

**ULUSLARARASI REZERVLER,
TÜRKİYE İÇİN REZERV YETERLİLİĞİ VE OPTİMUM
REZERV SEVİYESİ UYGULAMASI**

Bülent YAMAN

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Danışman

Yrd. Doç. Süheyla ÖZYILDIRIM

**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Haziran 2003**

ÖNSÖZ

Uluslararası para sistemi içinde önemli bir yere sahip olan uluslararası rezervler, ülkenin ekonomik gücünü yansıtan önemli büyüklüklerden biridir. Bundan dolayı uluslararası rezerv konusu sürekli araştırılan bir konu olmuştur. Ancak yapılan literatür taramasında, çalışmaların büyük bölümünün uluslararası rezervleri, sadece bir yönüyle incelediği görülmüştür. Zira, çalışmalar ya teorik ya da uygulamalı, uygulamalı olanlar ise ya rezervin yeterliliğine veya optimum seviyesine odaklanmışlardır. Bu çalışmada ise konu teorik olarak anlatıldıktan sonra, Türkiye’de 1988-2002 yılları arasında rezerv ve bileşenlerinin gelişimi anlatılmış, ülkemiz uluslararası rezervlerinin yeterliliği araştırılmış, 2001 yılı itibarıyla Türkiye ile dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan 24 ülke rezervleri karşılaştırılmıştır. Son olarak optimum rezerv seviyeleri bir model yardımıyla hesaplanarak, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası rezervlerinin optimum seviyede olup olmadığı test edilmiştir. Çalışmanın, geniş bir literatür taramasının yanında dünya ve Türkiye uygulaması içermesi amaçlanmıştır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında beni yönlendiren, değerli zamanını ayırarak yardımlarını esirgemeyen Sayın Yrd. Doç. Dr. Süheyla Özyıldırım’a, desteğini, yorum ve katkılarını esirgemeyen Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürü Emrah Ekşi’ye ve Döviz İşlemleri Müdürü Sayın Günay Yeşildoruk’a, çalışmalarım sırasında yardımlarını ve anlayışlarını esirgemeyen tüm arkadaşlarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	vi
ŞEKİL LİSTESİ.....	vii
KISALTMA LİSTESİ.....	viii
EK LİSTESİ.....	ix
ÖZET.....	x
ABSTRACT.....	xii

GİRİŞ.....	1
------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERVLER.....	4
1.1. Uluslararası Rezerv Tanımlamaları.....	4
1.2. Uluslararası Rezerv Kompozisyonu.....	6
1.2.1. Altın.....	8
1.2.2. Döviz.....	11
1.2.3. IMF Rezerv Pozisyonu.....	15
1.2.4. Özel Çekme Hakları (SDR).....	15
1.3. Dünya Rezerv Kompozisyonunun Gelişimi.....	18
1.4. Türkiye’de Uluslararası Rezervler ve Kompozisyonunun Gelişimi....	22

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNDE REZERV.....	26
2.1. Altın Standardı Dönemi.....	27
2.2. İki Savaş Arası Dönem.....	28
2.3. Bretton Woods Sistemi.....	29
2.4. Serbestliğe Dayalı Karma Sistemler Bütünü.....	32

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERV TALEBİ VE MALİYETİ.....	34
3.1. Uluslararası Rezerv Talebi.....	34
3.1.1. Yerel Para Karşılığı Rezerv Talebi.....	35
3.1.2. Ödemeler Bilançosu Dengesizlikleri Nedeniyle Rezerv Talebi.....	36
3.1.3. Döviz Piyasalarına Müdahale Nedeniyle Rezerv Talebi.....	40
3.1.3.1 Sterilize Edilen Müdahaleler.....	43
3.1.3.2. Sterilize Edilmeyen Müdahaleler.....	44
3.1.4. Dış Borç Ödemeleri Nedeniyle Rezerv Talebi.....	45
3.1.5. Yabancı Para Ödemeleri Nedeniyle Rezerv Talebi.....	47
3.1.6. Ülkenin Prestiji Nedeniyle Rezerv Talebi.....	47
3.2. Uluslararası Rezervlerin Maliyeti.....	48

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERV YETERLİLİĞİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI..	51
4.1. Uluslararası Rezerv Seviyesinin Tespit Edilmesinin Önemi.....	52
4.2. Uluslararası Rezerv Seviyesini Etkileyen Unsurlar.....	53

