ise uygulanan politikalar açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. Kore Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiş, wonun değeri ise piyasada oluşan arz ve talep koşulları çerçevesinde dalgalanmaya bırakılmıştır.

1997 yılına kadar olan dönemde geçerli olan yönetilen dalgalı kur rejimlerinde döviz piyasası müdahaleleri, cari işlemler hesabının dengeli bir seyir izlemesi ve reel efektif kurun istikrarlı bir seviyede kalmasını amalamıřtır⁷⁸. Dalgalı kur rejimine geçişle birlikte ise amaçlar değişmiştir. Kore Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde döviz piyasalarına kurdaki aşırı volatilitiyi engellemek, döviz piyasalarında istikrarı sağlamak, spekülatif atakları önlemek ve rezerv biriktirmek amacıyla müdahalelerde bulunduğunu, bir döviz kuru seviyesi hedeflemediğini ifade etmektedir.

Merkez Bankası kur seviyesini etkilemeye yönelik olarak belirlediği bankalar aracılığıyla won taraflı doğrudan alım ve satım işlemleri dışında, sözlü müdahaleler de geekleştirmektedir. Sözlü müdahaleler yoluyla parasal otoritenin piyasa gelişmelerine ilişkin rahatsızlıkları dile getirilmekte, bu da politika tedbirlerinin bu açıklamaların ardından gelmesi ihtimali nedeniyle spekülatif pozisyonlar üzerinde etkili olabilmektedir. Merkez Bankası ayrıca vadeli piyasalarda da işlem geekleştirebilmektedir. Döviz piyasalarının liberalizasyonu çerçevesinde 1999 yılında

⁷⁷ Bank of Korea, FX System, Historical Development, <http://eng.bok.or.kr/broadcast.action?menuNaviId=675>, (25.02.2010)

⁷⁸ Gwang-Ju Rhee and Eun Mo Lee "Foreign Exchange Intervention and Foreign Exchange Market Development in Korea", Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, from Bank for International Settlements, vol. 24, 2005, ss. 196-199.

serbest bırakılan NDF işlemleri* bazı dönemlerde wonun değeri üzerinde her iki yönde belirgin biçimde etkili olabilmektedir. Örneğin yabancı yatırımcıların dolar uzun pozisyon aldıkları dönemlerde kısa pozisyonda kalan yerli bankalar, bu pozisyonlarını kapatmak amacıyla spot piyasada dolar talebini artırabilmekte, bu da wonda değer kaybına neden olabilmektedir. Bu durumun tersi de yaşanabilmekte, değer kazanacağı beklentisiyle alınan won uzun pozisyonlar, wonda değer kazancını hızlandırabilmektedir. Kore Merkez Bankası, döviz kuru üzerindeki etkileri nedeniyle NDF piyasasında da işlem yapmak zorunda kalmakta, ancak bu müdahalelerini mümkün olduğunca sınırlamaya özen göstermektedir. Çünkü NDF vadesi geldiğinde ödemelerin gerçekleştirilmesi, yeni durumda döviz kuru üzerinde amaçlanılanın tersi yönünde etkiler doğurabilmektedir.

Döviz piyasalarına müdahale kararları herhangi bir kesin kurala göre değil, politika uygulayıcılarının yargılarına göre alınmaktadır. Kur seviyesindeki değişim, volatilitenin boyutları, alım ve satım kotasyonları arasındaki fark, işlem hacmi gibi değişkenler döviz piyasalarındaki istikrarsızlığa ilişkin göstergeler olarak sürekli izlenmektedir. Bunların yanında kur seviyesinin denge değerinden uzaklığı, şokun içsel ya da dışsal kaynaklı olması, etkili olma süresi, rezervlerin mevcut seviyesi gibi unsurlar da dikkate alınarak müdahale kararı verilmektedir. Müdahaleler genellikle, merkez bankası tarafından ihraç edilen parasal istikrar bonoları aracılığıyla sterilize edilmektedir.

Ancak rezerv seviyesinin 1997 yılındaki 20 milyar dolar seviyesinden hızla yükselerek, tüm rezerv yeterli kriterlerini önemli ölçüde aşması, merkez bankasının yaptığı açıklamaların aksine ülkenin rekabet gücünü korumak amacıyla belli bir kur hedefi gözetdiği şeklinde iddialara neden olmuştur. Bu görüş 2000’li yıllarda dünyada rezerv birikiminde ön sıralara yerleşen birçok Asya ülkesi için ileri sürülmektedir. Asya krizinin bıraktığı izler nedeniyle bölge ülkelerinin, krizler nedeniyle katlanmak zorunda kaldıkları makroekonomik uyum maliyetlerini azaltmak amacıyla rezerv birikimlerini

* NDF (Non-deliverable forward), aslında özellikleri bakımından bir forward ya da futures sözleşmesidir. Ancak bu sözleşmeyi yapan taraflar, vade dolduğunda birbirlerine sözleşmede yazılı nominal tutarları değil, sözleşme fiyatı ile spot piyasadaki fiyat arasındaki farkı ödemektedir. NDF sözleşmeleri daha çok sermaye hareketlerinin kısıtlı olduğu ülke para birimleri cinsinden, offshore piyasalarda işlem görmektedir.

hızlandırdığı bilinmektedir. Kore'nin rezervleri üzerine yapılan bir çalışmada⁷⁹ da kriz sonrasında rezerv talebinin rezervlerin yokluğunda katlanması gereken makroekonomik uyum maliyetlerine duyarlılığının arttığı, diğer taraftan alternatif maliyete duyarlılığının da önemli ölçüde azaldığı sonucuna varılmaktadır. Merkez bankası ise, rezerv seviyesindeki artışların yalnızca döviz piyasası müdahaleleri kaynaklı olmadığını, Kore devleti tarafından ihraç edilen döviz kuru istikrar bonoları, ticari bankalardan alınan yabancı para rezerv karşılıkları ve rezerv getirilerinin de bu artışta önemli bir paya sahip unsurlar olduklarını ifade etmekte, para politikasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğunu, herhangi bir kur hedeflerinin bulunmadığını ısrarla vurgulamaktadır. Diğer taraftan küçük ve dışa açık bir ekonomi olan Kore'nin dışsal şoklara karşı oldukça duyarlı olması nedeniyle güçlü rezerv seviyesine sahip olmanın önemine dikkat çekmektedir.

Kore'nin rezervlerinin 103 milyar dolardan 263 milyar dolara çıktığı 2001-2007 yılları arası dönem incelendiğinde ülke ekonomisinin bu dönemde yaklaşık 80 milyar dolar cari fazla ürettiği, 64 milyar dolar diğer sermaye ve finans hesaplarından girişler olduğu, bu nedenle döviz kuru üzerinde ciddi bir değerlenme baskısı olduğu görülmektedir*. Nitekim won/ ABD doları paritesinin gösterildiği aşağıdaki grafikte de görüldüğü gibi won 1997 krizinde önemli bir değer kaybına uğradıktan sonra 2007 yılına kadar olan dönemde 2001 yılı haricinde sürekli değer kazanmıştır. Bu değerlenme karşısında Kore Merkez Bankası da, parasını dolar karşı sabitleyen Çin gibi bölge ülkeleriyle rekabet gücünü koruyabilmek için sürekli döviz piyasalarına müdahalelerde bulunarak rezerv biriktirmiş ve 2001-2007 döneminde rezervlerini yaklaşık 160 milyar dolar artırmıştır.

⁷⁹ Hee-Ryang Ra "Demand for International reserves: A Case Study for Korea" **The Journal of the Korean Economy**, Vol. 8, No. 1, Spring 2007, s. 150.

* Bu bilgiler, Tablo 3.10'da sunulmaktadır.

Şekil 2.9:
Kore wonu / ABD doları paritesi



Kaynak: Reuters

Ülke rezervlerinin hızlı artışı, Kore yetkililerini de çeşitli önlemler almaya zorlamıştır. 2005 yılında hazırlanan denizaşırı yatırım teşvik planıyla, finansal olmayan şirketlerin yabancı ülkelerde finans ve sigortacılık sektörlerinde yatırım yapmalarına, bireylerin yabancı ülkelerde gayrimenkul edinmelerine ve doğrudan yabancı yatırımlarına getirilen sınırlamalar kaldırılmıştır⁸⁰. 2007 yılında çıkarılan yeni kanunla şirketlerin yabancı ülkelerde doğrudan yatırımlarını destekleyici önlemler artırılarak ülkeden döviz çıkışları teşvik edilmeye başlanmıştır. Bu önlemler, rezerv seviyesinin Kore yetkililerince de olması gerekenin çok üzerinde bir seviyeye ulaştığına inandıklarını göstermektedir.

Ancak alınan bu önlemlere rağmen artmaya devam eden rezervlerin önemi, 2008 yılında başlayan global krizde açık bir biçimde ortaya çıkmıştır. Kore yetkililerinin, yüksek rezerv seviyesinin ülkeyi dışsal şoklara karşı daha korunaklı kılacağı beklentisinin, krize karşı alınan önlemler çerçevesinde rezervlerin kullanımı

⁸⁰ Bank of Korea, FX System, Historical Development, <http://eng.bok.or.kr/broadcast.action?menuNavId=675>, (25.02.2010)

dikkate alındığında doğrulandığı görülmektedir. Kore, 2008 yılı Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflasıyla birlikte global piyasalarda ortaya çıkan sarsıntılardan oldukça etkilenmiştir. Uluslararası likiditenin daralması nedeniyle bankacılık sektörünün kısa vadeli yabancı para kredilerini yenilemekte başarısız olması, diğer taraftan yabancı yatırımcıların Kore'deki varlıklarını dövize dönerek ülkeden çıkmaya başlaması döviz kuru üzerinde güçlü bir baskı yaratmıştır. 2008 yılına 936 seviyesinden başlayan won/dolar paritesi Eylül ayı sonunda 1206'ya ulaşmıştır.

Krizle birlikte ortaya çıkan döviz ihtiyacının Kore ekonomisine duyulan güveni sarsmaması için Kore Merkez Bankası, öncelikle kriz öncesinde yeterlilik seviyelerinin çok üzerinde bir tutara ulaştığı düşünülen rezervlerini daha da güçlendirmek için çeşitli swap anlaşmaları yapmıştır. 30 Ekim 2008'de ABD Merkez Bankası'yla 30 milyar dolar⁸¹, 12 Aralık 2008'de Çin Merkez Bankası'yla 26 milyar dolar tutarında won / ABD doları cinsinden swap anlaşmaları imzalanmış⁸², Japonya Merkez Bankası'yla da mevcut anlaşmanın tutarı 20 milyar dolara yükseltilmiştir⁸³. Bu anlaşmalar çerçevesinde Kore Merkez Bankası, diğer merkez bankasına won hesabı açmakta, diğer merkez bankası da Kore Merkez Bankası'na ABD doları hesap açmaktadır. Bunların dışında Çin'le won/yuan ve Japonya'yla da won/yen cinsinden anlaşmalar yapılmıştır. Bu anlaşmaların sinyal etkisi, uluslararası piyasaların Kore ekonomisinin borç ödeme gücünü yeniden değerlendirmesini sağlamış, finansal piyasalardaki dalgalanmayı yumuşatmıştır.

Bu dönemde Kore Merkez Bankası kısa vadeli yabancı para borçlarını yenilemekte güçlük çeken finansal kurumlara 2 yöntemle döviz likiditesi sağlamıştır. Banka kendi rezervlerinden 10 milyar dolar, ABD Merkez Bankası'yla yapılan swap anlaşmasıyla sağlanan kaynaktan da 16 milyar dolar olmak üzere finansal sisteme toplam 26 milyar dolar enjekte etmiştir. Bunların dışında banka, finansman desteğini büyük ölçüde yitiren küçük ve orta ölçekli ihracatçı firmalara 10 milyar dolar kredi

⁸¹ Board of Governors of the Federal Reserve System, Press Release, October 29, 2008. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081029b.htm>, (10.03.2010)

⁸² China, S.Korea Central Banks Agree Currency Swap, 2008, http://www.china.org.cn/business/news/2008-12/12/content_16939546.htm, (10.03.2010)

⁸³ Koreatimes, "Korea to Sign Currency Swap Deals with Japan, China", 11.04.2008. http://www.koreatimes.co.kr/www/news/nation/2009/06/116_33871.html, (10.03.2010)

sağlamıştır. Diğer taraftan Kore hükümeti de kendi kontrolünde olan döviz kuru istikrar fonundan ülke şirketlerine 35 milyar dolarlık fon aktarmış, Kore Eximbank'ının kaynaklarını 27 milyar dolar artırmıştır.

Tüm bu önlemler, global kriz nedeniyle Kore ekonomisinin yaşadığı problemlerin artarak bir ödemeler dengesi ve döviz krizine dönüşmesini engellemiştir. Güçlü rezerv seviyesi ve sağladığı diğer kaynaklarla Kore Merkez Bankası, Kore ekonomisinin bu dönemde en önemli kırılganlıklarından birisi olan bankacılık sektörünün dış finansman ihtiyacını karşılamış, ihracatın motoru olan şirketlerin krizde iflasa sürüklenmelerini önleyerek ülkenin üretim kapasitesinin daralmasını engellemiştir.

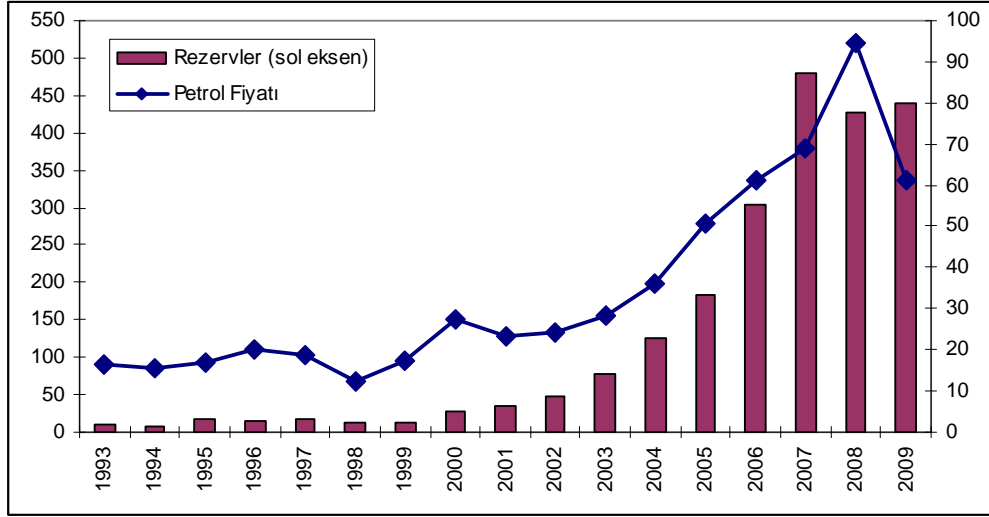
2.3.3. Rusya'da Uluslararası Rezerv Birikimi

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılması sonrasında planlı ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçiş dönemi, Rusya açısından oldukça sancılı bir süreç olmuştur. Kontrollü ekonomi sonrasında kurulmaya çalışılan piyasa ekonomisinin kurumsal ve hukuki altyapısı oturtulamamış, eskiden devlete ait olan işletmelerin büyük bölümü illegal yöntemlerle küçük bir grubun eline geçmiştir. Ekonominin üretim kapasitesinin gerilemesi ve kamu açıkları gibi problemler yaşayan Rusya ekonomisi, IMF ve Dünya Bankası'nın geniş boyutlu desteklerine rağmen 1997 yılında patlak veren Asya krizi ve sonrasındaki gelişmelerin dünyada emtia fiyatlarını geriletmesi nedeniyle 1998 yılında ciddi bir finansal krizle karşılaşmıştır. Rusya Merkez Bankası'nın müdahaleleriyle dolar karşısındaki değeri 5,3-7,1 genişliğinde bir bant içerisinde dalgalanan Rusya'nın para birimi rublenin değeri, bu bandı korumanın uluslararası rezervleri azaltması ve Rusya'nın ekonomik çıkarlarına zarar verdiği gerekçesiyle 17 Ağustos 1998 tarihinde 6,0-9,5 aralığına çekilmiştir⁸⁴. Derinleşen ekonomik ve finansal kriz nedeniyle Rusya moratoryum ilan etmek zorunda kalmış, kur seviyesini koruyacak düzeyde uluslararası rezervleri kalmayınca da 2 Eylül 1998 tarihinden itibaren ruble

⁸⁴ Central Bank of Russian Federation "Joint Statement by the Government of the Russian Federation and the Central Bank of the Russian Federation On the Exchange Rate Policy", August 17, 1998 www.cbr.ru/eng/press/JOINT.htm, (20.03.2010)

serbest dalgalanmaya başlamıştır. Hızla değer yitirmeye başlayan ruble/ dolar paritesi 21 Eylül tarihinde 21 seviyesine kadar yükselmiş, enflasyon kontrolden çıkmış ve birçok büyük banka ve şirket iflasları yaşanmıştır.

Şekil 2.10:
Rusya Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri (milyar ABD doları)
ve Petrol Fiyatları (1993-2009)



Kaynak: Rusya Merkez Bankası, OPEC

Yukarıdaki tabloda yıllar itibariyle Rusya Merkez Bankası uluslararası rezervleri ve petrol fiyatlarının gelişimi gösterilmektedir. Rusya ekonomisinin temel ihraç malları olan petrol ve doğalgazın uluslararası fiyatlarındaki değişimler rezerv birikimini ve Rusya devlet bütçesini doğrudan etkilemektedir. Nitekim Rusya dünya ekonomisinin yeniden düzelmesi ve emtia fiyatlarının artmaya başlamasıyla 2000 yılından itibaren ekonomisini tekrar toparlamaya başlamış, rezerv birikimini de hızlandırmıştır. Rubledeki sert devalüasyonun da ekonomik büyümeye önemli bir katkısı olduğu öne sürülmektedir. Stiglitz⁸⁵, 1998 öncesinde IMF tarafından dayatılan ekonomik politikalarla döviz kurunun aşırı değerli seviyede tutulmasının da meydana gelen krizin en büyük nedenlerinden biri olduğunu, rublenin değerinin Rus üreticilerin rekabet gücünü zayıflattığını, kriz sonrasında petrol fiyatlarının yükselmesinin yanı sıra

⁸⁵ Stiglitz, Joseph "The Ruin of Russia; No Rewriting of History can Change the Fact That Neo-liberal Reform Produced Undiluted Economic Decline" The Guardian, 9 April 2003.

rublenin değer kaybıyla ithalat hacminin gerilemesinin ve Rus şirketlerinin üretim yapar hale gelmesinin ekonomik toparlanmayı sağladığını dile getirmektedir.

Rusya Merkez Bankası, rublenin ABD doları ve eurodan oluşan sepet değerinin belli bir bant aralığında dalgalanmasına izin verilen bir kur rejimi uygulamaktadır⁸⁶. Bu sepetin içindeki dolar payı 2005 yılı başındaki yüzde 90 oranından, 2007 yılında yüzde 55'e geriletilmiş, euronun payı önemli ölçüde artırılmıştır. Rusya Merkez Bankası iki para biriminin sepet paylarının belirlenmesinde, ülkenin dış borçlarının döviz cinsleri bazında ayrımının, yurtdışı tahvil piyasalarının durumunun ve dış ticaretin ülke ve mallar cinsinden yapısının dikkate alındığını, değişikliklerini bu çerçevede gerçekleştirdiğini ifade etmektedir. Sepet değerinde euro lehine değişimi, Avrupa ülkeleriyle yapılan ticaretin genişlemesiyle açıklamaktadır.

Rusya Merkez Bankası rezervleri, 1998 krizi sonrasında alınan önlemler ve global ekonomik büyümenin enerji fiyatlarını 2008 yılına kadar sürekli artırması sonucunda 1999 yılı sonundaki 12 milyar seviyesinden, 2008 Temmuz ayı itibarıyla 597 milyar dolara yükselmiştir. Bu tutar, Çin ve Japonya'dan sonra dünyada en yüksek üçüncü rezerv büyüklüğüdür. 2001-2007 yılları arasında biriktirilen 415 milyar dolarlık rezervin yüzde 92'lik bölümü, bu dönemdeki cari denge fazlasından kaynaklanmıştır. Aynı dönemde bir miktar doğrudan yatırımlar ve sermaye ve finans hesapları kaynaklı girişler de yaşanmışsa da, Rusya ihracatının yüzde 70'lik bölümünü oluşturan enerji ve metal fiyatlarındaki artışlar sonucu artan dış ticaret dengesi, rezerv artışının temel kaynağını oluşturmuştur.

Rusya Merkez Bankası, kanunu gereğince rezervleri sırasıyla güvenlik, likidite ve karlılık hedefleri gözeterek yönetmektedir⁸⁷. Rezervler, operasyonel ve yatırım adları altında iki portföye ayrılarak yönetilmektedir. Operasyonel portföy kısa vadeli, likiditesi oldukça yüksek, nakit benzeri varlıklardan oluşmaktadır. Yatırım portföyündeki varlıklar ise daha uzun vadeli, daha riskli ve daha yüksek getirili uluslararası yatırım araçlarından oluşmaktadır. Rezervlerin miktarının artmasıyla yatırım portföyü bir

⁸⁶ Deutsche Bank, **Emerging Markets Currency Handbook 2010**, December 2009, s. 97.

⁸⁷ A.I. Ol'shanyi, "International Reserve Assets of the Russian Federation: Problems and Prospects" **Studies on Russian Economic Development**, Vol.20, 2009, s. 74.

miktar genişletilse de varlıkların büyük bölümü operasyonel portföyde değerlendirilmektedir.

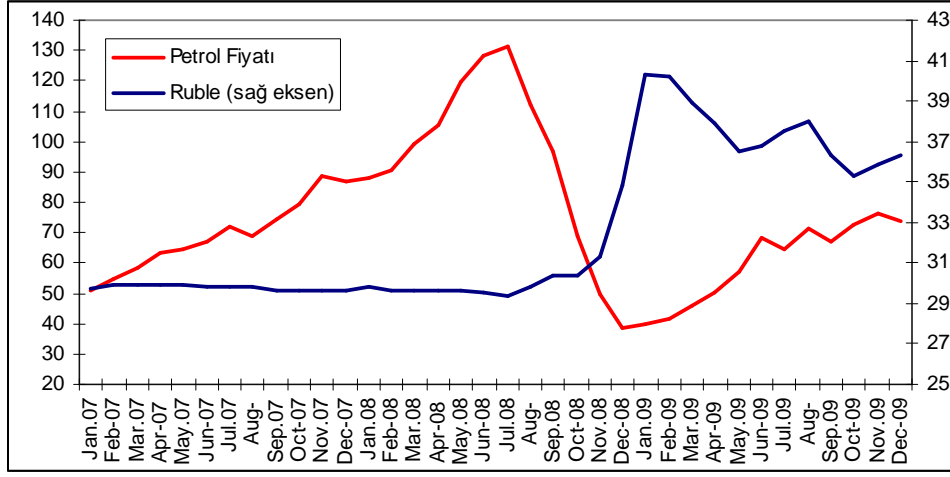
Rusya, artan petrol gelirlerinin bir bölümünü de merkez bankasının uluslararası rezervlerine eklemek yerine 2004 yılında kurduğu “petrol istikrar fonu”na aktarmaya başlamıştır. Bu fonda biriken 157 milyar dolar, 2008 yılı Şubat ayında oluşturulan 2 fon arasında paylaştırılmıştır⁸⁸. Petrol gelirlerindeki dalgalanmanın bütçe gelirleri üzerinde yaratacağı istikrarsızlığı önlemek üzere kurulan “Rezerv Fon” için 125 milyar dolar ayrılmıştır. Burada biriken kaynak petrol fiyatlarının gerilediği dönemlerde bütçe harcamalarının finansmanında kullanılmaktadır. Kurulan ikinci fon olan “ Ulusal Refah Fonu”na ise 32 milyar dolar aktarılmıştır. Yalnızca yabancı tahvil ve hisse senedi yatırımları yapan fonun gelirleri, Rusya’nın emeklilik sistemi için kullanılmaktadır.

2000’li yıllarda Rusya Merkez Bankası, ülkenin rekabet gücünü korumak ve rubledeki değer kazanımlarını engellemek amacıyla sürekli döviz piyasalarına müdahalelerde bulunmuştur. Ruble üzerindeki değerlenme baskısı 2008 yılında başlayan global krize kadar devam etmiştir. 2006 yılı sonundan 2009 yılı sonuna kadar olan dönemde petrol fiyatları ve ruble sepet değeri* arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

⁸⁸ Andrew Kramer, “Russia Creates a \$32 Billion Sovereign Wealth Fund” The New York Times, February 1, 2008, <http://www.nytimes.com/2008/02/01/business/worldbusiness/01fund.html> (20.03.2010)

* Rusya Merkez Bankası, rublenin değerini yüzde 55 ABD doları ve yüzde 45 eurodan oluşan bir sepet değerine karşı kontrol etmektedir.

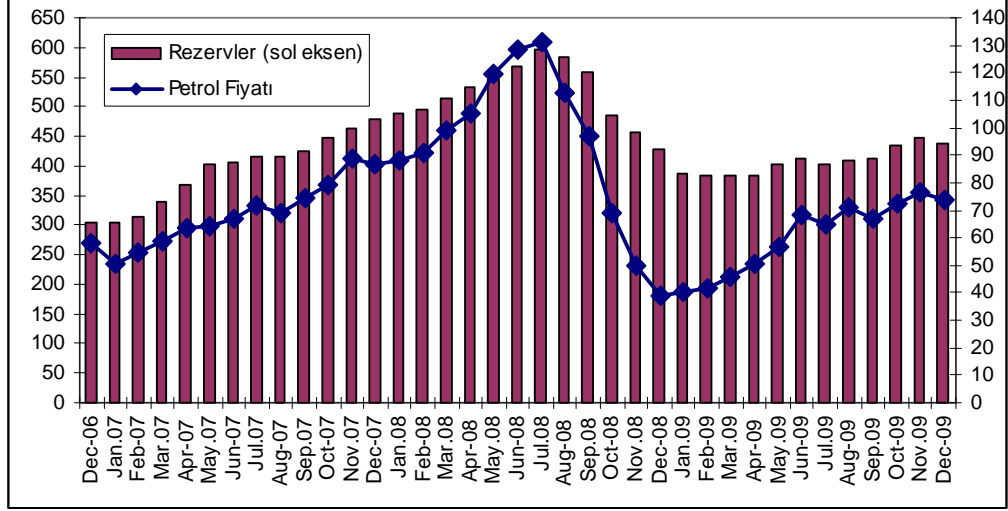
Şekil 2.11:
Petrol Fiyatları ve Rus Rublesi Sepet Değeri



Kaynak: Reuters, OPEC

Şekil 2.12’de gösterildiği gibi döviz piyasası müdahaleleri nedeniyle rezervler Temmuz 2008’e kadar olan dönemde sürekli artmış, böylece rubledeki değerlenme çok sınırlı boyutlarda kalmıştır. Ancak 2008 yılı ortalarından itibaren şiddeti artmaya başlayan global kriz, petrol fiyatlarının hızla gerilemesine, Rusya’dan yüksek boyutlu sermaye çıkışlarına neden olmuş, Rusya Merkez Bankası da bu kez rublenin değerini korumak amacıyla döviz piyasalarına müdahalelerde bulunmak zorunda kalmıştır. Bu dönemin rezerv gelişmelerinin aylık bazda gösterimi aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Şekil 2.12:
Rusya Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri (milyar ABD doları)
ve Petrol Fiyatları (Aralık 2006-Aralık 2009)



Kaynak: Rusya Merkez Bankası, OPEC

Özellikle Çin ve Asya kaynaklı küresel ekonomik büyüme, başta enerji olmak üzere tüm emtia fiyatlarının 2008 yılı Temmuz ayına kadar hızla yükselmesine neden olmuştur. Petrolün varil fiyatının 147 ABD dolarına kadar ulaştığı Temmuz ayında, Rusya rezervleri de 597 milyar dolara ulaşarak rekor kırmıştır⁸⁹. 2008 yılı Ocak-Temmuz döneminde Rusya Merkez Bankası döviz piyasası müdahaleleriyle 99 milyar dolar almıştır. Ancak şekilde de görüldüğü gibi Temmuz ayından itibaren global büyümenin yavaşlayacağı ve petrol talebinin gerileyeceği, enerji fiyatlarında spekülörlerin de katkısıyla büyük bir balon olduğu gibi gerekçelerle fiyatlar hızla gerilemeye başlamıştır. 2000’li yıllardaki güçlü ekonomik büyümesine rağmen Rus ekonomisinin hala büyük oranda enerji fiyatlarına bağımlı olması da, ülke ekonomisine ilişkin endişeleri artırmış, sermaye çıkışlarının hızlanmasına yol açmıştır. Rusya Merkez Bankası raporlarına göre 2008 yılı Ağustos-Aralık dönemindeki çıkış toplamı 168 milyar dolara ulaşmıştır. Banka bu dönemde 1998 benzeri bir krizin oluşmasını engellemek ve rubledeki değer kayıplarını sınırlandırabilmek amacıyla hemen her gün satım yönlü müdahalelere başlamıştır. Rublenin, gerileyen petrol fiyatları nedeniyle

⁸⁹ Ivan Korolev, “Global Financial Crisis: Impact Upon Russia” Presentation Submitted to the **Expert Meeting, Trade and Development Board, Investment, Enterprise and Development Commission**, UNCTAD, Geneva, 4-5 February 2009, s.2.

daha da değer kaybedeceği beklentisi, ruble / dolar kısa pozisyonları artırmış, ancak Rusya Merkez Bankası ekonomik istikrarı büyük ölçüde tahrip edeceği endişesiyle rublenin bir defalık sert devalüasyonuna izin vererek sermaye çıkışlarının durmasını sağlamaya çalışmaktan çekinmiştir. Ödemeler dengesi gelişmelerinin Rusya aleyhine dönmesini dikkate alarak, yeni duruma ülke ekonomisinin uyum sağlaması amacıyla müdahalelerine devam ederken rublenin bandını da aşama aşama genişletmiş, 22 Ocak 2009 tarihinde yeni bant aralığını 26-41 olarak ilan etmiştir. Banka, Ağustos-Aralık döneminde tüm sermaye çıkışlarını karşılayacak şekilde piyasaya 168 milyar dolar satış gerçekleştirmiştir⁹⁰. Global piyasalarda dalgalanmaların şiddetinin doruğa çıktığı 2009 yılı Mart ayında Rusya, Temmuz 2008 sonu itibariyle sahip olduğu rezervlerin yüzde 36'sını kaybetmiş, Mart 2009 itibariyle rezervleri 384 milyar dolar seviyesine gerilemiştir.

Ekonomik daralmanın en dip noktasının geride kaldığı gerekçesiyle global piyasaların Mart ayından itibaren yükselmeye başlaması, Rusya ekonomisini de olumlu yönde etkilemiştir. 2008 Aralık ortalaması olan 39 dolardan, Aralık 2009 itibariyle yüzde 90 oranında artışla 74 dolara ulaşan petrol fiyatları Rusya'nın dış ticaret gelirlerini iyileştirmiş, artan global risk iştahı ülkeye sermaye girişlerini yeniden canlandırmıştır. Bu dönemde tekrar döviz alışlarına başlama fırsatı bulan Rusya Merkez Bankası rezerv seviyesini 2009 sonu itibariyle 439 milyar dolara yükseltmiş, rublenin bandını da 35-38 aralığına çekmiştir. Kaybettiği rezervleri bir ölçüde yerine koymaya başlayan Rusya, diğer taraftan da rezerv kompozisyonu değiştirmeye yönelik girişimlerde de bulunmaktadır. Rusya Merkez Bankası altının rezervler içindeki payını artırmaya başlamış, 2009 yılında temel rezerv para birimi olma özelliği geniş bir biçimde tartışılmaya başlanılan doların gelecekteki değerine ilişkin kaygılar nedeniyle Kanada doları gibi başka para birimlerini de rezervlerine dahil etmeyi planladığını ilan etmiştir⁹¹. Rusya, 2011 yılında dalgalı kur rejimine geçmeyi planlamaktadır.

⁹⁰ Central Bank of Russia, Annual Report, 2008, http://www.cbr.ru/eng/publ/God/ar_2008_en.pdf, (20.03.2010) s.68.

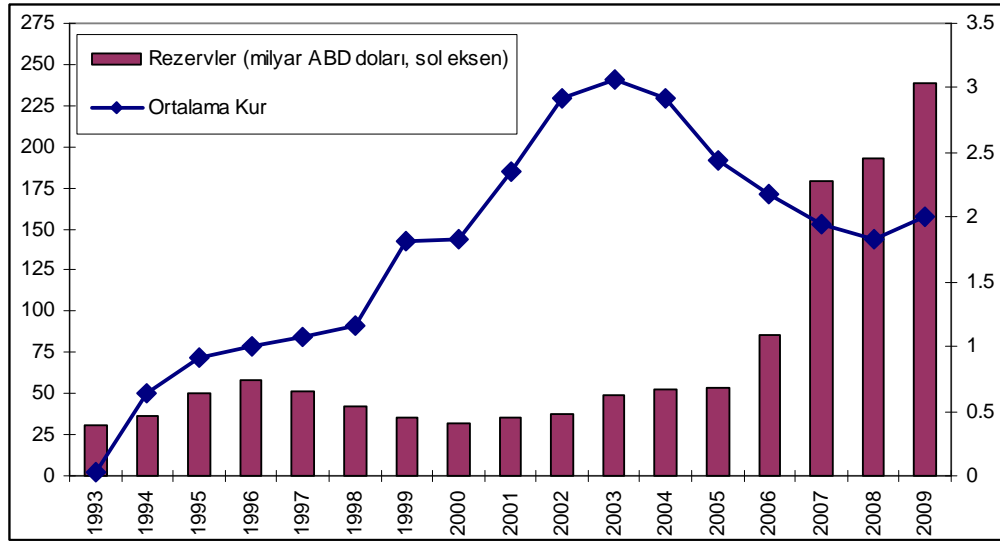
⁹¹ Bloomberg "Russia Increased Pace of Gold Purchases" 4 December 2009, www.bloomberg.com, (20.03.2010)

2.3.4. Brezilya’da Uluslararası Rezerv Birikimi

Latin Amerika’nın kayıp 10 yılı olarak adlandırılan 1980’li yıllar boyunca ve 1990’lı yılların başında Brezilya makroekonomik istikrarı bir türlü sağlayamamıştır. Yüksek borçluluk problemleriyle mücadele edilmeye çalışılan bu dönemde ülkenin uluslararası rezervleri de çok düşük seviyelerde kalmıştır. Kronik yüksek enflasyonla mücadele amacıyla 1994 yılında uygulamaya konulan planla (Real planı) döviz kuru bir çıpa işlevi görmüş, enflasyon makul seviyelere indirilebilmiştir⁹². Ancak 1994-1998 yıllar arasında artan cari açık ve ardından gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizler nedeniyle 1999 yılında kur serbest dalgalanmaya bırakılmış, hızlı değer kayıpları yaşanmıştır. 2001 ve 2002 yıllarında iç politik istikrarsızlık ve emtia fiyatlarının düşük olmasıyla devam eden krizler ve kurdaki değer kayıpları ancak 2003 yılından itibaren ekonomide dengelerin yeniden yerine oturmasıyla durmuş, real değerlenmeye başlamıştır. Aşağıdaki grafikte 1993-2009 yılları arasında realin ABD doları karşısındaki değeri ve ülkenin uluslararası rezervleri gösterilmektedir.

Şekil 2.13:

Brezilya’nın Uluslararası Rezervleri ve Real/ABD doları (1993-2009)



Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, Reuters

⁹² Jose Salgado, Marcio G.P. Garcia, Marcelo C. Medeiros “Monetary Policy During Brazil’s Real Plan: Estimating the Central Bank’s Reaction Function”, *Revista Brasileira de Economia* 59(1), Jan/Mar 2005, s. 62.

Brezilya ekonomisi, yüksek kronik enflasyona rağmen diğer gelişmekte olan ülkelerin aksine dolarize olmamıştır⁹³. Yüksek enflasyona rağmen Brezilya, doları bir değer birimi ya da ödeme aracı olarak kullanmamış, bunun yerine ödemeleri real cinsinden gerçekleştirilen dövize endeksli enstrümanlar yaygınlık kazanmıştır. Ülkenin yaşadığı yüksek oranlı devalüasyonlarda oluşan zararları, bu enstrümanları ihraç eden kamu sektörü üstlenmiş, borçluluk seviyeleri artmıştır. Ancak 2003 yılından itibaren politik ve makroekonomik istikrarın sağlanması, enflasyon hedeflemesi rejiminin kredibilite kazanması, kamu mali dengelerine ilişkin olarak alınan önlemler (mali sorumluluk yasasının çıkarılması) ülke ekonomisine duyulan uluslararası güveni artırmıştır. Global ekonomik büyümenin de ivme kazanmasıyla artan emtia fiyatları ticaret dengesinin olumluya dönmesini sağlamış, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülke notunun yatırım yapılabilir seviyeye çıkarılmasıyla sermaye ve finans hesaplarından girişler artmıştır. Brezilya Merkez Bankası'nın sürekli müdahaleler yoluyla kurdaki değer kazancını sınırlandırma çabası realin aşağı yönlü risklerini azaltmış, yüksek faiz oranları nedeniyle carry trade* stratejisi izleyen yatırımcıların da ülkeye duydukları ilgi artmıştır. Bu nedenle ülkeye akan sermayenin sterilizasyon maliyeti de önemli boyutlara ulaşmıştır⁹⁴. Brezilya'nın 2002 yılı sonunda 37 milyar dolar olan rezervleri istikrarlı bir biçimde artışını sürdürerek 2009 yılı sonunda 239 milyar dolara ulaşmıştır.

Brezilya Merkez Bankası artan döviz girişlerinin ülke ekonomisinin rekabet gücü üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak amacıyla döviz piyasalarına sürekli müdahale ederek rezervlerini artırmıştır. 2008 yılı ikinci yarısında etkileri şiddetlenen global kriz döneminde başlayan satış yönlü müdahaleler, krizin etkilerinin hafiflemesiyle 8 Mayıs 2009'dan itibaren tekrar alım yönüne dönmüş, Brezilya 2009 yılında da rezervlerini 46 milyar dolar artırabilmiştir.

⁹³ Afonso Bevilacqua and Rogrigo Azevedo "Provision of FX Hedge by the Public Sector: the Brazilian Experience" BIS Papers No:24, May 2005, s. 119.

* Düşük faiz oranına sahip olan bir para birimi cinsinden borçlanılarak, yüksek faiz getirisi olan para birimlerine yatırım yapılması stratejisi "carry trade" olarak adlandırılmaktadır. Bu stratejide ortaya çıkan en önemli risk, yatırım yapılan para biriminin, borçlanılan para birimine karşı değer kaybetmesidir.

⁹⁴ Claudio Haddad, "Brazil: It Is Time to Stop Buying" *Valor Economico*, September 2007, http://www.roubini.com/latam-monitor/325/brazil_it_is_time_to_stop_buying (25.03.2010)

Merkez bankaları genelde uluslararası rezervlerinin artması/azalması sonucunu doğuracak şekilde döviz piyasalarına müdahale etmektedirler. Ancak Meksika ve Brezilya merkez bankaları, yerel para birimleri karşılığı işlemlerin dışında önemli ölçüde türev ürünleri aracılığıyla da kurun seviyesini etkilemeye yönelik işlemler gerçekleştirmektedirler⁹⁵. Brezilya Merkez Bankası, bu amaçla döviz swaplarını sık sık kullanmaktadır. Bu kontratları satın alan yatırımcılar bilançolarında, kontratın nominal bedeli oranında real cinsi bir varlık ve dolar cinsi bir yükümlülük yaratmaktadırlar. Kontratın vadesi boyunca merkez bankasının gecelik faiz oranından real cinsinden getiri almakta, uluslararası piyasalarda geçerli dolar faiz oranını da merkez bankasına ödemektedirler⁹⁶. Merkez bankası ters döviz swapları ihraç ederek, yüksek sermaye girişleri nedeniyle dövizde uzun pozisyonu olan kuruluşların piyasada döviz satarak kuru daha da aşağı seviyelere çekmesini engellemektedir. Borsada alınıp satılabilen kontratlar, dövizde endeksli kıymetlerle işlem yapma geleneği oldukça yerleşmiş Brezilya ekonomisinde, kur riskini hedge etmek amacıyla finansal kuruluşlar tarafından en yaygın şekilde kullanılan araçlardan biridir.

İhracatının üçte ikilik bölümü emtia satışlarından oluşan Brezilya, bu ürünlerin fiyatlarındaki artışların tekrar hızlanmaya başlaması ve ülkenin hisse senedi piyasalarına yönelen yabancı akımların artmasının kur üzerindeki değerlenme baskısını ve rezervlerini tekrar artırmaya başlaması nedeniyle 2009 yılı Ekim ayında daha sert önlemler alma gereği duymuştur. Artan rezervlerin doğurduğu sterilizasyon maliyetinin yüksek seviyelere ulaşması da bu kararın alınmasındaki faktörlerden biridir. Bu çerçevede yabancı yatırımcıların hisse senedi ve tahvil alımları nedeniyle ülkeye gelen sermayenin yüzde 2'si vergilendirilmeye başlanmıştır⁹⁷. Bu uygulama bir ölçüde başarılı olmuş, ülkeye sıcak para girişinin real üzerinde yarattığı değerlenme baskısı kontrol altına alınabilmiştir.

⁹⁵ Fernando Oliveira and Walter Novaes "The Market of Foreign Exchange Hedge in Brazil: Reactions of Financial Institutions to Interventions of the Central Bank" IBMEC RJ Economics Discussion Paper 2005-13, 2005, s.3.

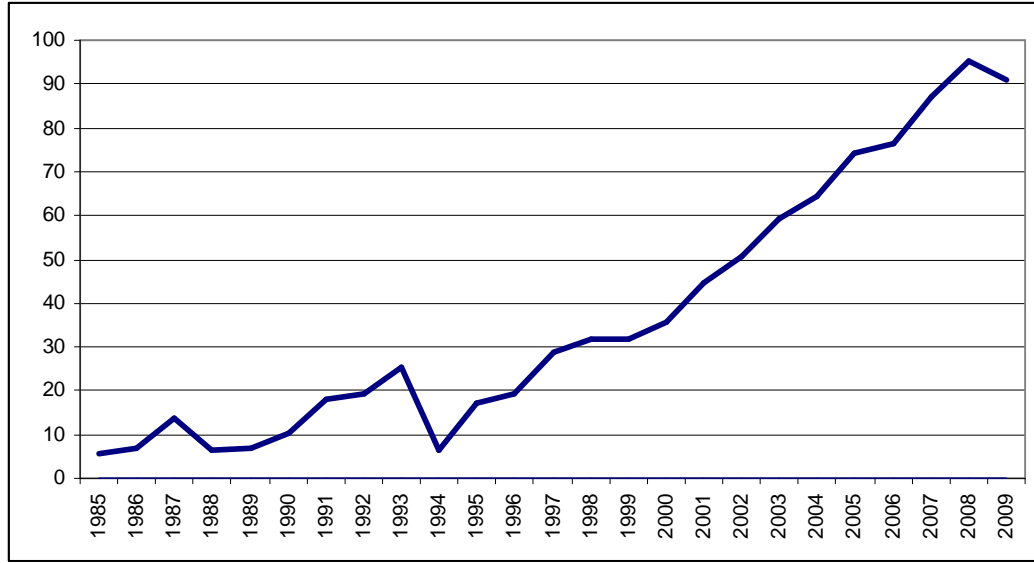
⁹⁶ Bloomberg "Brazil currency falls a 4th day on reverse currency swap sale", 21 November 2006, www.bloomberg.com, (10.01.2010)

⁹⁷ Bloomberg "Brazil to Impose Tax on Foreign Inflows, Mantega Says" 19 October 2009, <http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aDOrGaLDZOC0>, (20.03.2010)

2.3.5. Meksika’da Uluslararası Rezerv Birikimi

Meksika Merkez Bankası, 1987 yılından itibaren uyguladığı sabit kur rejimini, 1994 kriziyle birlikte terk ederek dalgalı kur rejimine geçmiştir. 1990 yılında finansal sektör deregülasyonu ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonrasında Meksika’ya yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının risk algılamalarındaki bozulmaya bağlı olarak tersine dönmesiyle ülkenin 1993 yılı sonunda 25 milyar dolar olan rezervleri, 1994 yılı sonunda 6,4 milyar dolara gerilemiştir. Bu tarihten sonra ülke finansal sektör alanında yapılan reformlar ve uyguladığı mali politikalarla Meksika ekonomisine duyulan güveni yeniden kazanmaya çalışmış ve çeşitli yöntemler uygulayarak kaybettiği rezervleri yeniden biriktirmeye çalışmıştır.