4.2.1. Kur Politikaları.....	54
4.2.2. Dışa Açıklık.....	55
4.3. Uluslararası Rezervler İçin Yeterlilik Yaklaşımları.....	56
4.3.1. Parasal Taban Yaklaşımı.....	57
4.3.2. İthalat Yaklaşımı.....	58
4.3.3. Dış Borç Yaklaşımı.....	60
4.3.4. Karma Yaklaşımlar.....	62
4.4. Türkiye Rezervlerinin Yeterliliği.....	65
4.4.1. Parasal Taban Yaklaşımı.....	65
4.4.2. İthalat Yaklaşımı.....	66
4.4.3. Kısa Vadeli Dış Borç Yaklaşımı.....	68
4.4.4. Wijnholds-Kapteyn Yaklaşımı.....	70
4.4.5. Diğer Ekonomik Büyüklüklere Göre Yeterlilik.....	71
4.5. Türkiye ve Diğer Ülke Rezervlerinin Karşılaştırılması.....	73

BEŞİNCİ BÖLÜM

OPTİMUM REZERV SEVİYESİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI.....	77
5.1. Optimum Rezerv Seviyesi.....	77
5.2. Türkiye İçin Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması.....	80
5.2.1. Teorik Model.....	81
5.2.2. Ampirik (Ekonometrik) Model.....	83
5.2.2.1. Rezervin Azalmasıyla Dış Borç Ödeyememe Maliyeti (C_0).....	83
5.2.2.2. Dış Borç Ödeyememe ve Marjinal Dış Borç Ödeyememe Olasılıkları.....	85

5.2.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İçin Optimum Rezerv Seviyesi.....	90
5.2.4. Sonuç.....	94

ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	95
KAYNAKÇA.....	98
EKLER.....	104

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Rezerv Bileşenleri (IMF Sınıflaması).....	7
Tablo 1.2. Resmi Döviz Rezervleri İçinde Ulusal Para Ağırlıkları.....	13
Tablo 1.3. SDR Sepeti Para Birimi Yüzde Ağırlıkları.....	17
Tablo 3.1. Ödemeler Bilançosu Şematik Yapısı.....	37
Tablo 4.1. Ülkelerin Yeterli ve Gerçek Rezerv Seviyeleri.....	64
Tablo 4.2. W-K Yaklaşımıyla Türkiye Rezervleri ve Yeterliliği.....	70
Tablo 4.3. Dalgalı Döviz Kuru Uygulayan Ülkelerin Rezerv Oranları.	74
Tablo 5.1. Regresyon Sonuçları.....	88
Tablo 5.2. Optimum Rezerv Seviyeleri - I.....	90
Tablo 5.2. Optimum Rezerv Seviyeleri - II.....	91

ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 1.1. 1990 ve 2002 Mart Dünya Rezerv Bileşenleri.....	8
Şekil 1.2. Dünya Altın Rezervleri ve Uluslararası Rezerv İçindeki Payı10	
Şekil 1.3. Döviz Rezervleri ve USD.....	14
Şekil 1.4. Uluslararası Rezerv ve Bileşenlerinin Gelişimi.....	18
Şekil 1.5. Ülke Gruplarına Göre Rezerv Bileşenleri.....	20
Şekil 1.6. TCMB Uluslararası Rezerv Bileşenleri.....	23
Şekil 1.7. TCMB Uluslararası Rezerv Gelişimi.....	25
Şekil 4.1. Rezerv M2Y Karşılaştırması.....	66
Şekil 4.2. Rezerv İthalat Karşılaştırması (I).....	67
Şekil 4.3. Rezerv İthalat Karşılaştırması (II).....	67
Şekil 4.4. Rezerv Kısa Vadeli Dış Borç Karşılaştırması.....	69
Şekil 4.5. Ülke Rezervleri ve W-K Yaklaşımı.....	71
Şekil 4.6. Rezervler ile Diğer Büyüklüklerin Karşılaştırması.....	72
Şekil 4.7. Rezervlerin Diğer Büyüklükleri Karşılama Oranı.....	73
Şekil 5.1. Optimum Rezerv Seviyesi (Grubel, 1984).....	78
Şekil 5.2. Optimum Uluslararası Likidite.....	79
Şekil 5.3. Türkiye Rezervleri ve Optimum Rezerv Seviyesi.....	92