Şekil 2.14:
Meksika Uluslararası Rezervleri
(milyar ABD doları)



Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi kriz dönemlerinde gerileme ya da duraklamalar olsa da Meksika Merkez Bankası rezervleri son 15 yıllık dönemde önemli

ölçüde artmıştır. Bu artışta önemli bir petrol ihracatçısı olan ülkenin devlet petrol şirketi Pemex'in döviz gelirlerinin katkısı büyüktür. Kamu şirketlerine ilişkin düzenlemeler gereğince bu şirketler satışlardan elde ettikleri döviz gelirlerini piyasaya satamamakta, sadece Meksika Merkez Bankası'na satabilmektedir.

Meksika'da döviz kuru politikaları Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası yetkililerinden oluşan Kambiyo Komisyonu tarafından belirlenmektedir. Komisyon 1994 krizinin etkilerinin hafiflemeye başlamasından itibaren ülkenin risk priminin düşürülmesi ve şirketlerin dış piyasalardan daha uygun koşullarda borçlanmasına katkıda bulunmak amacıyla rezerv biriktirmek için çeşitli yöntemlere başvurmuştur. Fakat sonraki dönemlerde rezerv birikiminin belli bir seviyeye ulaştığı düşüncesiyle birikimin yavaşlatılması yönünde adımlar atılması gereği duyulmuştur. Meksika Merkez Bankası'nın piyasa müdahaleleri için kullandığı yöntemler, uygulandığı dönemler itibariyle aşağıda açıklanmaktadır^{98 99}.

a) Satın Alma Opsiyonları Aracılığıyla Rezerv Birikimi

Kambiyo Komisyonu, dalgalı döviz kuru rejimi ilkeleriyle çelişmeyecek biçimde rezerv biriktirmek amacıyla 1996 yılı Ağustos ayından itibaren, ticari bankalara satılan ve ancak bazı koşullar gerçekleştiğinde işleme konulabilen satın alma (put) opsiyonları aracılığıyla döviz alımlarına başlamıştır. Bu yöntemin kullanılmasındaki amaç döviz piyasası koşullarını mümkün olduğunca az etkileyerek, yalnızca döviz arzının arttığı dönemlerde rezerv birikimini hızlandırmaktır. Bu amaçla her ayın son iş günü opsiyonlar ihale yöntemiyle piyasada satılmıştır. Opsiyonları satın alanlar, döviz kurunun son 20 günlük hareketli ortalamasının altına gerilemesi durumunda opsiyonları işleme koyma ve Merkez Bankası'na opsiyonda belirlenen tutarda döviz satma hakkına sahip olmuştur. Başlangıçta 130 milyon ABD doları olan opsiyon tutarı sermaye girişlerinin güçlenmesiyle zamanla artırılmış ve 250 milyon dolara çıkarılmıştır. Opsiyonların yüzde 80'inin ayın ilk yarısında işleme konulması durumunda Merkez Bankası yeni bir ihale açmak durumunda kalmıştır.

⁹⁸ Jose Julian Sidaoui "Central Banking Intervention Under a Floating Exchange Rate Regime: Ten Years of Mexican Experience" BIS Papers No:24, May 2005, ss. 212-218.

⁹⁹ www.banxico.org.mx (25.03.2010)

Komisyon, 2001 yılı Haziran ayında, rezerv birikiminin yeterli bir seviyeye ulaştığı gerekçesiyle bu uygulamaya son vermiştir. 1996-2001 yılları arasında bu yöntemle alınan döviz miktarı 12 milyar dolar olmuştur.

b) Şarta Bağlı ABD Doları Satımları

Kambiyo Komisyonu, döviz piyasalarında istikrarı sağlamak açısından rezervlerin yeterli bir seviyeye ulaştığı değerlendirilmesinde bulunarak, dövize aşırı talep olduğu günlerde piyasalarda oluşabilecek dalgalanmaları hafifletmek amacıyla 1997 yılı Şubat ayından itibaren bir döviz satım mekanizması oluşturmuştur. Döviz kurunun, bir önceki gün Merkez Bankası tarafından belirlenen kuru yüzde 2 oranında aşması durumunda banka, 200 milyon dolar satım ihalesi açmıştır. İhalenin gerçekleşmesi durumunda bir sonraki günkü minimum satış kuru, ihalede oluşan fiyatın yüzde 2 fazlası olarak belirlenmiştir.

Bu mekanizma 2001 yılı Haziran ayına kadar yürürlükte kalmıştır. Ancak tüm dönem boyunca, büyük bir bölümü uluslararası piyasalarda dalgalanmaların arttığı 1998 yılında olmak üzere yalnızca 14 kez mekanizma devreye girmiş ve bankalara toplam 1,950 milyar ABD doları satış yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda Meksika'nın rezerv birikimini hızlandırmak için farklı yöntemlere de başvurduğu 1996-2001 yılları arasında elde ettiği rezerv birikiminin kaynakları gösterilmektedir. Yukarıda bahsedildiği gibi birikimin önemli bölümü Pemex'in petrol satışlarından kaynaklanmakta, diğer yöntemlerle elde edilen rezervler Pemex'ten alınan dövizlerin çok gerisinde kalmaktadır.

Tablo 2.10:
Meksika Merkez Bankası Rezerv Birikiminin Kaynakları
(milyar ABD doları)

	TOPLAM	Pemex	Kamu	Piyasa	Diğer¹
1996	6.3	9.0	-2.7	0.9	-0.9
1997	13.5	8.5	0.9	3.8	0.4
1998	3.7	5.4	-3.3	0.3	1.2
1999	3.9	7.4	-6.5	1.8	1.2
2000	8.2	11.2	-6.8	1.8	2.1
2001	9.2	8.9	-2.4	1.4	1.4
2002	5.9	10.0	-6.2	0.0	2.1
2003	8.3	15.4	-5.8	-3.2	2.0
2004	5.2	13.8	-3.2	-6.7	1.3

¹Meksika Merkez Bankası'nın uluslararası rezerv gelirlerini içermektedir.
Kaynak: Meksika Merkez Bankası

c) Uluslararası Rezerv Birikimini Yavaşlatmak Amacıyla Uygulanan Yöntem

Yukarıda bahsedilen yöntemlerle hızlanan rezerv birikiminin seviyesi, 2001 yılı sonunda 44,8 milyar dolara ulaşmıştır. Rezerv birikimi nedeniyle piyasada oluşan peso likiditesinden kaynaklanan maliyetler nedeniyle Meksika yetkilileri, rezerv seviyesinin daha da artmasıyla sağlanacak yararın, oluşacak maliyetten daha düşük olacağı değerlendirmesinde bulunarak, put opsiyonların satışını ve şarta bağlı dolar satımlarını 2001 yılı Haziran ayından itibaren durdurmuştur. Komisyon, yalnızca sterilizasyon maliyetlerinin değil, aynı zamanda rezerv birikiminden kaynaklanan alternatif maliyetin de önemli ölçüde arttığı düşüncesine varmıştır.

Ancak put opsiyonlar yoluyla döviz alımlarına ara verilmesi, rezerv birikimini amaçlandığı ölçüde yavaşlatamamış, 2002 yılı sonu itibarıyla rezervler 50,7 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Pemex'in düzenlemeler gereği tüm döviz gelirlerini Meksika Merkez Bankası'na devretmek zorunda olması nedeniyle rezerv birikimi aynı hızla devam etmiştir. Kambiyo Komisyonu rezervlerin marjinal maliyetinin, marjinal faydasını önemli ölçüde aştığı değerlendirmesinde bulunarak, 2003 yılı Mayıs ayından itibaren rezerv birikimini yavaşlatmaya yönelik bir mekanizma uygulanmasına karar

vermiştir. Bu mekanizma altında Meksika Merkez Bankası döviz piyasasında bankalara çeyreklik dönemler itibariyle ilan edilen tutarlarda doğrudan dolar satışı gerçekleştirmiştir. Toplam satışı gerçekleştirilecek tutar ise önceki çeyreklik dönemlerdeki rezerv birikiminin gücüne göre belirlenmiştir.

Bu mekanizma nedeniyle rezerv birikiminde bir miktar yavaşlama sağlanmış, ancak satışı gerçekleştirilecek tutarın bir önceki 3 aylık dönemdeki rezerv birikimine göre belirlenmesi, döviz piyasasında belirsizlikleri bir miktar artırmıştır. Bu nedenle Meksika Merkez Bankası günlük satışı gerçekleştirilen tutarı, 2004 yılı Mayıs ayından itibaren önceki 4 çeyreklik dönem ortalaması olarak belirlemeye başlamıştır.

Meksika Merkez Bankası, bu uygulamaya global krizin etkilerinin belirginleşmeye başladığı 1 Ağustos 2008 tarihinde son vermiştir.

d) Global Kriz Döneminde Alınan Önlemler

Global krizin diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Meksika para birimi pesoda da meydana getirdiği değer kayıpları nedeniyle Meksika Merkez Bankası olağandışı önlemler almak zorunda kalmıştır. 2008 yılı Ekim ayında döviz piyasasındaki aşırı dolar talebini karşılamak için banka, düzenlediği 5 olağandışı ihaleyle toplam 11 milyar dolar satış yapmak zorunda kalarak önemli miktarda rezerv kaybına uğramıştır. Doğrudan satışlarının dışında banka, 1994 krizi sonrasında uyguladığına benzer bir mekanizmayı tekrar uygulamaya başlamış, ancak bu kez rezerv biriktirmeyi değil, pesoda değer kaybının arttığı günlerde piyasaya döviz likiditesi sağlamayı amaç edinmiştir. 9 Ekim 2008 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanan yöntemde banka, pesonun bir önceki güne göre yüzde 2 değer kaybettiği günlerde piyasaya 400 milyon dolar tutarında dolar satışı yapmayı taahhüt etmiştir. Büyük çoğunluğu 2009 yılı Mart ayına kadar olmak üzere bu yöntemle yapılan satış tutarı 8,3 milyar dolar olmuştur. Global piyasalarda gerginliğin en üst seviyelere tırmandığı 2009 yılı Mart ayında bu uygulamanın da yetersiz kaldığı gerekçesiyle herhangi bir şarta bağlı olmaksızın günlük ihalelerle 100 milyon dolar satmaya başlamıştır. Haziran ayından itibaren 50 milyon dolara düşürülen bu ihaleler aracılığıyla da banka piyasaya

toplam 10,3 milyar dolar döviz satışı gerçekleştirmiştir. Krizin etkilerinin hafiflemeye başlaması ve döviz piyasalarının normalleşmesiyle 2009 yılı Ekim ayından itibaren bu satışlara son verilmiştir.

Meksika bu zor dönemde piyasalarda rezervlerinin seviyesine ilişkin olarak oluşabilecek endişeleri gidermek amacıyla 2 yeni kaynak temin etmiştir. 29 Ekim 2008 tarihinde ABD Merkez Bankası'yla yaptığı swap anlaşması Meksika Merkez Bankası'na olağandışı bir dönemde finansal kuruluşlara dolar likiditesi sağlayabilmesi amacıyla peso karşılığı 30 milyar dolar çekme hakkı tanımıştır. (dipnot: ABD Merkez Bankası aynı tarihte Brezilya, Singapur ve Kore Merkez Bankalarıyla da yerel para karşılığı 30 milyar ABD doları tutarında swap anlaşmaları imzalamıştır.) Meksika tarafından 3,2 milyar doları kullanılan imkanın 30 Nisan 2009 tarihine kadar olan orijinal vadesi 2 kez uzatılmış, piyasaların normale dönmesi üzerine anlaşmaya 2010 yılı Şubat ayında son verilmiştir. Diğer taraftan ülke 1 Nisan 2009 tarihinde IMF ile imzaladığı 1 yıl vadeli esnek kredi anlaşması* gereğince gerekli gördüğü bir durumda 47 milyar dolar çekme hakkına sahip olmuştur.

2009 yılında Meksika'nın rezervlerini güçlendirdiği bir diğer kaynak ise satın aldığı put opsiyonlarından elde ettiği gelir olmuştur. Meksika 2008 yılında, petrol fiyatlarında bir gerilemenin Pemex'in gelirlerini azaltması ihtimaline karşı varili 70 dolardan petrol satış opsiyonları satın almıştır. Toplam 1,5 milyar dolara satın alınan opsiyonlar, 2009 yılında düşük seyreden petrol fiyatları nedeniyle Meksika'ya 5,1 milyar dolar düzeyinde bir kazanç sağlamıştır. Meksika bu stratejisini 2010 yılı için de yenilemiş, 57 dolardan put opsiyonlar satın almıştır¹⁰⁰.

* IMF, 2009 yılı Mart ayında global krizin ortaya çıkardığı yeni ihtiyaçlar nedeniyle borç verme imkanlarında önemli değişiklikler gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede yeni bir enstrüman olarak ortaya çıkan esnek kredi limiti (FCL-Flexible Credit Line), güçlü ekonomik göstergelere, politikalara ve uygulama geçmişine sahip olan ülkelere tanınan bir imkandır. FCL anlaşması yapan ülkeler ihtiyaç duydukları takdirde, klasik IMF anlaşmalarının aksine herhangi bir koşula bağlı olmaksızın IMF'den belirlenen kredi limitini kullanabileceklerdir. IMF bu anlaşmayı imzalayacağı ülkelerin güçlü bir dış dengeye, özel akımların hakim olduğu bir sermaye hareketleri hesabına, uluslararası sermaye piyasalarından iyi bir borçlanma geçmişine, yeterli rezerv seviyesine, güçlü kamu maliyesine ve sürdürülebilir bir borç seviyesine, düşük ve istikrarlı enflasyona, sağlam bir bankacılık sektörüne, tam ve şeffaf veri sağlama sistemlerine sahip olmalarını gerekli görmektedir.

¹⁰⁰ Bloomberg "Mexico Has Hedged Oil for 2010 at \$57 a Barrel" 8 December 2009, www.bloomberg.com, (25.03.2010)

2009 yılı sonu itibariyle 91 milyar dolara ulaşan rezervlerin seviyesi, rezervlerin milli gelire oranı, kaç aylık ithalatı karşıladığı, M2 parasal büyüklüğünün yüzdesi gibi çeşitli kriterlerle değerlendirildiğinde diğer bölge ülkelerine göre yeterlilik açısından geride kalmaktadır¹⁰¹. Gelişmekte olan ülkeler arasında en açık ekonomilerden biri olan Meksika'nın kriz dönemlerinde oluşan yabancı paraya olağandışı talebi de dikkate alarak, rezervlerini daha da artırmak için geçmişte kullandığına benzer birikim mekanizmalarını tekrar devreye sokabilmektedir.

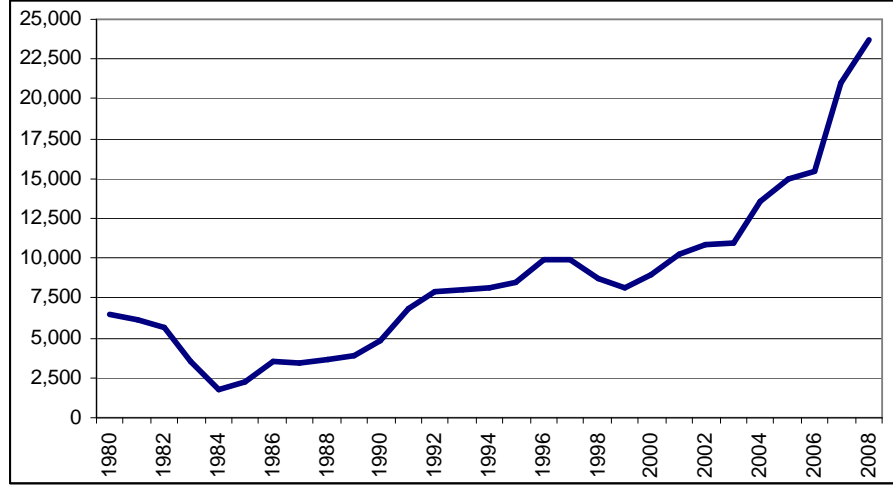
2.3.6. Kolombiya'da Uluslararası Rezerv Birikimi

Kolombiya rezerv birikiminde dünyada önde gelen ülkelerden biri olmasa da uyguladığı yöntemler açısından üzerinde durulması gereken bir örnektir. Kolombiya Merkez Bankası 1999 yılı Kasım ayından itibaren, 1996 yılında Meksika'nın uygulamaya başladığına benzer bir mekanizma aracılığıyla, opsiyon satışları yoluyla döviz piyasalarına müdahale etmeye başlamıştır. Ancak uyguladığı yöntem bazı açılardan Meksika örneğinden ayrılmaktadır. Dalgalı kur rejimi altında opsiyon satışları yöntemini sistematik bir biçimde kullanan dünyada yalnızca Kolombiya ve Meksika merkez bankaları olmuştur¹⁰².

¹⁰¹ Geraint Jones and Fernando Losada "Mexico: Thoughts on the New Reserve Accumulation Policy" Deutschebank, 16 February 2010.

¹⁰² Mandeng, Ousmene "Central Bank Foreign Exchange Market Intervention and Option Contract Specification: The Case of Colombia" IMF Working Paper, WP/03/135, June 2003, ss. 3-4.

Şekil 2.15:
Kolombiya Uluslararası Rezervleri
(milyon ABD doları)



Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

1999 yılında yaşadığı ödemeler dengesi krizi sonrasında Kolombiya, döviz kurunun bir bant içerisinde dalgalanmasına izin verilen sistemden dalgalı kur rejimine geçmiştir. 1998 yılında enflasyon hedeflemesine geçen ülkenin rezervleri kriz sonrasında önemli ölçüde azalmış, ülke IMF ile standby anlaşması imzalamak zorunda kalmıştır¹⁰³.

Kriz sonrasında uygulanmaya başlanılan döviz kuru müdahale mekanizmasının hedeflerinin başında milli gelir ve faiz oynaklıklarını yumuşatmak amacıyla yeterli döviz rezervine sahip olmak gelmektedir. Merkez bankası aynı zamanda kurdaki aşırı volatilitiyi ve kurun enflasyon hedeflerini tehdit edecek ölçüde aşırı değer kaybetmesini engellemeyi amaçlamıştır. Bu amaçlarla oluşturulan sistemde rezerv birikimi için satın alma opsiyonları, kurdaki aşırı volatilitiyi engellemek üzere satın alma ve satım opsiyonları ihraç edilmeye başlanmıştır. Daha sonra kurda aşırı değer kayıplarını engellemek üzere de satım opsiyonları devreye sokulmuştur.

¹⁰³ Juan M. Ramirez, "Foreign Exchange Market Intervention through Options: the Case of Colombia" Paper prepared for a **Conference on Inflation Targeting in Practice at the Czech National Bank**, Prague, May 13-14, 2004.

- *Uluslararası rezerv birikimi amacıyla ihraç edilen satım (put) opsiyonları:* Bu opsiyonlar öncelikle IMF anlaşması gereği belirlenen uluslararası rezerv seviyelerine ulaşmak amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. Opsiyonlar alıcıya merkez bankasına döviz satma (put) hakkı vermektedir. Her ayın son günü 30 günlük bir vadeyle ihraç edilen opsiyonlar, bankalara ihale yöntemiyle satılmıştır. Bu opsiyonlar o güne ait kur seviyesinin, son 20 günün aritmetik ortalamasına göre değer kazandığı günlerde işleme konulabilmektedir. Uygulamanın başlatılmasından itibaren geçen 5 yıllık dönemde satılan 4,3 milyar dolarlık opsiyonun, 2,5 milyar dolarlık bölümü işleme konulmuştur.
- *Volatilite opsiyonları:* Döviz kuru oynaklığını yumuşatmayı hedefleyen satın alma ve satma opsiyonları, kur seviyesinin son 20 günlük aritmetik ortalamasının yüzde 4 altına gerilediği veya yüzde 4 üstüne çıktığı günlerde sahiplerine merkez bankasına döviz satma veya merkez bankasından döviz alma hakkı vermektedir. Toplam tutarı 180 milyon dolar olan opsiyonlar, her ayın son işgünü ihale yöntemiyle satılmıştır.
- *Alım opsiyonları:* Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde merkez bankası, enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit edecek ölçüde kurda değer kayıpları gözlenmesi halinde, kısa vadeli faizleri artırmanın yanı sıra döviz satım opsiyonları yoluyla piyasaya döviz satışı yapma imkanını da kullanmıştır. Put opsiyonlarda olduğu gibi merkez bankası bu aracı da yalnızca gerekli gördüğü dönemlerde devreye sokma yetkisine sahip olmuştur. Bu opsiyonların toplam satışı 600 milyon dolar olmuş, bu miktarın 345 milyon dolarlık bölümü işleme konulmuştur.

Bazı çalışmalara göre satım opsiyonları ve volatilite opsiyonları, kısa ve uzun vadede döviz kuru üzerindeki etkileri bakımından başarılı sonuçlar vermiştir¹⁰⁴. Put opsiyonlar ise yalnızca kısa vadede bazı dönemlerde etkili olmuştur. Ancak satım ve volatilite opsiyonlarının başarılı olarak değerlendirildiği dönemlerde benzer kur hareketleri diğer bölge ülke para birimlerinde de gözlenmiştir. Bu nedenle döviz

¹⁰⁴ Ramirez, Juan M. a.g.m.

kurunun gerilemesinin ne kadarının merkez bankası müdahalelerinden, ne kadarının diğer gelişmekte olan ülkelerde benzer sorunlara yol açan finansal dalgalanmaların etkilerinin hafiflemesinden kaynaklandığı konusunda kesin yargılara varmak mümkün görünmemektedir.

Tablo 2.11’de, Türkiye ve yukarıda sayılan ülke merkez bankalarının döviz piyasası operasyonları ve rezerv birikimiyle sonuçlanan diğer işlemlerinin özeti sunulmaktadır.

2.4. Ülke Yatırım Fonları

Ülke Yatırım Fonu (ÜYF), en geniş anlamda bir hükümet tarafından sahip olunan ya da kontrol edilen varlıklar toplamı olarak tanımlanmaktadır¹⁰⁵. Günümüzde daha yaygın kullanımında ise toplam yabancı para varlıklardan, uluslararası rezervler, devlete ait şirketlerin ya da emeklilik fonlarının sahip oldukları varlıklar çıkartılarak ulaşılan tutar olarak tanımlanmaktadır. Ancak yine de herkesçe kabul gören tam bir tanımı yoktur. Örneğin Norveç’in sahip olduğu emeklilik fonu ÜYF’ler arasında dahil edilmekte, ancak dünyanın en büyük emeklilik fonlarından biri olan Japon Emeklilik Yatırım Fonu bu tanımın dışında bırakılmaktadır¹⁰⁶. Japonya’nın aksine Norveç’in kontrol ettiği fonun gelirlerinin hammadde satışlarından elde edilmesi, buna gerekçe olarak gösterilmektedir. Ancak hammadde ihraç gelirlerinden oluşmayan çeşitli Asya ülkelerinin sahip oldukları fonlar da bu tanıma dahil edilmektedir. Dolayısıyla tanımın içeriği, kullanana göre önemli ölçüde değişmektedir. Diğer taraftan merkez bankalarının yönetiminde olan uluslararası rezervlerle daha kesin bir ayırımı yapmak ise mümkündür. Uluslararası rezervler, döviz piyasalarındaki dalgalanmalara hızlı bir biçimde müdahale edilebilmesi amacıyla kısa vadeli, en likit, en güvenilir yatırım

¹⁰⁵ Edwin M. Truman, “Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape” Peterson Institute for International Economics. Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee, US House of Representatives. September 10, 2008. <http://financialservices.house.gov/hearing110/hr101008.shtml>, (10.09.2009)

¹⁰⁶ Richard Cookson, “For a few Sovereigns More” HSBC Global Research, February 2008. <http://www.research.hsbc.com/midas/Res/RDV?p=pdf&ao=19&key=q4w3suvir0&n=209866.PDF>, (15.09.2009)

Tablo 2.11:
Bazı Ülke Merkez Bankalarının Döviz Piyasası Operasyonları

	Doğrudan Müdahale	İhale	Opsiyon	Vadeli Piyasalar	Swap	Diğer
Çin	Özel sektör imalat sanayisi ihracat gelirleri Doğrudan yatırımlar					
Kore	İhracat gelirleri Portföy girişleri			NDF işlemleri	ABD MB Çin MB Japonya MB	
Rusya	Petrol ve doğalgaz ihracat gelirleri					
Brezilya	Doğrudan yatırımlar Portföy girişleri	Aynı gün duyuru ile döviz alım ihaleleri		Döviz swap kontratları Ters döviz swap kontratları	ABD MB	IMF FCL
Meksika	Doğrudan yatırımlar Pemex petrol gelirleri Pemex put opsiyon gelirleri	Şarta bağlı döviz alım ihaleleri Şarta bağlı döviz satım ihaleleri Döviz satım ihaleleri	Put opsiyonlar		ABD MB	IMF FCL
Kolombiya	Doğrudan yatırımlar		Put opsiyonlar Call opsiyonlar Volatilite opsiyonları			
Türkiye	Doğrudan yatırımlar Portföy girişleri	Yıllık ilan edilen günlük döviz alım ihaleleri				

araçlarında değerlendirilmekteyken, ÜYF'lerin kontrolündeki fonlar uzun vadeli bir perspektifle, daha riskli varlık sınıflarında değerlendirilmektedir.

Çeşitli amaçlarla kurulan ÜYF'ler 1950'li yıllardan bu yana uluslararası finansal sistem içerisinde yer almaktadırlar. Ancak kontrol ettikleri varlıkların toplamı 1990 yılındaki 500 milyar dolar seviyesinden son 10 yıllık bir dönemde hızla artarak 2007 yılında çeşitli tahminlere göre 2-3 trilyon dolar seviyesine ulaşmasıyla ÜYF'lerin global sistem içerisindeki rolleri önemli bir tartışma konusu olmuştur¹⁰⁷. 2007 ve 2008 yıllarında batılı şirketlere olan ilgilerinin artmasıyla ÜYF'lerin şeffaflıkları, politik ya da stratejik amaçlarla mı yatırım yaptıkları, yatırım yaptıkları alanlarda ya da toplam yatırım miktarlarında sınırlamalar getirilmesinin gerekliliği, bu sürecin dünya ekonomik düzeninde önemli değişiklikler doğurarak batının ekonomik gücünü zayıflatabileceği üzerine tartışmalar yoğunluk kazanmıştır¹⁰⁸.

ÜYF'ler kuruluş amaçlarına göre farklı yapılaraya sahip olabilmektedir¹⁰⁹. Bazıları ekonomik istikrara katkıda bulunma amacını taşırken, bazıları var olan doğal kaynaklardan elde edilen gelirin kuşaklar arasında dağılımını amaçlamaktadır. Bazı ülkeler ise yüksek cari fazla vererek biriktirdikleri uluslararası rezervleri, kurdukları ÜYF'ler aracılığıyla değerlendirerek daha yüksek getirili yatırım alanlarına yönelmek istemektedirler.

Hammadde ihracatçısı ülkeler, uluslararası piyasalarda hammadde fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların kendi ekonomileri üzerindeki etkilerini yumuşatmak amacıyla fiyatların yüksek olduğu dönemlerde hammadde ihraç gelirlerinin bir bölümünü bu fonlara yöneltmektedirler. Dolayısıyla fiyatlar düştüğünde bütçe gelirlerindeki düşüşün bu fonlardan aktarılabilecek kaynaklarla telafi edilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaçla ilk ÜYF, 1953 yılında Kuveyt tarafından kurulmuştur. 1970'lerde önde gelen petrol üreticileri, artan petrol fiyatlarının sağladığı olanaklarla

¹⁰⁷ Simon Johnson, "The Rise of Sovereign Wealth Funds" *Finance and Development*, Volume 44, Number 3, September 2007, <http://www.imf.org/EXTERNAL/PUBS/FT/FANDD/2007/09/straight.htm>, (20.09.2009)

¹⁰⁸ Cookson, Richard, a.g.m. (20.09.2009)

¹⁰⁹ Anders Aslund, "The Truth About Sovereign Wealth Funds", *Foreign Policy*, December 3, 2007. http://www.foreignpolicy.com/articles/2007/12/02/the_truth_about_sovereign_wealth_funds, (22.09.2009)

kamu harcamalarını hızla artırmış, ancak 1980'li yıllarda petrol fiyatlarının gerilemesinin yarattığı gelir kayıplarına, harcamalar tarafında gerekli uyumu sağlayamadıkları için ekonomik krizler yaşamışlardır¹¹⁰. Bu tür fiyat dalgalanmalarının ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletmek amacıyla Rusya, Kuveyt, Kazakistan gibi ülkeler tarafından bu türde fonlar kurulmuştur. Diğerlerine göre daha muhafazakar yatırımlar yapmakta olan bu ÜYF'ler "istikrar fonları" olarak anılmaktadır.

Abu Dhabi Investment Authority, Norway Government Pension Fund, Singapore Government Investment Cooperation gibi bazı ÜYF'ler ise bono, hisse senedi ve diğer yatırım araçlarından oluşan portföyleriyle daha yüksek getiri odaklı stratejiler izlemektedirler. Bu ÜYF'lerin ise temel amacının, kuşaklar arası servet transferi olduğu görüşü genel kabul görmektedir.

Son dönemde ÜYF'ler tarafından kontrol edilen varlıkların artışıdaki temel neden, özellikle 2002 yılından itibaren gelişmekte olan ülke ekonomilerinde uluslararası rezervlerin geleneksel yeterlilik seviyelerinin çok daha üzerinde artması olmuştur. Hammaddede fiyatlarında meydana gelen artışların yanı sıra global dengesizliklerin* sürmesi de yeni ÜYF'lerin ortaya çıkmasında etkili olmuştur. Özellikle Asya ülkelerindeki yüksek tasarruf oranları ve bu ülkelerin döviz kurlarının değerlendirme baskısını engellemek amacıyla sürekli döviz piyasalarına müdahale ederek yabancı para satın almaları, bu ülkelerin döviz rezervlerini önemli ölçüde artırmıştır. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizler nedeniyle bazı ülkeler bir sigorta işlevi görmesi için daha fazla rezerv biriktirme yolunu tercih etmiştir. Artan uluslararası rezerv birikimleri, bu birikimlere sahip olan ülkeleri alternatif yatırım arayışlarına yöneltmiş, merkez bankaları nezdinde muhafazakar yatırım stratejileriyle değerlendirilen tutarların bir bölümünün, daha agresif stratejiler izleyen fonlara aktararak getiri oranlarının yükseltilmesi amaçlanmıştır.

¹¹⁰ Aslund, Anders, a.g.m. (20.09.2009)

* Dünyada bazı ülke ekonomileri ödemeler dengesi hesaplarında sürekli olarak cari açık verirken, bazıları da sürekli olarak cari fazla üretmektedir. Ekonomik teoriye göre bu sürdürülemez bir durum olmakla birlikte bu açık ve fazlaların yıllar itibarıyla bazı ülkelerde boyutlarının da artarak devam etmesinin nedenleri, ekonomistler arasında en çok tartışılan hususlardan biridir.

2007 yılı sonu itibariyle sahip olunan varlıklar açısından en büyükler arasında yer alan ÜYF'lere ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmektedir. Bazı ÜYF'ler kamuoyuna herhangi bir bilgi açıklamadıkları için sahip oldukları varlıklar tahmini tutarlarıyla sunulmaktadır.

Tablo 2.12:
Ülke Yatırım Fonları

<i>Ülke</i>	<i>İsim</i>	<i>Kurulduğu Yıl</i>	<i>Fon Kaynağı</i>	<i>Varlıklar (milyar USD)</i>
Cezayir	Revenue Regulation Fund	2000	Doğal kaynaklar	47
Çin	China Investment Corporation	2007	Uluslararası Rezervler	200
Hong Kong	Exchange Fund Investment Portfolio	1993	Uluslararası Rezervler, bütçe fazlası	139
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	1953	Doğal kaynaklar	213
Libya	Libya Investment Authority	2006	Doğal kaynaklar	50
Norveç	Government Pension Fund	1990	Doğal kaynaklar	375
Katar	Qatar Investment Authority	2005	Doğal kaynaklar	60 (t)
Rusya	National Wealth Fund	2008	Doğal kaynaklar	32
Rusya	Reserve Fund	2008	Doğal kaynaklar	128
Suudi Arabistan	Saudi Arabian Monetary Agency	1952	Doğal kaynaklar	270
Singapur	Singapore Investment Cooperation	1981	Uluslararası Rezervler, bütçe fazlası	200-330 (t)
Singapur	Temasek Holdings	1974	Kamu şirketleri	110
BAE	Abu Dhabi Investment Authority	1976	Doğal kaynaklar	500-875 (t)
BAE	Investment Corporation of Dubai	2006	Doğal kaynaklar	82 (t)
ABD	Alaska Permanent Fund	1976	Doğal kaynaklar	37

Kaynak: Ulusal Kurumlar, IMF (Truman, 2008)

ÜYF'lerin, hedge fonların ya da özel hisse fonlarının aksine herhangi bir enstrümanda kısa pozisyon almayarak ve kaldıraçlı işlemlerden kaçınarak, uzun vadeli yatırımlara yöneldikleri ve bu açıdan uluslararası finansal sistemin istikrarına katkıda buldukları iddia edilmektedir. Bir havuzda toplanan paranın finansal sistem üzerinde yaratacağı etki sadece toplam büyüklüğüne değil, aynı zamanda ne kadarlık bir kaldıraç kullanıldığına bağlı olarak değişmektedir¹¹¹. Hedge fonlar ve özel hisse fonlarının genellikle 10:1 oranında bir kaldıraçla faaliyetlerini sürdürdükleri, bazı durumlarda bundan çok daha riskli stratejilerin de izlenebildiği bilinmektedir. Bu fonlar, sermayenin optimum global dağılımına katkıda bulunmakla birlikte, bu nedenlerle finansal sistemler açısından büyük tehlikeler de yaratmaktadır. Singapur'un sahip olduğu Temasek, Qatar's Investment Authority, Abu Dhabi Mudabala gibi kuruluşlar ÜYF'ler arasında

¹¹¹ Johnson, Simon, a.g.m. (20.09.2009)

en agresif grupta yer almakta olup, kaldıraçlı işlemler de gerçekleştirebilmekte ya da yatırım politikalarıyla uluslararası finansal sistemi tehdit ettiği, istikrarsızlık yarattığı iddia edilen hedge fonlara ya da özel hisse fonlarına ortak da olabilmektedirler.

ÜYF'ler kurumsal yapılarıyla, izledikleri yatırım stratejileri konusunda sergiledikleri şeffaflıklarıyla ve hesap verilebilirliğe ilişkin kurallarıyla birbirlerinden önemli ölçüde ayrılmaktadırlar. Batılı ülkelerin kamuoylarının bir bölümünce güvenilmez bulunan ülkelere kurulan ÜYF'lerin batılı şirketlere olan ilgilerinin artması, özellikle global krizin başlamasından önceki dönemde en çok tartışılan hususlardan biri olmuştur. Kuveyt ve Birleşik Arap Emirlikleri tarafından kurulan ÜYF'ler, sahip oldukları varlıkların yüksek hacmine rağmen bu ülkelerin batıyla olan politik bağlarının güçlü olması nedeniyle bir tehdit olarak algılanmamışlardır¹¹². Bu ÜYF'ler batılı şirketlerin kontrollerini ele geçirmek, yönetimlerinde söz sahibi olmak ve yatırımlarına yön vermek gibi agresif stratejiler izlememişlerdir. Ancak son yıllarda Çin ve Rusya gibi ülkelerin daha fazla batılı hükümetlerce ihraç edilen borçlanma senetleri satın almak yerine ÜYF'ler oluşturarak farklı alanlara yönelmek istemeleri, batılı kamuoylarınınca endişeyle karşılanmıştır. Her iki ülkenin birçok diğer yönden de güçlü olmaları ve batıyla çatışmaktan kaçınmayan politikalar izlemesi ihtimali nedeniyle bu ülkelerin ÜYF'lerine duyulan kuşku artmıştır. Kapitalist sistemde şirket yönetiminin temel amacı kar maksimizasyonudur. Yabancı bir hükümet kontrolünde bulunan fonların yatırımlarını sadece kar güdüsünün mü yönlendireceği yoksa politik amaçlar için de kullanılmasının mümkün olup olmayacağı en çok endişe kaynağı olan husustur. Ancak bunu ayırıştırmak neredeyse imkansızdır, çünkü hükümetler nihayetinde politik varlıklardır. Bu yönde batı ülkelerinde oluşan kaygıların giderilmesi amacıyla ÜYF'lerin şeffaflıklarının artırılması yönünde IMF nezdinde genel kabul görmüş prensipler ve pratiklerin belirlenmesi çalışmaları yürütülmeye başlanmıştır.

Global krizin başlamasıyla birlikte geçici bir durum da olsa bu kaygılar azalmış, hatta bu fonların ellerindeki kaynakları batılı finans şirketlerinin

¹¹² Cookson, Richard, a.g.m. (20.09.2009)

sermayelerinin güçlendirilmesinde kullanmalarının, uluslararası finansal istikrara katkı yapabileceği düşüncesi yaygınlaşmıştır¹¹³.

IMF tarafından 2007 yılında yapılan hesaplamalara göre toplam büyüklükleri 3 trilyon ABD dolarına ulaşan ve 2012 yılında 10 trilyon dolara ulaşması beklenen ÜYF'ler tarafından yönetilen fonların, uluslararası piyasalarda meydana gelen kayıplar nedeniyle 2008 yılı Ekim ayı sonunda 2,3 trilyona gerilediği ve önümüzdeki dönemde toplam fonlarındaki artışın daha önce öngörülenin gerisinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir¹¹⁴. Düşen enerji fiyatları, özellikle Körfez Bölgesi'nde kurulan ÜYF'lerin gelir akışını yavaşlatmaktadır. Diğer taraftan dünyadaki ekonomik yavaşlama, Asya ülkelerinin ihracat gelirlerini azaltmıştır. Bazı ülkeler mevcut rezervlerinin önemli bir bölümünü para birimlerinin değerini korumak ve kendi finansal kuruluşlarının mali durumlarını güçlendirmek amacıyla kullandıkları için global piyasaların normale dönmesi durumunda dahi bir süre bu rezerv kayıpları giderilmeye çalışılacak, ÜYF'lere yönlendirilen fonlar azalacaktır. Bu gelişmeler, kriz öncesi dönemdeki kaygıları tersine çevirmiş, bu kez de ÜYF'lerin kendi ekonomileri için kullanmak üzere batılı ülkelerdeki yatırımlarını elden çıkarmak istedikleri takdirde bunun varlık fiyatları üzerindeki aşağı yönlü baskıları artıracığı endişeleri artmıştır.

2.5. Uluslararası Rezerv Sisteminden Kaynaklanan Problemler

Tüm para birimlerinin birbirleri arasındaki değişim oranlarının sabitlenmesini mümkün kılan iki uluslararası para sistemi alternatifi mevcuttur¹¹⁵. Bunlardan ilki 1870-1914 yılları arasında dünyada başarılı bir biçimde uygulanmış olan altın standardıdır. Altın standardı sisteminde merkez bankaları kendi para birimlerinin değerini altına karşı sabitlemekte ve uluslararası rezerv varlık olarak da altın tutmaktadırlar. I. Dünya Savaşı sonrası dönemde altın standardına tekrar dönüş girişimleri başarısız olmuştur. Global

¹¹³ Andrew England, "Sovereign Wealth Funds Lose Their Gloss", Financial Times, January 28 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/9d0c9ff2-ed5b-11dd-88f3-0000779fd2ac.html>, (22.09.2009)

¹¹⁴ Stephen Jen and Spyros Andreopoulos. "SWF's: Growth Tempered – US \$ 10 Trillion by 2015" November 10, 2008, www.morganstanley.com (20.06.2009)

¹¹⁵ Paul Krugman and Maurice Obstfeld, **International Economics: Theory and Policy**, 5th edition , Addison-Wesley, 2000, ss. 511-513.

düzye kurların sabitlenebileceği ikinci sistemde bir para birimi rezerv para olarak seçilmekte, diğer tüm para birimlerinin değeri belirlenen rezerv paraya karşı sabitlenmektedir. Bu sistemde merkez bankaları seçilen rezerv para cinsinden uluslararası rezervler bulundurmakta ve kendi para biriminin değeri için piyasaya sürekli müdahale etmektedir. Her iki sistem de global düzeyde tüm para birimleri arasındaki kurların sabitlenmesi sonucunu doğurmaktadır. Ancak ödemeler dengesi eşitsizliklerinin giderilmesinde ülkelerin üstlendikleri maliyet ve ulusal para arzlarının kontrolü açısından iki sistem çok önemli farklılıklar içermektedir.

II. Dünya Savaşı yıllarına dek önde gelen resmi rezerv para olan İngiliz sterlini, İngiltere'nin ekonomik ve askeri hegemonyasını kaybetmesiyle birlikte bu konumunu yitirmiştir. Savaş sonrası kurulan uluslararası parasal sistem, yukarıda bahsedildiği şekilde bir para biriminin rezerv para olarak seçilmesi ve diğer tüm para birimlerinin rezerv paraya karşı değerlerinin sabitlenmesi esasına dayanmaktadır. Bretton Woods'ta belirlenen ilkelerle işlemeye başlayan sistemde tüm ülke para birimlerinin değerinin, ABD dolarına karşı sabitlenmiş bir parite etrafında dalgalanmasına izin verilmiştir. Belirlenen merkezi paritelerin ulusal merkez bankalarının dolar karşılığı yerli para alım ve satım müdahaleleriyle korunması, ancak yapısal bir uyum gerektiği takdirde IMF'nin onayıyla değiştirilebilmesi öngörülmüştür. Bu sistemde 1 ons altının değeri 35 ABD doları olarak sabitlenmiştir. 1945 yılında dünya altın rezervlerinin yüzde 70'ine sahip olan ABD, dolar sahibi ülkelere istedikleri takdirde belirlenen sabit pariteden altın vermeyi, diğer ülkeler ise döviz piyasalarına sürekli müdahalelerle kendi paralarının dolar karşısındaki değerlerini belirlenen sabit paritelerde korumayı taahhüt etmiştir. Sabit paritelerin korunması için gerekli müdahalelerin gerçekleştirilmesi amacıyla ülke parasal otoriteleri, dolar cinsinden rezerv varlıklar bulundurmak zorundadır. Her ülke para biriminin değeri dolara karşı sabitlendiği için, sisteme dahil olan tüm ülkelerin para birimlerinin birbirlerine karşı değerleri de sabitlenmiş olmaktadır. Bu paritelerden sapma olduğunda piyasa oyuncuları arbitraj fırsatlarından yararlanarak, tekrar kurları eski seviyelerine çekmektedir.

Bu sistemde rezerv parayı ihraç eden ülke, döviz piyasalarına hiçbir zaman müdahale etme zorunluluğu olmaması nedeniyle özel bir konuma sahip olmaktadır.

Sisteme dahil olan N adet ülke ve N adet para birimi varken, N-1 adet döviz kuru bulunmaktadır. N-1 ülke döviz piyasalarına müdahale etmek zorunda kalırken, sistemin rezerv parasını ihraç eden ABD herhangi bir müdahalede bulunmamakta ve ödemeler dengesi açıklarını finanse etmekte güçlük yaşamamaktadır. Bu konumu ABD'yi avantajlı kılmaktadır, çünkü para biriminin değeri sabit olmasına rağmen makroekonomik istikrarını sağlamak için gerekli gördüğü tüm para politikası araçlarını kullanabilmektedir. Örneğin ekonomisinin yavaşladığı bir dönemde parasal koşulları bir miktar gevşetmek için iç varlıkları artırarak para arzını genişlettiğinde faiz oranları düşmekte, bu da diğer para birimlerine olan talebi artırmakta, diğer para birimleri üzerinde dolara karşı değerlenme baskısı yaratabilmektedir. Böyle bir durumda kuru sabit tutmakla yükümlü diğer merkez bankaları kendi para birimlerini zayıflatmak için piyasadan dolar almakta, kendi para arzlarını artırmaktadırlar. Bu nedenle kendi ülkelerinde, ekonomileri bambaşka politikalar gerektirdiği dönemlerde de ABD'de olduğu gibi faiz oranlarını geriletme, yani rezerv parayı ihraç eden ABD'nin uyguladığı para politikasına uyum sağlamak zorunda kalmaktadırlar.

Bu sistemde tüm ülkelerce uygulanacak para politikasına karar vermek, ABD'ye çok avantajlı bir konum sağlamaktadır. Ancak altın standardında N adet ülke ve N adet döviz kuru olduğu için bu problem ortadan kalkmaktadır. Tüm ülkeler para birimlerinin değerini altına karşı sabitledikleri için sistemde her ülke aynı şartlarda yer almaktadır. Bu açıdan tüm para birimlerinin sabit kurlara sahip olduğu iki sistem birbirinden ayrılmaktadır.

Bretton Woods'ta ana çatısı belirlenen sistemin kurgusunda var olan dinamik tutarsızlık, ilk defa Triffin (1960)¹¹⁶ tarafından dile getirilmiş ve ekonomi literatürüne Triffin paradoksu olarak geçmiştir. Global büyüme ve ticaret hacminin artmasıyla daha fazla likidite ihtiyacı ortaya çıkmakta, bu da ancak ABD'nin sürekli dış açık vermesiyle mümkün olmaktadır. Triffin'e göre sistemin işleyişinde 2 ihtimal ortaya çıkmaktadır; uluslararası likidite arzının altın stokuna eşitlenerek kısıtlanması veya sürekli dış açık verilmesi yoluyla dolaşımdaki ABD dolarının, altın stokuna oranının artması. Ancak ABD'nin sürekli dış açık vermesi durumunda bir aşamada ABD dolarına olan güvenin

¹¹⁶ R.Triffin, **Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility**, New Haven, CT:Yale University Press, 1960.

azalması ve ülkelerin sahip oldukları dolar varlıkları, ABD'nin taahhüt ettiği oranlardan altına çevirmek için başvurması sonucunda sistemin çökmesi kaçınılmazdır. 1960'lı yıllarda ekonomistler bu paradoksun çözümü için 3 yöntem üzerinde tartışmışlardır¹¹⁷. Altının değerini yükselterek dolar arzını artırmak, menkul kıymet şeklinde altın varlıkları oluşturarak, dolar dışında yeni bir rezerv varlık yaratmak ya da dalgalı kur rejimlerine geçerek uluslararası rezerv talebinin düşmesini sağlamak. Ancak sistem 1970'lerin başında planlı bir şekilde değil, ekonomik ve parasal koşulların zorlamasıyla sona ermiştir. Vietnam savaşı nedeniyle sürekli artan açıklarını finanse etmekte güçlük çekmeye başlayan ABD, 1971 yılında doların altına karşı konvertibilitesini kaldırdığını ilan etmiş ve Bretton Woods'ta şekillendirilen uluslararası para sistemi son bulmuştur.

Bretton Woods sisteminin sona ermesine ve gelişmiş ülkelerin birçoğunun 1973 yılı sonrasında dalgalı döviz kuru rejimlerine geçmesine rağmen, rezervler için talep yüksek kalmaya devam etmiştir¹¹⁸. Dalgalı kur rejiminde korunması gereken bir kur seviyesinin olmaması nedeniyle merkez bankalarının piyasalara müdahale amacıyla rezerv biriktirmekten vazgeçecekleri beklentisi gerçekleşmemiştir. 1970'li yıllarda uluslararası sermaye piyasalarının hızlı gelişimi, kurlarda aşırı oynaklık durumunda yapılan merkez bankaları müdahalelerinin tutarlarının da önceki dönemlerden daha fazla olmasını gerektirmiştir. Diğer taraftan büyük bir güven kaybına uğraması beklenen ABD doları, uluslararası piyasalarda önde gelen rezerv para olma özelliğini korumuştur. Uluslararası finans piyasalarının ve sermaye akımlarının hızla genişlediği yeni konjunktürde de temel emtialar dolar cinsinden fiyatlandırılmaya, uluslararası ticaret ve rezerv birikimi ağırlıklı olarak dolar cinsinden yapılmaya devam edilmiştir. Ancak Triffin'in bahsettiği şekildedir bir miktar farklılıklar içerse de ulusal bir paranın rezerv para olmasından kaynaklanan problemler uluslararası para sisteminin önemli kırılganlıklarından biri olmuştur. Bu kez sorun ABD'nin istikrarsız dış dengesi, buna bağlı olarak artan dolar volatilitesi ve uzun vadede dış açıklardan dolayı doların

¹¹⁷ Chinn and Frankel, 2005. a.g.m. s.10.

¹¹⁸ Chinn and Frankel, 2005. a.g.m. s. 11.

değerinde meydana gelebilecek kayıpların, rezerv birikimleri için yarattığı riskler çerçevesinde oluşmaktadır.¹¹⁹

Bir ülke para biriminin aynı zamanda uluslararası rezerv para olmasının, o ülke açısından çeşitli avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır¹²⁰. Avantajlar şu şekilde sıralanabilir;

1. Ülke yerleşikleri kişi ve kurumlar, kendi para birimleri cinsinden ihracat, ithalat, borç verme ya da alma gibi işlemleri gerçekleştirebilme olanağına sahip olmaktadır. ABD dolarının global kullanımı Amerikan işadamlarına ticari faaliyetlerinde çok önemli kolaylıklar sağlamaktadır.

2. Ulusal paranın global kullanımı, o ülke banka ve finansal kuruluşlarının işlem hacimlerini ve karlılıklarını artırmaktadır.

3. Senyoraj gelirleri, ülke parasının uluslararası konumundan sağlanan en önemli kazançtır. Dar anlamda bu gelirler, diğer merkez bankalarının varlıkları arasında bu paralar cinsinden ihraç edilen düşük faiz getirili kıymetler bulundurmalarından kaynaklanmaktadır. Daha geniş anlamda ise gelir, örneğin ABD özelinde bu ülkenin bir “dünya banker”i fonksiyonu üstlenmesinde kaynaklanmaktadır. ABD diğer ülkelerden düşük faiz oranlarında dolar cinsinden kısa vadeli borçlanabilmekte, bunun karşılığında diğer ülkelerde uzun vadeli doğrudan yatırım ya da diğer plasmanlarından yüksek gelir elde etmektedir. Bazı hesaplamalara göre ABD’nin diğer ülkelerden borçlanma maliyeti ve diğer ülkelerdeki yatırımlarından elde ettiği getiri oranı arasındaki fark, yıllık bazda ortalama yüzde 1,2 oranındadır.

4. Uluslararası geçerliliği kabul gören bir para birimini ihraç eden ülke olmak, o ülkeye uluslararası alanda önemli bir politik güç ve prestij kazandırmaktadır.

¹¹⁹ United Nations, Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, **Financial Commission Report**, 2009, s. 92.

Bu rapor, aynı zamanda yürütülen çalışmaların başındaki kişinin adıyla, “Stiglitz Raporu” olarak da anılmaktadır.

¹²⁰ Chinn and Frankel, 2005. a.g.m. ss. 14-16.

Diğer taraftan bu konuma sahip olmanın çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır.

1. Paraya olan talepte ciddi dalgalanmalar yaşanması, bu dalgalanmaların kur üzerindeki etkileri para arzının kontrolünü ve para politikası yönetimini güçleştirmesi mümkündür.

2. Ulusal paraya dış talebin artması kurda aşırı bir değerlenmeye ve ülkenin uluslararası rekabet gücünün zayıflamasına neden olabilmektedir.

3. Ülke parasal otoriteleri, uyguladıkları politikaların diğer ülke ekonomileri açısından sonuçlarını da dikkate almak zorunda kalabilmektedirler.

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde, savaşta yenik düşen ülkeler de önemli kalkınma hamlelerine girişmişlerdir. Özellikle Almanya ve Japonya gibi ekonomiler bu dönemde dünya ekonomisi içindeki paylarını genişletmişlerdir. Buna bağlı olarak da toplam rezervler içinde bu ülke para birimlerinin paylarında artışlar gerçekleşmiş, ancak bu ülkeler kendi paralarının temel rezerv para birimlerinden biri olması konusunda çok istekli davranmamışlardır¹²¹. Dışa açık bu ekonomiler, para birimlerinde bu nedenle oluşabilecek değerlenme baskısının dış ticarete rekabet güçlerini zayıflatmasından çekinmişlerdir*. Birden fazla ulusal paranın rezerv para olarak kabul gördüğü bir sistem, IMF ve dışındaki finans çevrelerinde finansal istikrarı tehdit edebilecek bir gelişme olarak algılanmıştır¹²². Merkez bankalarının birden fazla cinsten para birimini rezerv olarak biriktirmeleri durumunda, rezerv para ülkelerinin ekonomik koşullarındaki değişiklikler portföy değişikliklerine ve bu nedenle rezerv paralar arasındaki paritelerde önemli hareketliliklere neden olabilecektir. Bu tür dönemler spekülasyonların alınmasını ve döviz piyasalarında istikrarsızlığı beraberinde getirebilecektir.

¹²¹ Yılmaz Akyüz, "Policy Response to the Global Financial Crisis: Key Issues for Developing Countries" South Center, May 2009, s. 13.

* Bu durumun bir benzeri, 2009 yılında Çin üzerinde oluşan uluslararası baskıda da görülmektedir. Global kriz sonrasında sermaye kontrollerini yumuşatması ve yabancıların yuan cinsinden varlık bulundurmalarına izin vermesi için daha yoğun bir dış taleple karşılaşan Çin, parasının uluslararası bir rezerv para birimi haline dönüşmesinin yaratacağı değerlenme baskısının sanayisine büyük bir darbe indireceğini düşünmekte ve bu serbestleştirme taleplerine karşı direnmektedir.

¹²² J.M. Boughton, **Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989**. IMF, Washington D.C., 2001, s. 937.

Günümüzde ABD dolarının yanında euronun da aynı ölçüde önemli bir rezerv para haline dönüşmesi benzer sakıncalar içermektedir¹²³. Dolar ve euronun rezerv para olduğu bir sistem, rezerv paraların ait oldukları ekonomilerin dünya milli gelirinin daha büyük bir oranını temsil etmesini sağlayacaktır. Ancak finans piyasalarının gelişmişliği ve derinliği dikkate alındığında spekülasyon ataklarının yalnızca sabit kur rejimlerini değil, dalgalı kur rejimlerini de hedef alabildiği görülmektedir. Her iki para biriminin birbirinin tam alternatifi olduğu durumda talep değişiklikleri, kurlarda sert hareketlere sebep olabilecektir.

1970'li yıllardan itibaren ABD dolarının değer kaybettiği dönemlerde ABD dolarının rezerv para olarak konumu tartışma konusu olmuş, çeşitli alternatifler ortaya atılmış, ancak finansal sistemde önemli bir değişiklik gerçekleştirilmemiştir. Global piyasalarda 2008 yılında başlayan ve etkileri kısa sürede tüm dünyaya yayılan finansal ve ekonomik krizle birlikte, krizin ortaya çıkmasındaki nedenlerden biri olarak ABD dolarının rezerv para olmasının doğurduğu sorunlar daha güçlü bir şekilde tartışılmaya başlanmıştır. 2009 yılı itibarıyla 2,3 trilyon dolar düzeyindeki varlıklarıyla en yüksek uluslararası rezerv stokuna sahip olan Çin tarafından bu konuda yapılan açıklamalar dikkat çekici olmuştur. Çin Merkez Bankası Başkanı Zhou, krizin global finansal istikrarın korunması ve ekonomik büyümenin devamlılığı açısından nasıl bir uluslararası rezerv sistemine sahip olmamız gerektiği sorusunu tekrar gündeme getirdiğini, Bretton Woods sonrası finansal krizlerin sıklık ve derinliğinin artmasının ulusal paralara dayalı sistemin yararlarından çok zararlarının daha fazla olduğunu gösterdiğini, ortaya çıkan maliyetlerin yalnızca bu paralar cinsinden birikimlerin sahiplerini değil, ihraç eden ülkeleri de zor durumda bıraktığını ifade etmiştir¹²⁴.

Önde gelen para birimleri arasında esnek bir kur sistemine, ABD dolarının temel rezerv para birimi olmasına ve uluslararası sermaye hareketlerinin serbestliğine dayalı mevcut uluslararası parasal sistem, global dengesizliklerin yumuşak bir biçimde

¹²³ Barry Eichengreen, "Out of the Box Thoughts About the International Financial Architecture" IMF Working Paper, WP/09/116, 2009, s. 10.

¹²⁴ Zhou Xiaochuan, "Reform the International Monetary System" 23.3.2009, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>, (20.06.2009)

düzeltilmesi konusunda başarısız olmuştur¹²⁵. Bu başarısızlığın ardındaki temel neden sistemin cari fazla üreten ülkeler üzerinde ve ulusal parası rezerv para olarak kullanılan cari açık veren ülkeler üzerinde herhangi bir yaptırım içermemesinden kaynaklanmaktadır. ABD uzun zamandır cari açık vermesine karşın, doların konumundan kaynaklanan avantajıyla herhangi bir makroekonomik uyum maliyetine katlanmaksızın bu durumu sürdürebilmiştir. Bu yaptırımların yokluğu aynı zamanda cari açık veren diğer ülkelerin de, uluslararası sermaye piyasalarından borçlanabildikleri süre boyunca ödemeler dengesindeki problemlerini çözme yoluna gitmemelerine ve bu dengesizliklerin katlanarak büyümesine yol açmaktadır. Ancak sermaye akımlarının yön değiştirmesiyle birlikte ortaya çıkan yeni durumda katlanılması gereken uyum maliyetleri çok ağır olabilmekte ve bu durum finansal ve ticari bağların güçlü olduğu diğer ülkelere de zarar verebilmektedir. Bu ülkeler, cari fazla üretebilmek amacıyla tüketim ve ithalatlarını kısımakta, bu da ekonomilerindeki daraltıcı baskıyı artırmaktadır. IMF, bu ülkelere borç verme koşullarını da genellikle daraltıcı politikaların uygulanmasına bağlamakta, ancak fazla veren ülkeler üzerinde herhangi bir yaptırımda bulunamamakta, ithalat ve tüketimlerini artırma yoluyla dengesizlikleri giderecek politikalar uygulamalarını sağlayamamaktadır.

Ulusal bir rezerv paraya dayalı sistem, diğer ülkelerin bağımsız para politikası uygulamalarına da engel olmaktadır. Rezerv parayı ihraç eden ülke, bu konumu tehdit edilmediği sürece dış koşulları çok da dikkate almaksızın kendi ülkesinin ekonomik koşullarının gerektirdiği bir para politikası uygulamakta, diğer ülkeler de buna uyum sağlamak zorunda kalmaktadırlar.

Mevcut sistemde ulusal paraların rezerv olarak biriktirilmesi, kendini bu yöntemle oluşabilecek krizlere karşı korumaya çalışan ülkeler açısından da önemli maliyetler doğurmaktadır. Tezin “Uluslararası Rezerv Seviyesindeki Değişim” başlıklı bölümünde belirtildiği gibi son 10 yılda rezerv birikimi büyük ölçüde gelişmekte olan ülkeler tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu süreç, gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere bu nedenle önemli bir kaynak transferi sonucunu doğurmaktadır. Bu maliyetin

¹²⁵ United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), **Trade and Development Report** 2009, s. 121.

çeşitli yöntemlerle hesaplanmasına ilişkin bilgiler tezin “Uluslararası Rezervlerin Maliyeti” bölümünde sunulmuştur.

2008 yılında başlayan global krizle birlikte ulusal bir para biriminin rezerv para olmasının yukarıda sayılan dezavantajlarının bir bölümünün ABD doları için geçerli hale geldiği görülmektedir. Önemli tutarlarda dolar rezervi biriktiren ülkeler, son krizde ABD'nin uyguladığı gevşek para ve maliye politikaları sonucunda doların değerinde meydana gelebilecek kayıplar nedeniyle endişelenmektedir. ABD de bu ülkelerin portföy tercihlerinin değişiminin dolar üzerindeki etkilerini dikkate almak zorunda kalmakta ve kendisi de politika bağımsızlığını bir ölçüde yitirmektedir. İngiliz poundunun, temel rezerv para olma niteliğini yitirdiği dönem, bu parayı ihraç eden ülkenin bir başka rezerv paraya geçiş döneminde yüksek maliyetlere katlanmak zorunda kaldığını göstermektedir¹²⁶.

2.6. Uluslararası Rezerv Sistemi İçin Tartışılan Alternatifler

ABD doları başta olmak üzere birkaç ulusal paraya dayanan uluslararası parasal sistemin değişimi ve yeni bir uluslararası rezerv sisteminin kurulması konusunda çeşitli seçenekler ortaya çıkmaktadır. Yeni rezerv paranın kim tarafından, kimler için, hangi koşullara dayanarak ve ne tutarda ihraç edileceğinin belirlenmesi gerekmektedir.

Daha istikrarlı bir uluslararası rezerv sistemi kurulmasına ilişkin önerilerin birçoğu Keynes'in Bretton Woods Konferansı sırasında ortaya koyduğu plandan izler taşımaktadır. ABD heyetinin kesin itirazları nedeniyle kabul görmeyen sistem, cari fazla üreten ve borç veren ülkelerin, daha fazla harcama yapmalarını teşvik ederek dengesizliklerin giderilmesinde aktif rol üstlenmelerine dayanmaktadır¹²⁷. Keynes, “Uluslararası Takas Bankası” adında bir global banka kurulmasını önermiştir. Bu banka

¹²⁶ Benjamin J. Cohen, “The Future of Reserve Currencies” **Finance and Development**, Volume 46, September 2009, s. 26.

¹²⁷ George Monbiot, “Keynes is Innocent: The Toxic Spawn of Bretton Woods Was No Plan of His.” The Guardian, 18 November 2008, <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2008/nov/18/lord-keynes-international-monetary-fund>, (25.06.2009)

“bancor” adı verilen kendi parasını, sabit bir pariteden ulusal paralar karşılığında ihraç edecektir. Bancor uluslararası ödemelerde kullanılan tek hesap birimi olacak, ülkelerin cari fazla ve açıkları bu para cinsinden ifade edilecektir. Tüm ülkelerin bancor hesaplarından, son 5 yıllık ortalama dış ticaret tutarlarının yarısı oranında fazla çekim hakkı olacaktır. Ancak sistemin işleyebilmesi ve ülkelerin yıllık dönemleri ticaret fazla ya da açığı vermeden tamamlayabilmeleri için güçlü bir teşvik mekanizmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Ticaret açığı veren ve bunu bancor borçlanarak karşılayan ülkeler, fazla çekim hakları üzerinden faiz ödeyeceklerdir. Bu ülkeler aynı zamanda paralarında devalüasyon yapacak ve sermaye ihracını durdurmaya yönelik önlemler alacaklardır. Diğer taraftan ticaret fazlası vererek bancor biriktiren ülkeler de aynı yaptırımlara maruz kalacaklardır. Bu ülkeler de hesaplarında buldukları fazla bancor tutarı üzerinden faiz ödeyecek, paralarının değerini artıracak ve sermaye ihracı yapacaklardır. Yıl sonunda bancor hesaplarında bulunan tutar, kendilerine tanınan limiti aştığı takdirde bu tutara el konulacaktır. Böylece ticaret fazlası veren ülkelerin bu fazlayı harcamaları sağlanacak ve uluslararası ticaret dengesinin sağlanması için zorlayıcı bir mekanizma oluşturulmuş olacaktır. Keynes’in önerileri, ABD heyetinin başında bulunan Harry Dexter White tarafından reddedilmiş ve global dengelerin yalnızca ticaret açığı veren ülkelerin alacağı tedbirlerle sağlanacağı, ticaret fazlası olan ülkelerin herhangi bir yaptırımla karşılaşmayacağı bir sistem kabul edilmiştir.

ABD dolarına dayalı uluslararası rezerv sistemine alternatif olarak, yeni bir “Global Rezerv Bankası” kurularak yeni rezerv para ihracı gerçekleştirilebilir olsa da günümüzde tek global para birimi SDR’nin ihracını gerçekleştiren kurum olan IMF’nin bu işlevi üstlenmesinin daha iyi bir çözüm olduğu düşünülmektedir¹²⁸. IMF tarafından ihraç edilen SDR’nin zaman içinde doların yerini alacağı bir geçiş süreci pratik bir çözüm olarak ortaya çıkmaktadır. Zhou, yaşanan krizler sonucunda Keynes’in planının ne kadar uzak görüşlü olduğunun görüldüğünü, Bretton Woods sisteminin aksak yönlerinin yumuşatılması için ihraç edilmeye başlanan SDR’nin bugün için de önemli bir alternatif olabileceğini, SDR’nin kullanımının yalnızca ulusal paralara dayalı sistemin aksaklıklarını düzeltmeyeceğini, aynı zamanda global likiditenin kontrolünü ve arzını kolaylaştıracağını ifade etmiştir.

¹²⁸ Zhou, a.g.e., United Nations, a.g.e. ss. 97-100, Akyüz a.g.m. s. 15.

SDR'nin nasıl ihraç edileceği konusunda da çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Tüm ülkeler belli bir kota sınırlamasıyla kendi ulusal paralarını SDR karşılığında değiştirmeyi kabul edebilirler. Bu sistem, aslında dünyadaki tüm merkez bankaları arasında yapılan bir swap anlaşmasına benzetilebilir¹²⁹. Diğer bir alternatif bugünkü SDR ihraç mekanizmasına çok benzer bir biçimde oluşturulabilir. Rezerv para ihraç yetkisine sahip olan kuruluş bu parayı üye ülkelere önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde tahsis eder. Burada rezerv paranın değerini destekleyen tek unsur, bu sisteme dahil olan merkez bankalarının rezerv parayla yapılacak olan ödemeleri kabul etme taahhüdüdür. Bu niteliği, aslında ulusal paraların ülke içinde kabulüne benzemektedir. Global rezerv para da ülke içi değil, ülkeler arasında ödemeler için geçerli para birimi olacaktır. Bu tahsisatlar karşılığında üye ülkelerden kamu borçlanma kağıtları da talep edilebilir. Bu yönüyle de herhangi bir ulusal merkez bankasının kamu borçlanma kağıtları karşılığında emisyon yaratmasına benzemektedir. Bu yöntem kullanıldığı takdirde ihraç edilen paranın değerini destekleyen bir varlık da bilançonun aktifine konulmuş olacaktır.

Akyüz, mevcut sistem çerçevesinde SDR ihraçlarının artırılmasını, özellikle rezerv bulundurma maliyetini azaltıcı yönüyle desteklemektedir. İlgili bölümde açıklandığı gibi SDR tahsisatları kullanılmadıkları sürece ülkeler açısından bir faiz maliyeti doğurmamakta, yalnızca düşük bir komisyon masrafı ortaya çıkmaktadır.

Global rezerv paranın ülkelere tahsisi, dünya ekonomisi içindeki 'pay'ları (GSMH) ve 'ihtiyaç'ları (rezerv talepleri) dikkate alınarak gerçekleştirilmelidir. Finansal dalgalanmalardan korunmak amacıyla gelişmekte olan ülkelerin rezerv taleplerinin, gelişmiş ülkelere daha fazla olması nedeniyle sadece dünya ekonomisi içindeki paylarının dikkate alınacağı bir tahsisat biçimi yetersiz olacaktır. Mevcut SDR tahsisatlarının IMF kotaları dikkate alınarak yapılması ve bu nedenle de önemli bir bölümünün buna ihtiyaç duymayan gelişmiş ülkelere ayrılması nedeniyle bu sistem aslında tam olarak amacına ulaşamamaktadır. Diğer taraftan tahsisatlar, ülkelere gerçekleştirdikleri ödemeler dengesi fazlalıklarını azaltmak için çeşitli teşvikler ya da

¹²⁹ United Nations, a.g.e. ss. 101-102.

yaptırımlar içermelidir. Örneğin global talebin artırılması amacıyla belli bir dönem boyunca kullanılmayan tahsisatların iptali yoluna gidilebilir¹³⁰.

Ne kadarlık bir global rezerv para ihraç edileceği konusunda da çeşitli yaklaşımlar mevcuttur. Stiglitz Komisyonu raporuna göre tahsisatların tutarı yıllık rezerv birikim talebine eşit bir hale getirilebilir. Bu amaçla son yıllarda meydana gelen gelişmeler dikkate alınabilir. Böylece cari fazla vererek rezerv biriktirme yolunu seçen ülkeler nedeniyle bu oranda global talebin gerilemesi engellenmiş olacaktır. IMF aynı zamanda SDR karşılığında uluslararası kalkınma bankalarına ait bonoları satın alabilir. 1960'larda UNCTAD uzmanlar paneli tarafından yapılan bu öneri bugünkü ekonomik konjunktürde de uygulanabilir bulunmaktadır.

SDR ihracının hedeflerinden biri de global üretimin istikrarlı büyümesi olduğundan yeni ihraçların global büyümenin potansiyel büyümenin altına gerilediği kriz dönemlerinde artması, hızlı büyüme dönemlerinde ise azalması gerekmektedir¹³¹. İhraçların miktarının konjunktür ile ters yönlü olması, ekonomik krizlerin etkilerini hafifletmek açısından önemlidir. G-20 ülkelerinin Nisan 2009'da 250 milyar ABD doları tutarında yeni SDR ihracı kararı almaları da bu amaca yöneliktir. Bu tür kriz dönemlerinde IMF'nin ihtiyaç duyan ülkelere SDR aracılığıyla koşulsuz kredi imkanı sağlamasıyla, bu ülkelerde krize karşı alınacak önlemlerin krizin boyutlarını daha da derinleştirilmesi engellenecektir. Zira bu ülkeler en çok ihtiyaç duydukları dönemde genişletici parasal ve mali politikalar uygulama şanslarından mahrum kalmakta ve döviz kurları yaşanan panik nedeniyle olmaları gereken seviyenin çok üzerine çıkabilmekte, bu faktörler de krizin ekonomi üzerindeki tahribatının çok daha derin ve uzun süreli olmasına neden olmaktadır.

Akyüz, IMF'nin tamamıyla SDR üzerine kurulu teknokratik bir kurumsal yapıya dönüştürülmesi gerektiğini savunmaktadır. SDR, GAB ve NAB* anlaşmalarının yerini almalı ve IMF'nin tek finansman kaynağı haline dönüştürülmelidir. IMF dünya ticaretindeki genişlemeyi dikkate alarak her yıl ne kadar SDR artışı yapabileceğine

¹³⁰ United Nations, a.g.e. ss. 100-103.

¹³¹ UNCTAD, a.g.e. s. 126.

* IMF'nin bazı üye ülkelerle yaptığı, belli şartlar altında borç alabilmesine ilişkin ikili anlaşmalardır. Tezin "1.4.3. IMF Rezerv Pozisyonu" bölümünde bu anlaşmalarla ilgili bilgi sunulmaktadır.

kendisi karar vermelidir. Bu şekilde artan SDR ihraçları, cari fazla veren ülkeler için de önemli bir alternatif rezerv para imkanı sunacaktır. Eichengreen de SDR ihracının IMF kotalarının yüzde 85'ini elinde bulunduran ülkelerin onayını gerektirmesinin, likidite ihtiyacı ortaya çıktığı dönemlerde önemli bir problem oluşturduğunu düşünmektedir¹³². Fed'in 2008 yılının ikinci yarısında diğer merkez bankalarıyla swap anlaşmaları yaparak dolar likiditesinde yaşanan sıkışıklığı giderdiği biçimde IMF'nin de gerekli gördüğü durumlarda SDR ihraç edebilmesi gerekmektedir. SDR'nin gerçek bir uluslararası para birimine dönüşmesi, IMF'nin global bir merkez bankası gibi hareket edebilmesine ve uluslararası son borç ödeme mercii fonksiyonunu üstlenebilmesine bağlıdır.

Krizle birlikte ABD dolarının değerine ilişkin endişeler ve bu nedenle tetiklenebilecek satışlar, daha önce doların değer kaybettiği dönemlerde tartışılan "ikame hesapları"nı tekrar gündeme getirmiştir¹³³. İlk defa 1970'li yıllarda tartışılmaya başlanan ikame hesaplar, doğurabileceği iki muhtemel sonuç açısından önerilmiştir; ABD dolarının kısa vadeli sıkıntularından kurtarılması ve uluslararası para sisteminin uzun vadede yapısal olarak iyileştirilmesi¹³⁴. IMF, kendisine aktarılan dolar rezervler karşılığında ülke merkez bankalarına faiz getirisi olan SDR cinsinden bonolar verecek, sahip olduğu dolarlarla da ABD Hazine tahvillerine yatırım yapacaktır. Bu operasyon sonucunda toplam rezervler değişmeyecek, ancak ülkelerin sahip oldukları rezervlerin kompozisyonu değişecektir. Rezerv toplamının değişmemesi nedeniyle bu operasyonun enflasyonist bir etkisi olmayacaktır. Ülkeler SDR cinsi varlıklarını uluslararası ödemelerini gerçekleştirmek ya da diğer dövizleri satın almak amacıyla kullanabileceklerdir. Bu ikame sonucunda ülkelerin ellerindeki dolar rezervleri IMF'nin kasasına girecek, ülke merkez bankalarının hızla dolar varlıklarını elden çıkarmak istemeleri durumunda ortaya çıkabilecek finansal kargaşa önlenmiş olacaktır. Ancak bu ikame sonucunda IMF bilançosunun aktifinde dolar cinsi varlıklar, pasifinde ise SDR cinsi yükümlülükler olacağından, oluşan kur riskinin kimin tarafından üstlenileceği sorunu ortaya çıkmaktadır. Dolar ve SDR arasındaki paritenin dolar aleyhine değişmesi

¹³² Eichengreen, Barry. a.g.m. ss. 10-11.

¹³³ Akyüz, a.g.m. s. 16

¹³⁴ Henry Wallich, "The World Monetary System After the Postponement of the Substitution Account" *Intereconomics*, July/August, 1980, ss. 163-167.

durumunda ortaya çıkabilecek zararın IMF altınlarıyla karşılanması durumunda kur riski zengin ve yoksul tüm ülkeler tarafından karşılanmış olacaktır. Doların değeri açısından ortaya çıkan tehdidi ortadan kaldıran bir sistem olduğu için zararın, daha fazla ABD doları cinsinden tahvil vererek ABD'nin üstlenmesi daha doğru olacaktır. Oluşan zararın ABD ve diğer ülke merkez bankaları arasında eşit paylaşımı da değerlendirilebilecek seçenekler arasındadır.

Mevcut sistemde SDR'nin çok sınırlı bir kullanım alanı bulunmaktadır. Yalnızca IMF, IMF üyesi ülkeler ve bazı özel resmi kurumlar SDR sahibi olabilmekte, bu varlıklar özel şirketler ve kişilere devredilememektedir. Ancak SDR'nin ulusal rezerv paralar yerine bir alternatif oluşturabilmesi ve merkez bankaları tarafından talep edilebilmesi için derin ve likit bir piyasa olmasının olması gerekmektedir¹³⁵. Merkez bankalarının SDR cinsi varlıkları döviz rezervleri arasında bulundurmaları için, bu varlıklarla ülkenin uluslararası yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri ve gerektiğinde döviz piyasalarına müdahale edebilmeleri mümkün olmalıdır. Bunun için dolaşımdaki SDR cinsinden varlıkların tutarının artması, yalnızca IMF tarafından değil, hükümetler, bankalar ve diğer finansal kurumlar tarafından da SDR cinsinden ihraçların yapılabilmesi ve bu enstrümanların tatmin edici bir işlem hacmine ulaşması gerekmektedir. Zhou bunların ötesinde uluslararası ticarete, emtiaların fiyatlandırılmasında, şirketlerin muhasebe kayıtlarının oluşturulmasında SDR'nin kullanımının desteklenmesi gerektiğini ifade etmektedir¹³⁶. Kısacası SDR'nin dar kullanım alanının aşılıp, ticarileşmesi gerekmektedir. 1975 yılında bazı özel bankaların SDR cinsinden mevduat kabulüyle ve bazı şirketlerin SDR cinsinden tahvil ihraç etmesiyle başlayan ticarileşme girişimleri başarısız olmuştur. ABD dolarına karşı alternatif oluşturabilmesi için, SDR gibi karma bir para biriminin yeterli ölçüde likidite ve getiri oranları sunabilmesi ancak IMF gibi bir kuruluşun piyasa yapıcısı olarak desteğiyle mümkün olabilecektir. IMF, ABD doları cinsinden olanlara yakın spreadlerden SDR cinsi varlıklar için alım-satım kotasyonları ilan etmeli, talep edenlere SDR varlıkları, onu içeren para birimlerinden birine dönüştürmelidir.

¹³⁵ Eichengreen, Barry. a.g.m. ss. 10-11.

¹³⁶ Zhou, a.g.e.

Clark ve Polak¹³⁷, uluslararası finans piyasalarının gelişimine ve uluslararası likiditedeki artışa bağlı olarak 1960'lı yıllardaki ilk ihraç nedeni olan dolar ve altın arzından kaynaklanan likidite sıkıntılarının ortadan kalkmış olmasına rağmen SDR'nin bugünkü koşullarda da önemli bir fonksiyonu yerine getirebileceğini düşünmektedirler. Ülkelerin rezerv artışlarını cari fazla yoluyla biriktirmeleri, tüketim ve yatırım harcamalarından vazgeçmelerini gerektirmektedir. Alternatif olarak uluslararası piyasalardan borçlanmaları da olumsuz yerel koşullar, gelişmiş ülke ekonomi politikalarındaki değişimler ya da bulaşma etkisinden dolayı tersine dönebilmektedir. Bu nedenlerle SDR ihraçları asıl olarak düşük gelirli ülkelerin daha düşük maliyetli ve her an tersine çevrilebilecek sermaye akımlarından oluşmayan kaynaklara dayalı rezerv bulundurmaları açısından önemlidir. SDR ile desteklenmiş rezerv pozisyonları bu ülkelerin ekonomik şoklara karşı kırılganlıklarını azaltarak uluslararası parasal sistemin istikrarına katkıda bulunacaktır. SDR nedeniyle borçlanma maliyetleri azalan ülkelerin kredi riskleri de düşecek ve uluslararası piyasalardan daha cazip koşullarda borçlanabileceklerdir. Dolayısıyla SDR ihraçları ülkelerin geri ödememe risklerini azaltarak, sistemik risklerin de azalmasını sağlayacaktır.

2.7. Uluslararası Rezerv Sisteminden Kaynaklanan Problemlerin Azaltılması İçin Bir Alternatif

Bir ulusal paranın rezerv para olarak kabul görmesinde, o parayı ihraç eden ülkenin ekonomik ve politik gücünün büyük bir önemi bulunmaktadır. İkinci Dünya Savaşı sonrasında dünya siyaset sahnesinde en önemli aktör olan ABD, dünya ekonomisinde kendine imtiyazlı bir konum sağlayan doların statüsünün kısa vadede değişmesinin karşısında olacaktır. Nitekim 2008 yılından itibaren dünyayı etkisi alan kriz sonrasında ABD yetkilileri sürekli olarak “güçlü dolar politikasını sürdürecekleri” açıklamalarını yinelemişlerdir. Bu söylemin sürekli tekrarlanmasının ardında yatan temel neden, yeni uluslararası finansal mimari tartışmalarında doların konumunu değiştirmeye yönelik girişimlerin karşısında oldukları mesajını vermektir. Bu

¹³⁷ Peter B. Clark, Jacques J. Polak, “International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System” IMF Staff Papers, Vol.51, No.1, 2004, s. 51.

nedenlerle, son dönemlerde SDR'nin ya da bir başka uluslar üstü kurumun ihraç edeceği yeni bir para biriminin doların yerini alması, ABD'nin gerileyen gücüne rağmen hala alınacak kararlarda kilit konumunu sürdürdüğü mevcut ekonomik ve siyasi konjonktürde mümkün görünmemektedir.

Diğer taraftan 2000'li yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerin hızlanan rezerv birikimlerinin önemli bir bölümünün dolar cinsinden gerçekleştirildiği bilinmektedir*. ABD ekonomisinin içinde bulunduğu güçlüklerden dolayı zaten güvenilirliği sarsılan doların, bir de bu tür girişimler nedeniyle değer kaybının hızlanması, yüksek rezerv bulunduran gelişmekte olan ülkelerin de aleyhine sonuçlar doğuracaktır. Toplam rezervler içindeki payı gerilemesine rağmen 2009 yılı Haziran ayı itibarıyla yüzde 63 olan doların değer kaybı, bu ülkelerde önemli bir servet kaybına neden olacaktır.

Yeni bir uluslararası para sistemi önerilerinin unsurlarından biri olarak, daha dengeli bir dünya ekonomisi için cari fazla veren ülkelerin bu fazlalarını azaltmalarına yönelik bir tür cezalandırma mekanizmasının oluşturulması gerekliliği dile getirilmektedir. Ancak ihracata dayalı büyüme stratejileri yürüten bazı gelişmekte olan ülkelerin kısa sürede iç talebe dayalı bir ekonomiye dönüşmeleri imkansızdır. Böyle bir cezalandırma mekanizması, 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik krizler sonrasında ihracat odaklı büyüme stratejilerine yönelmeleri önerilen ve yüksek rezerv birikimi yapmaya yönlendirilen ekonomiler açısından aynı zamanda haksız da bulunacak ve dirençle karşılanacaktır.

Bu nedenlerle daha radikal öneriler yerine, uzun vadede doların uluslararası ticari işlemlerde kullanımı azaltabilecek öneriler üzerinde durulması gerektiği düşünülmektedir. Mevcut koşullarda uygulanabilir olduğu düşünülen sistemin ana hatları aşağıda açıklanmaktadır.

Uluslararası ticaret hacmi, bu ticaretin gerçekleştirilebildiği para birimlerine olan likidite talebi üzerinde belirleyici bir etkidir. Ülkelerin refah seviyeleri ve dışa açıklıklarının arttığı oranda rezerv taleplerinde de artış meydana gelmektedir. Yeni

* Konuyla ilgili detaylı bilgiler, tezin "Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu" bölümünde verilmektedir

sistem, uluslararası ticaretin sürdürülmesi amacıyla mevcut olan ve bu ticaret hacmiyle birlikte artma eğilimi sergileyen likidite talebi üzerine odaklanmakta, buradan kaynaklanan talebin dolar dışı ödeme araçlarıyla ikame edilmesi amacını gütmektedir.

Aşağıdaki matris, toplam 4 ülkenin yeni sistem içerisinde yer aldığı varsayımıyla oluşturulmuştur. Her sütun, başında yer alan ülkenin diğer ülkelere 2008 yılında yaptığı ihracat tutarlarını göstermektedir*. Örneğin Almanya, 2008 yılı sonu itibariyle İngiltere'ye 93,623 milyon ABD doları, Rusya'ya 45,336 milyon ABD doları, Türkiye'ye 18,867 milyon ABD doları tutarında ihracat yapmıştır. Dolayısıyla ülkelerin diğer ülkelere gerçekleştirdikleri ithalat miktarları da, satırlar itibariyle izlenebilmektedir.

Tablo 2.13
2008 Yılı Sonu Dış Ticaret Tutarları
(milyon ABD doları)

		İhracat			
		Almanya	İngiltere	Rusya	Türkiye
İthalat	Almanya	-	62,045	50,337	12,952
	İngiltere	93,623	-	10,158	8,159
	Rusya	45,336	6,200	-	6,483
	Türkiye	18,687	5,324	31,364	-

Kaynak: Ülke merkez bankaları internet siteleri

Aşağıdaki matriste ise ülkeler arasında ikili ticaret konusu ihracat ve ithalat kalemlerinden küçük olanları gösterilmektedir. Sistem, bu tutarların ulusal paralar cinsinden gerçekleştirilmesi esası üzerine kurulmuştur. Örneğin Türkiye, Almanya'ya 12,952 milyon ABD doları tutarında ihracat, Almanya'dan da 18,687 milyon ABD doları tutarında ithalat gerçekleştirmektedir. Bir uluslararası kurum nezdinde açılacak hesaplar üzerinden bu ticaretin karşılıklı olan 12,952 milyon ABD doları tutarlık bölümü, euro, lira ve bir sepet para cinsinden yapılacaktır. Mevcut konumu ve SDR ihraç yetkisi nedeniyle IMF'nin bu fonksiyonu yerine getirebileceği düşünülmektedir.

* Dış ticaret tutarları, ülkelerin merkez bankaları web sitelerinden derlenmiştir.

		İhracat			
		Almanya	İngiltere	Rusya	Türkiye
İthalat	Almanya	-	62,045	45,336	12,952
	İngiltere		-	6,200	5,324
	Rusya			-	6,483
	Türkiye				-

Sistem şu şekilde işleyecektir;

Türkiye’den bir ihracatçı, Almanya’ya 10 milyon ABD doları tutarında bir ihraç yaptığında ve ödemeler bu sistem çerçevesinde gerçekleştirildiğinde, IMF nezdindeki hesaplarda Türkiye 10 milyon ABD dolarının cari kurdan karşılığı olan 6,284 milyon SDR tutarında* alacaklı, Almanya ise aynı tutarda borçlu olacaktır. Bu işlem sonucunda IMF bilançosunun varlık ve yükümlülük tarafında kayıtlar şu şekilde oluşacaktır.

Almanya 6,284 milyon SDR	Türkiye 6,284 milyon SDR
--------------------------	--------------------------

Ülkeler nezdinde ihracat ve ithalat tutarlarının ödemeleri, ulusal paralar cinsinden gerçekleştirilecektir. Bu amaçla ülkelerin kurumsal yapılarının mümkün kıldığı şekilde bir ödeme mekanizması oluşturulacaktır. Para yaratma tekeline sahip olmaları nedeniyle merkez bankaları bu işlevi üstlenmek konusunda en güçlü adaylardır. Ancak dış ticaretten sorumlu kamu kuruluşları da bu mekanizma içerisinde rol alabilir. Türkiye’deki ihracatçı, ihraç bedeli 10 milyon ABD doları karşılığı 14,826,000 Türk lirasını Merkez Bankası’ndan alacak, diğer taraftan Almanya’daki ithalatçı da, 6,746,000 euro mal bedeli karşılığını Alman Merkez Bankası’na ödeyecektir.

Ticaretin ters yönlü olması durumunda bu kez hesaplar ters şekilde çalışacaktır. Örneğin 2 hafta sonra Türkiye’den bir ithalatçı Almanya’dan 5 milyon ABD doları

* Hesaplamalar, 30 Ekim 2009 tarihinde geçerli kurlar üzerinden gerçekleştirilmiştir.

tutarında mal ithal ettiğinde IMF nezdindeki Türkiye'nin SDR alacağı ve Almanya'nın SDR borcu, mal bedelinin karşılığı olan 3,120,962 SDR* tutarında azalacaktır. Yine o günkü kurlar üzerinden hesaplanacak mal bedeli TL karşılığını Türkiye'deki ithalatçı Merkez Bankası'na ödeyecek, Almanya'daki ihracatçı ise kendi merkez bankasından aynı tutarda parayı euro cinsinden tahsil edecektir. Bu ödemeler sonucunda IMF nezdindeki ikili hesabın değerleri şu şekilde olacaktır.