KISALTMA LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
CHF	İsviçre frangı
DEM	Alman markı
DTH	Döviz Tevdiat Hesapları
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
ECU	Avrupa Para Birimi
EMU	Avrupa Para Birimi
EUR	Euro
FRF	Fransız frangı
GBP	İngiliz poundu
GMM	Genellenmiş Moment Metodu
IMF	Uluslararası Para Fonu
JPY	Japon yeni
KVDB	Kısa Vadeli Dış Borçlar
LIBOR	Londra Bankalar Arası Faiz Oranları
NLG	Hollanda guldeni
OLS	En küçük kareler yöntemi
SDR	Özel Çekme Hakkı
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
USD	Amerikan doları
W-K	Wijnholds ve Kapteyn Yaklaşımı
KMDM	Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı

EK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Ek:1 IMF Tarafından Kullanılan Uluslararası Rezerv Bileşenleri.....	105
Ek:2 Günümüz Uluslararası Para Sisteminde Döviz Kuru Sistemi Uygulamaları.....	107
Ek:3 Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İçin Uygulanan Optimum Rezerv Seviyesi Modeli Veri Tanımlamaları.....	109

ÖZET

Uluslararası rezervler, ülkeler, yatırımcılar ve kredi verenler için önemli bir gösterge olması, uluslararası para sisteminde ve ülkelerarası ticarete kullanılması nedeniyle, geçmişte ve günümüzde sürekli araştırılan ve geliştirilmeye çalışılan bir konu olmuştur.

Krizlere karşı bir tampon olarak kullanılan ve ülkenin önemli ekonomik kaynakları arasında olan uluslararası rezervler, çoğunluğunu oluşturan döviz rezervlerinin yanısıra, altın, SDR ve IMF rezerv pozisyonundan oluşan varlıklar bütünüdür. Dünya uluslararası rezerv seviyesinin 2002 yılında yaklaşık 2 trilyon SDR olması, ne denli büyük bir güç olduğunu göstermektedir. Çoğunluğunu dövizin oluşturduğu Türkiye rezervleri ise 2002 yılı sonu itibarıyla yaklaşık 20 milyar SDR'dir.

Günümüz uluslararası para sisteminde önemli bir yere sahip olan uluslararası rezervler, geçmiş para sistemlerinde de etkin bir rol oynamıştır. Rezervin yerel para karşılığı olarak kullanıldığı altın standardı döneminde temel rezerv ögesi altınken, döviz ilk kez rezerv bileşeni olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bretton Woods sisteminde ise altın, önemini azaltarak devam ettirmiş; yeni sistemde dolar giderek güçlenmiştir. Bretton Woods sistemi sonrasında genel olarak bir uluslararası para sistemi uygulanmamıştır. Yıllardır en büyük rezerv bileşeni olan doların, euronun tedavüle çıkmasının ardından öneminin azalacağı düşünülmeyle birlikte, dolar 2002 yılında da en büyük rezerv bileşeni olmuştur.

Ülkelerin uluslararası rezerv talep etmelerinin en önemli nedeni, uluslararası rezervlerin krizlere karşı bir tampon olarak kullanılabilmesidir. Bunun bir yansıması olarak uluslararası rezervler, dış borç geri ödemelerinde, döviz kurunda ve ödemeler bilançosunda meydana gelebilecek ani değişimleri önlemek için başvurulan kaynak olmuştur. Yerel para karşılığı rezerv talebi ise günümüzde genel olarak kullanılmamaktadır. Diğer taraftan, özellikle gelişmekte olan ülkeler, rezerv bulundurma fırsat maliyetine katlanmak durumundadırlar.

Rezerv seviyesi, ülkelerin krizlere karşı koyabilme gücünü gösterdiğinden, özellikle bu ülkelere kredi veren, yatırım yapan kuruluş ve ülkeler için önemlidir. Rezerv seviyesinin tespitinde rezervin yeterliliği ve optimumluğu kullanılan iki temel yaklaşımdır. Ülke rezervlerinin kısa vadeli dış borçlarla, para tabanıyla ve ithalatla karşılaştırılması en fazla rastlanan rezerv yeterliliği yaklaşımları olmakla birlikte, karma yaklaşımlar da kullanılmaktadır. Türkiye rezervlerinin yeterliliğinin, kısa vadeli dış borç stoku, ithalat ve para tabanı yaklaşımlarıyla test edilmesi sonucunda, 1996 yılından sonra yeterli olduğu düşünülmektedir. Aynı oranların dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan diğer ülke oranlarıyla karşılaştırılması sonucunda ise, özellikle kısa vadeli dış borçlar açısından diğer ülkelere göre rezerv seviyemizin düşük olduğu görülmüştür.