Almanya 3,163,038 SDR	Türkiye 3,163,038 SDR
-----------------------	-----------------------

Kriz dönemlerinde dış ticaretin finansman olanaklarında meydana gelen zayıflama, dış ticaretin taraflarını bu mekanizmayı kullanmaya yönlendirecektir. İşlemlerin bir bölümünün normal dönemlerde de bu mekanizma çerçevesinde gerçekleştirilmesi, alıcı ve satıcılar tarafından cazip bulunmasına bağlıdır. Diğer ödeme şekillerine göre bu sistemin tercih edilir olması için gerekli önlemler alınmalıdır. Bu işlemler sonucunda aslında ülkeler bir anlamda birbirlerine dış ticaret kredisi kullandırmış olacaklardır. Ancak bu mekanizma yoluyla açılan kredi ikili bir anlaşmayla değil de IMF garantörlüğünde olacağı için çok daha düşük bir kredi riski içerecektir. Türkiye bu nedenle elde ettiği geliri dolar ya da bir başka ulusal para cinsinden değil, SDR cinsinden rezervlerine ekleyecektir. SDR bakiyesi üzerinden faiz ödemelerinin gerçekleştirilmesi, bu nedenle ulusal para cinsinden ödeme yapan merkez bankalarının üstlenecekleri sterilizasyon maliyetlerinin karşılığında bir gelir kalemi oluşmasını sağlayacaktır.

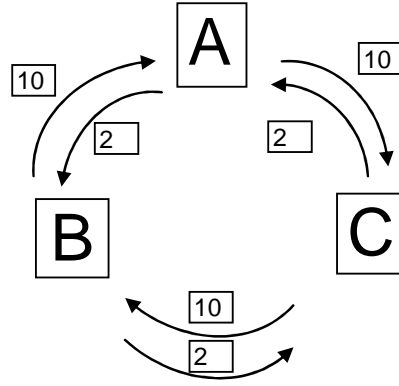
IMF nezdinde oluşturulan her ikili hesap için, yukarıda belirtildiği şekilde hesaplanan limitler aşılamayacaktır. Bu amaçla belirlenen limitlerin yıllar itibariyle meydana gelen dalgalanmalardan etkilenmemesi için son 5 yıllık ticaret ortalamaları dikkate alınarak hesaplanabileceği düşünülmektedir. Limitler, ikili ticaretin birbirini karşılayan düzeyleri üzerinden hesaplandıkları için IMF nezdindeki bakiyeler ortalama olarak aslında sıfır düzeyinde seyredecektir. Böylece IMF'nin üstlendiği kredi riski de minimum olacaktır. İhracatçı ve ithalatçı ödemeleri sonrasında ülke merkez

* Hesaplamalar, 15 Kasım 2009 tarihinde geçerli kurlar üzerinden gerçekleştirilmiştir.

bankalarının ikili hesaplarda tutulan bakiyeleri SDR cinsinden olacağı için de, sisteme katılan ülkeler açısından kur riski doğmayacaktır.

Yaşanılan krizde, global dengesizliklerin yol açtığı problemlerin de önemli bir rolü olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle önümüzdeki dönemde cari fazla veren ülkelerin iç tüketimlerini, cari açık veren ülkelerin ise tasarruf oranlarını artırmaları yönünde politikalar izlenmesi beklenmektedir. Bu eğilimin belirginleşmesi ve ülkelerin cari dengelerinin daha kabul edilebilir seviyelere gerilemeleri durumunda ülkelerin karşılıklı ticaret tutarlarında artış meydana gelecek, bu da ülkelere tanınan SDR limitlerinin artmasını sağlayacaktır. Diğer taraftan azalan cari fazlalar, bu oranda sermaye hesaplarından giriş olmadığı takdirde rezerv birikimlerini ayrıca sınırlandıracaktır.

Uluslararası ticaretin daha dengeli bir eğilim sergilemesi ve ülkelerin ödemeler dengesi cari hesap bakiyelerinin küçülmesi durumunda da, ikili ticari ilişkilerin hacmine bağlı olarak yukarıdaki sistemde hedeflendiği şekilde yabancı para likidite talebinin azalmaması ihtimali bulunmaktadır. Bu durum 3 ülke arasındaki ticareti gösteren aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. A ülkesi, B ülkesine 2 birim, C ülkesine ise 10 birim ihracat yapmakta, bunun karşılığında B ülkesinden 10 birim, C ülkesinden de 2 birim ithalat yapmaktadır. Şekildeki oklar, bu 3 ülke arasındaki ticari işlemlerin hacimlerini göstermektedir. Her ülke, aslında 12 birim mal veya hizmet ihraç ve ithal etmekte ve bu işlemler sonucunda cari dengeleri “0” olmasına karşın ikili ticaret dengelerindeki durum, yukarıda bahsedilen sistemin yabancı para likidite talebini azaltıcı etkisini sınırlamaktadır. Ülkeler bu durumda yalnızca 2 birimlik ticareti kendi ulusal paraları cinsinden yapabilecek, geriye kalan tutarlar için yine döviz likiditesine ihtiyaç duyacaklardır.



Bu durumun engellenmesi ve daha yüksek miktarlarda ticaretin bu mekanizma çerçevesinde yürütülebilmesi amacıyla ikili hesaplar, örneğin yukarıdaki 3 ülke için üçlü hesaplara dönüştürülebilir. Hatta tüm ülkelerin bu mekanizma içerisinde yer alacakları varsayımıyla, tüm ülkelerin dış ticaretlerinden doğan ödemelerini IMF nezdinde kurulacak bir tür takas sistemi altında gerçekleştirebilecekleri de düşünülebilir. Ancak artan limitler, IMF'nin de kredi riski üstlenmesi sonucunu doğuracaktır. Tüm ihracat gelirlerinin her ülkenin kendi ulusal parası cinsinden tahsil edilmesi, ihracatçı açısından tercih edilmeyecek ve döviz piyasalarındaki hacimlerin gerilemesine, bu piyasalardaki fiyat oluşumlarının etkinliğini yitirmesine neden olabilecektir.

3. ULUSLARARASI REZERVLERİN ÖNEMİ VE REZERV BİRİKİM MALİYETLERİ

3.1. Rezerv Yeterlilik Göstergeleri

Uluslararası rezervler, ülkelerin dış dünyayla ilişkilerinde karşılaşılabilecekleri şokların maliyetleri azaltmak açısından önemli bir role sahiptirler. Dışsal şoklar sonucunda cari işlemler veya sermaye hareketlerinden kaynaklanabilecek yabancı para çıkışlarının ülke ekonomileri açısından doğurabileceği makroekonomik uyum maliyetleri, rezervlerin kullanımı yoluyla hafifletilebilmektedir. Rezervler, ülkenin para birimine karşı yapılan spekülatif atakların önlenmesinde parasal otoritelerin elindeki en önemli savunma aracıdır. Bu tür ataklar ülkeye özgü koşullardan çok bir bulaşma etkisinden kaynaklanıyor olabilmektedir. Rezervlerin yeterli bir seviyede olması halinde bu tür spekülatif atakların olma ihtimali, gerçekleştiği takdirde ise başarılı olma ihtimali zayıflamaktadır. Güçlü bir rezerv seviyesi ülke risk primini azaltmakta, ülkenin hem kamu, hem de özel kesiminin dış borçlanma maliyetlerini düşürmektedir.

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülke ekonomilerinin karşılaştığı krizler, uluslararası sermaye piyasalarının olağandışı temkinli davrandığı ve finansman kanallarının tıkanıdığı dönemlerde yeterli rezerv seviyesine sahip olmanın önemini göstermiştir. Temel göstergeleri bakımından güçlü ülkeler dahi, risk algılamalarındaki bozulmayla tüm yatırımcıların aynı anda ülkeden çıkmaya çalışması nedeniyle borç ödeme güçlerini yitirebilmektedir.¹³⁸ Yani tamamıyla likidite sorunu olarak başlayan bir süreç, bir kredibilite sorununa dönüşebilmekte, ülke ekonomisinde büyük tahribat yaratabilmektedir.

Özet olarak uluslararası rezervler, ülkelerin krizlerle karşılaşma ihtimalini, karşılaştıkları durumlarda da ortaya çıkacak maliyetleri düşürmektedir. Bu nedenle rezerv yeterliliği, bir ülkenin en önemli ekonomik ve finansal kırılganlık göstergelerinden biridir. Finansal globalizasyon öncesinde ülkeler yalnızca cari denge işlemlerinden kaynaklanan döviz arz ve talebini dikkate alarak uluslararası rezerv

¹³⁸ Paul Krugman, "Are Currency Crises Self-Fulfilling?" **NBER Macroeconomics Annual**, 1996, s. 164.

seviyelerini belirlemektedirken, finansal sistemlerin deregülasyonu ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte özellikle 1990'lı yılların başından itibaren sermaye akımlarının ticari akımlardan çok daha yüksek boyutlu hacimlere ulaşmasıyla, rezerv seviyelerinin yeterliliğine ilişkin farklı kriterler kabul görmeye başlamıştır. Ülkelerin rezerv yeterliliğine ilişkin olarak yapılan değerlendirmelerde temel alınan 3 kriter şunlardır; rezervlerin ülke ithalatını karşılama yeterliliği, kısa vadeli borçları karşılama yeterliliği ve rezervlerin parasal büyüklüklere oranı.

Rezervlerin ülke ithalatını karşılama yeterliliği özellikle uluslararası sermaye piyasalarından finansman bulma imkanları kısıtlı olan ülkeler açısından önemlidir.¹³⁹ Parasal büyüklüklerin rezervlere oranı, ani ve güçlü sermaye çıkışlarıyla karşılaşma ihtimali yüksek, bankacılık sistemleri zayıf olan ülkeler açısından önemlidir. Dış finansman olanakları gelişmiş ülkeler açısından ise en önemli görülen kriter, rezervlerin kısa vadeli borçları karşılama oranıdır.

Aşağıdaki bölümde bu rasyolar ve rezervlerin bu kriterler çerçevesinde gelişimi incelenmektedir.

3.1.1. Uluslararası Rezervlerin Ülke İthalatını Karşılama Yeterliliği

Rezervlerin aylık ithalat cinsinden değerleri, bir ülkenin hiç döviz geliri elde edemediği durumda kaç aylık ithalatını karşılayabilecek bir rezerv seviyesine sahip olduğunu göstermektedir. Genel kabul gören kural 3 ay olmakla birlikte birçok gelişmekte olan ülke rezervleri 3 aydan çok daha uzun vadelerde ithalatı karşılayabilecek düzeye ulaşmıştır.

Aşağıdaki tabloda, farklı gelire sahip ülke gruplarının sahip oldukları rezervlerin, kaç aylık ithalatı karşılayabilecek düzeyde olduğu görülmektedir. Tüm gruplara ilişkin rakamlar, genel kabul gören 3 aylık ithalatı karşılama düzeyinin

¹³⁹ International Monetary Fund “Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability” Prepared by the Policy Development and Review Department in Consultation with Other Departments, March 23, 2000, s. 12.

üzerindeyken, orta gelir grubu ülkelerinin sahip oldukları rezervlerle 13,7 aylık ithalatı karşılayabilecekleri görülmektedir.

Tablo 3.1
Rezervlerin Karşılıdığı Aylık İthalat (Gelir Grupları)

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Yüksek Gelir Grubu	5,8	4,7	4,1	3,6	4,7	8,6	6,9
Orta Gelir Grubu	6,9	5,5	5,6	5,7	6,2	10,1	13,2
Alt Gelir Grubu	5,0	3,9	2,9	3,5	4,3	4,5	3,8
Dünya	6,0	4,8	4,3	4,1	5,2	9,2	10,4

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

Aynı rezerv yeterlilik rasyosuna bölgesel olarak bakıldığında ortaya çıkan tablo aşağıda sunulmaktadır. Doğu Asya ve Ortadoğu ülkeleri rezervleri bu açıdan değerlendirildiğinde oldukça yüksek tutarlara ulaşmıştır.

Tablo 3.2
Rezervlerin Karşılıdığı Aylık İthalat (Bölgeler)

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Doğu Asya		4,1	6,0	5,1	6,2	11,8	16,4
Güney Asya	7,7	5,0	2,0	4,7	5,7	8,0	7,5
Latin Amerika	7,1	6,7	5,9	6,3	4,9	5,4	6,6
Ortadoğu ve Kuzey Afrika	9,0					15,8	
Orta ve Güney Afrika	4,5	3,3	6,0	7,3	8,3	6,5	7,1
Euro Bölgesi	5,6	4,3	3,6	2,7	1,8	1,4	1,1
Dünya	6,0	4,8	4,3	4,1	5,2	9,2	10,8

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

Aşağıdaki tabloda ise seçilmiş bazı ülkelerin rasyoları sunulmaktadır. Bu rasyo açısından bakıldığında Libya uç bir örnek olarak karşımıza çıkmaktadır. Libya hiçbir döviz geliri olmaksızın, 3,5 yıldan uzun bir süre mevcut tutarlarda ithalatını gerçekleştirebileceği rezervlere sahiptir. 2007 yılı verilerine göre rezervleriyle 4,8 aylık ithalatını karşılayabilen Türkiye bu açıdan birçok gelişmekte olan ülkenin ardından gelmektedir.

Tablo 3.3
Rezervlerin Karşılıdığı Aylık İthalat (Ülkeler)

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Libya	12,8	10,5	9,2	14,7	26,7	32,1	38,7
Çin		4,9	8,5	6,3	7,4	13,5	18,2
Rusya				2,4	4,6	10,9	10,8
Japonya	2,8	2,5	2,7	4,1	8,7	15,7	13,2
Brezilya	2,3	4,7	2,7	7,9	4,2	5,1	8,5
Lübnan						10,5	10,4
Peru	6,6	7,5	3,8	8,2	8,8	8,1	8,5
Nijerya	5,8	2,1	5,0	1,3	7,9	9,6	10,5
Arjantin	7,0	5,0	5,7	5,5	6,3	7,2	6,9
Fas	1,7	0,8	3,2	3,6	4,4	8,3	5,7
Kore	1,3	1,0	2,3	2,5	5,7	7,7	4,5
Mısır	3,1	1,4	2,7	10,7	6,9	7,3	6,0
Malezya	4,6	3,7	3,6	3,2	3,3	5,9	5,6
Venezuela	9,4	12,3	11,9	6,2	7,4	9,9	7,7
Tayland	3,3	3,0	4,4	5,0	5,1	4,3	6,0
Endonezya		3,2	3,1	2,9	5,3	3,9	3,8
Türkiye	4,3	1,9	3,2	3,7	4,2	4,8	3,9
Polonya	0,3	0,8	2,9	4,9	5,4	4,0	2,9
Güney Afrika	3,6	1,4	1,2	1,4	2,4	3,2	3,3
Meksika	1,4	1,9	1,9	2,1	2,0	3,4	3,2

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

3.1.2. Kısa Vadeli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı

Kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranı, ülkenin vadesi 1 yıl içinde dolacak olan tüm borçlarını karşılama gücünü göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün, daha düşük faiz maliyeti nedeniyle özellikle ABD doları, Japon yeni, İsviçre frankı gibi paralar cinsinden kısa vadeli borçlanmaya yöneldikleri bilinmektedir. Ancak uluslararası likiditenin daraldığı ve risk algılamalarının değiştiği dönemlerde özellikle gelişmekte olan ülkeler, sermaye piyasalarından uygun vade ve maliyette kaynak bulmakta ve borçlarını döndürmekte zorlanabilmektedirler. Kısa vadeli borçlarının tutarı yüksek olan ülkeler bu nedenle global dalgalanma dönemlerinde ciddi boyutlarda makroekonomik maliyetlerle karşılaşmaktadırlar. Yaşanılan finansal krizler sonrasında en çok önem verilen ülke kırılganlık göstergelerinden biri haline gelen rasyonun, Greenspan-Guidotti kuralı olarak anılan kurala göre yüzde 100'ü aşmaması gerekmektedir. Rasyoya ilişkin bazı bölgesel değerler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3.4**Kısa Vadeli Borçların Rezervlere Oranı (Bölgeler)**

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Doğu Asya	60%	48%	68%	83%	50%	65%	22%	20%	12%
Güney Asya	31%	25%	17%	51%	149%	29%	13%	8%	19%
Latin Amerika	89%	55%	126%	89%	126%	89%	70%	40%	32%
Orta ve Güney Afrika		31%		258%	146%	194%	85%	36%	29%
Ortadoğu ve Kuzey Afrika						18%	23%	8%	
Avrupa ve Orta Asya	178%	62%	83%	141%	146%	53%	72%	41%	41%

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

1990 yılında Doğu Asya dışında tabloda yer alan tüm bölgelerin kısa vadeli borçları, rezervlerinin oldukça üzerindedir. 2000 sonrası dönemde söz konusu bölgelerin tümünün rasyolarında belirgin bir iyileşme gözlenmekte, bölgesel olarak Greenspan-Guidotti kuralına uygun düzeyde rezerv biriktirdikleri görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise aşağıdaki tablo ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3.5**Kısa Vadeli Borçların Rezervlere Oranı (Ülkeler)**

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Çin				38%	27%	28%	8%	18%	10%
Malezya	9%	15%	24%	47%	18%	29%	16%	19%	25%
Tayland	30%	26%	76%	107%	58%	119%	46%	31%	22%
Filipinler	229%	76%	190%	834%	217%	68%	36%	35%	21%
Hindistan	28%	23%	11%	46%	152%	22%	8%	6%	18%
Endonezya	216%	192%	41%	101%	129%	174%	74%	49%	51%
Kazakistan						23%	46%	115%	53%
Rusya						57%	57%	15%	13%
Polonya					205%	15%	35%	64%	104%
Bulgaristan						31%	41%	51%	103%
Romanya		0%	92%	38%	66%	50%	22%	34%	78%
Latvia						5%	309%	318%	269%
Brezilya	60%	79%	197%	81%	258%	61%	94%	45%	19%
Arjantin	94%	100%	112%	143%	168%	134%	113%	124%	81%
Peru	161%	184%	74%	79%	282%	112%	45%	23%	20%
Şili	104%	319%	62%	57%	50%	23%	41%	42%	65%
Meksika	133%	138%	387%	96%	157%	219%	53%	9%	26%
Venezuela	45%	7%	116%	64%	16%	29%	51%	34%	39%
Nijerya	121%	10%	33%	264%	36%	331%	11%	6%	14%
Fas	50%	37%	96%	348%	17%	5%	31%	4%	7%
Mısır	243%	210%	162%	390%	123%	14%	30%	8%	7%
Güney Afrika						217%	124%	47%	53%
Türkiye	178%	100%	76%	205%	125%	113%	123%	71%	69%

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

Ülke bazında yapılan hesaplamalara göre Çin ve Malezya'nın bu oranı 1970'lerden bu yana hiç yüzde 100'ün üzerine çıkarmadığı, ancak diğer ülkelerin birçoğunda 1980 ve 1990'lı yıllarda tersi bir durum yaşandığı görülmektedir. Tayland, Filipinler, Hindistan, Endonezya gibi Asya ülkelerinin tamamında oran, bir dönem yüzde 100'ü aşmış, kabul edilebilir sınırlara 1990'lı yılların ikinci yarısında çekilebilmiştir. 1980'li yılların başında Latin Amerika ülkelerinin çoğu, daha sonradan önemli bir borç krizine ve "Latin Amerika'nın kayıp 10 yıl"ına neden olacak boyutlarda borçluluk düzeyindedir. Bu durum tablodaki oranlara da yansımıştır. Bu gruptan Şili, kısa vadeli sermaye girişlerini caydırdığı politika uygulamalarıyla ayrılmıştır. Şili tüm sermaye girişlerinin yüzde 20'lik bölümü için 6 ay süresince kamunun faizsiz hesaplarında tutulması zorunluluğu getirerek, kısa vadeli girişlerin cazibesini azaltmış, sermaye girişlerinin uzun vadeye yayılmasını teşvik etmiştir. Türkiye de 2000'li yıllara yüzde 123 oranıyla girmiş, ancak 2007'de bu oranı yüzde 55 seviyesine indirebilmiştir.

Tabloda yer alan ülkelerin Latvia hariç tamamında kısa vadeli borçların rezervlere oranı 2007 yılında yüzde 100 eşliğinin altına inmiştir. Latvia da diğer Baltık ülkeleri gibi 2000'li yıllarda Avrupa bankalarının aşırı sermaye girişlerine maruz kalmış, yüksek cari denge açıklarını bu yöntemlerle finanse etmiştir. Ancak son global krizle birlikte bu borçluluk seviyelerinin ülkeleri ne kadar kırılgan hale getirdikleri bir kez daha görülmüştür. Tabloda yer alan diğer Doğu Avrupa ülkelerinin oranları da, Latvia için sayılan nedenlere benzer şekilde diğer birçok ülkenin aksine 2000'li yıllarda artmış, kritik yüzde 100 seviyesine yaklaşmıştır.

3.1.3. Parasal Büyüklüklerin Uluslararası Rezervlere Oranı

Finansal kriz ortamlarında ülkedeki yerleşiklerin de yatırım tercihleri yabancı para cinsinden varlıklara yönelebilmektedir. Bu nedenle uluslararası rezerv seviyesinin, M2 tanımlı para arzının belli bir oranındaki yabancı para dönüşümünü karşılayabilecek düzeyde olması beklenmektedir. Genel kabul gören rasyo bu alanda ülke rezervlerinin M2'nin yüzde 10-20 arasında bulunmasıdır.

Aşağıda ülke rezervlerinin, M2'ye oranlarını gösteren tablo, 2007 yılı sonu itibariyle birçok gelişmekte olan ülke için oranın, yüzde 20'nin üzerinde olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.6
Uluslararası Rezervler / M2

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Çin	-	-	9%	10%	11%	12%	11%	24%	29%
Kore	21%	12%	15%	9%	15%	16%	26%	38%	32%
Malezya	42%	25%	29%	16%	38%	24%	25%	42%	35%
Tayland	40%	35%	22%	12%	22%	26%	23%	27%	40%
Filipinler	15%	50%	51%	12%	13%	20%	32%	36%	
Hindistan	8%	8%	19%	10%	4%	14%	16%	26%	26%
Endonezya	18%	12%	55%	28%	19%	15%	33%	28%	26%
Kazakistan	-	-	-	-	-	88%	75%	45%	38%
Rusya	-	-	-	-	-	30%	50%	71%	63%
Polonya	-	-	2%	3%	23%	34%	39%	32%	22%
Macaristan	-	-	-	29%	8%	56%	53%	34%	39%
Çek Cum.	-	-	-	-	-	36%	35%	34%	23%
Bulgaristan	-	-	-	-	-	19%	76%	53%	51%
Romanya	-	16%	21%	8%	6%	24%	28%	67%	58%
Latvia	-	-	-	-	-	58%	42%	33%	41%
Brezilya	12%	12%	13%	16%	7%	21%	11%	11%	19%
Arjantin	9%	7%	18%	31%	38%	31%	28%	49%	54%
Peru	23%	16%	63%	62%	27%	78%	51%	62%	71%
Şili	29%	22%	53%	44%	55%	57%	37%	27%	22%
Meksika	7%	7%	7%	11%	17%	19%	22%	35%	32%
Venezuela	40%	105%	62%	58%	87%	55%	68%	91%	47%
Nijerya	16%	86%	40%	7%	58%	12%	99%	144%	71%
Fas	12%	12%	11%	6%	17%	18%	18%	31%	25%
Mısır	7%	9%	17%	4%	7%	36%	18%	24%	24%
Güney Afrika	10%	13%	18%	6%	4%	6%	11%	14%	18%
Türkiye	11%	14%	27%	14%	21%	26%	26%	27%	27%

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators

3.1.4. Wijnholds ve Kapteyn Yöntemi

Wijnholds ve Kapteyn¹⁴⁰, geliştirdikleri yöntemde çeşitli kırılma göstergelerini bir araya toplayarak, rezerv yeterliliği için politika uygulayıcıları açısından referans olabilecek bir tutar belirlemektedirler. Rezervler, öncelikle kısa vadeli borçları karşılayabilecek düzeyde olmalıdır. Yerleşiklerin, yabancı para cinsinden yatırımlara yönelmek amacıyla yerli para cinsinden likiditeye ihtiyaçları vardır. Bu nedenle para arzının bir bölümünün, yerli yatırımcılar tarafından sermaye çıkışında kullanılabilir olması dikkate alınmalıdır. Risk algılamalarının yükseldiği dönemlerde yerli yatırımcıların yabancı para varlıklara yönelmesi, sabit ya da yönetilen kur rejimlerinde, dalgalı kur rejimlerine göre daha yüksek tutarlarda gerçekleşecektir. Geçmiş 10 yıldaki deneyimlere göre rezervlerin M2 tanımlı para arzına oranının, sabit ve yönetilen kur rejimlerinde yüzde 10-20, dalgalı kur rejimlerinde yüzde 5-10 olması gerekmektedir. Yöntemde üçüncü unsur olarak ülke riski dikkate alınmaktadır. Güçlü ekonomik, finansal ve politik temellere sahip olan ülkelerde yerli para cinsinden yatırımlardan yabancı paraya ani bir kayış riski daha azdır. Bu nedenle de ülke riski göstergesi, yukarıda bahsedildiği şekilde uygulanan kur rejimine göre belirlenen para arzı ile çarpılır ve kısa vadeli borçlarla toplamı, yeterli rezerv seviyesini oluşturur. Wijnholds ve Kapteyn, yöntemlerinde ülke riski olarak “The Economist” dergisi tarafından yayınlanan, ülkelerin 77 farklı göstergelerinden türetilen ülke risk endeksini kullanmışlardır.

Aşağıdaki tabloda, 28 gelişmekte olan ülke için, yukarıda yapılan açıklamalar çerçevesinde olması gereken ve gerçek rezerv seviyeleri, 2001 ve 2006 yılları için sunulmaktadır. Yapılan hesaplamalara göre 2001 yılında inceleme konusu yapılan gelişmekte olan ülkelere Brezilya, Meksika, Güney Afrika, Türkiye, Arjantin, Peru ve Bulgaristan’ın, 2006 yılı itibarıyla ise yalnızca Romanya’nın rezervleri yeterli düzeyin altındadır.

¹⁴⁰ J. Onno de Beaufort Wijnholds and Arend Kapteyn. “Reserve Adequacy in Emerging Market Economies”. IMF Working Paper WP/01/143, International Monetary Fund, September 2001.

TABLO 3.7.
WIJNHOLDS-KAPTEYN YÖNTEMİNE GÖRE YETERLİ REZERV SEVİYELERİ
(milyon ABD doları)

	Kısa Vadeli Borç		M2		EIU Ülke Riski		Yeterli Rezerv		Gerçek Rezerv	
	2001	2006	2001 5% - 10%	2006 5% - 10%	2001	2006	2001	2006	2001	2006
Dalgalı Kur Rej.			10% - 20%	10% - 20%						
Brezilya	47,807	52,969	13,116 - 26,233	31,440 - 62,881	57	45	55,283 - 62,760	67,117 - 81,265	35,563	85,156
Şili	8,779	15,346	1,814 - 3,628	3,838 - 7,676	24	23	9,214 - 9,650	16,229 - 17,111	14,379	19,392
Endonezya	19,474	22,350	3,958 - 7,915	7,268 - 14,537	63	53	21,967 - 24,461	26,202 - 30,055	27,246	41,103
İsrail	4,960	8,042	5,711 - 11,422	6,969 - 13,938	43	29	7,416 - 9,871	10,063 - 12,084	23,379	29,153
Kore	47,550	107,927	18,088 - 36,175	30,958 - 61,915	29	29	52,795 - 58,041	116,905 - 125,882	102,753	238,882
Meksika	45,347	36,808	8,756 - 17,512	11,908 - 23,816	49	34	49,637 - 53,928	40,857 - 44,906	44,741	76,271
Filipinler	12,565	11,396	1,802 - 3,605	2,908 - 5,816	48	48	13,430 - 14,295	12,792 - 14,188	13,476	20,025
Polonya	13,940	17,457	4,085 - 8,170	7,703 - 15,407	39	34	15,533 - 17,126	20,076 - 22,695	25,648	46,371
Güney Afrika	11,113	16,870	2,677 - 5,354	7,555 - 15,109	48	38	12,398 - 13,683	19,741 - 22,612	6,045	23,057
Türkiye	25,453	52,207	4,169 - 8,337	10,809 - 21,618	63	53	28,079 - 30,706	57,935 - 63,664	18,879	60,892
Diğer Kur Rej.			10% - 20%	10% - 20%						
Arjantin	36,048	17,910	7,295 - 14,589	6,345 - 12,690	65	51	40,790 - 45,531	21,146 - 24,382	14,553	30,904
Çin	28,145	80,502	177,100 - 354,200	428,526 - 857,051	42	43	102,527 - 176,909	264,768 - 449,034	215,605	1,068,493
Hong Kong	71,892	96,337	38,370 - 76,739	53,167 - 106,334	24	21	81,101 - 90,309	107,502 - 118,667	111,155	133,168
Kolombiya	6,689	6,631	1,629 - 3,257	3,659 - 7,319	54	42	7,568 - 8,448	8,168 - 9,705	10,154	15,296
Çek Cum.	6,300	13,113	4,190 - 8,380	10,068 - 20,136	34	37	7,725 - 9,149	16,838 - 20,563	14,341	31,182
Macaristan	7,636	18,467	2,420 - 4,840	5,963 - 11,926	32	55	8,410 - 9,185	21,747 - 25,026	10,727	21,527
Hindistan	8,933	45,366	26,493 - 52,987	61,291 - 122,582	42	39	20,060 - 31,187	69,269 - 93,173	45,870	170,738
Malezya	11,023	24,878	12,418 - 24,836	19,185 - 38,369	41	35	16,114 - 21,206	31,593 - 38,307	29,522	82,132
Peru	8,825	9,124	1,684 - 3,368	2,473 - 4,946	50	34	9,667 - 10,509	9,965 - 10,806	8,672	16,733
Romanya	2,507	41,736	835 - 1,671	3,653 - 7,306	52	42	2,941 - 3,376	43,270 - 44,804	3,923	28,066
Rusya	16,096	63,317	6,571 - 13,143	36,318 - 72,635	54	41	19,644 - 23,193	78,207 - 93,098	32,542	295,568
Tayland	14,278	17,334	13,104 - 26,208	21,447 - 42,894	42	45	19,782 - 25,285	26,985 - 36,636	32,355	65,291
Ukrayna	1,169	9,678	805 - 1,609	5,019 - 10,037	61	50	1,660 - 2,151	12,188 - 14,697	2,955	21,845
Venezuela	6,575	5,606	1,732 - 3,465	4,491 - 8,982	53	56	7,493 - 8,411	8,121 - 10,636	9,239	29,417
Kazakistan	1,694	11,333	302 - 605	2,707 - 5,414	61	47	1,878 - 2,063	12,605 - 13,877	1,997	17,751
Bulgaristan	5,831	7,051	513 - 1,026	1,972 - 3,943	41	38	6,041 - 6,252	7,800 - 8,549	3,291	10,943
Fas	2,648	2,107	2,888 - 5,776	6,179 - 12,358	43	41	3,890 - 5,132	4,640 - 7,174	8,474	20,341
Mısır	4,524	8,473	7,070 - 14,139	9,865 - 19,730	51	47	8,130 - 11,735	13,110 - 17,746	12,926	24,462

3.2. Uluslararası Rezervlerin Maliyeti

Rezerv talebini etkileyen faktörler ve bu birikimin sağladığı faydalar yukarıdaki bölümlerde tartışılmıştır. İçinde bulunduğumuz finansal küreselleşme çağında dalgalanmaların arttığı dönemlerde uluslararası sermaye piyasalarından dışlanma ihtimali olan ülkelerin, bu tür dönemlerde temel yabancı para gereksinimlerini karşılayacak bir likiditeye sahip olmalarının çok önemli faydaları vardır. Ancak yine yukarıda tartışıldığı gibi 2002 yılından itibaren, genel kabul görmüş yeterlilik rasyolarının, geliştirilen karma yaklaşımların ötesinde artan rezerv birikimi, rezervlerin maliyetine ilişkin çeşitli tartışmaları da gündeme getirmiştir.

Rezerv birikiminin maliyetinin hesaplanması konusunda değişik yaklaşımların sergilendiği çeşitli çalışmalar üretilmiştir. Bu yaklaşımlardan bir bölümü, gerçekleşen maliyeti tüm ekonomi düzeyinde ele alırken, bir bölümü de yalnızca kamu sektörü açısından hesaplamaya çalışmaktadır. Bu çalışmalar, maliyetleri GSYH'ya oranlayarak kesin rakamlar telaffuz edebilmekteyken, bu şekilde sayısallaştırılmayan ancak teorik olarak ifade edilebilen çeşitli maliyetler de mevcuttur.

Rezervlerin alternatif maliyeti konusundaki farklı yaklaşımlara, rezerv talebi üzerinde etkili olan faktörlere ilişkin teorik ve ampirik çalışmalarda rastlanmaktadır. Sonrasında gelen birçok akademik çalışmanın öncülüğünü yapan Heller¹⁴¹, uluslar arası rezerv talebini incelerken, sahip olunması gereken optimum rezerv miktarının belirlenmesinde makroekonomik uyum maliyetlerinin yanı sıra, alternatif maliyetin de dikkate alınması gereken bir değişken olduğunu belirtmiştir. Rezerv bulundurmanın alternatif maliyetinin arttığı oranda rezerv talebi de düşecektir. Parasal otorite nezdinde bulundurulmuş rezervler, ülkenin toplam sermaye kaynaklarıdır. Bu rezervler daha farklı ve verimli alanlarda kullanılabilir. Ülkede gerçekleştirilen sermaye yatırımlarından elde edilen getiri ile rezervlerin değerlendirilmesinden elde edilen getiri arasındaki fark, rezerv bulundurmanın alternatif maliyetidir. Dolayısıyla parasal otoritenin bulundurmak isteyeceği optimum rezerv seviyesi makroekonomik uyumun

¹⁴¹ H.R.Heller, "Optimal International Reserves", The Economic Journal, Vol. 76, No. 302 (Jun 1966), s. 299.

toplam maliyetiyle, rezerv bulundurmanın toplam maliyetinin en az olduğu noktadır. Heller, alternatif maliyet hesaplamasını ise şu şekilde formüle etmiştir¹⁴²;

$$TC_f = r * R$$

Formülde TC_f rezervlerin alternatif maliyetini, r , ülke içindeki sermaye yatırımlarından elde edilen getiri ile rezervlerin değerlendirilmesinden elde edilen getiri arasındaki farkı, R ise toplam rezervleri göstermektedir.

Frenkel ve Jovanovic¹⁴³, 1981 yılında yaptıkları ampirik çalışmada rezervlerin alternatif maliyetini devlet tahvili faizleri ya da merkez bankalarının iskonto penceresi faiz oranları olarak almışlardır. Daha sonra Edwards¹⁴⁴ ise teorik modellerde rezerv talebini belirleyen en önemli faktörlerden biri olan alternatif maliyetin, ampirik çalışmalarda istatistiki olarak anlamlı bulunmadığını, hatta yapılan birçok regresyon çalışmasında bu değişkenin denklemden çıkarıldığını, bunun sebebinin ampirik çalışmalarda uluslar arası rezervlerin genellikle kısa vadeli faiz enstrümanlarında değerlendirildiğinin dikkate alınmamasından kaynaklandığını belirtmektedir. Edwards'a göre alternatif maliyetin gerçek ölçümü sermayenin marjinal getirisi değil, sermayenin marjinal getirisiyle uluslar arası rezervlerin yatırım gelirleri arasındaki net maliyettir. Ancak özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermayenin marjinal verimliliğine ya da rezerv birikimi nedeniyle mahrum kalınan gelirlere ilişkin bir veri bulmak zordur. Edwards bu nedenlerle ülkelerin, uluslar arası piyasalardan borçlanma maliyetlerinin, sermayenin marjinal verimliliği yerine kullanılabilineceğini, çünkü teorik olarak borçlanma maliyetinin bu orandan düşük (ya da eşit) olması gerektiğini belirtmiştir. Uluslararası rezerv getirisi olarak ise LIBOR faiz oranlarını kullanarak 1976-1980 arası dönem için yaptığı ampirik çalışmada rezervlerin alternatif maliyetiyle, rezerv talebi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

Daha sonra yapılan çalışmalarda rezervlerin alternatif maliyetini hesaplamak amacıyla, veri sağlanmasındaki kolaylıklara da bağlı olarak çeşitli oranlar kullanılmıştır.

¹⁴² Heller, a.g.m. s.300.

¹⁴³ J.A. Frenkel, B.Jovanovic "Optimal International Reserves: A Stochastic Framework", **The Economic Journal**, Vol. 91, No. 362, June 1981, s.511.

¹⁴⁴ Sebastian Edwards, "On the Interest-Rate Elasticity of the Demand for International Reserves: Some Evidence from Developing Countries", **Journal of International Money and Finance**, 4, 1985, s. 288.

Yine rezerv talebini etkileyen faktörleri araştıran bir çalışmasında Landell-Mills¹⁴⁵, Edwards'ın kullandığına benzer şekilde uluslararası rezervlerin marjinal getirisiyle, ödenmeyip, rezerv olarak tutulması tercihi yapılan marjinal borcun faizi arasındaki farkı rezerv maliyeti olarak regresyon denklemlerinde kullanmıştır. Ben-Bassat ve Gottlieb¹⁴⁶, İsrail rezervleri üzerine yaptıkları çalışmada alternatif maliyeti, sermayenin reel getirisi ile ABD doları ve Alman markı cinsinden rezervlerin reel getirisi arasındaki fark olarak hesaplamışlardır. Sermayenin reel getirisi olarak ise ekonomik faaliyetin normal seviyelerde olduğu dönemler için şirketler kesiminin sermaye stoku üzerinden elde edilen reel kar oranlarını, ekonomik durgunluk dönemleri için ise kamu altyapı yatırımları için belirlenen reel getiri oranlarını kullanmışlardır.

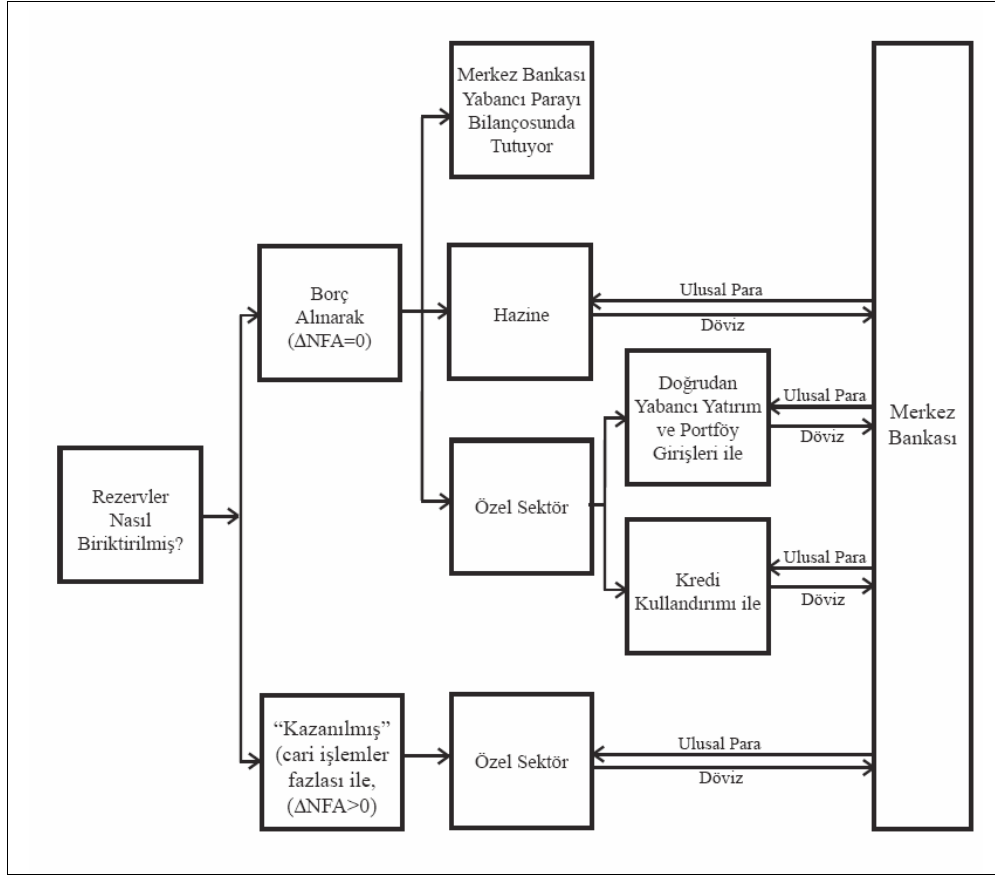
Makroekonomik perspektiften bakıldığında rezerv birikimi sonucunda ortaya çıkan maliyet, rezervlerin kimin tarafından elde edildiği ve kimin tarafından tutulduğundan bağımsız olarak tüm ekonomi için hesaplanmaktadır¹⁴⁷. Son dönemlerde yapılan en kapsamlı çalışmalardan birini gerçekleştiren Wijnholds ve Sonergaard'a göre ülkeler sahip oldukları rezervleri borçlanarak (sermaye ve finans hesapları) ya da kazanarak (cari işlemler) biriktirebilirler. Aşağıdaki figürde 2 yöntemle rezervlerin birikim mekanizması gösterilmektedir.

¹⁴⁵ J. M. Landell-Mills, "The Demand for International Reserves and Their Opportunity Cost" Palgrave Macmillan Journals on behalf of the International Monetary Fund, Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 36, No:3, September 1989, s. 711.

¹⁴⁶ Avraham Ben-Bassat and Daniel Gottlieb, "On the Effect of Opportunity Cost on International Reserve Holdings", **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 74, No.2, May, 1992, s.330.

¹⁴⁷ J. Onno de Beaufort Wijnholds and Lars Sondergaard. "Reserve Accumulation, Objective or By-Product", ECB Occasional Paper Series, No:73, European Central Bank, September 2007, s. 22.

Şekil 3.1
Rezerv Birikim Mekanizması



Kaynak: Wijnholds, J. Onno de Beaufort and Lars Sondergaard. “Reserve Accumulation, Objective or By-Product”, ECB Occasional Paper Series, No:73, European Central Bank, September 2007, s. 23

Rezervlerin nasıl elde edildiğine bağlı olarak rezerv tutma maliyeti de, iki şekilde hesaplanabilmektedir. Rezervlerin borçlanılarak biriktirildiği durumda makro perspektif açıdan maliyet, borçlanma maliyeti ile rezervlerin getirisi arasında farktan oluşmaktadır. Son dönem çalışmalarında da hesaplamalara dahil edilen getiri oranı için farklı yaklaşımların sergilendiği görülmektedir. Örneğin Jeanne ve Ranciere, maliyet hesaplaması için ABD dolarının riskten bağımsız faiz oranını ve 1987-2005 arası dönemde 10 yıllık ABD devlet tahvili faizleriyle, federal fonlar oranı arasındaki dönem

primini dikkate almaktadırlar¹⁴⁸. Rezervlerin kazanıldığı durumda ise maliyet, alternatif maliyet göstergeleri kullanılarak hesaplanabilmektedir.

Wijnholds ve Sondergaard¹⁴⁹, yaptıkları çalışmada rezervlerin maliyetini 2 yöntemle de hesaplamışlardır. İlk yöntemde ülkelerin rezervlerinin tümünü borçlanarak biriktirdikleri varsayımıyla hareket etmişlerdir. Maliyet, ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanma maliyetleri ve rezervlerden elde ettikleri getiri arasındaki farkla toplam rezervlerin çarpımından ortaya çıkmaktadır. Borçlanma maliyeti, ABD 10 yıllık Hazine tahvil faizlerine, ülke spreadleri eklenerek, rezerv getirisi ise ABD 6 aylık Hazine tahvil faizlerine 50 baz puan eklenerek hesaplanmıştır. Aşağıdaki Tablo 3.8’de bu yöntemle elde ettikleri sonuçlar gösterilmektedir.

¹⁴⁸ Olivier Jeanne and Romain Ranciere, “The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications” IMF Working Paper, WP/06/229, 2006, s.13.

¹⁴⁹ Wijnholds ve Sondergaard, a.g.m. ss. 25-26.

Tablo 3.8
Seçilmiş Ülkeler için Rezerv Tutmanın Yıllık Maliyetleri

	Borçlanma Maliyeti*	Yatırım Gelirleri**	Fark (%)	Elde Tutma Maliyeti****	
				(Milyar ABD doları)***	GSYH içindeki % pay
Venezuela	8,65	5,45	3,2	0,87	0,48
Arjantin	8,35	5,45	2,9	0,9	0,42
Ukrayna	6,67	5,45	1,22	0,27	0,25
Türkiye	7	5,45	1,55	0,91	0,23
Malezya	5,85	5,45	0,4	0,33	0,22
Rusya	6,17	5,45	0,72	2,13	0,22
Filipinler	6,66	5,45	1,21	0,24	0,21
Peru	6,28	5,45	0,83	0,14	0,15
Endonezya	6,76	5,45	1,31	0,54	0,15
Brezilya	6,71	5,45	1,26	1,08	0,1
Kolombiya	6,3	5,45	0,85	0,13	0,1
Çin	5,66	5,45	0,21	2,24	0,09
Şili	6	5,45	0,55	0,11	0,07
Macaristan	5,82	5,45	0,37	0,08	0,07
Meksika	6,21	5,45	0,76	0,58	0,07
Güney Afrika	5,97	5,45	0,52	0,12	0,05
Polonya	5,64	5,45	0,19	0,09	0,03

Kaynak: Wijnholds ve Sondergaard, a.g.m. s. 25

(*) Maliyetler ABD Hazine bonusu getirileri (10 yıllık sabit vadeli Hazine Bonusu faiz oranı) ile ülke spreadlerinin (JP Morgan Emerging Markets Bond Index Plus) toplamından oluşmaktadır.

(**) 6 aylık ABD Hazine Bonusu getirisine 50 baz puan eklenerek hesaplanmıştır (Rezervlerin bir kısmının devlet tahvili dışındaki menkul kıymetlere ve/veya daha uzun vadelere yatırıldığı varsayılmıştır.).

(***) Yüzde cinsinden maliyet ile toplam rezervlerin çarpımından oluşmaktadır.

(****) Elde tutma maliyeti 2006 yıl sonu rezerv verileri ve GSYH rakamları kullanılarak ölçeklendirilmiştir.

Wijnholds ve Sondergaard, ikinci yöntemlerinde ise rezervlerin alternatif maliyeti üzerinde yoğunlaşmışlardır. Bu yöntem daha çok rezervlerini cari denge fazlalıkları yoluyla elde eden ülkeler için geçerlidir. Bu yöntemde maliyet biriktirilen rezervlerin başka bir amaçla değerlendirilmemesinden, yani yatırım ve tüketim biçiminde kullanılmamasından doğmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen milli gelirin gelişmiş ülkelere göre daha az olması nedeniyle ortaya çıkan alternatif maliyet daha yüksek olmaktadır. Alternatif maliyetin hesaplanmasında bazı çalışmalarda ülke hazine tahvillerinin faiz oranları kullanılmıştır. Ancak Wijnholds ve Sondergaard, sermayenin marjinal verimliliğinin bu ülkelerde hazine tahvillerinden daha yüksek olmaları gerektiği varsayımıyla başka bir yaklaşım geliştirmişlerdir. Dünya

Bankası'nın proje değerlendirmelerinde sermayenin marjinal verimliliği olarak esas alınan en az yüzde 10 ve en fazla yüzde 20, alternatif maliyet bandı olarak kullanılmıştır. Caselli ve Feyrer, sermayenin marjinal verimliliğine ilişkin çalışmalarında bu oranın ülkeler arasında büyük benzerlik sergilediği sonucuna varmaktadırlar¹⁵⁰. Dolayısıyla seçilen yöntem, doğru sonuçlar üretecektir. Wijnholds ve Sondergaard, bu şekilde her 2 orandan, ilk yöntemde bahsettikleri şekilde rezerv yatırım getirilerini çıkarmışlar, buldukları oranlarla en az ve en fazla olmak üzere 2 adet maliyet rakamına ulaşmışlardır. Bu yöntemle göre yaptıkları hesaplamalar tablo 3.9'da gösterilmektedir.

¹⁵⁰ Francesco Caselli and James Feyrer, "The Marginal Product of Capital", **International Monetary Fund, 7th Jacques Polak Annual Research Conference**, November, 2006, s. 28.

Tablo 3.9
Seçilmiş Ülkeler için Rezerv Tutmanın Net Alternatif Maliyetleri

	%*		Milyar USD**		GSYH içindeki % Pay ***	
	Alt	Üst	Alt	Üst	Alt	Üst
Hong Kong	4,55	14,55	6,1	19,4	3,2	10,2
Malezya	4,55	14,55	3,7	12	2,48	7,9
Çin	4,55	14,55	48,6	155,5	1,85	5,9
Tayland	4,55	14,55	3	9,5	1,44	4,6
Rusya	4,55	14,55	13,4	43	1,37	4,4
Güney Kore	4,55	14,55	10,3	32,8	1,16	3,7
Romanya	4,55	14,55	1,3	4,1	1,05	3,3
Çek Cumhuriyeti	4,55	14,55	1,4	4,5	1	3,2
İsrail	4,55	14,55	1,3	4,2	0,95	3
Ukrayna	4,55	14,55	1	3,2	0,94	3
Hindistan	4,55	14,55	7,8	24,8	0,88	2,8
Macaristan	4,55	14,55	1	3,1	0,86	2,7
Peru	4,55	14,55	0,8	2,4	0,82	2,6
Filipinler	4,55	14,55	0,9	2,9	0,78	2,5
Venezuela	4,55	14,55	1,2	4	0,68	2,2
Türkiye	4,55	14,55	2,7	8,5	0,68	2,2
Arjantin	4,55	14,55	1,4	4,5	0,66	2,1
Polonya	4,55	14,55	2,1	6,7	0,62	2
Şili	4,55	14,55	0,9	2,8	0,61	1,9
Kolombiya	4,55	14,55	0,7	2,2	0,52	1,6
Endonezya	4,55	14,55	1,9	6	0,51	1,6
Meksika	4,55	14,55	3,5	11,1	0,41	1,3
Güney Afrika	4,55	14,55	1	3,4	0,41	1,3
Brezilya	4,55	14,55	3,9	12,4	0,36	1,2

Kaynak: Wijnholds ve Sondergaard, a.g.m. s. 26

* Rezerv tutmanın brüt alternatif maliyeti, yükselen piyasalarda marjinal sermaye üretiminin alt ve üst sınırlarına ilişkin tahminlere (%10-20) dayanmaktadır. Net maliyetler tahmin edilmiş yatırım gelirleri çıkarılarak elde edilmiştir.

** Yüzde cinsinden maliyet ile toplam rezervlerin çarpımından oluşmaktadır.

*** 2006 yıl sonu rezerv verileri ve GSYH rakamları kullanılarak ölçeklendirilmiştir.

Ülkeler bazında esas alınması gereken maliyet, rezerv birikiminin ağırlıklı olarak hangi kanallardan ortaya çıktığına bağlı olarak farklılık gösterdiğinden öncelikle birikimin kaynağı araştırılacaktır.

Rezerv birikiminin özellikle 2000 yılı sonrasında hızlandığı dikkate alınarak, bazı gelişmekte olan ülkelerin 2001-2007 yılları arasındaki ödemeler dengesi hesapları, çeşitli alt kalemleri itibariyle incelenmiştir. Rakamlara ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3.10
2001-2007 Yılları Arasındaki Rezerv Birikiminin Kaynakları
(milyar ABD doları)

	Cari Denge		Doğrudan Yatırım		Diğer Ser.ve Finans Hes.		Net Hata Noksan		Rezerv Değişimi
Çin	953	67%	431	30%	-57		34.45	3%	1.362.004
Rusya	415	92%	16	4%	19	4%	-47.13		440.115
Kore	80	53%	-11		64	42%	7.67	5%	166.020
Brezilya	14	10%	88	61%	43	29%	-6.11		146.999
Singapur	172	69%	58	23%	-165		19.07	8%	82.787
Malezya	117	97%	4	3%	-41		-19.10		72.689
Tayland	27	34%	42	53%	-32		10.14	13%	53.205
Meksika	-60		123	100%	-1	0%	-18.54		51.600
Türkiye	-111		55	36%	90	60%	5.94	4%	50.895
Hong Kong	125	71%	14	8%	-189		36.26	21%	45.095
Polonya	-54		58	55%	47	45%	-18.64		36.405
Romanya	-54		38	44%	49	56%	-2.89		34.724
Ukrayna	9	26%	27	74%	-12		-2.48		30.433
Endonezya	47	93%	4	7%	-18		-7.85		26.475
Güney Afrika	-55		14	18%	41	53%	22.99	30%	23.506
Çek Cum.	-29		44	96%	2	4%	-2.72		21.530
Arjantin	36	64%	21	36%	-35		-3.32		19.535
Peru	2	10%	18	85%	-2		1.08	5%	18.482
Filipinler	14	70%	6	30%	-1		-4.55		17.120
Kazakistan	-13		29	79%	7	21%	-10.44		14.183
Bulgaristan	-21		26	72%	10	28%	-10.42		13.323
Macaristan	-45		21	33%	43	67%	-12.52		12.780
Pakistan	-10		14	64%	5	24%	2.74	12%	12.531
Kolombiya	-15		27	96%	-2		1.23	4%	11.851
Venezuela	109	98%	2	2%	-87		-18.15		11.108

Kaynak: WEO, IMF BOP Statistics, TCMB

Yukarıdaki tabloda ülke sıralaması, 2001-2007 yılları arasında rezerv birikiminin yüksekliği esas alınarak düzenlenmiştir. Tabloda ödemeler dengesinin ana alt kalemlerinin 2001-2007 yılları arasındaki birikimli toplamları gösterilmektedir. Bu kalemlerin yanlarında bulunan ve yüzde değer alan sütunda ise ödemeler dengesi hesaplarında bu kalemin toplamda artı bakiye veren tüm hesaplar toplamı içindeki payı gösterilmektedir. Örneğin Çin 2001-2007 yılları arasında 1,362 milyar dolarlık bir rezerv birikimi gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde cari işlemler hesabı 953 milyar dolar, doğrudan yatırımlar hesabı 431 milyar dolar, net hata ve noksan kalemi ise 34 milyar dolar fazla olmak üzere ülke ödemeler dengesi hesabına pozitif katkı sağlayan kalemlerin toplamı 1,418 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu kalemlerin oransal

olarak katkıları ise cari işlemler hesabı için yüzde 67, doğrudan yatırımlar hesabı için yüzde 30, net hata ve noksan kalemi için yüzde 3'tür. Bu oranlar, rezervlerin maliyet hesaplamalarında kullanılmak amacıyla hesaplanmıştır.

Tablodan da görüldüğü gibi ülkelerin rezerv birikimlerini gerçekleştirdikleri kaynaklar farklılıklar içermektedir. Örneğin Çin, Singapur, Tayland gibi ülkeler büyük ölçüde cari denge ve doğrudan yatırımlar hesaplarından kaynaklanan fazlalar sayesinde rezervlerini biriktirmişken, Türkiye, Macaristan, Güney Afrika gibi ülkeler cari açıklarının üzerinde sermaye ve finans hesabı girişlerinden dolayı rezerv biriktirebilmişlerdir.

Aşağıdaki Tablo 3.11'de, tarafımızca belirlenen hesaplama yöntemimizin sonuçları gösterilmektedir. Bu yöntemin ana hatları şunlardır.

Ülkelerin uluslararası rezervlerinin maliyeti, ülke rezervlerinin tamamının borçlanıldığı ya da tamamının kazanıldığı şeklinde toplu bir yaklaşımla değil, cari denge fazlası kaynaklı birikimlerinin ve sermaye ve finans hesabı fazlası kaynaklı birikimlerinin katkıları ayrıştırılarak hesaplanmıştır. Rezerv birikiminin hızlandığı son 6 yılın verilerinden yola çıkılarak yukarıdaki tabloda sonuçları verilen katkı oranlarıyla ülkelerin 2007 yıl sonu rezervleri çarpılmış, bulunan tutarda rezervin kaynağının ilgili kalemden kaynaklandığı varsayılmıştır. Örneğin Çin'in 2007 yılı sonundaki toplam 1,530 milyar dolar rezervinin yüzde 67'sinin cari denge fazlasından kaynaklandığı varsayılmış, dolayısıyla 1,025 milyar dolarlık bölümünün maliyeti buna göre hesaplanmıştır. Türkiye'nin ise bu dönemde cari dengesi negatif olduğu için rezerv maliyeti, sermaye ve finans hesapları odaklı hesaplanmıştır.

Sermaye ve finans hesaplarından sağlanan fazlalardan kaynaklanan maliyet hesaplanırken, ödemeler dengesinde bu kalem altında yer alan doğrudan yatırımlar ve net hata ve noksan kalemi bakiyeleri dikkate alınmamıştır. Doğrudan yatırım, yatırımcının yerleşik olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımı gösterir¹⁵¹. Bu kaynak, ülkenin tasarruf açığından kaynaklanan cari denge açığının finansmanında en sağlıklı kaynak olarak değerlendirilmektedir. Çünkü

¹⁵¹ Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması, TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf>, s. 7.

doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları gibi risk algılamalarında bir değişiklik yaşandığında ülkeden hemen çıkarılamazlar. Yatırımcılar uzun vadeli bir perspektifle ve belli düzeylerde know-how ile gelerek, ülkenin büyüme ve istihdamına katkıda bulunurlar. Net hata ve noksan (NHN) kalemi ise ödemeler dengesini oluşturan kalemlerin farklı kaynaklardan gelen bilgilerle toplulaştırılmasından ve dolayısıyla tüm giriş ve çıkışa ilişkin kayıtların birbirine tam olarak eşitlenememesinden doğmaktadır. Sonuç olarak denge, alacak veya borç kayıtlarının birbirine eşit olmaması sonucunda ortaya çıkan farkın NHN kalemine yansıtılması ile gerçekleşmektedir. Diğer bir ifadeyle, NHN kalemi ayrıca hesaplanan bir kalem olmayıp, (+) ve (-) kayıtların arasındaki farktan oluşan bir kalıntıdır. Bu açılarından bakıldığında doğrudan yatırımlar ve NHN kalemlerinden kaynaklanan rezerv birikimlerinin ülke ekonomisi açısından bir maliyet unsuru içermedikleri düşünülmektedir.

Cari denge fazlası yoluyla biriktirilen rezervlerin alternatif maliyeti hesaplanırken, ülke bankalarının o yıllara ait borç verme faizleri esas alınmıştır¹⁵². Bu faiz oranlarının, yalnızca finansman maliyetlerini yansıtmaları nedeniyle her ne kadar altında kalsalar da o ülkedeki sermayenin marjinal verimliliğine yakın bir değer olduğu düşünülmektedir. Daha sonra bu oranları dolar cinsinden bir sermaye maliyetine dönüştürmek amacıyla o yıl gerçekleşen kur değişimi de bu orana eklenmiş ve tabloda görülen “alternatif maliyet” sütunu oluşturulmuştur.

Sermaye ve finans hesapları fazlası yoluyla biriktirilen tutarların maliyeti, Wijnholds ve Sondergaard’ın yöntemiyle hesaplanmıştır. Bu amaçla borçlanma maliyetlerinin belirlenmesinde, JP Morgan tarafından yayınlanan EMBI+ (Emerging Markets Bonds Index Plus) endeksleri kullanılmıştır*. Ülke borçlanma maliyeti, ABD 10 yıllık Hazine tahvil faizlerine ülke EMBI+ spreadleri eklenerek elde edilmiştir. Rezervlerin büyük ölçüde kısa vadeli yatırım araçlarında değerlendirilmesi nedeniyle getiri oranını hesaplamak amacıyla ise ABD 6 aylık Hazine bonusu faiz oranları esas alınmış, rezervlerin bir bölümünün daha uzun vadeli veya Hazine bonosunun dışında

¹⁵² International Monetary Fund, “International Financial Statistics”, Vol. LXII, No.2, February 2009.

* EMBI+ endeksleri ülkelerin uluslararası piyasalarda işlem gören çeşitli vadelerdeki yabancı para cinsinden bonolarının faiz oranlarının, ABD Hazine tahvilleri faizleri ile aralarındaki farklardan türetilmektedir. Bu spreadler ülke risk primini gösteren en temel göstergelerden biridir.

daha yüksek getirili varlıklarda değerlendirilmesi nedeniyle söz konusu oranlara 50 baz puan daha eklenmiştir.

Tablo 3.11’de görüldüğü gibi 2007 yılında, rezervlerin ulaştığı seviye nedeniyle makro açıdan en yüksek maliyet 71,1 milyar ABD doları olarak Çin için hesaplanmıştır. Çin’in ardından gelen Rusya ve Brezilya için ise bu maliyet sırasıyla 46,7 ve 10 milyar dolardır. Maliyetin mutlak değer olarak en yüksek olduğu 3 ülke, aynı zamanda rezervlerin de en yüksek olduğu 3 ülkedir. Ancak bu sıralama, her ülke için rezerv maliyetindeki farklılaşmalar nedeniyle incelenen diğer ülkeler için değişmektedir.

Makro açıdan rezerv maliyetini ülkeler arasında daha doğru bir biçimde karşılaştırmak amacıyla tablonun son sütununda maliyet tutarları, ülkelerin milli gelirlerine oranı şeklinde sunulmaktadır. Bu açıdan en yüksek maliyet milli gelirin yüzde 4,10’una ulaşan bir oranla Malezya ekonomisi için ortaya çıkmaktadır. Daha sonra gelen Singapur ve Rusya için bu oran sırasıyla yüzde 3,74 ve 3,61 olarak gerçekleşmiştir.

Yapılan hesaplamalar sonucunda Türkiye için milli gelirin yüzde 0,14’ü oranında, 0,9 milyar dolar tutarında makro maliyet ortaya çıkmaktadır.

TABLO 3.11
MAKRO AÇIDAN REZERV MALİYETİ (milyar USD)

	Rezerv	Cari Denge Kaynaklı	Banka Kredi Faizi	Kur Ort. 2006	Kur Ort. 2007	Kur Değişimi	Alternatif Maliyet	Ser.Hes. Kaynaklı	UST10Y	EMBI+ EMBIG	Borçlanma Maliyeti	Rezerv Getirisi	Rez. Bul. Maliyeti	GSYİH %
Çin	1,530	1,025	7.47%			-4.59%	12.06%	0	5.13%			5.12%	71.1	2.17%
Rusya	466	429	10.03%			-5.92%	15.95%	19	5.13%	1.15%	6.28%	5.12%	46.7	3.61%
Brezilya	179	18	43.72%			-11.71%	55.43%	52	5.13%	1.81%	6.94%	5.12%	10.0	0.76%
Singapur	163	112	5.33%			-5.15%	10.48%	0	5.13%			5.12%	6.0	3.74%
Malezya	101	98	6.41%	3.6682	3.4376	-6.29%	12.70%	0	5.13%			5.12%	7.4	4.10%
Tayland	85	29	7.05%	37.88	34.52	-8.88%	15.93%	0	5.13%			5.12%	3.1	1.27%
Meksika	87	0						0	5.13%			5.12%	0.0	0.00%
Türkiye	73	0						44	5.13%	2.14%	7.27%	5.12%	0.9	0.14%
Hong Kong	153	109	6.75%	7.768	7.801	0.42%	6.33%	0	5.13%			5.12%	1.3	0.63%
Polonya	63	0						28	5.13%	0.61%	5.74%	5.12%	0.2	0.04%
Romanya	37	0						21	5.13%	0.49%	5.62%	5.12%	0.1	0.06%
Ukrayna	32	8	13.90%	5.0500	5.0500	0.00%	13.90%	0	5.13%			5.12%	0.7	0.52%
Endonezya	55	51	13.86%	9,159	9,141	-0.20%	14.06%	0	5.13%			5.12%	4.6	1.06%
Güney Afrika	30	0						16	5.13%	0.99%	6.12%	5.12%	0.2	0.06%
Çek Cum.	35	0						1	5.13%	0.28%	5.41%	5.12%	0.0	0.00%
Arjantin	45	29	11.05%	3.0543	3.0957	1.35%	9.70%	0	5.13%			5.12%	1.3	0.50%
Peru	27	3	22.86%	3.2740	3.1280	-4.46%	27.32%	0	5.13%			5.12%	0.6	0.55%
Filipinler	30	21	8.69%	51.314	46.148	-10.07%	18.76%	0	5.13%			5.12%	2.9	2.00%
Kazakistan	16	0						3	5.13%	2.80%	7.93%	5.12%	0.1	0.09%
Bulgaristan	16	0						5	5.13%	0.80%	5.93%	5.12%	0.0	0.09%
Macaristan	24	0						16	5.13%	0.72%	5.85%	5.12%	0.1	0.08%
Pakistan	14	0						3	5.13%	2.82%	7.95%	5.12%	0.1	0.07%
Kolombiya	21	0						0	5.13%			5.12%	0.0	0.00%
Venezuela	24	24	17.11%	2.1470	2.1470	0.00%	17.11%	0	5.13%			5.12%	2.8	1.25%

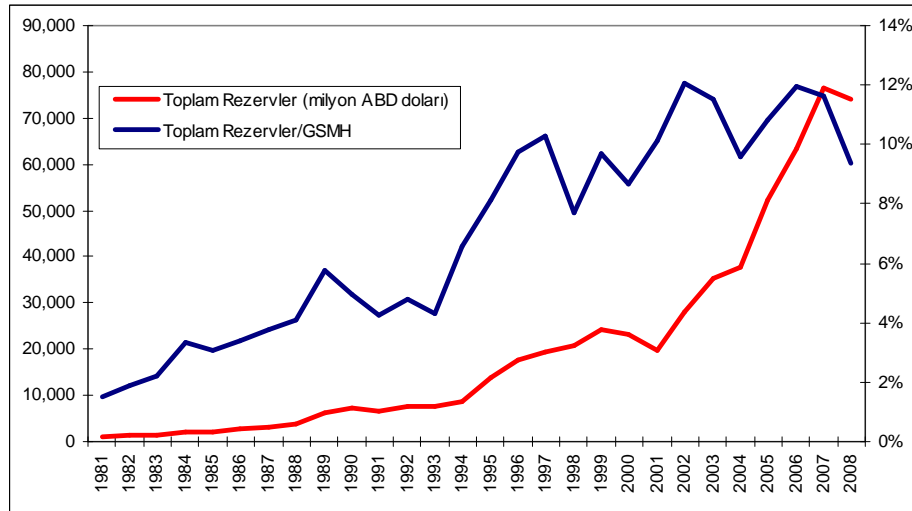
3.3. Türkiye’de Uluslararası Rezerv Birikimi ve Maliyeti

Yukarıdaki bölümde uluslararası rezervlerin maliyeti makroekonomik perspektifle, yani tüm ülke ekonomisi açısından hesaplanmıştır. Aşağıdaki bölümde ise önce Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası rezerv birikimi uygulamaları açıklanacak, daha sonra da banka bilançosu üzerinden rezerv birikiminden kaynaklanan sterilizasyon maliyeti hesaplaması yapılacaktır.

3.3.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezerv Birikimi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) nezdinde bulundurulanan altın hariç uluslararası döviz rezervleri ve GSMH’ya oran olarak düzeyi, 1980 yılı itibariyle aşağıdaki grafikte gösterilmektedir. 1970’li yıllarda süren ekonomik krizler ve döviz sıkıntıları sonucunda 1981 yılında 1 milyar dolar düzeyinde bulunan rezervler, Türkiye ekonomisinin dışa açılması ve artan sermaye hareketleriyle 1990’lı yılların sonunda 20 milyar doların üzerine çıkmıştır. 2001 krizine gidilen süreçte bir miktar azalan rezervler sonraki dönemde artmaya devam ederek 2008 yılı sonunda 74 milyar dolara ulaşmıştır. 1980’li yılların başında GSMH’nın yüzde 2’si düzeyinde olan rezervler, 1990’ların ikinci yarısında yüzde 10 düzeyini aşmıştır. Sonraki dönemlerde dalgalı bir seyir izlese de 2000’li yıllarda genellikle GSMH’nın yüzde 10-12’si düzeyinde kalmıştır.

Şekil 3.2:
T.C. Merkez Bankası Döviz Rezervleri



Kaynak: TCMB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, çeşitli dönemlerde yaptığı duyurularla döviz rezerv yönetimine ilişkin bilgileri kamuoyu ile paylaşmaktadır. Konuyla ilgili olarak en son 2005 yılında¹⁵³ yapılan açıklamalara göre Merkez Bankası; para ve kur politikalarını desteklemek, piyasalara güven vermek, T.C. Hükümeti'nin döviz cinsi üzerinden iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, dışsal şoklara karşı gerekli döviz likiditesini bulundurmak gibi amaçlara yönelik olarak döviz rezervi tutmaktadır. Başka bir deyişle, tutulan rezerv miktarı, uygulanan kur rejimi, döviz üzerinden ülke yükümlülüklerinin miktarı, yaşanabilecek dışsal şokların muhtemel büyüklüğü, ortaya çıkma olasılığı ve sıklığı ile yakından ilişkilidir.

Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin yönetimine ilişkin esaslar, 1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda¹⁵⁴ yer almaktadır. Kanunun "Temel Görev ve Yetkiler" başlıklı 4. maddesinde ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek, bankanın temel görevleri arasında sayılmıştır. Aynı maddeye göre banka, hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır. Bu nedenle Hazine'nin yabancı para borçlarının ödenmesinden de sorumludur. Kanunun 53. maddesinde;

"a) Banka uyguladığı para politikası çerçevesinde, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerini belirlemek amacıyla, döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile şartları önceden belirlenmek suretiyle dövizlerin Türk lirası ile değişimi ve diğer türev işlemleri yapabilir.

b) Banka, ülke altın ve döviz rezervlerini para politikası hedefleri ve uygulamaları çerçevesinde yönetir. Bu amaçla Banka, sırasıyla güvenli yatırım, likidite ve getiri önceliklerini dikkate alarak belirleyeceği usul ve esaslara göre yurt içi ve yurt dışı piyasalarda vadeli ya da vadesiz altın, döviz, menkul kıymet, türev ürün alım satım, borçlanma ve borç verme işlemlerini de içeren tüm bankacılık faaliyetlerinde bulunabilir."

denilmektedir.

¹⁵³ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Döviz Rezervi Yönetimi", Ağustos 2005, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/rezyon0805.pdf> , (15.01.2009) s. 4.

¹⁵⁴ "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu (1211 Sayılı Kanun)" Resmi Gazete 13409, 26 Ocak 1970.

Bankanın döviz rezerv yönetim organlarının görev, yetki ve sorumluluklarının belirlenmesinde bu hukuki çerçeve esas alınmaktadır. Döviz rezervi yönetiminde kurumsal yapı şu şekilde oluşturulmuştur¹⁵⁵.

“Rezerv yönetiminin kurumsal yapısı üç katmanlı hiyerarşik bir yapı kapsamında incelenebilir. Merkez Bankası’nın en yüksek karar organı olarak Banka Meclisi, rezerv yönetim politika ve uygulamalarına ilişkin temel kararları almaktadır. Banka Meclisi bu yetki çerçevesinde, 1211 sayılı Kanun’un 53. Maddesinde sayılan önceliklere göre hazırlanan “Döviz Rezerv Yönetimi Yönetmeliği”ni (Yönetmelik) onaylayarak rezerv yönetimi için genel yatırım kriterlerini belirlemiş, uygulamaya dönük kararların alınması konusunda Yönetim Komitesi ve Döviz Risk ve Yatırım Komitesi’ni (DRYK) yetkilendirmiştir. DRYK, Merkez Bankası Başkanı veya Başkan’ın Komite üyesi olarak görevlendireceği Başkan Yardımcısı, Piyasalar Genel Müdürü, ilgili Genel Müdür Yardımcıları, Döviz Risk Yönetim Müdürü ve Döviz İşlemleri Müdürü’nden oluşmaktadır.

Banka Meclisi’nin verdiği yetki çerçevesinde, Yönetim Komitesi ve DRYK’nın aldığı kararlar kurumsal karar alma sürecinin ikinci katmanını oluşturmaktadır. Bu aşamada, rezerv yönetimi sırasında referans alınan stratejik model portföy ve yatırım stratejisi DRYK’nın yapacağı öneri doğrultusunda her yıl Yönetim Komitesi tarafından onaylanmaktadır. Stratejik model portföy, Yönetmelik ile belirlenen kurumsal amaç ve kısıtlar yanında, o yıla ait yatırım stratejisi ve risk politikasını yansıtmaktadır. Belirlenen stratejik model portföy çerçevesinde döviz rezerv yönetimi, DRYK’nın yetkisi ve sorumluluğundadır.

Kurumsal karar alma sürecinin son aşamasını, Yönetmelik ve stratejik model portföy ile belirlenen kısıtlar çerçevesinde rezerv yönetimi uygulamalarının gerçekleştirilmesi oluşturmaktadır. Rezerv yönetimi uygulamaları, görevler ayrılığı ilkesine göre oluşturulan bir organizasyon yapısı içinde gerçekleştirilmektedir. Buna göre, rezerv yönetim faaliyetleri Döviz İşlemleri Müdürlüğü’nce yürütülürken, rezerv yönetimine ilişkin risk yönetimi Döviz Risk Yönetim Müdürlüğü tarafından yerine getirilmektedir. Ayrıca, Döviz İşlemleri Müdürlüğü içinde rezerv yönetim işlemlerini

¹⁵⁵ TCMB, a.g.m. ss. 10-11.

yürüten ön ofis ile yapılan işlemlerin gerçekleşmesine yönelik ödemeleri, yazışmaları, işlem takibini ve raporlamayı yapan arka ofis birbirinden ayrılmıştır.

Kurulan bu çok katmanlı karar alma süreci ve görevler ayrımı ilkesine göre oluşturulan organizasyon yapısı ile rezerv yönetimi sürecinde taşınan risklerin, kurumsal risk toleransına göre kabul edilebilir sınırlar içinde kalmasının sağlanması amaçlanmaktadır.”

Kanununun 53. maddesi çerçevesinde rezerv yönetiminde gerçekleştirilebilecek bankacılık işlemleri ve kullanılacak yatırım araçları, yönetmelikte şu şekilde tanımlanmıştır.

- Döviz alım ve satım işlemleri
- Vadeli döviz alım/satım işlemleri
- Yurtdışı efektif alım/satım işlemleri
- Yurtiçi efektif sevkıyatı işlemleri
- Döviz depo işlemleri
- Menkul kıymet alım/satım işlemleri
- Geri alım vaadiyle satım işlemleri
- Geri satım vaadiyle satım işlemleri
- Menkul kıymet borç verme işlemleri
- Risk yönetimi amacıyla türev işlemler

Merkez Bankası bu hukuki ve kurumsal yapı çerçevesinde her dönem, uygulanmakta olan para ve kur politikaları, banka bilançosunun yapısı, Hazine

Müsteşarlığı'nın borçlanma programları, iç ve dış ekonomik koşullar gibi çeşitli faktörleri dikkate alarak döviz rezerv yatırım stratejilerini belirlemektedir.

Türkiye 1980'li yıllara dek sıkı döviz kontrollerinin uygulandığı, ülke yerleşiklerinin döviz üzerinden işlem yapma yetkilerinin çok kısıtlı olduğu bir kambiyo mevzuatına sahip olmuştur. Bu dönemde ülkenin kısıtlı döviz kaynaklarının tamamının kontrolü Merkez Bankası'nda olmuş, bu kaynaklar kısa vadeli ihtiyaçların giderilmesinde kullanılmıştır. Ardından gelen liberalizasyon döneminde uygulanan kur rejimleri ya kur ve enflasyon makasının çok fazla açılmamasını hedeflemiş, ya da doğrudan artış oranları önceden belirlenmiş, bir anlamda sabit döviz kuru rejimleri olmuştur. Bu tür dönemlerde hedeflenen kur seviyelerine ulaşılabilmesi için piyasalara sık sık müdahalelerin yapılması nedeniyle rezervlerin öncelikle likit olması gereği doğmuştur. Ancak 2001 krizi sonrasında geçilen dalgalı kur rejimi, bu ihtiyacı ortadan kaldırmış, rezerv yönetimine bir ölçüde esneklik kazandırmıştır. 2002 yılından itibaren her yıl Aralık ayında bir sonraki yılın para ve kur politikasına ilişkin olarak yayınlanan banka metinlerine göre* uygulanmakta olan dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kurları bir politika aracı ya da hedef değildir ve piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise uygulanan para ve maliye politikaları, uluslararası gelişmeler, ekonomik temeller ve beklentilerdir. Merkez Bankası dalgalı kur rejimi çerçevesinde döviz piyasalarında iki şekilde alıcı ya da satıcı olarak yer almaktadır. Banka piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak spekülasyon davranışları sonucunda kurlarda sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesi üzerine piyasaya doğrudan müdahale etmektedir. Banka bu tür müdahalelerinde aşırı volatilitite kavramını ön plana çıkarmaktadır. Ancak volatilitiyi ne şekilde hesapladığı konusunda kamuoyuna herhangi bir açıklamada bulunmamaktadır.

Banka aynı zamanda günlük ihaleler yoluyla da piyasada döviz alım ya da satımı gerçekleştirmektedir.

“Dalgalı döviz kuru uygulamasında korunması gereken bir kur seviyesi olmamasına rağmen, güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmak ülkemiz gibi

* TCMB, 2002 yılından bu yana, bir sonraki yılın para ve kur politikasına ilişkin bir duyuru yayınlamaktadır. Bu metinlere TCMB'nin internet sitesinde (www.tcmb.gov.tr) yer verilmektedir.

gelişmekte olan ekonomilerde karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasına büyük katkı sağlamaktadır. Bu nedenle, Merkez Bankası döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir.

Merkez Bankası döviz alımlarını, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca az etkilemeye özen göstererek, kuralları önceden açıklanmış şeffaf ihaleler aracılığıyla gerçekleştirmektedir. İhalelerin esas olarak açıklanan program çerçevesinde yürütülmesi hedeflense de, döviz arzına ilişkin öngörülerin dışında önemli gelişmeler olması durumunda önceden duyurularak ihale programlarında değişiklikler yapılabilmektedir.”¹⁵⁶

Merkez Bankası alım ihalelerinin yanı sıra döviz satım ihaleleri de düzenleyebilmektedir. Banka 2006 Haziran, 2008 Ekim ve 2009 Mart dönemlerinde olmak üzere toplam 3 kez döviz piyasalarında meydana gelen dalgalanmaları gerekçe göstererek döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlamıştır.

2006 yılında uluslararası finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanma, ülkeye özgü bir takım nedenlerle içeride de güçlü bir şekilde hissedilmiş, Merkez Bankası başta politika faizlerinde artırım olmak üzere çeşitli önlemler almıştır. Banka 26 Haziran 2006 tarihinde bir duyuru yayımlayarak, günlük 500 milyon dolar gibi yüksek bir düzeyde döviz satım ihaleleri düzenlenmeye başlanacağını, ihalelerin ihtiyaç duyulan günlerde tekrar düzenleneceğini bildirmiştir.

“Ayrıca, Para Politikası Kurulu toplantısında döviz piyasalarında daralma olduğu tespiti yapılmış, etkin çalışan bir döviz piyasasının fiyat istikrarı hedefi için ön koşul olması nedeniyle Merkez Bankasının elindeki araçlar ve mekanizmalarla döviz likiditesinin sağlanması yolunda Merkez Bankası İdare Merkezi'nin etkili bir şekilde müdahalesine Kurulun tam desteği ifade edilmiştir.

¹⁵⁶ TCMB, “2009 Yılında Para ve Kur Politikasına İlişkin Basın Duyurusu” 2008, <http://www.tcmb.gov.tr>, (10.09.2009)

...

Son dönemde, ülkemiz finansal piyasalarında, özellikle de kurlarda aşırı dalgalanmalar gözlenmekte, dalgalanmaların asıl olarak dışsal faktörlerden kaynaklandığı, döviz likiditesindeki azalmanın kurlardaki dalgalanma sürecini beslediği, bu sürecin spekülâtif davranışları da cesaretlendirdiği değerlendirilmektedir.

...

Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi ilkelerine bağlı kalarak, dışsal koşulların, belirsizliklerin ve spekülâtif davranışların kurlarda ekonominin temellerinden kopuk ve piyasalardaki istikrarı zayıflatan aşırı oynaklıklara duyarsız kalmayacak, döviz piyasalarında likiditenin azaldığı, sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlemlendiği ortamlarda, ihale yöntemi ile piyasaya döviz likiditesi sağlayacaktır. Döviz ihalelerinin döviz piyasalarındaki likidite ihtiyacını tam olarak karşılamadığı, ihalelere rağmen likidite azalmasına bağlı olarak oluşacak spekülâtif davranışlar sonucunda kurlarda aşırı dalgalanma gözlenmesi halinde ise her zaman olduğu gibi Merkez Bankası doğrudan döviz satış müdahalelerinde bulunmaktan da çekinmeyecektir. Döviz satım ihale tutarları ihtiyaç duyulan günlerde saat 10.00’da kamuoyuna açıklanacaktır.”¹⁵⁷

Banka bu dönemde 2 ihalede toplam 1 milyar dolar satış gerçekleştirmiştir. Döviz piyasasındaki olağandışı talebin gerilemesi üzerine 28 Haziran tarihinden itibaren ihale düzenlememiştir.

2008 yılı Ekim ayında dünyanın önde gelen ekonomilerinin finansal sektörlerinde yaşanan problemlerle birlikte artan gerilime bağlı olarak tüm uluslararası piyasalarda dolar likiditesi için olağandışı bir talep oluşmuş, döviz piyasalarında arz tarafı birden kurumuştur. Bu gelişmeler üzerine Banka “döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıksız fiyat oluşumları gözlemlendiğinden, uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi ile çelişmeyecek şekilde döviz kurlarının piyasada belirlenmesi

¹⁵⁷ TCMB, “Döviz Satım İhaleleri ve Yeni Türk Lirası Depo Alım İhalelerine İlişkin Basın Duyurusu, 26 Haziran 2006, <http://www.tcmb.gov.tr>, (10.09.2009)

ilkesi çerçevesinde”¹⁵⁸ döviz satım ihaleleri düzenlemiştir. İhaleler 50’şer milyon ABD doları olarak 2 kez düzenlenmiş, piyasaların normalleşmesi üzerine toplam 100 milyon dolar satış sonrasında durdurulmuştur.

2009 yılı Mart ayında da banka, hemen aynı gerekçelerle satım ihalelerine tekrar başlamış, toplam 18 ihalede 900 milyon dolar satmış, yine döviz piyasalarında gözlenen normalleşmeye bağlı olarak Nisan ayı başında durdurmuştur.

Dalgalı döviz kuru rejimi döneminde Merkez Bankası’nca ihale ve müdahaleler yoluyla döviz piyasalarından alım ve satımı yapılan döviz tutarları, aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3.12:

TCMB Döviz Alım ve Satımları (milyon USD)

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Döviz Satım İhaleleri	Döviz Alım Müdahaleleri	Döviz Satım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	-	16	12	799
2003	5,652	-	4,229	-	9,881
2004	4,104	-	1,283	9	5,378
2005	7,442	-	14,565	-	22,007
2006	4,296	1,000	5,441	2,105	6,632
2007	9,906	-	-	-	9,906
2008	7,584	100	-	-	7,484
2009	4,314	900	-	-	2,608
Toplam	44,093	2,000	25,534	2,126	65,501

Kaynak: TCMB

Dalgalı döviz kuru rejiminde Merkez Bankası’nın savunmayı taahhüt ettiği bir kur seviyesinin olmaması, bankanın rezervleri içinde daha önceki dönemlerde bu amaçla bulundurulmuş likit bölümü için duyulan ihtiyacı azaltmaktadır. Ancak yukarıdaki tabloda gösterildiği gibi banka, olağandışı dönemlerde piyasalara yüksek tutarlarda doğrudan müdahale etmek ya da günlük ihaleler yoluyla döviz satmak zorunda kalmıştır. Bu nedenle dalgalı kur rejiminde likiditenin sabit kur rejimine göre daha az olsa da önemini yitirdiğini söylemek mümkün değildir. Diğer taraftan likidite,

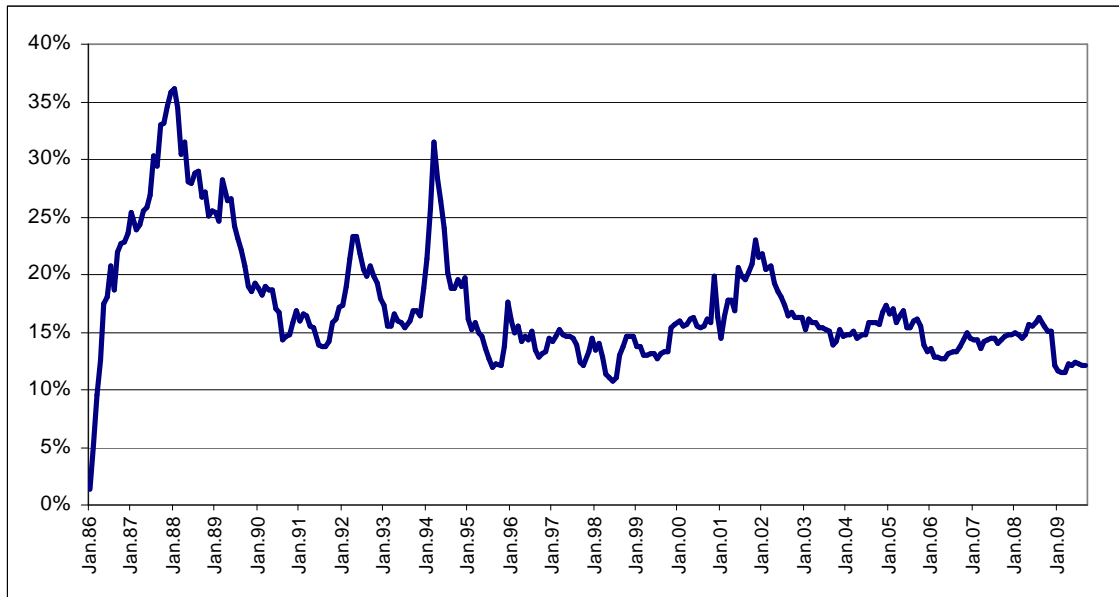
¹⁵⁸ TCMB, “Döviz Satım İhalelerine İlişkin Basın Duyurusu” 24 Ekim 2008, <http://www.tcmb.gov.tr>, (10.09.2009)

Kanun'un 53. maddesinde rezerv yönetiminde esas alınacak ikinci öncelik olarak sayılmaktadır.

Rezerv yönetim stratejilerinde dikkate alınmakta olan bir diğer önemli unsur, bankanın yükümlülük yapısıdır. Bu çerçevede de Hazine'nin dış borç servisi ön plana çıkmaktadır. Daha önce belirtildiği gibi 1211 Sayılı Kanun gereğince banka, hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır. Banka rezervlerinin vade yapısını belirlerken, Hazine adına gerçekleştirmek zorunda kalacağı dış borç ödemelerinin vade yapısını dikkate almakta, bu ölçüde likidite bulundurmaktadır.

Bankanın döviz cinsinden yükümlülüklerinin önemli bir bölümünü de, Türkiye'de faaliyet göstermekte olan bankaların toplam pasiflerinin belli bir oranı olarak hesaplanan ve Merkez Bankası nezdinde bulundurulması gereken zorunlu karşılıklar oluşturmaktadır. Zorunlu karşılıkların toplam döviz rezervleri içindeki payı aşağıdaki grafikte gösterilmektedir. Zorunlu karşılıklar, bankanın kullanabileceği para politikası araçlarından biridir. Sık sık değişikliğe uğramadığı için karşılığında likit bir varlık bulundurulması gereği bulunmamaktadır.