Rezerv seviyesinin tespit edilmesinde kullanılan diğer yaklaşım ise; ülke rezervleri, dışa açıklık, fırsat maliyeti ve ödemeler bilançosu gibi bileşenlerin kullanılarak optimum rezerv seviyesinin bulunmasıdır. Ülke riski, para ikamesi, dışa açıklık, fırsat maliyetini içeren ve dış borçları ödeyememe olasılığını temel varsayım olarak kullanan optimum rezerv seviyesi uygulaması sonucunda, 1988-2002 yılları için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası uluslararası rezervlerinin, hesaplanan optimum rezerv seviyelerinden farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Gerçekleşen ve hesaplanan rezervler arasında bu çalışmada ortaya çıkan farkın, modelin fırsat maliyeti ve dış borç ödememe varsayımlarını içermesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Rezerv, Yeterlilik, Optimum Seviye, Türkiye.

ABSTRACT

International reserves have been an important topic for lenders, investors and countries as they have been widely used in the international trade and monetary system.

Reserves indicate countries' power and ability to resist to economic crises. International reserves, a buffer stock against economic crises, consists of foreign exchange, gold, SDR and IMF reserve position. In 2002, the level of global international reserves was 2 trillions SDR, which indicates the importance of the reserve holdings. The level of Turkey's reserves is 20 billions SDR by the end of 2002. The biggest portion of the reserves is foreign exchange for both Turkey and the world.

Reserves played an important role in all of the International Monetary Systems for ages. In the Gold Standard Period, gold was the major reserve component and reserves were usually held as formal backing for the domestic currency. Foreign exchange was initially used as a part of reserves in this period as well. With the Bretton Woods system, foreign currencies, especially dollar, became the most important reserve component instead of gold. Although some of the economists argue that euro can be more important than dollar in the future, dollar was still the biggest reserve component of the world reserve volume in 2002.

Because of countries' demand for reserve holdings, reserves are the most important part of the international liquidity and shape international monetary systems. Generally, reserve holdings are used as a buffer stock for financial crisis, to support national currency, to adjust balance of payments disequilibria, to serve as a basis for foreign borrowing and formal backing for the domestic currency. On the other hand, opportunity costs should be considered by developing countries.

The level and adequacy of international reserves has become more important for lenders as it indicates the strength of the countries to overcome financial crises. Reserve adequacy and optimization are the main approaches for

determining the level of reserve holdings. To compare the level of reserves with the short-term external debt, the level of monetary base and imports are used for countries' reserves adequacy. Moreover, there are some new mixed approaches that can be used. As far as Turkey's international reserves are concerned Turkey's international reserves after 1996 are adequate according to these adequacy approaches.

Another approach is to test an optimum reserve level model in which openness, opportunity cost of holding reserves, balance of payment variables, etc. are involved. In this research, Turkey's optimum model was run by using Turkey's default risk, opportunity and reserve depletion costs, marginal propensity to import, short-term capital flows and time deposits. The results of this model indicate that Turkey's international reserves are higher than optimum for the period of 1988-2002.

Key Words: International Reserves, Adequacy, Optimum Level, Turkey.

GİRİŞ

Son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler ve ticaretin artması sonucunda dünya, neredeyse tek bir ülke haline dönüşmüş; ülke ekonomilerinin dış alem olarak nitelendirilen ülke dışında meydana gelen olay ve gelişmelere kayıtsız kalması imkansızlaşmıştır. Bir ülkede başlayan ekonomik dengesizlik ve kriz o ülkede kalmayıp diğer ülkeleri de etkisi altına alabilmektedir. Nitekim, 1997 yılında Kore'de başlayan Asya ekonomik krizi neredeyse tüm dünyayı etkilemiştir.

Bir ülkenin gelişen ve yeniden yapılanan dünya düzenindeki yerini eskisi gibi sadece askeri değil, ekonomik gücünün de belirlediği kabul edilmektedir. Büyüme hızı, endüstriyel durum, teknolojik gelişmişlik ve sahip olunan her türlü ekonomik ve doğal kaynaklar, ülkenin ekonomik gücünü göstermektedir. Dolayısıyla, ülkelerin sahip olduğu ekonomik ve doğal kaynakların seviyesi, bunların kullanımındaki verimlilik ve başarı gelişen dünyada ülkelerin konumunu belirlemektedir. Bu bağlamda, uluslararası rezervler, ülkelerin dünyadaki yerlerini belirleyen önemli bir gösterge halini almıştır.