Şekil 3.3:
Zorunlu Karşılıkların Toplam Rezervlere Oranı



Kaynak: TCMB

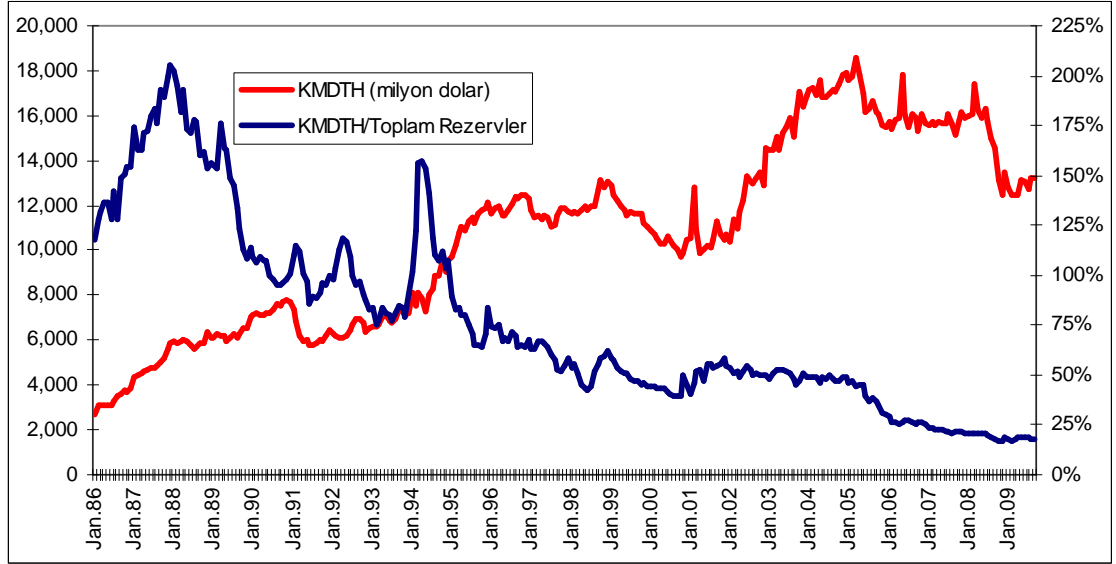
Merkez bankaları bilançolarının yükümlülük tarafını esas olarak dolaşıma çıkarılan para ve serbest ve zorunlu karşılık olarak bulundurulmuş banka rezervleri oluşturmaktadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın yükümlülük yapısında, diğer merkez bankalarından farklı olarak işçi döviz hesapları da bulunmaktadır. Banka düzenlemelerine göre yurt dışında ikamet eden oturma veya çalışma izni ya da hakkı bulunan geçerli Türkiye Cumhuriyeti kimliğine sahip gerçek kişiler, Merkez Bankası nezdinde Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesabı açtırabilmektedirler. Banka nezdinde bu hesapların açılmasının nedeni, şu şekilde açıklanmaktadır;

“İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Avrupa'nın batı ve kuzeyinde bulunan gelişmiş ülkelere yoğun bir işçi akımı oluşmuştur. Bu bağlamda Türkiye'den de çalışmak amacıyla başta Almanya olmak üzere Avrupa ülkelerine binlerce vatandaşımız gitmiştir. 1974 yılındaki Kıbrıs Barış Harekatı, bunun sonucu Türkiye'ye uygulanan ekonomik ambargo ve petrol krizinin etkisiyle içinde bulunulan döviz darboğazının aşılabilmesi için, yurt dışında çalışan vatandaşlarımızın tasarruflarının Ülke ekonomisine kazandırılması amacıyla yurt dışındaki vatandaşlarımıza Merkez Bankası nezdinde 1976 yılında Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları, 1994 yılında da Süper Döviz Hesapları açılmasına olanak sağlanmıştır. Söz konusu hesaplar, uygun faiz getirisi, Merkez Bankasına duyulan güven, para yatırma ve çekme işlemlerinde sağlanan kolaylıklar gibi nedenlerle ülke ekonomisine katkıda bulunmak isteyen vatandaşlarımızın yoğun ilgisiyle karşılaşmıştır. Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları ve Süper Döviz Hesapları 1976 yılından itibaren, önce döviz darboğazının aşılması, daha sonra uygulanan kur rejimleri kapsamında rezerv birikimi açısından önemli rol oynamıştır.”¹⁵⁹

Açıklamada da belirtildiği gibi, aslında bir ticari bankacılık faaliyeti olan bu tür mevduat hesaplarının açılması, 1970'li yıllarda ülkede yaşanan döviz sıkıntılarında kaynaklanmıştır. Aşağıdaki grafikten de görüleceği gibi 1987 yılında toplam rezervlerin 2 katı kadar olan hesaplar 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren oran olarak azalmaya başlamış, hesapların toplam rezervlere oranı Eylül 2009 itibariyle yüzde 18'e kadar gerilemiştir.

¹⁵⁹ “Sıkça Sorulan Sorular” www.tcmb.gov.tr, (15.09.2009)

Şekil 3.4.:
İşçi Döviz Hesapları



Kaynak: TCMB

Düzyer olarak bakıldığında hesapların sunulan faiz oranlarının cazibesi nedeniyle genel olarak artarak 2004 yılı sonu itibariyle en yüksek 17,9 milyar dolara ulaştığı, bu tarihten sonra ise hesaplarda bir miktar gerilemenin gerçekleştiği görülmektedir.

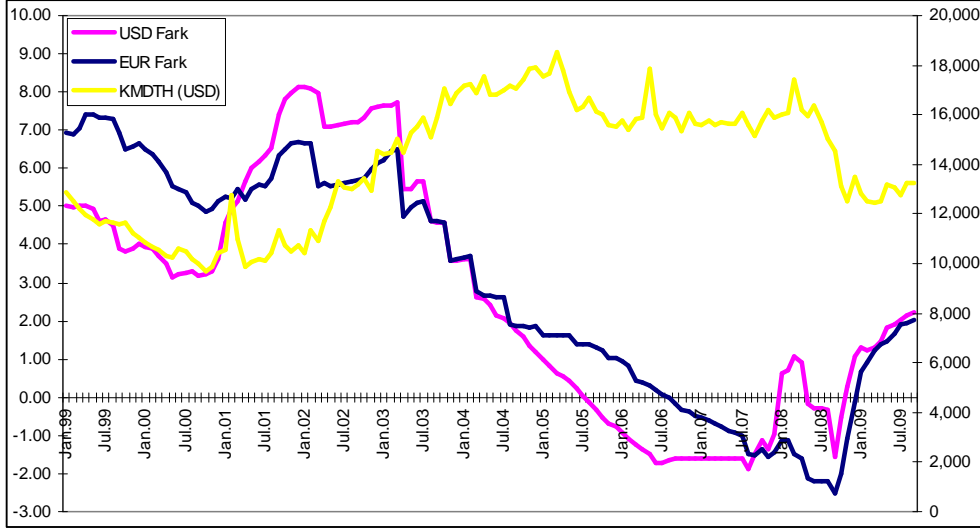
“2001 yılından itibaren uygulanan dalgalı kur rejimi çerçevesinde söz konusu hesapların rezerv birikimine ilişkin belirleyiciliği azalmakla birlikte, ülke ekonomisine yönelik güvenin ve ekonomik istikrarın sürdürülebilir bir şekilde sağlanması için Merkez Bankası’nın sahip olduğu döviz rezerv miktarı halen önemini korumaktadır. Bu nedenle de söz konusu hesapların varlığı Merkez Bankası’nın likidite riski yönetimi açısından önemlidir. Ancak uygulanan faiz oranlarının ekonomideki gelişmelere paralel olarak düşürülmesi ile söz konusu hesapların hacmi azalmaya başlamıştır.”¹⁶⁰

Banka, 2005 yılından itibaren ilan ettiği yıllık para ve kur politikası duyurularında, dalgalı kur rejimi uygulanmasına rağmen güçlü döviz rezerv

¹⁶⁰ “Sıkça Sorulan Sorular” www.tcmb.gov.tr, (15.09.2009)

pozisyonuna sahip olmanın önemine dikkat çekerken, bunun nedenlerinden biri olarak da merkez bankası bilançosunda yükümlülükler içinde önemli bir yer tutan işçi döviz hesaplarının uzun vadede aşamalı olarak azaltılması gerekliliğini vurgulamaktadır. Nitekim banka yıllar itibariyle faiz oranlarını kademeli olarak azaltarak, bu hesaplardan vadesi dolanların, ticari bankalara yönlendirilmesini hedeflemiştir. Aşağıdaki grafikte bankanın ABD doları ve euro cinsinden açılan 2 yıl vadeli süper döviz hesapları için uygulanan faiz oranlarıyla bu para cinsleri için geçerli 3 aylık LIBOR faizleri arasındaki farklar gösterilmektedir. Grafikten de görüldüğü gibi faiz farkı yıllar itibariyle azalmış, buna bağlı olarak da toplam hesaplarda son yıllarda bir gerileme yaşanmıştır.

Şekil 3.5.:
Faiz Farkları ve İşçi Döviz Hesapları Toplamı



Kaynak: TCMB, Reuters

3.3.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Rezerv Birikiminden Kaynaklanan Sterilizasyon Maliyeti

Merkez bankalarının bilançoları para politikaları ile mali sistemin karşılıklı etkileşimi sonunda biçimlenen ve dolayısıyla ekonomideki karar alma birimlerinin davranışlarının oluşumunda etkin olan önemli bilgi kaynaklarıdır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) bilançosundaki değişimlerin piyasada döviz kurları, faizler, enflasyon, kredi hacmi ve piyasa beklentileri gibi değişkenleri etkilemesi onu standart bir bilanço olmaktan çıkarmaktadır¹⁶¹. 31 Aralık 2008 tarihli TCMB bilançosu Ek 6'da gösterilmektedir.

TCMB bilançosunu diğer banka bilançolarından ayıran bazı özellikleri mevcuttur. İlerleyen bölümlerde yapılacak sterilizasyon maliyeti hesaplamalarıyla ilgileri açısından iki unsurdan bahsedilmesi gerekmektedir..

1211 Sayılı TCMB Kanunu'nun 4. maddesine göre Türkiye'de banknot ihracı imtiyazı tek elden bankaya aittir. Bu nedenle TCMB tarafından tedavüle çıkarılan banknotlar TCMB bilançosunun pasifinde yer alan "Tedavüldeki Banknotlar" hesabında izlenmektedir.

Aynı Kanun'un 61. maddesinde "Türk Lirası değerinin değişmesi nedeniyle Bankanın aktif ve pasifindeki altın ve dövizlerin yeniden değerlendirilmesi sonucu oluşan gerçekleşmemiş gelir veya giderler geçici bir hesapta izlenir. Bu gelir ve giderlerin gerçekleşmesi halinde, gerçekleşen tutarlar kar ve zarar hesabına aktararak, bu hesaptan dağıtım tabi tutulur" denilmektedir. TCMB'nin uzun yıllar boyunca kamu adına döviz borçlanması yapması nedeniyle bu hesap kamu sektörüne verilen kredi olarak değerlendirilmiştir. TCMB'nin üstlendiği kur riski nedeniyle oluşan kar ya da zarar 2001 yılına kadar yapılan protokoller çerçevesinde Hazine'ye devredilmiş, 2001 yılında yapılan Kanun değişikliği sonrasında Hazine ve TCMB arasındaki kredi ilişkisinin kesilmesi sonucu bilançoda birikimli olarak gösterilmeye başlanmıştır. Yapılan yeniden değerlendirme sonrasında oluşan aleyhte kur farkları bilançonun aktifinde, lehte kur farkları ise bilançonun pasifinde gösterilmektedir.

¹⁶¹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **TCMB Bilançosu Açıklamaları Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, Ankara, 2006, s. 24.

Analitik bilanço, TCMB bilançosu kalemlerinin belirli parasal büyüklükleri ifade etmek üzere bazı kalemlerin toplulaştırılması ve netleştirilmesi yoluyla oluşturulmaktadır. (Ek: 7). Bu netleştirmeleri üç grupta toplamak mümkündür¹⁶².

1) TCMB bilançosunda açık piyasa işlemleri altında gösterilen DİBS borcu ya da alacağı analitik bilançonun aktif bölümünde “İç Varlıklarımız-Bankamız Portföyü” altında

2) TCMB bilançosunda açık piyasa işlemleri altında gösterilen nakit borcu ya da alacağı analitik bilançonun pasif bölümünde “Diğer Merkez Bankası Parası-Açık Piyasa İşlemleri” altında

3) Türk lirası cinsinden olan diğer varlık ve yükümlülükler analitik bilançonun aktif bölümünde “İç Varlıklarımız-Diğer Kalemler” altında netleştirilerek gösterilmiştir.

Yaptığımız çalışmada rezerv birikiminin TCMB açısından doğurduğu sterilizasyon maliyetini ölçebilmek amacıyla analitik bilanço verilerinden yararlanılmıştır. Analitik bilançoyu oluşturan kalemlerin 1999 yılından itibaren gelişimi Ek 8’de gösterilmektedir.

Tipik bir merkez bankası bilançosu, ana kalemleri itibariyle aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

Merkez Bankası Bilançosu	
<i>Varlıklar</i>	<i>Yükümlülükler</i>
Net Dış Varlıklar	Para Tabanı
Net İç Varlıklar	<ul style="list-style-type: none">• Dolaşımdaki Para• Banka Rezervleri

Net Dış Varlıklar (NDV) ve Net İç Varlıklar (NİV) kalemleri, yabancı para ve yerli para cinsinden bilançonun aktifinde bulunan varlıklar ile pasifte bulunan yükümlülükler netleştirilerek elde edilir. Netleştirmeler sonucunda yükümlülük tarafında sadece para tabanı (PT) bırakılarak, bilançonun analizi kolaylaştırılır.

¹⁶² Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, a.g.e. s. 44.

Uluslararası rezerv birikimi merkez bankaları bilançoları üzerinde önemli etkiler doğurmaktadır. Merkez bankaları döviz satın aldıklarında NDV ve PT artar. Bu aşamada merkez bankası açısından bir maliyet ortaya çıkmaz. Çünkü para yaratma yetkilerinden dolayı bilançoda meydana gelen PT artışının maliyeti genellikle sıfıra yakındır. Bu aşamada maliyet, döviz alımı karşılığında tedavüldeki banknot miktarının değişmediği, banka rezervlerinin arttığı durumda bu rezervler için faiz ödendiğinde ortaya çıkar. Ancak bu ödenen faiz genellikle piyasa faiz oranlarının altındadır. Kısacası, rezervlerini artıran bir merkez bankası, rezervlerden elde edeceği gelir dolayısıyla aslında kar elde edebilmektedir. Yapılan döviz müdahaleleri sonucunda para tabanında aynı oranda artış gerçekleştiği takdirde buna sterilize edilmemiş müdahale denilmektedir. Ancak merkez bankalarının temel fonksiyonu kar elde etmek değil, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Para tabanındaki artışlar piyasa faizlerinde düşüşe, kredi genişlemesine, varlık fiyatlarında yükselişe yol açabilir. Bu nedenle de merkez bankaları para tabanındaki artışlardan kaynaklanabilecek enflasyonist baskıyı kontrol altına alabilmek amacıyla çeşitli önlemler almak zorunda kalabilir. Müdahale sonucunda para tabanı, elde edilen rezervlerden daha az artarsa buna sterilize edilmiş müdahale denilmektedir.

Yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda sterilizasyon maliyetini ölçerken kullanacağımız yöntem temel olarak şu şekilde özetlenebilir; eğer para tabanındaki artış, rezerv artışının gerisinde kalıyorsa merkez bankası kullandığı para politikası araçlarıyla fark kadar olan yerli parayı sterilize ediyor demektir. Bu sterilizasyonun maliyeti merkez bankasının piyasadan bu parayı çekmek için ödediği faizle, biriktirdiği rezervlerden elde ettiği faiz geliri arasındaki farktır.

Wijnholds ve Sondergaard (2007) yaptıkları çalışmada sterilizasyon maliyetini ölçerken toplam rezerv miktarını dikkate almışlardır. Çeşitli ülkelerin 2001-2006 yılları arasındaki rezerv birikimleriyle para tabanı arasındaki farkı, aynı yıllardaki ortalama ülke hazine bonusu faizleriyle rezerv getirisi arasındaki farkla çarparak yaklaşık bir maliyet hesaplaması yapmışlardır.

Verilere ulaşılmakta yaşanan güçlükler nedeniyle kullanıldığını düşündüğümüz bu yöntemin çeşitli açılardan problemleri bulunmaktadır. Örneğin

rezerv birikimi her zaman yaratılan yerli para karşılığında değil, yabancı para borçlanmayla da gerçekleştirilmiş olabilir. Bu durumda para tabanının artmaması bu miktarın sterilize edildiği anlamına gelmemektedir. Rezerv artışının sterilizasyonu için kullanılması gereken faiz ise ülke hazinelerinin değil, merkez bankalarının borçlanma maliyetleri olmalıdır. Çalışmamızda kullandığımız yöntemle, bu nedenlerle ortaya çıkabilecek sapmaların giderilmesi amaçlanmıştır.

TCMB bilançosunda yapılan toplulaştırmalar ve netleştirmeler sonucunda oluşturulan analitik bilanço, analizimiz açısından yukarıda örneği verilen tipik bilançoya ulaşmak için yeniden düzenlenmiştir. Bu çerçevede oluşturulan ana kalemlerin analitik bilançodaki karşılıkları şunlardır.

<i>Net Dış Varlıklar</i>	<i>Net İç Varlıklar</i>	<i>Para Tabanı</i>
+ Dış Varlıklarımız	+ İç Varlıklarımız	+ Emisyon
+ Değerleme Hesabı	- Değerleme Hesabı	+ Bankalar Mevduatı
- Toplam Döviz Yükümlülüklerimiz	- Fon Hesapları	
	- Banka Dışı Kesim Mevduatı	
	- Diğer MB Parası	

Daha önce değindiğimiz gibi bu tür analizlerde bilançoda yer alan uluslararası rezervler toplamının kullanılması sterilizasyon maliyetinin hesaplanması açısından sakıncalar içermektedir. Dış varlıklar kalemi, bankaların zorunlu karşılıklar ya da likidite tercihleri nedeniyle TCMB nezdinde bulundukları yabancı para hesapların artmasından da kaynaklanabilmektedir. Ülkemiz merkez bankasına özgü bir hesap olan işçi dövizli hesaplarındaki artış ve azalışlar da Dış Varlıklar kalemini değiştirmektedir. Bu ve benzeri nedenlerle Dış Varlıklar kaleminde meydana gelen değişimler, PT üzerinde herhangi bir değişikliğe yol açmamaktadır. Bu nedenle analitik bilançonun pasifinde bulunan “Toplam Döviz Yükümlülükleri”, NDV hesaplamasında eksi bir değer olarak dikkate alınmaktadır.

Bilançoda yer alan Değerleme Hesabına ilişkin açıklamalar yukarıda yapılmıştır. Türk lirasının değerinde meydana gelen değişimler TCMB'nin Dış Varlıklarında değişime neden olmaktadır. Türk lirasındaki değer kaybı Dış Varlıklar

kalemide artışa yol açmakta, ancak bu artış sonucunda yine bir PT değişikliği doğmamaktadır. Bu durum şöyle bir örnekle açıklanabilir.

TCMB bilançosu aşağıdaki kalemlerden oluşmaktadır. NDV, döviz kuru 1'e eşitken sahip olunan 100 ABD doları karşılığı 100 TL'dir. NİV kalemi 100 TL iken PT 200 TL olarak bilançoda görülmektedir.

NDV	100	PT	200
NİV	100		

Döviz kurunun 1,5'e çıktığı durumda NDV tutarı 100 ABD dolarının karşılığı 150 TL olacaktır. TCMB analitik bilançosunda "İç Varlıklarımız" altındaki Değerleme hesabı bu durumda - 50 TL'lik bir bakiyeye dönüşecek ve netleştirilmiş bilanço şu şekilde oluşacaktır.

NDV	150	PT	200
NİV	50		

Bu durumda dış varlıklarda bir artış meydana gelmekte, aynı artış PT'de gözlenmemektedir. Analizin temelinde her 2 büyüklük arasındaki fark sterilize edilen tutar olarak dikkate alınmakta olduğundan 50 TL'lik değişim bir sterilizasyon maliyeti doğuruyor gibi gözükmemektedir. Bu durum, yukarıda açıklandığı şekilde değerlendirme hesabı bakiyesinin (-50 TL) İç Varlıklardan çıkarılarak NDV'ye eklenmesi yoluyla engellenmekte ve yine yukarıdaki ilk bilanço değerlerine ulaşılmaktadır.

Yaptığımız hesaplamalarda NDV, NİV ve PT tutarları, kendilerini oluşturan analitik bilanço kalemlerinin son 10 işgünü ortalamaları olarak belirlenmiştir. Bilanço kalemlerinden bazılarının yılsonu değerlerinin, normal dönemlerden büyük farklılıklar gösterebilmeleri sebebiyle bu yöntem tercih edilmiştir. Örneğin bankalar yılsonu bilançolarında yüksek bir likidite oranı sergileyebilmek amacıyla TCMB nezdinde yüksek rezerv bulundurmaya tercih edebilmekte, bu da TCMB bilançosunda "Bankalar Serbest İmkani" kaleminin ve para tabanının oldukça yükselmesine neden olabilmektedir. Bu amaçla bankaların merkez bankasından likidite talepleri de

artabilmekte, “Açık Piyasa İşlemleri” kalemi yılın son işgünü büyük farklılık gösterebilmektedir.

Maliyet hesaplamalarında kullandığımız Türk lirası faiz oranı, TCMB’nin ilan ettiği gecelik borçlanma faiz oranıdır. TCMB, 2002 yılından bu yana piyasada oluşan fazla likiditeyi, genellikle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde bulunan repo piyasasında ve TCMB nezdindeki para piyasalarında gecelik borçlanma yoluyla çekmiştir. Bu nedenle bu oranın sterilize edilen tutarın maliyetini en iyi şekilde yansıtan oran olduğu düşünülmektedir. Aşağıdaki tablolarda yer alan gecelik oranlar yıllıklandırılmıştır.

Maliyet hesaplamalarında kullandığımız bir başka oran ise rezerv artışından kaynaklanan ek faiz gelirdir. TCMB rezervlerinden elde edilen faiz oranının yaklaşık bir değerine ulaşabilmek için TCMB yıllık raporlarında UFRS’ye* uygun olarak düzenlenmiş finansal tablolarda yer alan bilgilerden yararlanılmıştır. Bu tablolar altında 2005 yılından itibaren uluslararası rezervlerin yabancı para cinslerinden kompozisyonu yayınlanmaktadır. Bu verilere göre rezervlerin yaklaşık yüzde 96’lık bir bölümü ABD doları ve euro cinsinden varlıklardan oluşmaktadır. Bu nedenle diğer para birimlerinden varlıkların payı ihmal edilerek, aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde rezervlerin tamamının bu iki döviz cinsinden değerlendirildiği varsayılmıştır. 2003 ve 2004 yıllarına ait dağılım yıllık raporlarda yer almadığı için bu yıllara ait oranların, 2005-2008 yılları ortalamalarına eşit oldukları varsayılmıştır.

Tablo 3.13
TCMB Rezervlerinin Döviz Kompozisyonu

	USD	%	EURO	%	DİĞER	TOPLAM
2003	23,801,334	45%	29,090,520	55%		52,891,854
2004	24,116,466	45%	29,475,681	55%		53,592,147
2005	26,949,605	40%	41,255,198	60%	2,199,576	70,404,379
2006	38,049,594	45%	47,223,846	55%	3,805,312	89,078,752
2007	38,811,877	45%	46,967,362	55%	3,360,062	89,139,301
2008	57,018,369	52%	51,708,039	48%	3,715,853	112,442,261

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları

* Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS), Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (International Accounting Standards Board-IASB) tarafından yayınlanmaktadır. UFRS, Avrupa Birliği ülkelerinin resmi muhasebe standardını oluşturmaktadır

Yıllık raporlarda ayrıca TCMB'nin 2007 ve 2008 yılları uluslararası rezervlerinin vade yapısına ilişkin bilgiler de mevcuttur. Vade yapısında ilişkin bilgilerin yer almadığı 2003-2006 dönemi, 2007 ve 2008 yıllarına ait verilerin ortalamalarından türetilerek aşağıdaki tablo oluşturulmuştur.

Tablo 3.14
TCMB Rezervlerinin Vade Dağılımı (Milyon TL)

	Faizsiz	%	3 aya kadar	%	3 ay-1 yıl	%	1 yıl üzeri	%	TOPLAM
2003	4.173	%7,9	6.738	%12,7	10.425	%19,7	31.555	%59,7	52.892
2004	4.228	%7,9	6.828	%12,7	10.563	%19,7	31.973	%59,7	53.592
2005	5.555	%7,9	8.970	%12,7	13.877	%19,7	42.003	%59,7	70.404
2006	7.028	%7,9	11.349	%12,7	17.557	%19,7	53.144	%59,7	89.079
2007	6.247	%7,0	17.071	%19,2	23.715	%26,6	42.105	%47,2	89.139
2008	9.866	%8,8	7.106	%6,3	14.416	%12,8	81.054	%72,1	112.442

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları

Daha sonra bu bilgilere ABD ve euro tahvil faizlerinin 1 ay, 6 ay ve 2 yıllık oranları eklenilerek aşağıdaki tablonun son sütununda yer alan rezerv getiri oranlarına ulaşılmıştır. Örneğin 2008 yılında rezervlerin yüzde 52,8'ini oluşturan ABD doları cinsinden varlıkların yüzde 8,8'inin 0 faizle, yüzde 6,3'lük bölümünün yüzde 1,27 oranında, yüzde 12,8'inin yüzde 1,62 oranında, yüzde 72,1'inin yüzde 2,01 oranında değerlendirildiği varsayılmıştır. Aynı hesaplama euro cinsinden olan bölüm için de yapılarak rezervlerin 2008 yılında yaklaşık getirisinin yüzde 2,47 olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 3.15
TCMB Rezervlerinin Getirisi

	USD		FAİZSİZ	3 AYA 3 AY- 1 YIL			USD			EURO			FAİZ
	USD%	EUR%		KADAR	1 YIL ÜZERİ	1 AY	6 AY	2 YIL	1 AY	6 AY	2 YIL		
2003	45.0%	55.0%	7.9%	12.7%	19.7%	59.7%	1.00	1.05	1.65	2.03	2.17	2.41	1.76
2004	45.0%	55.0%	7.9%	12.7%	19.7%	59.7%	1.24	1.58	2.38	2.01	2.04	2.44	2.02
2005	39.5%	60.5%	7.9%	12.7%	19.7%	59.7%	2.94	3.39	3.85	2.08	2.15	2.38	2.60
2006	44.6%	55.4%	7.9%	12.7%	19.7%	59.7%	4.67	4.81	4.82	2.85	3.11	3.48	3.66
2007	45.2%	54.8%	7.0%	19.2%	26.6%	47.2%	4.32	4.44	4.36	3.81	3.99	4.13	3.89
2008	52.4%	47.6%	8.8%	6.3%	12.8%	72.1%	1.27	1.62	2.01	3.60	3.61	3.58	2.47

Aşağıdaki tabloda, yukarıda belirtildiği şekilde her yılın son 10 günlük bakiyelerinden hesaplanan NDV ve PT tutarları ile sterilizasyon maliyetine ilişkin detaylar gösterilmektedir.

Tablo 3.16
TCMB Rezervlerinin Sterilizasyon Maliyeti (milyon TL)

	NDV	PT	NDV Değişim	PT Değişim	Fark	MB ON Ort. Faiz	Rezerv Getirisi	Sterilizasyon Maliyeti
2002	-4.118	11.112	0	0	0			0
2003	1.120	15.284	5.238	4.172	1.066	43,36	1,76	222
2004	5.021	19.531	3.901	4.247	-346	24,41	2,02	0
2005	23.257	28.852	18.235	9.322	8.914	15,96	4,00	533
2006	27.970	35.373	4.713	6.520	-1.808	16,89	5,50	0
2007	43.430	43.659	15.461	8.287	7.174	18,82	3,89	536
2008	48.470	52.585	5.040	8.926	-3.886	17,34	2,47	0

Tablonun son sütununda yer alan maliyetler, bir önceki yıl sonu bakiyelerine göre hesaplanmıştır. Örneğin 2007 yılında NDV 2006 yılı sonuna göre 15,460 milyon TL, PT ise 8,286 milyon TL artmıştır. NDV'deki değişimin, 7,174 milyon TL'lik bölümü PT'ye yansımadığından bu bölüme yüzde 18,82'lik faiz oranından gecelik vadede sterilize edilerek faiz ödenmiş, diğer taraftan da bu miktarın yabancı para tahvillerde değerlendirilmesinden yüzde 3,89 oranında bir gelir elde edilmiştir. Bu durumda 2007 yılı için ortaya 1,071 milyon TL'lik bir sterilizasyon maliyeti ortaya çıkmaktadır.

Buna benzer bir hesaplama her yıl değil de tüm dönem için yapıldığında aşağıdaki tablodaki sonuçlara ulaşılmaktadır. NDV kalemi 2002 yılı sonundan 2008 yılı sonuna kadar olan dönemde 52,585 milyon TL artmış, bu tutarın 11,114 milyon TL'lik tutarı sterilize edilmiştir. Tüm dönem için TCMB gecelik faiz ortalaması ve yabancı para tahvil getirileri dikkate alındığında toplam sterilizasyon maliyetinin 2,170 milyon TL olarak gerçekleştiği sonucuna varılmaktadır.

Tablo 3.17
TCMB Rezervlerinin Sterilizasyon Maliyeti (2002-2008)
(milyon TL)

	NDV	PT	NDV Değişim	PT Değişim	Fark	MB ON Ort. Faiz	Rezerv Getirisi	Sterilizasyon Maliyeti
2002	-4.118	11.112	0	0	0			0
2008	48.470	52.585	52.588	41.474	11.114	22,80	3,27	2.170

Yapılan bu hesaplamalar, faizlerin yıllık ortalamaları esas alınarak yapılmıştır. Tüm bilanço kalemlerinin yıl boyunca gösterdiği değişimler ve bu değişim dönemlerinde TCMB'nin sterilizasyon operasyonu yaptığında karşılaştığı borçlanma maliyetleri farklılıklar gösterdiği için çalışmamızın ilerleyen bölümünde daha kesin sonuçlara ulaşmak amacıyla günlük analitik bilanço verilerinden yararlanılacaktır. Bu amaçla yukarıda bahsedildiği şekilde analitik bilançodan NDV ve PT tutarları bu kez günlük bazda türetilerek ve her gün sonunda NDV artışının, PT artışı içinde bulunmayan bölümünün o gün TCMB tarafından gecelik faiz oranından piyasadan borçlanması nedeniyle maliyet her iş günü için ayrı ayrı hesaplanacaktır.

Aşağıda bu hesaplamanın nasıl yapıldığının gösterilmesi amacıyla örnek olarak alınan 10 günlük süre üzerinden yapılan maliyet hesaplamasına ilişkin detaylar gösterilmektedir.

Tablo 3.18
TCMB Rezervlerinin Sterilizasyon Maliyetinin Günlük Hesaplanma Yöntemi
(milyon TL)

	$\Delta(NDV)$	$\Delta(PT)$	$\Delta(NDV)-$ $\Delta(PT)$	TCMB O/N	Rezerv Getiri	Sterilizasyon Maliyeti
08.01.03	1.810.663	679.594	1.131.069	44	1,76	1.309
09.01.03	1.772.759	899.347	873.412	44	1,76	1.011
10.01.03	2.101.510	399.966	1.701.544	44	1,76	1.969
13.01.03	2.514.573	736.703	1.777.870	44	1,76	2.057
14.01.03	2.818.603	956.407	1.862.196	44	1,76	2.155
15.01.03	2.794.908	630.117	2.164.791	44	1,76	2.505
16.01.03	2.791.798	733.459	2.058.339	44	1,76	2.382
17.01.03	2.677.758	865.433	1.812.325	44	1,76	2.097
20.01.03	2.557.511	1.121.439	1.436.072	44	1,76	1.662
21.01.03	2.441.895	1.133.363	1.308.532	44	1,76	1.514

Tablonun 2. ve 3. sütunlarında yer alan $\Delta(\text{NDV})$ ve $\Delta(\text{PT})$, 2002 yılsonuna göre NDV ve PT’de meydana gelen artışları, 3.sütunda yer alan fark ise rezerv artışının sterilize edilen bölümünü göstermektedir. Örneğin 8 Ocak 2003 tarihinde dış varlıklar 2002 yıl sonuna göre 1,811 milyon TL artarken, para tabanı artışı 680 milyon TL olarak gerçekleşmiş, dolayısıyla aynı gün 1,131 milyon TL, TCMB’nin yüzde 44 olan gecelik faiziyle piyasadan çekilmiştir. 2003 yılı için ortalama rezerv getirisi olarak belirlediğimiz yüzde 1,76 oranı dikkate alındığında 8 Ocak tarihinde ortaya çıkan sterilizasyon maliyeti 1,3 milyon TL olmaktadır.

Hesaplamalarımız NDV artışından kaynaklanan sterilizasyon üzerinden gerçekleştirilmiştir. Yani örneğin NDV artışı 1,810 milyon TL iken PT değişiminin – 1,000 milyon olarak gerçekleştiği günler için sterilizasyon maliyeti aradaki fark olan 2,810 milyon TL üzerinden değil, rezerv artışının para tabanına yansıtılmayan 1,810 milyon TL üzerinden hesaplanmıştır. Diğer taraftan yıl sonuna göre para tabanındaki artışın, dış varlıklar artışının üzerinde olduğu günler için maliyet negatif bir değer olarak değil, sıfır olarak alınmıştır.

Aşağıdaki tabloda günlük hesaplamalarımıza ilişkin maliyet tablosu gösterilmektedir. Daha önce belirtildiği gibi tüm hesaplamalar günlük olarak ve bir önceki yıl sonuna göre NDV ve PT artışları esas alınarak gerçekleştirilmiştir. Tablodaki NDV ve PT değerleri yılsonu değerleridir. 2003 yılında PT artışının NDV artışının çok üzerinde olmasına rağmen ortaya çıkan 334 milyon TL’lik maliyet esas olarak TL gecelik borçlanma faizlerinin yüksekliğinden kaynaklanmaktadır. 2004 yılında 65 milyon TL’ye gerileyen maliyet, 2005 yılında tekrar 395 milyon TL’ye yükselmektedir. 2006 yılının ilk aylarında hızlı sermaye girişleri nedeniyle TCMB’nin döviz piyasasına müdahaleleri ve karşılığında ortaya çıkan likiditenin yılın ilk döneminde büyük ölçüde sterilize edilmesi nedeniyle toplam 489 milyon TL tutarında bir maliyet oluşmuştur. NDV artışının ivme kazandığı 2007 yılında sterilizasyon maliyeti de hızla artarak 891 milyon TL’ye ulaşmış, 2008 yılında para tabanındaki genişlemeye daha az oranda müdahale edilmesi nedeniyle 6 milyon TL’ye gerilemiştir.

Tablo 3.19
TCMB Rezervlerinin Sterilizasyon Maliyeti
(günlük, bin TL)

	NDV	PT	Günlük Sterilizasyonların Toplam Maliyeti
2002	-3.702.389	10.427.446	
2003	1.252.738	14.866.806	333.521
2004	5.695.236	20.188.504	64.508
2005	22.824.952	32.510.886	394.686
2006	29.673.380	41.235.021	488.923
2007	43.767.298	46.349.973	891.341
2008	49.828.384	62.685.262	6.072

4. BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERV SEVİYESİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLERLE İLGİLİ UYGULAMA

4.1. Uygulamanın Amacı

Uluslararası rezerv talebini belirleyen faktörlere ilişkin teorilere çalışmanın önceki bölümlerinde değinilmiştir. Bu bölümde, konu hakkındaki teorilerden yola çıkılarak, rezerv birikimi üzerinde etkili olan faktörlerin neler olduğu ekonometrik yöntemlerin yardımıyla araştırılacaktır. Elde edilen bulgular, diğer benzer çalışmalardaki sonuçlarla da karşılaştırılarak sunulacaktır. Diğer taraftan bu faktörlerin, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından farklılıkları, bu farklılıkların olası nedenleri üzerinde durulacaktır.

4.2. Uygulamanın Metodolojisi

Uluslararası rezervler seviyesini açıklayan faktörlerin belirlenmesi amacıyla panel veri analizi tercih edilmiştir. Panel data ile veri analizi etkin bir analitik metod olarak kabul edilmektedir¹⁶³. Özellikle sosyal bilimciler arasında popüler hale gelen bu yöntemle N adet kesit veri ile T adet zaman serisi birlikte kullanılarak ekonometrik analiz yapılabilir. Örneğin çalışmamızda olduğu gibi birden fazla ülkenin, birden fazla döneme ait verileriyle çalışılabilir.

Panel veri seti, her bir kesit için tüm dönemi kapsayan veriyi içerdiği takdirde dengeli panel, bazı kesitler için bazı dönemlere ait verileri içermediği takdirde dengesiz panel olarak adlandırılmaktadır. Benzeri birçok çalışmada olduğu gibi tüm ülkeler için her veriye ulaşmanın mümkün olmaması nedeniyle yaptığımız çalışmada oluşturulan veri seti de dengesiz paneldir. Burada oluşan veri kaybı önemlidir, ancak panel dengesiz olduğunda önemli bir kavramsal problem doğmamaktadır.

¹⁶³ Dimitrios Asteriou and Stephen G. Hall. **Applied Econometrics: A Modern Approach Using Eviews and Microfit**. Palgrave Mcmillan, 2007.

Panel veri setiyle çalışmanın, sadece kesit ya da sadece zaman serileriyle çalışmaya göre bazı avantajları bulunmaktadır. Panel oluşturularak çalışılan veri setinin büyüklüğü, daha doğru katsayılar elde edilmesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca panel veri analizinde kesit veriler ve zaman serileri için heterojenlik dikkate alındığı için, dışarıda bırakılan değişkenlerin neden olduğu ekonometrik problemler de ortadan kalkmaktadır.

Zaman serileriyle, özellikle de yıllık veri ile çalışılırken, ulaşılmadaki kısıtlar nedeniyle verinin kısa bir dönemi kapsamamasından kaynaklanan problemler doğmaktadır. Bu yüzden katsayılar için istatistiki olarak anlamlı t değerlerine, ya da model için F değerlerine ulaşmak bazen mümkün olamamaktadır. Bu tür durumlarda farklı kesitler için veri toplayarak ve panel veri analizinin mümkün kıldığı heterojenliği dikkate alarak regresyon analizi yapılması durumunda yukarıdaki problemler çözülebilmektedir.

Panel veri analizinde 2 yöntem kullanılabilir; sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modeli. Sabit etkiler modelinde kukla değişkenler yardımıyla her bir ülkenin farklı özellikleri dikkate alınarak analiz yapılabilir. Denklemdaki sabit, her bir ülkeye özgü olarak hesaplanmaktadır. Bu durumda ülkenin örneğin coğrafi konumundan, doğal kaynaklarından ya da başka bir takım özelliklerinden kaynaklanan farklılıkları, sabit etki içerisinde yer almaktadır. Sabit etkiler modelinde ayrıca her bir kesit üzerinde aynı etkilere sahip dönemsel özellikler de dikkate alınabilmektedir. Rassal etkiler modelinde ise denklemdaki sabit, her kesit için değişmez bir rakam olarak değil, rassal olarak hesaplanmaktadır. Hangi modelin panel veri analizi için doğru olduğu yapılan Hausman test sonuçlarına göre belirlenebilmektedir.

Panel veri seti, hem kesit, hem de zaman serisi içerdiği için değişen varyans ve içsel bağıntı problemleri ortaya çıkabilmektedir. Çalışmamızda, Eviews programında “katsayı kovaryans metodu” seçenekleri arasında yer alan “White kesit” yardımıyla bu problemlerin oluşması engellenmiştir*.

* Eviews 6.0 programında regresyon denklemleri hesaplanırken “Options” altındaki “Coefficient Covariance Method” seçeneklerinden “White Cross-Section” tercihi yapılmıştır.

4.3. Spesifikasyon

Aizenman ve Marion'un (2004)¹⁶⁴ çalışmasında belirtildiği gibi yapılan ampirik çalışmaların birçoğunda belirlenen spesifikasyon, tampon stok modeline (buffer stock model) dayanmaktadır. Bu modele göre merkez bankaları rezerv seviyelerini, rezervlerin yokluğunda veya yetersiz oldukları durumlarda ortaya çıkacak makroekonomik uyum maliyetleri ile rezervlerin alternatif maliyetlerini dikkate alarak belirlerler. Bu nedenle rezerv seviyesini belirleyen değişkenler uyum maliyeti, alternatif maliyet ve rezerv volatilitésidir. Flood ve Marion'un (2002)¹⁶⁵ çalışmasına göre tampon stok modeli sabit kur rejimlerinin terk edildiği dönemde de rezerv seviyesine ilişkin temel değişkenleri saptayabilmektedir.

2002 yılından itibaren artan hızlı rezerv birikiminde ihtiyat motivasyonunun ön plana çıktığı düşüncesi yaygındır. Uluslararası finans piyasalarındaki bilgi edinme problemleri ve friksiyonlar göz önünde bulundurulduğunda, bazı gelişmekte olan ülkelerin ekonomik bir şokun meydana geldiği ve sermaye hareketlerinin aniden tersine çevrildiği durumlara hazırlık olarak rezerv birikimini hızlandırdıkları söylenebilir¹⁶⁶. Bu açıdan ülkelerin rezerv biriktirmeleri, dış finansman koşullarının zorlaştığı dönemlerde üretim faaliyetlerine ara vermemek amacıyla bir şirketin likit varlık buldurmasına benzetilmektedir.

Choi (2007)'nin çalışmasına göre tampon stok modeline, tedbir motivasyonuna ve yapılan çalışmalarda dikkate alınan diğer faktörlere göre uluslararası rezerv talebini belirleyen temel değişkenler şunlardır.

Boyuta İlişkin Faktörler

Boyuta ilişkin faktörler uluslararası işlemlerin hacmini belirleyen çeşitli büyüklüklerden oluşmaktadır. Ülkenin nüfusu, gayrisafi yurtiçi hasılası, kişi başına

¹⁶⁴ Joshua Aizenman and Nancy Marion. "International Reserve Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection", **The Economic Journal**, vol. 114, 2004, s. 571.

¹⁶⁵ Robert Flood, Nancy Marion, "Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility", IMF Working Paper, WP/02/62, 2002

¹⁶⁶ Woon Gyu Choi, Sunil Sharma and Maria Strömqvist. "Capital Flows, Financial Integration and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies" International Monetary Fund Working Paper, WP/07/151, 2007, ss. 6-8.

düşen GSYİH rakamları bu amaçlarla kullanılabilir. Aizenman ve Marion (2004)¹⁶⁷ ülke rezervlerinin, uluslararası işlem hacimleriyle doğru orantılı bir şekilde arttığını ve dolayısıyla nüfus ve yaşam standartlarıyla korelasyonunun pozitif yönde olması gerektiğini belirtmektedirler. Hindistan ve Çin gibi yüksek nüfusa sahip ülkelerde nüfusun önemli bir bölümünün uluslararası işlemlere katılmaması nedeniyle oluşturulan modellerde beklenen rezerv seviyesinin yüksek olmasını engellemek amacıyla bu değişkenlerin logaritmasının alınması gerekmektedir.

Rezervlerin Alternatif Maliyeti

Rezervlerin alternatif maliyeti teorik modellerde önemli bir rol oynamaktadır. Ampirik çalışmalarda bu değişken, ülkenin faiz oranıyla ABD tahvil faizleri arasındaki fark olarak modele eklenmektedir. Ancak birçok ampirik çalışma, rezervlerin alternatif maliyetiyle rezerv talebinin arasındaki negatif yönlü olması beklenen ilişkiyi, istatistiki olarak anlamlı bir şekilde sonuçlandıramamıştır. (Flood ve Marion, 2002¹⁶⁸; IMF, 2003¹⁶⁹; Aizenman ve Marion, 2004¹⁷⁰). Aizenman ve Marion'a (2004) göre bu durum, rezervlerin kompozisyonunun tam olarak bilinmemesinden dolayı alternatif maliyetin doğru bir şekilde ölçülememesinden ve 1990'lı yıllara kadar gelişmekte olan ülkelerin büyük bölümünde faiz oranlarının piyasada belirlenmemesinden kaynaklanmış olabilir. Ayrıca bu standart ölçüm, rezerv birikimi amacıyla elde edilen dövizlerin ülke riskine ve uluslararası finans piyasalarına dahil olabilme ölçüsünde farklılaşacak maliyetini yansıtmamaktadır.

Uluslararası İşlemlerin Volatilitesi

Tampon stok modeline göre rezerv seviyesi, uluslararası işlemlerin volatilitesiyle doğru orantılı olarak artacaktır (Frenkel ve Jovanovic, 1981¹⁷¹; Flood ve

¹⁶⁷ Aizenman, Joshua and Nancy Marion, a.g.m. s. 572.

¹⁶⁸ Robert Flood and Nancy Marion, "Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility", IMF Working Paper, WP/02/62, 2002.

¹⁶⁹ International Monetary Fund, "Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High?", **World Economic Outlook**, September 2003, s. 86.

¹⁷⁰ Aizenman ve Marion, a.g.m. s.575.

¹⁷¹ J.A.Frenkel and B.Jovanovic "Optimal International Reserves: A Stochastic Framework", **The Economic Journal**, Vol. 91, No. 362 (Jun.1981), s. 507.

Marion, 2002¹⁷²; Aizenman ve Marion, 2004¹⁷³). Uluslararası işlemlerin volatilitesi, genellikle trendden arındırılmış rezerv değişimleriyle ölçülmektedir. Ancak bu yöntem yanlış sonuçlar verebilmektedir, çünkü bu ölçüm rezervlerin hızla yenilendiği dönemleri ve spekülasyon atakları nedeniyle hızla düştüğü dönemleri de içermektedir (Flood ve Marion, 2002). Alternatif olarak kullanılan bir başka ölçüm tekniği ise ihracat gelirlerinin volatilitesidir.

Döviz Kuru Esnekliği

Savunulması gereken bir kur seviyesi olmadığı ve bu nedenle de döviz piyasalarına müdahale edilmesi ihtiyacı ortaya çıkmadığı durumlarda ülkelerin parasal otoritelerinin rezerv talebi düşmektedir. Ayrıca esnek döviz kuru rejimlerinde, makroekonomik temellerden kopuk suni kur seviyelerinin oluşması daha az rastlanan bir durumdur. Bu nedenle de kurun aşırı değerli veya değersiz seviyelerde tutulmaya çalışıldığı dönemlerde ortaya çıkan dengesizlikler, piyasadaki beklentiler doğrultusunda şekillenen arz ve talebe göre belirlenen esnek kur sisteminde görülmemektedir. Bu açıdan da ekonomi dışsal şoklara daha hazırlıklı bir yapıya sahip olmakta, rezerv talebi düşmektedir.

İthalatın Milli Gelire Oranı

Bu oran, çalışmalarda ülke ekonomilerinin dışa açıklığına ve dışsal şoklara duyarlılığına ilişkin bir gösterge olarak değerlendirilmektedir. Dışa açıklığın arttığı oranda, ülke ekonomisinin şoklara karşı daha dayanıklı olması için rezerv seviyesinin de artması beklenmektedir.

Ülke Kredi Derecesi

Ülke kredi dereceleri, ülkelerin makroekonomik durumlarına ve borç ödeme kapasitelerine ilişkin bilgiler içerdiği için uluslararası yatırımcıların karar alırken dikkate aldıkları en önemli göstergelerden biridir. Düşük kredi derecesine sahip olan

¹⁷² Flood ve Marion, a.g.m. s.22.

¹⁷³ Aizenman ve Marion, a.g.m. s. 572.

ülkelerin, uluslararası sermaye piyasalarından borçlanmakta problemler yaşayabilmeleri nedeniyle yüksek rezerv seviyesine sahip olmaları beklenmektedir.

Kamu Maliyesi

Bütçe dengesinin rezervler üzerindeki etkisine ilişkin farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Aizenman ve Marion (2004)¹⁷⁴ yaptıkları çalışmada oportünist politikacıların mevcut tüketim seviyesini artırma çabalarının ülkenin sahip olduğu uluslararası rezervleri azalttığı sonucuna varmaktadırlar. Bu yaklaşıma göre rezerv seviyesiyle bütçe fazlalıkları arasında pozitif bir ilişki vardır. Diğer taraftan mali açıkların, ülkede bir döviz ve bankacılık krizi riskini artırması nedeniyle, uluslararası rezerv seviyesinin artması beklenmektedir. Bu yaklaşıma göre de rezerv seviyesiyle bütçe fazlalıkları arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.

4.4. Veri Seti

Bu bölümde yapılan ampirik çalışmada 24 gelişmiş, 38 gelişmekte olan olmak üzere toplam 62 ülkenin yıllık verileri kullanılmıştır*. Veriler, IMF'nin Uluslararası Finansal İstatistikler (International Financial Statistics) ve Dünya Bankası'nın Dünya Gelişmişlik Göstergeleri'nden (World Development Indicators) oluşturulmuştur. Veri seti 1980-2008 yılları arasını kapsamaktadır.

Kullanılan değişkenler, regresyon denklemlerinde kullanılan kısaltmalar halinde aşağıda açıklanmaktadır.

RES: Ülkelerin bulundurdukları altın hariç uluslararası rezervlerin, yılsonları itibariyle ABD doları cinsinden değerleridir. Birçok çalışmada (Choi, Sharma, Strömqvist, 2007¹⁷⁵, Aizenman and Marion, 2004¹⁷⁶, IMF,2003¹⁷⁷) uluslararası rezervler büyüklüğü olarak, altın hariç brüt uluslararası rezervler verileri kullanılmıştır.

¹⁷⁴ Aizenman ve Marion, a.g.m. s. 579.

* Regresyon analizine dahil edilen ülkelerin listesi eklere sunulmaktadır.

¹⁷⁵ Choi, Sharma, Strömqvist, a.g.e.

¹⁷⁶ Aizenman and Marion, a.g.e.

¹⁷⁷ IMF, 2003, a.g.e.

Gelişmekte olan ülkelerin önemli bir bölümünde altın, rezervlerin çok küçük bir bölümünü oluşturmakta, bu nedenle yapılan analizlerin niteliğinde önemli bir değişiklik ortaya çıkmamaktadır. Ayrıca çalışma sonuçlarının, altının değerlemesi konusunda meydana gelebilecek farklılıklardan arındırmak amacıyla genellikle bu yöntem tercih edilmektedir.

Rezervler, ABD GSYİH deflatörüne bölünmüş, bu değişkenin logaritmik değerleri regresyona bağımlı değişken olarak dahil edilmiştir. Böylece kullanılan rezerv seviyesinin reel bir değişkene dönüştürülmesi amaçlanmıştır*. (Kaynak: WDI)

GDPDEF: ABD'nin GSYİH deflatörüdür. (Kaynak: WDI)

POP: Ülkenin toplam nüfusedir. Rezerv seviyesiyle pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olması beklenmektedir. (Kaynak: WDI)

GDPPC: Satınalma gücü paritesine göre ABD doları cinsinden kişi başına düşen gayri safi milli hasıladır. Nüfus büyüklüğüne benzer bir değişken gibi gözüktüğü de, hayat standartlarını, refah seviyesini daha iyi yansıtmaları açısından farklılık göstermektedir. Artan refah düzeyiyle birlikte uluslararası işlemlerin ve de rezerv seviyesinin artması beklenmektedir. (Kaynak: WDI)

IMY: İthalatın, gayrisafi milli hasılaya oranıdır. IMY katsayısının beklenen işareti konusunda ekonomi literatüründe farklı görüşler bulunmaktadır. IMY'nin marjinal ithalat eğilimi olarak yorumlanması durumunda bu değişkenin katsayısının negatif, ekonominin dışa açıklığı ve dışsal şoklara karşı kırılganlığı şeklinde yorumlanması durumunda ise pozitif katsayı işareti beklenmektedir. (Kaynak: WDI)

ERVOL12: Ülkelerin kur seviyelerinin SDR karşılıklarının aylık değişimleri hesaplanmıştır. 1980'den itibaren her yıl sonu itibarıyla, son 12 aylık kur değişimlerinin standart sapmaları şeklinde bir bağımsız değişken olarak regresyona dahil edilmiştir. Euroya geçen ülkeler için aylık değişimler, geçtikleri yıldan itibaren euro cinsinden

* Yapılan çalışmalarda rezervler farklı makro büyüklüklere bölünerek regresyona dahil edilmektedir. GSMH, M2, kısa vadeli dış borç kullanılan büyüklüklerden bazılarıdır.

hesaplanmıştır. Rezerv seviyesiyle negatif yönlü bir ilişkiye sahip olması beklenmektedir. (Kaynak: IFS)

CONV: Her bir ülke için yıllar itibariyle IMF'nin, yerli paranın konvertibilitesine ilişkin 8. madde yükümlülüklerini imzaladıkları yıla kadar "0", imzaladıkları yıldan itibaren "1" değerini alan bir değişkendir. (Kaynak: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions¹⁷⁸)

XCOV: Ülke ihracatlarının her yıl için, son 5 yıllık değişim katsayıları (standart sapma / ortalama) hesaplanmıştır. Ülkenin rezerv talebinin, dışsal şoklara karşı tepkisini ölçmeyi amaçlamaktadır. Rezerv seviyesiyle pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olması beklenmektedir. (Kaynak: WDI)

FINCOV: Ödemeler dengesi hesaplarının, finans hesapları altında bulunan doğrudan yabancı yatırım (net), portföy yatırımları (net) ve diğer yatırımlar (net) kalemleri toplanarak her bir ülke için yeni bir seri oluşturulmuştur. Sermaye hareketlerinin son 3 yıllık değişim katsayıları (standart sapma / ortalama) hesaplanmıştır. Ülkenin rezerv talebinin, sermaye hareketlerinin volatilitesine karşı tepkisini ölçmeyi amaçlamaktadır. (Kaynak: IFS)

FINOP: Ödemeler dengesi hesaplarının, finans hesapları altında bulunan doğrudan yabancı yatırım (net), portföy yatırımları (net) ve diğer yatırımlar (net) kalemleri toplanmış, daha sonra bu tutarlar GSMH'ya bölünerek her bir ülke için yeni bir seri oluşturulmuştur. Ülkenin global piyasalarla finansal entegrasyonunun arttığı ölçüde daha fazla rezerv talebinde bulunması beklenmektedir (Kaynak:IFS)

REALDIF: Ülkelerin reel faiz oranları ile ABD reel faiz oranlarıyla arasındaki farktır. Rezervlerin alternatif maliyetine ilişkin bir gösterge niteliği taşıması nedeniyle regresyona dahil edilmiştir. Rezerv seviyesiyle negatif yönlü bir ilişkiye sahip olması beklenmektedir. (Kaynak: WDI)

¹⁷⁸ International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2008

UST2YR: ABD 2 yıllık hazine tahvil faizlerinin, enflasyondan arındırılmış değeridir. Rezervlerin alternatif maliyeti hesaplamalarında kullanılmak amacıyla oluşturulmuş bir seridir. ABD doları cinsinden değerlendirilen rezervlerin getirisinin artması nedeniyle rezerv seviyesiyle pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olması beklenmektedir. (Kaynak: WDI, Federal Reserve Web Sitesi¹⁷⁹)

UST2Y: ABD 2 yıl vadeli hazine tahvil faizleridir. Rezervlerin alternatif maliyeti hesaplamalarında kullanılmak amacıyla oluşturulmuş bir seridir. (Kaynak: Federal Reserve Web Sitesi)

UST10Y: ABD 10 yıl vadeli hazine tahvil faizleridir. Rezervlerin alternatif maliyeti hesaplamalarında kullanılmak amacıyla oluşturulmuş bir seridir. (Kaynak: Federal Reserve Web Sitesi)

M2/GSYİH: M2 tanımlı parasal büyüklüğün, GSYİH'ya oranıdır. M2 tanımlı büyüklüğün yatırımcıların risk algılamalarının olumsuz döndüğü dönemlerde yabancı paraya çevrilmesi ihtimali nedeniyle rezerv talebiyle pozitif bir ilişkisi olması beklenmektedir (Kaynak: WDI)

4.4. Bulgular ve Değerlendirme

Regresyon analizine, teoride en temel rezerv biriktirme faktörleri oldukları düşünülen değişkenlerle başlamak tercih edilmiştir. Tüm veri seti kullanılarak ve ülkelerin homojen oldukları varsayımıyla gerçekleştirilen regresyon sonuçları aşağıdaki tabloda görülmektedir*.

¹⁷⁹ <http://www.federalreserve.gov/>

* Hesaplamalar Eviews 6.0 programında gerçekleştirilmiştir.

Tablo 4.1
Regresyon Sonuçları I

Bağımlı Değişken: LOG(RES/GDPDEF)				
Toplam Gözlem Sayısı: 1547				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t Değeri	Olasılık
LOG(POP)	0,79	0,01	89,18	0,00
LOG(GDPPC)	0,92	0,02	50,27	0,00
IMY	0,58	0,10	5,91	0,00
ERVOL12	-1,54	0,24	-6,47	0,00
R-kare	0,61			
Düzeltilmiş R-kare	0,61			

Regresyon sonuçlarına göre, ABD GSMH deflatörüne bölünerek reel hale dönüştürülen uluslararası rezerv seviyesi ülke nüfusuyla, kişi başına düşen gayrisafi yurtiçi hasılayla ve ithalatın gayrisafi yurtiçi hasılaya oranıyla pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olup, bu değişkenlerdeki artışla birlikte yükselmektedir. Kur volatilitesiyle ise negatif yönlü bir ilişkiye sahiptir. Kurda artan volatiliteler, daha az rezerv talebi anlamına gelmektedir. Bu sonuçlar yukarıda değişkenlere ilişkin yaptığımız açıklamalarda belirtilen beklentilerle uyumludur. Ayrıca regresyona dahil edilen tüm değişkenlerin anlamlılık düzeyleri de oldukça yüksektir. Kurulan bu temel model, uluslararası rezervlerdeki gelişimin yüzde 61'ini açıklama gücüne sahiptir.

Aynı spesifikasyon, bir kez de sabit etkiler modeliyle hesaplanmış, aşağıdaki sonuçlar ortaya çıkmıştır. (Regresyon sonuçlarında her ülke için hesaplanan sabit etkiler tabloda gösterilmemiştir)

Tablo 4.2
Regresyon Sonuçları II

Bağımlı Değişken: LOG(RES/GDPDEF)				
Toplam Gözlem Sayısı: 1547				
White Yöntemiyle				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t Değeri	Olasılık
C	-29.85	9.20	-3.24	0.00
LOG(POP)	2.26	0.49	4.62	0.00
LOG(GDPPC)	1.53	0.18	8.40	0.00
IMY	-0.45	0.15	-3.02	0.00
ERVOL12	-1.30	0.20	-6.53	0.00
R-kare	0,84			
Düzeltilmiş R-kare	0,83			

Panel data analizinde sabit ya da rassal etkiler modellerinden hangisinin kullanılması gerektiğine, Hausman testi yardımıyla karar verilebilmektedir. Bu testin yapılabilmesi için denklem önce rassal etkiler modeliyle hesaplanmakta, daha sonra modelin yanlış kurulmadığı boş hipotezi sınanmaktadır. Bulunan test istatistiği yüksek ise boş hipotez yani rassal etkiler modelinin doğruluğu reddedilmekte, sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğine karar verilmektedir.

Yapılan Hausman testi sonuçlarına göre ki-kare istatistiği 25,4 bulunmuştur. Yüzde 99 güven aralığında sabit etkiler modeli, doğru modeldir.

Sabit etkiler modeli sonuçlarına göre de modelde yer alan bağımsız değişkenler yüzde 99 güven aralığında istatistiki olarak anlamlıdır. Ancak bu modelde IMY değişkeninin katsayısının işaretinin negatif olduğu görülmektedir. Daha önce IMY değişkenine ilişkin açıklamada belirtildiği gibi ekonomi literatüründe değişkenin ülke ekonomisinin dışa açıklığı olarak yorumlanması durumunda pozitif işaretli, marjinal ithalat eğilimi olarak yorumlanması durumunda ise negatif işaretli olması beklenmektedir. Heller'e¹⁸⁰ göre uluslararası rezerv talebi, bir fayda-maliyet analizi olarak ele alınmalı ve optimum rezerv seviyesi marjinal faydanın, marjinal maliyete eşit olduğu noktada belirlenmelidir. Marjinal ithalat eğilimi arttığı ölçüde, dış sektör çarpanı gerileyeceğinden rezervlerin yokluğunda katlanması gereken makroekonomik uyum maliyetleri azalacak, rezerv talebi de gerileyecektir. Dolayısıyla regresyon sonuçlarına göre marjinal ithalat eğilimi olarak yorumlayabileceğimiz IMY değişkeniyle rezerv talebi arasında Heller'in belirttiği şekilde ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

Diğer taraftan sabit etkiler modeline göre hesaplanan regresyonun uluslararası rezervlerdeki değişimi açıklama gücü, ilk modeldeki yüzde 61'den yüzde 84'e yükselmiştir.

¹⁸⁰ Heller, R. (1966) a.g.m. s. 301.

Ekonomide, bir ülke parasının döviz piyasalarında diğer ülke paralarına çevrilebilmesi özelliğine konvertibilite denilmektedir. Finans literatürüne göre bir para biriminin konvertibl olabilmesi için gerekli koşullar şunlardır¹⁸¹;

- 1) Ülkede yasalara göre serbest bir döviz piyasası bulunmalıdır.
- 2) Bu döviz piyasasında bankalar ve diğer yetkili kuruluşlar herkese diledikleri miktarda döviz satabilir ve arz edilen dövizleri satın alabilirler.
- 3) Konvertibilite ile döviz kurunun sabit veya değişken olması arasında bir ilişki yoktur.
- 4) Konvertibl paranın mutlaka uluslararası ödemelerde kullanılan paralardan olması gerekmektedir.

Ülkeler kambiyo mevzuatlarında yaptıkları düzenlemelerle kendi paraları cinsinden yapılacak işlem türlerini sınırlayabilmektedirler. Örneğin bir ülke cari işlemlerden doğan döviz kazançları karşılığında alınan yabancı paraların yerli paraya dönüştürülmesine izin verirken, yurtdışından kredi olarak döviz getirilip yerli paraya dönüştürülmesini engelleyen bir mevzuata sahip olabilmektedir. Bu açılardan tüm para birimleri için tam olarak konvertibl ya da olmadıkları şeklinde kesin bir yargıya varmak her zaman mümkün olamamaktadır.

Ancak konvertibilitenin genel kabul gören kuralı, ilgili ülkenin resmi olarak Uluslararası Para Fonu ana sözleşmesinin 8. madde 2, 3 ve 4. bölümlerine ilişkin yükümlülükleri kabul etmiş olmasıdır. 8. maddenin imzalanmasıyla ülkeler kendi para birimlerinden yapılan işlemlerin önemli bir bölümünde serbestleştirmeye gitmektedirler. Konvertibilitenin, ülkelerin uluslararası rezerv talebi üzerinde etkisini araştırmak üzere IMF'nin her yıl yayınlanan "Döviz Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları Yıllık Raporu"ndan, veri setine dahil olan ülkelerin 8. maddeyi kabul tarihleri esas alınarak CONV değişkeni oluşturulmuştur. "CONV" değişkeni, ülkelerin bu maddeyi imzalamadıkları dönemlerde "0", kabullerini izleyen yıldan itibaren ise "1" değerini alan bir kukla değişkendir.

¹⁸¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Yayınları, 2001.

Aşağıda regresyon denkleminde bu değişkenin de eklenmesiyle elde edilen sonuçlar gösterilmektedir.

Tablo 4.3
Regresyon Sonuçları III

Bağımlı Değişken: LOG(RES/GDPDEF)				
Toplam Gözlem Sayısı: 1528				
White Yöntemiyle				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t Değeri	Olasılık
C	-21.59	8.45	-2.55	0.01
LOG(POP)	1.88	0.44	4.28	0.00
LOG(GDPPC)	1.27	0.19	6.57	0.00
IMY	-0.35	0.17	-2.02	0.04
ERVOL12	-1.23	0.17	-7.18	0.00
CONV	0.62	0.08	7.80	0.00
R-kare	0.85			
Düzeltilmiş R-kare	0.84			

Tabloda görüldüğü gibi CONV değişkeni pozitif işaretli ve istatistiki olarak anlamlıdır. Modelin rezerv seviyesini açıklama gücü de bir miktar artmıştır. Bu sonuçlara göre ülkelerin ödemeler dengesi kalemleriyle ilgili olarak serbestleştirme yönünde attıkları adımlar ülkeleri daha temkinli davranmaya, rezervlerini artırmaya yönelmektedir.

Ülke rezervlerinin, dış sektörlerle ilişkilere duyarlılığını test etmek amacıyla CONV dışında oluşturulan FINOP ve FINCOV değişkenlerinin modele dahil edilmesiyle elde edilen sonuçlar aşağıdadır. Bu sonuçlara göre ödemeler dengesinin sermaye hareketleri bölümündeki toplam tutara ilişkin FINOP değişkeniyle rezervler arasında ilişki kurulamazken, bu tutarın volatilitesine ilişkin FINCOV değişkeni istatistiki olarak anlamlı çıkmaktadır.

Tablo 4.4
Regresyon Sonuçları IV

Bağımlı Değişken: LOG(RES/GDPDEF)				
Toplam Gözlem Sayısı: 1261				
White Yöntemiyle				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t Değeri	Olasılık
C	-46.01	7.38	-6.24	0.00
LOG(POP)	3.06	0.41	7.51	0.00
LOG(GDPPC)	1.78	0.17	10.37	0.00
IMY	-0.37	0.17	-2.20	0.03
ERVOL12	-1.11	0.42	-2.64	0.01
FINCOV	0.001	0.00	2.40	0.02
FINOP	-0.11	0.11	-1.02	0.31
R-kare	0,83			
Düzeltilmiş R-kare	0,82			

Rezervlerin volatilitésinin de, ülkelerin rezerv taleplerini artırıcı bir unsur olarak regresyonlarda anlamlı ve pozitif işaretli olmaları beklenmektedir. Rezerv volatilitésini yerine ihracat gelirleri volatilitésini de kullanılabilmektedir. IMF (2003)¹⁸² ve Aizenman ve Marion (2004)¹⁸³ tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda ihracat gelirleri volatilitésinin katsayı değerleri istatistiki olarak anlamlı çıkmamıştır. Regresyonda kullanılan değişkenlere “XCOV” değişkeninin de eklenmesi suretiyle ortaya çıkan sonuçlar aşağıdadır.

Tablo 4.5
Regresyon Sonuçları V

Bağımlı Değişken: LOG(RES/GDPDEF)				
Toplam Gözlem Sayısı: 1511				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t Değeri	Olasılık
C	-20,59	7,89	-2,61	0,08
LOG(POP)	1,84	0,41	4,49	0,00
LOG(GDPPC)	1,19	0,18	6,55	0,00
IMY	-0,28	0,17	-1,57	0,12
ERVOL12	-1,17	0,19	-6,17	0,00
CONV	0,59	0,08	7,57	0,00
XCOV	1,45	0,40	3,58	0,00
R-kare	0,85			
Düzeltilmiş R-kare	0,84			

¹⁸² IMF, 2003. a.g.m. s. 85.

¹⁸³ Aizenman ve Marion, 2004, a.g.m. s. 573.

Yapılan Hausman testi sonuçlarına göre ki-kare istatistiği 22,8 çıkmıştır. Bu sonuca göre yüzde 99 güven aralığında sabit etkiler modeli, doğru modeldir.

Yukarıda bahsedilen çalışmaların aksine, teorik olarak kabul gören ihracat gelirlerinin yüksek volatilitésinin ülkelerin düşük ihracat geliri elde edilen dönemlerde oluşabilecek makroekonomik maliyetleri azaltmak amacıyla daha fazla rezerv bulunduracakları savı, modelin sunduğu sonuçlara göre doğrulanabilmektedir. Ancak bu modelde IMY değişkeni, istatistiki anlamlılığını yitirmektedir.

Uluslararası rezervlerin alternatif maliyeti de, teorik modellerde rezerv talebini etkileyen temel unsurlardan biridir. Alternatif maliyetin arttığı ölçüde rezerv talebinin düşmesi beklenmektedir. Ancak ampirik çalışmalarda bu bağ kurulamamaktadır. IMF'nin çalışmasında¹⁸⁴ daha önce yapılan ampirik çalışmalarda olduğu gibi, kendi kurdukları modelin sonuçlarına göre de rezerv talebiyle alternatif maliyet arasında bir ilişki kurulamadığı belirtilmektedir. Aizenman ve Marion'un¹⁸⁵ çalışmalarında da hemen tüm ampirik çalışmaların bu baği kuramadığından bahsedilmekle birlikte, Ben-Bassat ve Gottlieb'in¹⁸⁶, alternatif maliyetin doğru ölçümü problemini çözerek İsrail için böyle bir sonuca ulaşabildikleri belirtilmektedir. İdeal alternatif maliyetin, bir yatırım sonucu elde edilebilecek en yüksek marjinal verimlilik ile rezervlerin getirisi arasındaki fark olarak tanımlanabileceğini, ancak gelişmekte olan ülkeler için böyle bir veriye kesin olarak ulaşılmasının imkansız olduğundan bahsetmektedirler. Aizenman ve Marion¹⁸⁷, kendi çalışmalarında alternatif maliyet için ülke faiz oranları ile ABD Hazine tahvil getirileri arasındaki farkı kullanmış, ancak bu değişkenin rezerv talebi üzerinde herhangi bir etkisi olduğu sonucuna ulaşamamışlardır. Bu tarz ölçümlerle sonuç alınamamasını şu nedenlerle açıklamaktadırlar; (1) gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda faiz oranları 1990'lı yıllara kadar piyasada belirlenmemiştir (2) uluslararası rezerv getirisini hesaplamak için tüm rezervlerin ABD doları cinsinden değerlendirildiği varsayılmakta ve ABD tahvil getirileri kullanılmaktadır. Ancak tam bir sonuca ulaşabilmek için rezerv kompozisyonunun da bilinmesi, farklı para birimlerinin

¹⁸⁴ IMF, 2003, a.g.m. s. 86.

¹⁸⁵ Aizenman ve Marion (2004), a.g.m. s. 575.

¹⁸⁶ Avraham Ben-Bassat and Daniel Gottlieb "Optimal International Reserves and Sovereign Risk" **Journal of International Economics** 33, 1992, s. 356.

¹⁸⁷ Aizenman ve Marion (2004), a.g.m. s. 575.

getirileri de dikkate alınmalıdır. (3) faiz farklılıklarının kullanıldığı yöntem, tam anlamıyla alternatif maliyet ölçümü için kullanılabilecek yöntem olmayabilir.

Redrago ve diğerleri (2006)¹⁸⁸, yaptıkları çalışmada alternatif maliyetin doğru ölçümüne ilişkin problemlerden dolayı 10 yıllık ABD hazine tahvil faizlerini kullanmışlardır. İdeal ölçüm olan, rezervlerin kullanılabileceği en verimli yatırımların getirisi ile rezervlerin gerçek getirisi arasındaki farkın hesaplanmasının kamuoyuna açıklanan bilgilerle hemen hemen imkansız olması nedeniyle bu yöntemi tercih etmişlerdir. Diğer tüm koşullar sabitken, rezervlerin getirisi için iyi bir gösterge olduğunu düşündükleri 10 yıllık hazine tahvil faizlerindeki artışın, rezerv birikimi üzerinde pozitif bir etkisi olacağını varsaymışlardır.

Alternatif maliyetin rezerv talebi üzerinde belirleyici olup olmadığının saptanabilmesi amacıyla 2 değişken oluşturulmuştur. Bunlardan birincisi ülkenin reel faiz oranı ile ABD reel faiz oranı arasındaki farktır. Özellikle 1990'lı yıllarla birlikte finansal deregülasyonun artması nedeniyle ülkelerin reel faiz oranlarının, ülkede yapılacak yatırımların risklerini ve beklenen getirilerini yansıttığı, bu nedenle arttığı ölçüde rezerv talebinin azalacağı düşünülmektedir. Diğer taraftan ABD reel faizlerinin artması da bu ülke yatırım araçlarının cazibesini ve dolayısıyla rezerv talebini artıracaktır. 2008 yılı itibarıyla rezervlerin yüzde 64'lük bölümünün ABD doları cinsinden değerlendirilmesi nedeniyle*, ABD doları cinsinden getirilerin, rezerv getirilerini önemli ölçüde yansıtacağı düşünülmektedir. Bu nedenle her 2 reel faiz oranı arasındaki farkın alınmasıyla oluşturulan değişkenin, rezerv talebiyle negatif bir ilişkiye sahip olacağı beklenmektedir.

Oluşturulan ikinci değişken ise Redrago ve diğerlerinin çalışmasında kullanılan yöntemle benzer şekilde, ancak 10 yıllık tahvil faizleri yerine 2 yıllık tahvil faizleri kullanılarak ve bu faiz oranları reel oranlara dönüştürülerek oluşturulmuştur. Ülkeler genellikle rezervlerini daha çok likit ve güvenli yatırım araçlarında değerlendirmeyi tercih etmektedirler. Birçok ülke merkez bankasının daha likit varlıklar olması

¹⁸⁸ Redrago ve diğ. (2006), a.g.m. s. 69.

* IMF tarafından "COFER" adı altında yayınlanan istatistiklere ilişkin bilgiler, tezin "2.4. Uluslararası Rezervlerin Döviz Kompozisyonu" bölümünde verilmektedir.

nedeniyle daha kısa vadeli kağıtları tercih edeceği, bu kısa vadeli getirilerin boyutunun da alternatif maliyet veri iken rezerv birikimini daha az ya da çok cazip hale getireceği düşünülmektedir. ABD tahvil piyasası da dünyanın en derin sabit getirili menkul kıymet piyasalarından biri olarak ülkelere, acilen ihtiyaç duydukları durumlarda yabancı para varlıklarını en hızlı şekilde nakde dönme imkanını sağlamaktadır. Bu nedenle, önemli bir bölümünün muhafazakar yatırım stratejileriyle değerlendirildiği düşünülen rezervlerin getirisini 2 yıllık tahvil getirilerinin en yakın şekilde yansıtabileceği düşünülmektedir. Ayrıca Redrago ve diğerlerinin kullandığı yöntemin aksine, 2 yıllık faizler ABD tüketici enflasyonundan arındırılarak reel hale getirilmiştir. Reel faiz düzeyinin ülke tercihlerini yönlendirme açısından daha önemli bir gösterge olacağı düşünülmektedir.

Oluşturulan 2 değişken dışında yukarıda bahsedilen çalışmalarda olduğu gibi ABD 2 ve 10 yıllık hazine tahvil faizlerinin istatistiki anlamlılıkları da regresyon analizinde ayrıca incelenmiştir.

Bahsedilen 4 değişkenin, oluşturduğumuz modele ayrı ayrı eklenmesiyle ulaşılan regresyon sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Tabloda, her birinde farklı bir alternatif maliyet değişkeninin modele eklendiği 4 farklı denklemin sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 4.6
Regresyon Sonuçları VI

Değişken	Kats. Olasılık		Kats. Olasılık		Kats. Olasılık		Kats. Olasılık		Kats. Olasılık	
C	-20,59	0,08	-20,82	0,01	-9,98	0,05	-12,71	0,01	-13,95	0,02
LOG(POP)	1,84	0,00	1,76	0,00	1,42	0,00	1,54	0,00	1,60	0,00
LOG(GDPPC)	1,19	0,00	1,39	0,00	0,81	0,00	0,89	0,00	0,92	0,00
IMY	-0,28	0,12	-0,57	0,00	-0,29	0,17	-0,33	0,12	-0,33	0,12
ERVOL12	-1,17	0,00	-0,87	0,00	-1,12	0,00	-1,15	0,00	-1,15	0,00
CONV	0,59	0,00	0,59	0,00	0,61	0,00	0,61	0,00	0,60	0,00
XCOV	1,45	0,00	0,98	0,00	1,22	0,00	1,34	0,00	1,34	0,00
REALDIF			0,54	0,10						
UST2YR					-2,16	0,10				
UST2Y							0,01	0,55		
UST10Y									0,01	0,54
R-kare	0,86		0,89		0,86		0,85		0,85	
Düzeltilmiş R-kare	0,85		0,88		0,85		0,84		0,84	
Toplam Gözlem Sayısı:	1511		1247		1465		1511		1483	

Yukarıdaki sonuçlardan görüldüğü gibi UST2Y ve UST10Y değişkenlerinin katsayıları beklendiği gibi pozitif işaretli olmakla birlikte istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır. ABD 2 ve 10 yıllık hazine tahvil faizleriyle rezerv talebi arasında bir ilişki kurulamamaktadır. REALDIF ve reel hale dönüştürülmüş 2 yıllık hazine tahvil faizleriyle ilişki ise hem katsayının işareti açısından beklendiği gibi çıkmamış, hem de istatistiki olarak anlamlılıkları yeterli görülmemiştir. Alternatif maliyetin rezerv talebi üzerindeki etkisi, ilerleyen bölümde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayrı ayrı ele alınarak incelenecektir.

Rezerv talebinin üzerinde etkili olabileceği düşünülen bir başka gösterge de, M2 tanımlı parasal büyüklüğün, GSYİH'ya oranıdır. Ekonomide beklentilerin kötüleştiği dönemlerde yerli yatırımcılar, yerli para cinsinden mali varlıklarını elden çıkarıp yabancı para varlıklara yönelebilmektedir. Ülke parasal otoritelerinin bu nedenle artabilecek döviz talebini karşılayabilmek amacıyla rezerv talebini de artırabilecekleri düşünülmektedir. Ancak regresyon sonuçlarına göre, bu değişken istatistiki olarak anlamlı çıkmamaktadır. IMF (2003)¹⁸⁹ çalışmasında da aynı sonuca ulaşılmıştır.

Yukarıda tüm veri seti için gerçekleştirilen regresyonlar sonrasında modellerde kullanılan değişkenler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayrımı yapılarak tekrar incelenmiştir. Buradaki amaç, uluslararası rezerv talebinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak farklılıklar gösterip göstermediğinin araştırılmasıdır. Bu amaçla bir gelişmekte olan ülke kukla değişkeni oluşturulmuş (DUMEM), gelişmekte olan ülkeler için bakıldığında regresyon katsayılarında belirgin bir değişikliğin gerçekleşip gerçekleşmediği araştırılmıştır. Buna ilişkin regresyon sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

¹⁸⁹ IMF, 2003, a.g.m. ss. 85-86.

Tablo 4.7
Regresyon Sonuçları VII

Bağımlı Değişken: LOG(RES/GDPDEF)				
Toplam Gözlem Sayısı: 1486				
White Yöntemiyle				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t Değeri	Olasılık
C	-7.99	3.25	-2.46	0.01
LOG(POP)	1.63	0.71	2.31	0.02
LOG(POP)*DUMEM	-0.78	0.92	-0.85	0.40
LOG(GDPPC)	0.50	0.19	2.64	0.01
LOG(GDPPC)*DUMEM	1.12	0.23	4.81	0.00
IMY	-1.98	0.71	-2.80	0.01
IMY*DUMEM	1.92	0.77	2.51	0.01
ERVOL12	-0.09	0.49	-0.18	0.86
ERVOL12*DUMEM	-0.78	0.49	-1.59	0.11
CONV	0.63	0.16	3.91	0.00
CONV*DUMEM	-0.39	0.18	-2.17	0.03
XCOV	1.09	0.39	2.81	0.01
XCOV*DUMEM	0.07	0.48	0.15	0.88
REALDIF	3.55	0.93	3.83	0.00
REALDIF*DUMEM	-3.23	0.92	-3.51	0.00
R-kare	0,90			
Düzeltilmiş R-kare	0,89			

Gelişmekte olan ülkeler için kukla değişkenlerin kullanıldığı regresyon sonuçlarında bazı noktalar dikkati çekmektedir. ERVOL12 değişkeni, katsayı işareti bakımından beklendiği gibi yine negatif değer alırken, istatistiki olarak anlamlılığını yitirmiştir. POP ve XCOV değişkenlerinde ise her iki ülke grubu arasında bir fark gözlenmemektedir.

Gelişmekte olan ülke kukla değişkeniyle çarpılmış GDPPC katsayısı, istatistiki olarak anlamlı ve pozitif işaretlidir. Redrago ve diğerleri (2006)¹⁹⁰ tarafından yapılan çalışmada ülke rezerv seviyesiyle ülkenin gelişmişlik düzeyleri arasında ters U şeklinde bir ilişki olduğu gözlenmiştir. Elde ettiğimiz sonuçların söz konusu çalışma sonuçlarıyla da uyumlu olduğu düşünülmektedir. Daha az gelişmiş ülkeler, ticari ve finansal anlamda dış dünyadan daha kopuk oldukları için, sigorta amaçlı döviz rezerv talepleri düşmektedir. Ayrıca bu ülkelerin gelişmişlik düzeyleri de çok gerilerde olduğu için muhtemelen kıt olan kaynaklarını rezerv olarak tutmalarının alternatif maliyeti de

¹⁹⁰ Redrago ve diğ. (2006), a.g.m. s. 82.

yüksek olacaktır. Diğer uçta yer alan gelişmiş ülkeler için ise bir dışsal şokla karşılaştıkları durumda uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma kabiliyetleri görece olarak daha yüksek olduğu için daha az rezerv bulundurmanın maliyeti, diğer ülkelere oranla çok daha düşük olmaktadır. Bu iki ülke grubunun arasında bulunanlar ise gelişmişlik ve dışa açıklık düzeyleri oranında daha yüksek bir rezerv talebinde bulunmaktadırlar. Çünkü dış dünyayla ticari bağları ilk gruptaki ülkeler göre daha güçlü olup, sınırlı da olsa uluslararası sermaye piyasalarından borçlanabilmektedirler. Ancak bir dışsal şoka maruz kaldıkları dönemlerde rezerv bulundurmadıkları takdirde katlanmak zorunda oldukları makroekonomik uyum maliyetleri çok yüksek olabilmektedir.

Gelişmekte olan ülke kukla değişkeniyle çarpılmış IMY, CONV ve REALDIF değişkenlerinin katsayıları istatistiki olarak anlamlı, ancak genel denklemin tersi yönde işaretlere sahiptirler.

Regresyonlar bir de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayrılarak gerçekleştirilmiş, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 4.8
Regresyon Sonuçları VIII

Değişken	Gelişmiş Ülkeler				Gelişmekte Olan Ülkeler			
	Katsayı	Std. Hata	t Değeri	Olasılık	Katsayı	Std. Hata	t Değeri	Olasılık
C	-23.22	4.86	-4.78	0.00	26.90	7.27	3.70	0.00
LOG(POP)	2.66	0.35	7.69	0.00	-0.81	0.35	-2.31	0.02
LOG(GDPPC)	0.15	0.25	0.59	0.55	1.06	0.20	5.35	0.00
IMY	-0.01	0.00	-4.48	0.00	-0.87	0.19	-4.48	0.00
ERVOL12	-0.65	0.55	-1.19	0.23	-0.63	0.16	-3.91	0.00
CONV	0.65	0.09	7.47	0.00	0.17	0.07	2.24	0.03
XCOV	0.86	0.64	1.35	0.18	0.72	0.26	2.75	0.01
REALDIF	2.49	0.58	4.29	0.00	0.31	0.30	1.03	0.30
Gözlem Sayısı	554				717			
R-kare	0,92				0,92			
Düzeltilmiş R-kare	0,91				0,91			

Ülkeleri gelişmişlik düzeyine göre gruplandığımızda ana denklem katsayıları ve istatistiki anlamlılık düzeyleri açısından birkaç farklılık ortaya çıkmaktadır. Bu analiz, uğranılan gözlem kayıpları nedeniyle çok tercih edilmemekle birlikte, bazı değişkenlerin katsayıları arasındaki farkları gözlemlemek açısından yararlı görülmektedir.

POP değişkeni gelişmiş ülkeler için ana denklemde olduğu gibi pozitif işaretli iken, gelişmekte olan ülkeler için negatif işaretlidir. İstatistiki olarak da anlamlı olan katsayının eksi işaretli olmasının nedeninin, görece olarak dışa kapalı, yüksek nüfuslu ve yoksul ülkelerin etkisinden kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir.

ERVOL12 değişkeninin katsayısı gelişmiş ülkeler için istatistiki olarak anlamsız çıkmakta iken, gelişmekte olan ülkeler için anlamlı ve yine negatif işaretlidir. Gelişmiş ülkelerin büyük bölümü, 1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin çökmesi sonrasında dalgalı kur rejimine geçmiştir. Dolayısıyla veri setinin başlangıcının 1980 yılı olması nedeniyle gelişmiş ülke kurlarıyla rezerv talepleri arasında anlamlı bir ilişki gözlenemediği düşünülmektedir. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerin birçoğunun veri setinin içerdiği dönemde dalgalı kur rejimine geçtiği ve esnek kur rejimine geçişin rezerv talebi üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna varılmaktadır. GDPPC, IMY ve CONV değişkenlerinin katsayıları ve anlamlılıkları her iki ülke grubu için de aynı çıkmaktadır.

Ülkelerin dış dünyayla ticari ilişkilerindeki volatilitiyi gösteren XCOV değişkeninin katsayısı, gelişmiş ülkelerde anlamsız iken, gelişmekte olan ülkelere pozitif ve anlamlıdır. Tüm veri setiyle yapılan analizde de aynı sonuca ulaşılmıştı. Bu sonuçlara göre gelişmekte olan ülkeler, ihracat gelirlerindeki dalgalanmalara karşı daha yüksek bir rezerv talebinde bulunmaktadırlar. Ancak hatırlanmalıdır ki gelişmekte olan ülkeler kukla değişkeni kullanarak yaptığımız analizde aynı sonuca ulaşamamıştır.

Ülkelerin gruplandırılmasıyla yapılan regresyon analizlerinde ortaya çıkan bir başka durum da, alternatif maliyetin rezerv talebi üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla oluşturulan REALDIF değişkeninin katsayısının, gelişmiş ülkeler için istatistiki olarak anlamlı ancak pozitif çıkmasıdır. Daha önce vurgulandığı gibi teorik olarak, ülke ve

ABD reel faizler arasındaki fark olarak alınan alternatif maliyetin arttığı ölçüde rezerv talebinin azalması beklenmekteydi. Gelişmiş ülkelerin borçlanma maliyetleri içinde risk primleri, gelişen ülkelere oranla çok daha düşük bir paya sahiptir. Bu nedenle gelişmiş ülkelerde yüksek faiz dönemlerinin, bir geri ödememe veya diğer risklerdeki artışlardan daha çok, ekonomide genişlemenin hızlandığı ve para politikasının anti enflasyonist bir çizgide sürdürülmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Dolayısıyla yüksek faiz ülke parası cinsinden yatırım araçlarının cazibesini artırmakta, sermaye akımları artmaktadır. Bu sermaye akımlarının bir bölümü ise çeşitli kanallardan uluslararası rezervlerin artması sonucunu doğurabilmektedir. Örneğin böyle bir durumda parasal otoritenin kurun aşırı değerlenmesini önlemek amacıyla yapmak zorunda kalacağı döviz piyasası müdahaleleri, rezervlerin yükselmesi sonucunu doğuruyor olabilir. Bu açıdan REALDIF değişkeninin, gelişmiş ülkelerin alternatif maliyetine ilişkin, dolayısıyla rezerv talebini azaltması gereken bir değişken olarak değerlendirilmemesi gerektiği sonucuna varılmaktadır.