Uluslararası rezervlerin en önemli özelliği krizleri tahmin etmeyi, çevrede olan krizlerden korunmayı ve ülkede kriz çıktığında kurtulmayı sağlayacak araç ve kaynaklardan biri olmasıdır. Bundan dolayı, özellikle gelişmekte olan ülkelerin varlıklarını sürdürebilmeleri için uluslararası rezervlere ihtiyaçları vardır.

Uluslararası rezerv seviyesinin tespiti, rezerv kompozisyonu ve karşılaştırması gibi ülkemizi de içeren ekonometrik modellenmiş ve modelsiz akademik çalışmalar olduğu halde, sadece Türkiye için yapılmış araştırmalara sıklıkla karşılaşılmamaktadır. Halbuki gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda uluslararası rezervlerin çeşitli kriterlere göre yeterliliğinin ve optimumluğunun araştırdığı çalışmalar mevcuttur.

Bundan dolayı, tezin amaçları;

1) Uluslararası rezervleri, Türkiye’de ve dünyada seviye ve bileşenleri açısından araştırmak,

2) Uluslararası rezervleri, uluslararası para sistemi içinde tarihsel olarak inceleyerek bu konudaki literatürü taramak,

3) 1988-2002 yılları arasında Türkiye’nin uluslararası rezerv seviyesinin yeterliliğini araştırarak diğer dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan ülke rezervleri ile karşılaştırmak,

4) Türkiye uluslararası rezervlerinin 1988-2002 dönemi için dış borç ödememe olasılığı ve maliyetleri açısından en iyi (optimum) seviyede olup olmadığını uygulamalı olarak araştırmaktır.

Uluslararası rezervlerin tarihsel önemi, dünyada ve Türkiye’deki gelişimi hakkında bilgi veren, literatürde rezervlerin talep ve maliyet unsurlarını inceleyen bu çalışmada, Türkiye döviz rezervleri 1988-2002 dönemi için optimum ve yeterlilik analizi bakımından incelenmektedir.

Yedi bölümden oluşan bu çalışmanın giriş bölümünü takip eden birinci bölümde uluslararası rezerv ve bileşenlerinin tanımlaması, dünyada ve Türkiye’de uluslararası rezervler ve rezerv bileşenlerinin gelişimi açıklanmaktadır. ikinci bölümde uluslararası rezervlerin uluslararası para sistemi içinde gelişimi incelendikten sonra, üçüncü bölümde rezerv talebi ve maliyeti açıklanmaktadır. dördüncü bölümde uluslararası rezervlerin yeterliliğinin hangi yaklaşımlar kullanılarak belirlendiği tartışıldıktan sonra, bu yaklaşımlar Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası uluslararası rezervleri için uygulandıktan sonra rezervlerimiz, dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan 24 ülke rezervleri ile karşılaştırılmaktadır. Bu bölümün amacı, kullanılan yaklaşımlarla Türkiye rezervlerinin olası kriz veya şoklar karşısında yeterliliğinin sınanması ve dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan diğer ülkelerle karşılaştırılmasıdır. Beşinci bölümde ise ülke rezervlerinin optimumluğunun test edilmesi için kullanılan temel çalışmalar anlatıldıktan sonra Türkiye uluslararası rezervlerinin 1988-2002 döneminde optimum olup olmadığı, ampirik bir çalışma ile araştırılmaktadır. Altıncı ve son

bölümde ise çalışmanın değerlendirilmesi yapılarak, yararlanılan kaynaklar ve ekler sunulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARASI REZERVLER

Uzun yıllar boyunca uluslararası para sisteminin ve likiditenin önemli bir parçası olan uluslararası rezervler, genelde ülkelerin az ya da çok sahip oldukları önemli bir ekonomik kaynaktır. Uluslararası rezerv sayısal büyüklük olarak genelde ödemeler bilançosunun alt kalemi ve merkez bankalarının önemli bir bilanço kalemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Çeşitli kaynaklarda uluslararası rezervler, rezerv, dış varlıklar, dış kaynaklar şeklinde isimlendirilen kaynaklar bu çalışmada “rezerv” olarak adlandırılacaktır. Ancak, rezervin sadece bir kaynağı değil, bir kaç finansal varlığın toplamını ifade ettiğini unutmamak gerekir.