SONUÇ

İkinci Dünya Savaşı sonrası Bretton Woods'ta oluşturulan ilkelerle belirlenen uluslararası para sistemi çerçevesinde uluslararası rezerv talebi üzerindeki tartışmalar daha çok makroekonomik uyum problemleri üzerinde yoğunlaşmıştır. Bir ülkenin dış ticaretinde dengesizlik yaşaması ve ödemeler dengesi açığıyla karşılaşması durumunda gerçekleşen şokların etkilerini hafifletebilecek miktarda rezerv seviyesine sahip olmasının ülkenin derin bir ekonomik daralma yaşamasını önleyebileceği, bu nedenle ülkenin kendi ekonomik yapısının gerektirdiği boyutta rezerv seviyesine sahip olması gerektiği öngörülmüştür. 1980 ve 1990'lu yıllarda teknolojik ilerlemenin de yardımıyla finansal küreselleşmenin ivme kazanmasının ve gelişmiş ülkelerin ardından gelişmekte olan ülkelerin de kambiyo ve finansal alanlarda serbestleştirme yolunu tercih ederek sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmalarının ardından gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda döviz kuru ve bankacılık krizleri yaşanmış, bu krizler derin ekonomik daralmalara yol açmıştır. Yaşanılan krizlerden sonra uluslararası rezerv talebi üzerindeki belirleyici etki, ödemeler dengesinin cari denge kalemlerinden sermaye ve finans hesaplarına kaymıştır. Dış finansman koşullarının aşırı oynaklığı, bulaşma etkisi ve sermaye hareketlerinin aniden kesilmesi ihtimalleri nedeniyle ortaya çıkabilecek olağandışı piyasa koşullarına karşı hazırlıklı olmak amacıyla gelişmekte olan ülkeler özellikle ihtiyat amaçlı taleplerle, rezerv seviyelerini artırma yoluna gitmişlerdir.

Ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervlerin seviyesi 2009 yılı sonu itibariyle 8,5 trilyon ABD doları düzeyine ulaşmıştır. Toplam rezerv seviyesinin artışında en çarpıcı rakamların gözlendiği dönem 2002-2007 yılları arası olmuştur. 2001 yılı sonunda 2,1 trilyon dolar düzeyinde olan uluslararası rezervler 2007 yılı sonunda yaklaşık 3 kat artarak 6,7 trilyon dolara ulaşmıştır. Rezervlerin yalnızca mutlak seviyesi değil, GSYH'ya oranları da önemli ölçüde artmıştır. 1960'lı yıllarda yüzde 2'ler düzeyindeki oran, 1970 ve 1980'li yıllarda yüzde 4'ler civarında seyretmiş, 2000 sonrası dönemde ise hızla yükselerek yüzde 10'u aşmıştır.

2002-2007 yılları arasında gerçekleşen uluslararası rezerv artışının önemli bir bölümü, gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) rezervlerindeki artışlardan kaynaklanmıştır. 1988 yılında % 24 olan GOÜ payı 2004 yılında gelişmiş ülkelere eşitlenmiş, 2008 yılı

sonu itibariyle ise % 63'e ulaşmıştır. Bu artışta en çok paya gelişmekte olan Asya ülkeleri sahiptir. 2002-2007 döneminde gerçekleşen toplam 5,193 milyar dolarlık rezerv artışının yüzde 38'lik bölümü Asya ülkelerince gerçekleştirilmiştir.

Son yıllarda hızlanan rezerv birikiminde enerji fiyatlarındaki artışın da önemli bir katkısı olmuştur. Global büyümenin yarattığı talep artışı ve arzda yaşanan sıkıntılar nedeniyle 2000'li yılların başından itibaren petrol ve petrole endeksli doğalgaz gibi enerji kaynaklarının fiyatlarında meydana gelen hızlı artışlar, Suudi Arabistan, Rusya ve bazı Ortadoğu ülkeleri başta olmak üzere bu ürünleri ihraç eden ülkelerin uluslararası rezervlerinde önemli artışlara yol açmıştır.

2002 yılından itibaren gelişmekte olan ülke ekonomilerinde geleneksel yeterlilik seviyelerinin çok daha üzerinde artan uluslararası rezerv birikimleri, bu birikimlere sahip olan ülkeleri alternatif yatırım arayışlarına yöneltmiştir. Merkez bankaları nezdinde muhafazakar yatırım stratejileriyle değerlendirilen tutarların bir bölümünün, daha agresif stratejiler izleyen fonlara aktararak getiri oranlarının yükseltilmesi amaçlanmıştır. Bu fonlar "ülke yatırım fonları" (ÜYF) olarak adlandırılmaktadır. IMF tarafından 2007 yılında yapılan hesaplamalara göre toplam büyüklükleri 3 trilyon ABD dolarına ulaşan ve 2012 yılında 10 trilyon dolara ulaşması beklenen ÜYF'ler tarafından yönetilen fonların, uluslararası piyasalarda meydana gelen kayıplar nedeniyle 2008 yılı sonunda 2,3 trilyona gerilediği ve toplam fonlarındaki artışın daha önce öngörülenin gerisinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Rezerv seviyesindeki gelişim, genel kabul görmüş rezerv yeterliliği rasyoları açısından da incelenmiştir. Rezervlerin aylık ithalat cinsinden değerleri, bir ülkenin hiç döviz geliri elde edemediği durumda kaç aylık ithalatını karşılayabilecek bir rezerv seviyesine sahip olduğunu göstermektedir. Genel kabul gören kural 3 ay olmakla birlikte 2007 itibariyle toplam rezervler 10,7 aylık, orta gelir grubu ülkelerinin rezervleri ise 13,7 aylık ithalatı karşılayabilecek düzeye erişmiştir. Doğu Asya ülkeleri için bu gösterge 15,2 aya ulaşmıştır. Diğer bir gösterge olan kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranının, Greenspan-Guidotti kuralı olarak anılan kurala göre yüzde 100'ü aşmaması gerekmektedir. Yaşanılan finansal krizler sonrasında en çok önem verilen ülke kırılmalı göstergelerinden biri haline gelen rasyonun ülke bazında

yapılan hesaplamalara göre Çin ve Malezya'da 1970'lerden bu yana hiç yüzde 100'ün üzerine çıkmadığı, ancak diğer gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda 1980 ve 1990'lı yıllarda tersi bir durum yaşandığı görülmüştür. 1990'lı yılların başında Tayland, Filipinler, Hindistan, Endonezya gibi Asya ülkelerinde ve hemen tüm büyük Latin Amerika ülkelerinde yüzde 100'ü aşan oran, kabul edilebilir sınırlara 1990'lı yılların ikinci yarısında çekilebilmiştir. Finansal kriz ortamlarında ülkedeki yerleşiklerin yatırım tercihlerini yabancı para cinsinden varlıklara yöneltebilmeleri nedeniyle rezerv seviyesinin, M2 tanımlı para arzının en azından yüzde 10'u düzeyinde olmasına ilişkin göstergeye göre, incelenen tüm ülkelerin yeterli düzeyde rezerv bulundurduğu görülmüştür. Bu farklı göstergeleri bir araya toplayan ve ülkenin risk primini de dikkate alan bir yaklaşım geliştiren Wijnholds ve Kapteyn yöntemine göre 2006 yılı sonu itibarıyla inceleme konusu yapılan gelişmekte olan ülkelere yalnızca Romanya'nın rezervleri yeterli düzeyde değildir.

Türkiye 1980'li yıllara dek sıkı döviz kontrollerinin uygulandığı, ülke yerleşiklerinin döviz üzerinden işlem yapma yetkilerinin çok kısıtlı olduğu bir kambiyo mevzuatına sahip olmuştur. Bu dönemde ülkenin kısıtlı döviz kaynaklarının tamamının kontrolü Merkez Bankası'nda olmuş, bu kaynaklar kısa vadeli ihtiyaçların giderilmesinde kullanılmıştır. Ardından gelen liberalizasyon döneminde uygulanan kur rejimleri ya kur ve enflasyon makasının çok fazla açılmamasını hedeflemiş, ya da doğrudan artış oranları önceden belirlenmiş, bir anlamda sabit döviz kuru rejimleri olmuştur. Bu tür dönemlerde hedeflenen kur seviyelerine ulaşılabilmesi için piyasalara sık sık müdahalelerin yapılması nedeniyle rezervlerin öncelikle likit olması gereği doğmuştur. Ancak 2001 krizi sonrasında geçilen dalgalı kur rejimi, bu ihtiyacı ortadan kaldırmış, rezerv yönetimine bir ölçüde esneklik kazandırmıştır. Günümüzde Merkez Bankası; para ve kur politikalarını desteklemek, piyasalara güven vermek, T.C. Hükümeti'nin döviz cinsi üzerinden iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, dışsal şoklara karşı gerekli döviz likiditesini bulundurmak gibi amaçlara yönelik olarak döviz rezervi tutmaktadır. Tutulan rezerv miktarı, uygulanan kur rejimi, döviz üzerinden ülke yükümlülüklerinin miktarı, yaşanabilecek dışsal şokların muhtemel büyüklüğü, ortaya çıkma olasılığı ve sıklığı ile yakından ilişkilidir. Uygulanmakta olan dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kurları bir politika aracı ya da hedef değildir ve piyasadaki arz ve talep

koşulları tarafından belirlenmektedir. Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise uygulanan para ve maliye politikaları, uluslararası gelişmeler, ekonomik temeller ve bekleyişlerdir.

1970'li yıllarda süren ekonomik krizler ve döviz sıkıntıları sonucunda 1981 yılında 1 milyar dolar düzeyinde bulunan rezervler, Türkiye ekonomisinin dışa açılması ve artan sermaye hareketleriyle 1990'lı yılların sonunda 20 milyar doların üzerine çıkmıştır. 2001 krizine gidilen süreçte bir miktar azalan rezervler sonraki dönemde artmaya devam ederek 2008 yılı sonunda 74 milyar dolara ulaşmıştır. 1980'li yılların başında GSMH'nin yüzde 2'si düzeyinde olan rezervler, 1990'ların ikinci yarısında yüzde 10 düzeyini aşmıştır. Sonraki dönemlerde dalgalı bir seyir izlese de 2000'li yıllarda genellikle GSMH'nin yüzde 10-12'si düzeyinde kalmıştır.

Altın standardı döneminde İngiliz sterlini temel rezerv para birimi olmuştur. Bazı kaynaklara göre 19. yüzyılda yapılan dünya ticaretinin yüzde 60-90 oranında bir bölümü, sterlin cinsinden gerçekleştirilmiştir. 1899 yılında İngiliz sterlininin bilinen resmi uluslararası rezervler içindeki payı, o dönemde en yakın rakipleri olan Fransız frankı ve Alman markının toplamının yaklaşık iki katı olmuştur. 1940 yılına gelindiğinde sterlinin payı diğer para birimleri lehine gerilemiş olsa da, iki dünya savaşı arası dönemde dünya ekonomisi ve uluslararası ticaret içindeki payı önemli ölçüde artmış olan ABD'nin para birimi doların iki katı düzeyinde bir paya sahip olmaya devam etmiştir. Ancak 1945 yılı sonrasında durum tamamıyla değişmiştir. Kolonileriyle birlikte ekonomik ve askeri gücünü de yitiren İngiltere'nin yerini ABD almış, ABD doları da Amerikan ekonomisinden aldığı güçle uluslararası ticaret ve finansa kullanılan temel para birimi olmuştur. Savaş sonrası dönemde dalgalı bir seyir izleyen ABD dolarının payı 2008 yılı sonu itibarıyla yüzde 62 olarak gerçekleşmiştir. Büyüyen ekonomileri ile birlikte 1970'li yıllardan itibaren Alman markının, 1980'li yıllardan itibaren Japon yeninin rezervler içindeki payları bir miktar artmış, ancak bu para birimleri doların egemenliğini sarsacak bir tehdit oluşturmamışlardır. 1970'li ve 80'li yıllarda önemli gelişme kaydeden Japon ekonomisi 1990'lı yıllarda girdiği durgunluktan kurtulamamış, 1990'ların başlarında vaat ettiği ekonomik gelişmişlik düzeyinin çok uzağında kalmıştır. Buna bağlı olarak da yenin 1980'lerde rezervler

içerisinde artan payı, 1990'lı yıllarda gerilemiştir. Diğer taraftan mark ise euroya geçişle birlikte tedavülden kalkmıştır. Kendini oluşturan para birimlerinin toplamından daha büyük bir etkinlik potansiyeline sahip olan euronun Avrupa para birliğine geçildiği dönemde yüzde 18 olan payı ise izleyen dönemde hızla artarak 2003 yılında yüzde 25'e ulaşmıştır. İzleyen yıllarda bu seviyelerde sabit kalan oran, global krizle birlikte doların değer kaybının da etkisiyle 2008 ve 2009 yıllarında sırasıyla yüzde 26 ve 27'ye ulaşmıştır.

Son 40 yıllık rezerv kompozisyonu verileri incelendiğinde merkez bankalarının yatırım kararlarını yalnızca "ağ dışsallıkları"nın belirlemediği, portföy çeşitlendirmesinin sağladığı faydaların da dikkate alındığı görülmektedir. ABD doları bu dönemde birçok açıdan tek rezerv para olma iddiasını taşıyabilecek para birimi olsa da, diğer para birimlerinin rezervler içindeki paylarının da dönem içinde dalgalanma gösterdiği, ABD dolarının aleyhine paylarını artırdıkları görülmektedir. Son 10 yılda ülkelerin rezerv seviyeleri, geleneksel yeterlilik göstergeleri olarak kabul gören çeşitli kriterlerin üzerine çıkmış, buna rağmen ülkeler çeşitli nedenlerle rezerv birikimine devam etmişlerdir. Dolayısıyla rezervlerin düzeyi, merkez bankalarının uyguladıkları kur politikaları çerçevesinde döviz piyasası müdahaleleri için ihtiyaç duyacakları seviyenin üzerine çıkmış, bu da onları rezervlerinin daha büyük bir bölümünü ülke servetinin bir bileşeni olarak değerlendirmelerine ve yatırımların gelecekteki değerlerini korumak amacıyla portföy yaklaşımı çerçevesinde çeşitlendirmeye sürüklemiştir. Diğer taraftan ABD doları, döviz piyasaları işlemlerinde önde gelen para birimi olmayı sürdürmektedir.

COFER verisinin ülkeler bazında bilgi sunmaması nedeniyle ülkelerin döviz kompozisyon tercihlerini belirleyen faktörleri incelemek mümkün olmamaktadır. Ancak toplu veri üzerinden, kompozisyonların faiz oranları ve ABD doları/euro paritesi ile ilişkisi incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre rezerv kompozisyonuyla faiz oranları arasındaki korelasyonun düşük, pariteyle ise güçlü olduğu sonucuna varılmıştır. Yani çeşitli dönemlerde ABD dolarının değerinde meydana gelen kayıplar, rezervler içinde dolar payının da gerilemesine neden olmaktadır.

Ulusal bir para biriminin, aynı zamanda uluslararası rezerv para statüsünde olmasından kaynaklanan problemler 2008 yılı sonrasında başlayan global krizle birlikte daha geniş bir biçimde tartışılmaya başlanmıştır. Dünya ekonomisi ve ticaretinin genişlemesiyle ABD dolarına olan talep artmakta, ancak doların arzı ABD'nin cari açık vermesiyle mümkün olmaktadır. Mevcut talep korunduğu sürece ABD, ekonomisinde oluşan dış dengesizliği giderecek yönde tedbirler almamakta, bu da global dengesizlikleri ve uluslararası para sisteminin kırılma noktalarını artırmaktadır. Diğer taraftan rezerv birikimi, ilgili bölümde gösterildiği gibi özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ciddi bir maliyet doğurmaktadır. Rezerv birikimi nedeniyle söz konusu ülkelere rezerv para ihraç eden ülkelere ciddi bir kaynak transferi yapılmaktadır. Bu nedenlerle uluslar üstü bir para biriminin, temel rezerv para birimi olarak doların yerini alması gerektiği, bu konum için en güçlü adayın IMF tarafından ihraç edilen SDR olabileceği dile getirilmektedir. Ancak çeşitli sebeplerle kısa vadede başka bir para biriminin doların yerini alması beklenmemektedir. Bu nedenle belli alanlarda dolara olan talebi azaltıcı önlemlerin daha uygulanabilir olduğu düşünülmektedir. Ülkeler arası ticaretin karşılıklı olan bölümünün kendi para cinslerinden gerçekleştirilmesi halinde dış ticaret ödemeleri amaçlı dolar likidite talebinin azalacağı, bunun da mevcut dengesizlikleri bir miktar yumuşatacağı beklenmektedir.

Rezerv birikiminin ülkeler açısından makro maliyetinin hesaplanması amacıyla rezerv birikiminde yüksek paya sahip olan 24 gelişmekte olan ülkenin 2001-2007 yılları arasındaki ödemeler dengesi gelişmeleri incelenmiş, rezerv birikiminin kaynakları ayrıştırılmıştır. Ülkelerin bu dönemde biriktirdiği rezervlerin cari denge ve diğer sermaye ve finans hesapları kaynaklı olmalarına göre farklı maliyetler belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre 2007 yılında, rezervlerin ulaştığı seviye nedeniyle makro açıdan en yüksek maliyet 71 milyar ABD doları olarak Çin için hesaplanmıştır. Çin'in ardından gelen Rusya ve Brezilya için ise bu maliyet sırasıyla 47 ve 10 milyar dolardır. Maliyetin mutlak değer olarak en yüksek olduğu 3 ülke, aynı zamanda rezervlerin de en yüksek olduğu 3 ülkedir. Ancak bu sıralama, her ülke için rezerv maliyetindeki farklılaşmalar nedeniyle incelenen diğer ülkeler için değişmektedir. Makro açıdan rezerv maliyetine ülkelerin milli gelirlerine oranı şeklinde bakıldığında en yüksek maliyet milli gelirin yüzde 4,1'ine ulaşan bir oranla Malezya ekonomisi için ortaya

çıkılmaktadır. Daha sonra gelen Singapur ve Rusya için bu oran sırasıyla yüzde 3,7 ve 3,6 olarak gerçekleşmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda Türkiye için milli gelirin yüzde 0,14'ü oranında, 0,9 milyar dolar tutarında makro maliyet ortaya çıkmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın rezerv birikiminden kaynaklanan sterilizasyon maliyetinin hesaplanması amacıyla 2003-2008 yılları arasındaki dönem boyunca günlük analitik bilanço verileri yeni bir formatta düzenlenmiştir. Para tabanındaki artışın, net dış varlık artışının gerisinde kalması, aradaki farkın merkez bankası tarafından sterilize edildiği anlamına gelmektedir. Ortaya çıkan sterilizasyon maliyeti, merkez bankasının piyasadan bu parayı çekmek için ödediği faizle, biriktirdiği rezervlerden elde ettiği faiz geliri arasındaki farktır. Sterilizasyon maliyeti 3 ayrı yöntemle hesaplanmıştır. Analitik bilanço büyüklüklerinin yılsonu değerleri dikkate alınarak yapılan hesaplamalara göre 2003 yılında 443 milyon, 2005 yılında 1,066 milyon ve 2007 yılında 1,071 milyon TL tutarında bir maliyet doğmaktadır. 2002 yılı sonundan 2008 yılı sonuna kadar olan dönemdeki analitik bilanço büyüklüklerinin değişimleri toplu bir şekilde ele alındığında 2,170 milyon TL tutarında maliyet hesaplanmaktadır. Tüm dönem boyunca bilançonun günlük verileri kullanılarak ve her gün bazında oluşan maliyet dikkate alınarak yapılan hesaplamalar sonucunda ise 2003 yılı için 333, 2004 yılı için 65, 2005 yılı için 395, 2006 yılı için 489, 2007 yılı için 891, 2008 yılı için 6 milyon TL'lik maliyet hesaplanmıştır.

Uluslararası rezerv seviyesini belirleyen faktörler, 24 gelişmiş ve 38 gelişmekte olan olmak üzere toplam 62 ülkeye ilişkin 1980-2008 yıllarına ait verilerle panel data yöntemiyle araştırılmıştır. Sabit etkiler modelinin kullanıldığı regresyon sonuçlarına göre uluslararası rezerv seviyesi, ülkenin büyüklüğünün bir göstergesi olarak regresyona eklenen ülke nüfusuyla, ülkenin ortalama yaşam standartlarına ilişkin bir gösterge olarak eklenen kişi başına düşen gayrisafi yurtiçi hasılayla pozitif, ülkenin marjinal ithalat eğilimini yansıtan bir gösterge olarak eklenen ithalatın gayrisafi yurtiçi hasılaya oranıyla ve kur volatilitesiyle ise negatif yönlü bir ilişkiye sahiptir. Kurda artan volatiliteler, daha az rezerv talebi anlamına gelmektedir. Savunulması gereken bir kur seviyesi ve bu nedenle de döviz piyasalarına müdahale edilmesi ihtiyacının olmadığı esnek kur rejimlerinde ülkelerin parasal otoritelerinin rezerv talebi düşmektedir. Kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ise

lkeleri daha temkinli davranmaya, rezervlerini artırmaya yöneltmektedir. lke ihracat gelirlerinin volatilitesi de, aynı Şekilde ülkelerin temkinli davranmasına ve rezerv taleplerinin artmasına neden olmaktadır. Uluslararası rezervlerin alternatif maliyeti, teorik modellerde rezerv talebini etkileyen temel unsurlardan biridir. Alternatif maliyetin arttığı lde rezerv talebinin düşmesi beklenmekte, ancak ampirik çalışmalarda bu bağ kurulamamaktadır. Alternatif maliyetin rezerv talebi üzerinde belirleyici olup olmadığının saptanabilmesi amacıyla 4 değişken kullanılmıŐ, diğer çalışmalarda olduğu gibi beklenen yönde sonuçlara ulaŐılamamıŐtır.

Ekonomide beklentilerin kötüleştiği dönemlerde yerli yatırımcıların yerli para cinsinden mali varlıklarını elden çıkarıp yabancı para varlıklara yönelebilmeleri nedeniyle rezerv düzeyinin M2 tanımlı parasal büyüklüğe oranının da rezerv talebi üzerinde etkili olabileceği beklenmiŐ, ancak bu değişken de istatistiki olarak anlamlı çıkmamıştır.

Tüm veri seti için gerçekleştirilen regresyonlar, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayırımı yapılarak tekrar incelenmiştir. Buradaki amaç, uluslararası rezerv talebinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak farklılıklar gösterip göstermediğinin araştırılmasıdır. Bu amaçla bir gelişmekte olan ülke kukla değişkeni oluşturulmuş, gelişmekte olan ülkeler için bakıldığında regresyon katsayılarında bazı değişiklikler saptanmıŐtır. Gelişmekte olan ülke kukla değişkeniyle çarpılmış kişi başına düşen milli gelir katsayısının istatistiki olarak anlamlı ve pozitif işaretlidir. Bu sonuç diğer bazı çalışmalarda belirtildiği gibi ülke rezerv seviyesiyle ülkenin gelişmişlik düzeyleri arasında ters U Şeklinde bir ilişki olduğu gözlemiyle uyumludur.

Regresyonlar, bir de ülkeleri 2 gruba ayırarak gerçekleştirilmiş, burada da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında bazı farklılıklar tespit edilmiştir. POP değişkeni gelişmiş ülkeler için pozitif iŐaretlili iken, gelişmekte olan ülkeler için negatif işaretlidir. İstatistiki olarak da anlamlı olan katsayının eksi iŐaretlili olmasının nedeninin, göreli olarak dışa kapalı, yüksek nüfuslu ve yoksul ülkelerin etkisinden kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir. ERVOL12 değişkeninin katsayısı gelişmiş ülkeler için istatistiki olarak anlamsız çıkmakta iken, gelişmekte olan ülkeler için anlamlı ve yine negatif işaretlidir. Gelişmiş ülkelerin büyük bölümü, 1970'li yılların başında Bretton

Woods sisteminin çökmesi sonrasında dalgalı kur rejimine geçmiştir. Dolayısıyla veri setinin başlangıcınının 1980 yılı olması nedeniyle gelişmiş ülke kurlarıyla rezerv talepleri arasında anlamlı bir ilişki gözlenemediği düşünülmektedir. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerin birçoğunun veri setinin içerdiği dönemde dalgalı kur rejimine geçtiği ve esnek kur rejimine geçişin rezerv talebi üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna varılmaktadır. Ülkelerin dış dünyayla ticari ilişkilerindeki volatilitiyi gösteren XCOV değişkeninin katsayısı, gelişmiş ülkelerde anlamsız iken, gelişmekte olan ülkelere pozitif ve anlamlıdır. Bu sonuçlara göre gelişmekte olan ülkeler, ihracat gelirlerindeki dalgalanmalara karşı daha yüksek bir rezerv talebinde bulunmaktadırlar. Ülkelerin gruplandırılmasıyla yapılan regresyon analizlerinde ortaya çıkan bir başka durum da, alternatif maliyetin rezerv talebi üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla oluşturulan REALDIF değişkeninin katsayısının, gelişmiş ülkeler için istatistiki olarak oldukça anlamlı ancak beklendiğinin aksine pozitif çıkmasıdır. Gelişmiş ülkelerin borçlanma maliyetleri içinde risk primleri, gelişen ülkelere oranla çok daha düşük bir paya sahiptir. Bu nedenle gelişmiş ülkelere yüksek faiz dönemlerinin, bir geri ödememe veya diğer risklerdeki artışlardan daha çok, ekonomide genişlemenin hızlandığı ve para politikasının anti enflasyonist bir çizgide sürdürülmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Dolayısıyla yüksek faiz ülke parası cinsinden yatırım araçlarının cazibesini artırmakta, sermaye akımları artmaktadır. Bu sermaye akımlarının bir bölümü ise çeşitli kanallardan uluslararası rezervlerin artması sonucunu doğurabilmektedir. Örneğin böyle bir durumda parasal otoritenin kurun aşırı değerlenmesini önlemek amacıyla yapmak zorunda kalacağı döviz piyasası müdahaleleri, rezervlerin yükselmesi sonucunu doğuruyor olabilmektedir. Bu açıdan REALDIF değişkeninin, gelişmiş ülkelerin alternatif maliyetine ilişkin, dolayısıyla rezerv talebini azaltması gereken bir değişken olarak değerlendirilmemesi gerektiği sonucuna varılmaktadır.

KAYNAKÇA

Aizenman, Joshua and Nancy Marion. “The High Demand for International Reserves in the Far East: What is Going On?”. **Journal of The Japanese and International Economics**, vol. 17, 2003.

Aizenman, Joshua and Nancy Marion. “International Reserve Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection”, **The Economic Journal**, vol. 114, 2004.

Aizenman, Joshua and Jaewoo Lee, “International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence,”, **IMF Working Paper**, WP/05/198, 2005.

Akyüz, Y. “Policy Response to the Global Financial Crisis: Key Issues for Developing Countries”, South Center, May 2009.

Aslund, Anders. “The Truth About Sovereign Wealth Funds” *Foreign Policy*, December 3, 2007. http://www.foreignpolicy.com/articles/2007/12/02/the_truth_about_sovereign_wealth_funds (22.09.2009)

Asteriou, Dimitrios and Stephen G. Hall. **Applied Econometrics: A Modern Approach Using Eviews and Microfit**. Palgrave Mcmillan, 2007.

Background and History, 2010, <http://www.reserveasset.gold.org/background> (01.03.2010)

Bahmani-Oskooee, M. and F.Brown “Demand for International Reserves: A Review Article”, **Applied Economics**, Vol.34, 2002.

Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001, March 2002, <http://www.bis.org/publ/rpfx02.htm>

Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004, March 2005, <http://www.bis.org/publ/rpfx02.htm>

Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007, December 2007, <http://www.bis.org/publ/rpfx02.htm>

Ben-Bassat Avraham and Daniel Gottlieb “Optimal International Reserves and Sovereign Risk”, **Journal of International Economics**, 33, 1992.

Ben-Bassat, Avraham and Daniel Gottlieb, “On the Effect of Opportunity Cost on International Reserve Holdings”, **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 74, No.2, May, 1992.

Bergsten, C. Fred “The Dollar and the Euro” **Foreign Affairs**, Vol. 76, No.4, July-August 1997.

Bevilaqua, Afonso and Rogrigo Azevedo “Provision of FX Hedge by the Public Sector: the Brazilian Experience” **BIS Papers** No:24, May 2005.

Bloomberg “Brazil currency falls a 4th day on reverse currency swap sale” 21 November 2006. www.bloomberg.com,

Bloomberg “Russia Increased Pace of Gold Purchases” 4 December 2009, www.bloomberg.com

Bloomberg “Mexico Has Hedged Oil for 2010 at \$57 a Barrel” 8 December 2009, www.bloomberg.com

Bloomberg “CIC buys stake in Kazakh Gas Company for \$939 million” September 30, 2010. www.bloomberg.com

Bloomberg Carpenter, Claudio and Pham-Duy Nguyen “Gold Buying by Central Banks May Send Signal to Sell”, , 16 December 2009, www.bloomberg.com (01.03.2010)

Board of Governors of the Federal Reserve System, Press Release, October 29, 2008. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081029b.htm>

Boughton, J.M., **Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989**. IMF, Washington D.C., 2001.

Bowley, Graham “Cash Helped China Win Costa Rica’s Recognition” *The New York Times*, September 13, 2008, <http://www.nytimes.com/2008/09/13/world/asia/13costa.html>

Calvo, Guillermo, Carmen Reinhart, “Fear of Floating”, **NBER Working Paper**, No. 7993, 2000.

Caselli, Francesco and James Feyrer, “The Marginal Product of Capital”, **International Monetary Fund, 7th Jacques Polak Annual Research Conference**, November, 2006.

Central Bank Agreements on Gold, 2010, http://www.reserveasset.gold.org/central_bank_agreements (01.03.2010)

Central Bank of Russian Federation, Joint Statement by the Government of the Russian Federation and the Central Bank of the Russian Federation On the Exchange Rate Policy, August 17, 1998, www.cbr.ru/eng/press/JOINT.htm (20.03.2010)

Central Bank of Russia, Annual Report, 2008
http://www.cbr.ru/eng/publ/God/ar_2008_en.pdf, (20.03.2010)

China, S.Korea Central Banks Agree Currency Swap, 2008,
http://www.china.org.cn/business/news/2008-12/12/content_16939546.htm,
(10.03.2010).

Chinn, Menzie, Jeffrey Frankel. “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?”, **NBER Working Paper**, No. 11510, July 2005.

Chinn, Menzie, Jeffrey Frankel. “Why the Euro Will Rival the Dollar”, **International Finance** 11:1, 2008.

Choi, Woon Gyu, Sunil Sharma and Maria Strömqvist. “Capital Flows, Financial Integration and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging

Markets and Advanced Economies” **International Monetary Fund Working Paper**, WP/07/151, 2007.

Clark, Peter B. “Optimum International Reserves and the Speed of Adjustment” **Journal of Political Economy**, Vol. 78, No.2, 1970.

Clark, Peter B., Jacques J. Polak, “International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System” **IMF Staff Papers**, Vol.51, No.1, 2004.

Cohen, Benjamin J., “The Future of Reserve Currencies”, **Finance and Development**, Volume 46, September 2009.

Cookson, Richard. “For a few Sovereigns More”, **HSBC Global Research**, February 2008. www.research.hsbc.com

Cooper, Richard N., “The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects”, **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol.1982, No. 1, 1982.

Dooley, Michael, J. Saul Lizondo and Donald J. Mathieson “The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves”, **IMF Staff Papers** 36, 1989.

Deutsche Bank, **Emerging Markets Currency Handbook 2010**, December 2009.

Edwards, Sebastian “On the Interest-Rate Elasticity of the Demand for International Reserves: Some Evidence from Developing Countries”, **Journal of International Money and Finance**, 4, 1985.

Eichengreen, Barry and Donald J. Mathieson “The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect” **IMF Working Paper**, WP/00/131, International Monetary Fund, 2000.

Eichengreen, Barry. “Sterling’s Past, Dollar’s Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competetition”, **NBER Working Paper**, No:11336, National Bureau of Economic Research, May 2005.

Eichengreen, Barry. "Out of the Box Thoughts About the International Financial Architecture", **IMF Working Paper**, WP/09/116, 2009

England, Andrew. "Sovereign Wealth Funds Lose Their Gloss", *Financial Times*, January 28, 2009. <http://www.ft.com/cms/s/0/1f446ca2-eda7-11dd-bd600000779fd2ac.html>, (22.09.2009)

European Central Bank, (2006). "The Accumulation of Foreign Reserves," **Occasional Paper Series**, No:43, February 2006, ECB.

Feldstein, Martin, "Self-Protection for Emerging Market Economies" **NBER Working Paper**, No:6907, 1999

Financial Times, "Sovereign Wealth Funds" December 7, 2008.

Flood, Robert, Nancy Marion, "Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility", **IMF Working Paper**, WP/02/62, 2002

Frenkel J.A., B.Jovanovic "Optimal International Reserves: A Stochastic Framework", **The Economic Journal**, Vol. 91, No. 362, June 1981.

Greenspan, Allen. "Currency Reserves and Debt" Federal Reserve System, **World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management**, Washington, 29 April 1999.

Greenspan, Allen. "The Euro as an International Currency" **Euro 50 Group Roundtable**, Washington, D.C. November 30, 2001.

Grimes, A. "International Reserves Under Floating Exchange Rates: Two Paradoxes Explained", **The Economic Record**, Vol. 69, 1993.

Guidotti, Pablo. "Remarks" **G33 Seminar**, Bonn, April 1999.

Haddad, Claudio "Brazil: It Is Time to Stop Buying" *Valor Economico*, September 2007. http://www.roubini.com/latam-monitor/325/brazil_it_is_time_to_stop_buying (25.03.2010)

Hee-Ryang Ra “Demand for International reserves: A Case Study for Korea” **The Journal of the Korean Economy**, Vol. 8, No. 1, Spring 2007.

Heller, H.R. “Optimal International Reserves”, **The Economic Journal**, Vol. 76, No. 302, June 1966.

Heller, H.R. “The Transaction Demand for International Means of Payment” **Journal of Political Economy**, 76, 1968.

Horne, Jocelyn and Daehoon Nahm “International Reserves and Liquidity: A Reassessment”, **Macquarie Economic Research Papers**, No.5/2000, April 2000.

International Monetary Fund, “Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High?”, **World Economic Outlook**, September 2003, Washington, D.C.

International Monetary Fund, **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions**, 2008.

International Monetary Fund, **Balance of Payments Manuel**, Fifth Edition, Washington, D.C., 1993.

International Monetary Fund, **Balance of Payments Statistics Newsletter**, Volume VII, Number 2, 1999.

International Monetary Fund “Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability” Prepared by the Policy Development and Review Department in Consultation with Other Departments, March 23, 2000.

International Monetary Fund, **International Financial Statistics**, Vol. LXII, No.2, February 2009.

IMF Standing Borrowing Arrangements, 2010 <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gabnab.htm> (15.02.2010)

Jeanne, Olivier and Romain Ranciere. “The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications” **IMF Working Paper**, WP/06/229, 2006.

Jen, Stephen ve Spyros Andreopoulos. “SWF’s: Growth Tempered – US \$ 10 Trillion by 2015” November 10, 2008, www.morganstanley.com

Johnson, H.G. **International Trade and Economic Growth: Studies in Pure Theory**, 2nd edition, Allen and Unwin, 1965.

Johnson, Simon. “The Rise of Sovereign Wealth Funds” *Finance and Development*, Volume 44, Number 3, September 2007, <http://www.imf.org/EXTERNAL/PUBS/FT/FANDD/2007/09/straight.htm>, (20.09.2009)

Jones, Geraint and Fernando Losada “Mexico: Thoughts on the New Reserve Accumulation Policy” Deutschebank, 16 February 2010.

Kenen, Peter. “The Role of the Dollar as an International Currency”. **Group of Thirty Occasional Papers** No. 13, , New York, 1983.

Kester, Anne Y. **International Reserves and Foreign Currency Liquidity; Guidelines for a Data Template**, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2001.

Keynes, J.M. **A Tract on Monetary Reform**, 1923.

Koreatimes, “Korea to Sign Currency Swap Deals with Japan, China”, 11.04.2008. http://www.koreatimes.co.kr/www/news/nation/2009/06/116_33871.html (10.03.2010)

Korolev, Ivan “Global Financial Crisis: Impact Upon Russia” Presentation Submitted to the **Expert Meeting, Trade and Development Board, Investment, Enterprise and Development Commission**, UNCTAD, Geneva, 4-5 February 2009.

Kramer, Andrew “Russia Creates a \$32 Billion Sovereign Wealth Fund” *The New York Times*, February 1, 2008. <http://www.nytimes.com/2008/02/01/business/worldbusiness/01fund.html>, (20.03.2010)

Krugman, Paul “Are Currency Crises Self-Fulfilling?” **NBER Macroeconomics Annual**, 1996

Krugman, Paul and Maurice Obstfeld, **International Economics: Theory and Policy**, 5th edition , Addison-Wesley, 2000.

Kutty, Thomas and Kim Kyoungwha “India Buys IMF Gold to Boost Reserves as Dollar Drops”, Bloomberg, 3 November 2009, www.bloomberg.com (01.03.2010)

Landell-Mills, J. M. “The Demand for International Reserves and Their Opportunity Cost” **Palgrave Macmillan Journals on behalf of the IMF Staff Papers**, International Monetary Fund, Vol. 36, No:3, September 1989.

Leyland, Jill “The Evolution in Central Bank Attitudes toward Gold” World Gold Council, 2010. http://www.gold.org/assets/file/rs_archive/WOR5821_The_Evolution, (01.03.2010)

Lewis, Nicole “China’s Foreign Exchange Reserves: Unintentional Means to a Strategic End” **Council on Foreign Relations**, January 13, 2010

Li, Jie and Ramkishen s. Rajan “Can High Reserves Offset Weak Fundamentals? A Simple Model of Precautionary Demand for Reserves” LKY School of Public Policy, **National University of Singapore Working Paper** 13-05, 2005.

Lim, Ewe-Ghee “The Euro’s Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data”, **IMF Working Paper**, WP/06/153, International Monetary Fund, 2006.

Lindert, Peter H. “Key Currencies and Gold 1900-1913” **Princeton Studies in International Finance** no. 24, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1969.

Mandeng, Ousmene “Central Bank Foreign Exchange Market Intervention and Option Contract Specification: The Case of Colombia” **IMF Working Paper**, WP/03/135, June 2003.

Matsuyama, K., N. Kiyotaki and A. Matsui “Toward a Theory of International Currency” **Review of Economic Studies** 60, 1993.

McKinnon, Ronald I. “The Euro Threat is Exaggerated” **The International Economy**, Vol.12 May/June 1998.

Monbiot, George. “Keynes is Innocent: The Toxic Spawn of Bretton Woods Was No Plan of His.” *The Guardian*, 18 November 2008.
<http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2008/nov/18/lord-keynes-international-monetary-fund>, (25.06.2009)

Mundell, Robert A., “What the Euro Means for the Dollar and the International Monetary System” **Atlantic Economic Journal**, Vol.26, No.3 September 1998.

Oliveira, Fernando and Walter Novaes “The Market of Foreign Exchange Hedge in Brazil: Reactions of Financial Institutions to Interventions of the Central Bank” **IBMEC RJ Economics Discussion Paper** 2005-13, 2005.

Olivera, Julio H.G. “A Note on the Optimal Rate of Growth of International Reserves”, **The Journal of Political Economy**, Vol. 77, No.2 (Mar-Apr. 1969)

Ol’shanyi, A.I. “International Reserve Assets of the Russian Federation: Problems and Prospects” **Studies on Russian Economic Development**, Vol.20, 2009.

Persaud, Avinash “When Currency Empires Fall” 12 October, 2004.
www.321gold.com/editorials, (20.02.2010)

Prasad, Eswar and Isaac Sorkin “Sky’s the limit? National and Global Implications of China’s Reserve Accumulation”, **Brookings Institute**, July 2009.

Rajan, Raghuram and Luigi Zingales. “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century”, **Journal of Financial Economics** 114, 2003.

Ramirez, Juan M. “Foreign Exchange Market Intervention through Options: the Case of Colombia” Paper prepared for a **Conference on Inflation Targeting in Practice at the Czech National Bank**, Prague, May 13-14, 2004.

Redrago, Martin, Jorge Carrera, Diego Bastourre, Javier Ibarlucia “The Economic Policy of Foreign Reserve Accumulation: New International Evidence” **BCRA Paper Series:2**, November 2006.

Rhee, Gwang-Ju and Eun Mo Lee “Foreign Exchange Intervention and Foreign Exchange Market Development in Korea”, **Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications**, Bank for International Settlements, 2005

Rodrik, D. (2006), “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”, **National Bureau of Economic Research Working Paper**, W11952, 2006.

Salgado, Jose, Marcio G.P. Garcia, Marcelo C. Medeiros “Monetary Policy During Brazil’s Real Plan: Estimating the Central Bank’s Reaction Function”, **Revista Brasileira de Economia** 59(1), Jan/Mar 2005, s. 62.

Seyidoğlu, H. **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Yayınları, 2001.

Sidaoui, Jose Julian “Central Banking Intervention Under a Floating Exchange Rate Regime: Ten Years of Mexican Experience” **BIS Papers** No:24, May 2005.

Special Drawing Rights, 2010, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm> (15.02.2010)

Stiglitz, Joseph “The Ruin of Russia; No Rewriting of History can Change the Fact That Neo-liberal Reform Produced Undiluted Economic Decline” **The Guardian**, 9 April 2003.

“Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu (1211 Sayılı Kanun)” Resmi Gazete 13409, 26 Ocak 1970.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, “Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması” TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf>,

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nda Döviz Rezervi Yönetimi”, Ağustos 2005, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/rezyon0805.pdf>, (15.01.2009)

TCMB, “2009 Yılında Para ve Kur Politikası” 16 Aralık 2008, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/Baskan_ParaPol09.pdf, (15.01.2009)

TCMB, “Döviz Satım İhaleleri ve Yeni Türk Lirası Depo Alım İhalelerine İlişkin Basın Duyurusu, 26 Haziran 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2006/DUY2006-47.pdf>, (15.01.2009)

TCMB, “Döviz Satım İhalelerine İlişkin Basın Duyurusu” 24 Ekim 2008, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/DUY2008-51.htm>, (20.01.2009)

TCMB, **Yıllık Rapor**, 2006.

TCMB, **Yıllık Rapor**, 2008.

TCMB, **Yıllık Rapor**, 2009.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **TCMB Bilançosu Açıklamaları Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, Ankara, 2006

Triffin, R. (1947) “National Central Banking and the International Economy”, **Essays in International Economic Equilibrium and Adjustment**, McMillan, New York

Triffin, R., **Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility**, New Haven, CT:Yale University Press, 1960.

Truman, Edwin M. “Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape” Peterson Institute for International Economics. Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology,

Financial Services Committee, US House of Representatives. September 10, 2008. <http://financialservices.house.gov/hearing110/hr101008.shtml>, (10.09.2009)

Truman, Edwin M. "Four Myths About Sovereign Wealth Funds", **Peterson Institute for International Economics**. August, 2008. www.VoxEU.org, (10.09.2009)

United Nations, Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, **Financial Commission Report**, 2009.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), **Trade and Development Report**, 2009.

Varian, Hal R. "Economies of Information Technology" in "Academic Papers and Books, 2004 and Earlier Non-technical Papers" <http://people.ischool.berkeley.edu/~hal>, (15.02.2010)

Wallich, Henry. "The World Monetary System After the Postponement of the Substitution Account" **Intereconomics**, July/August, 1980.

Wijnholds, J. Onno de Beaufort and Arend Kapteyn. "Reserve Adequacy in Emerging Market Economies". **IMF Working Paper** WP/01/143, International Monetary Fund, September 2001.

Wijnholds, J. Onno de Beaufort and Lars Sondergaard. "Reserve Accumulation, Objective or By-Product", **ECB Occasional Paper Series**, No:73, European Central Bank, September 2007.

Willet, T.D. **International Liquidity Issues**, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, 1980.

Woolridge, Philip D. "The Changing Composition of Official Reserves" **BIS Quarterly Review**, pp 25-39, September 2006.

Zhou Xiaochuan, "Reform the International Monetary System" 23.3.2009 www.pbc.gov.cn, (20.06.2009)