Bu bölümde uluslararası rezervlerin tanımlaması yapılacak, genel olarak ülke rezervlerini oluşturan finansal kaynakların önemli olanları tartışılacak, uluslararası likidite içinde uluslararası rezerv seviyesinin gelişimi ve değişimi 1990-2002 dönemi için anlatılacaktır. Son olarak, Türkiye'nin 1988-2002 yılları sonları itibarıyla uluslararası rezerv seviyesi ve kompozisyon gelişimi sunulacaktır.

1.1. Uluslararası Rezerv Tanımlamaları

Uluslararası sistem içinde uzun zamandan beri önemli bir yere sahip olan ülke rezervleri, bir zamanlar sadece uluslararası standartta altınken, günümüzde döviz cinsi kıymetli kağıtlar da uluslararası rezerv olarak nitelendirilmektedir. Uluslararası rezervin ne olduğu ve nasıl tanımlanması gerektiği konusunda çeşitli tanımlar belirtilmektedir. Bu tanımlamalardan bazıları aşağıda açıklanmaktadır.

Niehans'ın (1970, s.49) yaptığı tanımlamada merkez bankası uluslararası rezervleri, ticari bankaların yurtiçi rezervlerine benzetilmektedir. Ancak, merkez bankası uluslararası rezervleri kendi değişimleri için değil, diğer ekonomik birimlerin değişimlerine karşı tampon görevi gören bir stok çeşidi olarak kullanılmaktadır. Ticari bankalar, büyük kısmını mevduatların içerdiği pasiflerinin, likit değerlere (genel olarak para ve diğer bankalardaki mevduat olarak düşünülebilir) dönüşümünü sağlamak için rezerv bulundurlar. Benzer olarak merkez bankaları da, para ve merkez bankası mevduatı gibi pasif kalemlerini, altın ve yabancı para birimlerine dönüşümünü sağlamak için rezerv bulundurlar.

Grubel (1984) uluslararası rezervleri, devletlerin diğer yabancı devletlerden borçlarını kapatmak için almaya hazır oldukları bir aktif kalem olarak tanımlanmaktadır. Lehto (1994,s.7) ise uluslararası rezervleri, para arzının yabancı bileşeni olup, döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizliğin giderilmesinde kullanılan bir tampon olarak tanımlamaktadır.

Günümüzde en çok kullanılan ve genel kabul görmüş tanımlama ise IMF tarafından yapılanıdır. Buna göre, uluslararası rezervler para otoriteleri tarafından her an kullanılabilen ve kontrol edilebilen, ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek için ve dolaylı olarak da bazı dengesizlikleri düzenlemek için döviz piyasalarına döviz kurunu etkilemek ve/veya başka amaçlı müdahale etmek için kullanılan dış aktiflerdir (IMF, 1993, s.424).

Genel olarak kabul görmüş tanımlamaları birleştirirsek uluslararası rezervler, ülkenin sahip olduğu yabancı para karşılığı olan bütün kıymetler ile altından oluşan aktifler toplamı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durumda rezerv tek bir varlık olmayıp birden fazla varlığın toplamıdır. Rezervi oluşturan varlıklar ise uluslararası standartta altın, konvertibil dövizler, özel çekme hakları (SDR) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) rezerv pozisyonudur.

1.2. Uluslararası Rezerv Kompozisyonu

Rezerv kompozisyonu konusu ele alındığında karşımıza çıkan ilk problem hangi varlıkların uluslararası rezerv kompozisyonunu oluşturduğudur. Uluslararası rezerv olarak kullanılan varlık ne olursa olsun belirli temel özelliklere sahip olması gerekmektedir. Uluslararası para sistemi içinde tanınıyor ve bu sistem içinde kullanılabilir olması bu özelliklerden en önemlileridir.

Bir varlığın rezerv sayılabilmesi için genel ve ortak kriter, milli para cinsinden olmaması, ya yabancı para cinsinden ya da uluslararası standartta altın olmasıdır. Ancak burada milli paraları uluslararası piyasalarda birer rezerv aracı olarak kullanılan Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Avrupa Birliği ülkeleri genel olarak diğer ülkelerden ayrı değerlendirmek daha doğru olacaktır. Zira bu ülke paraları uluslararası sistem içinde bir rezerv bileşeni olarak kullanılmakta, bu ise adı geçen ülkelerin sistemi etkileme güçlerini artırmaktadır.

Genel kabul görmüş ve uluslararası rezerv olarak merkez bankalarının bilançolarında yer alan kalemler; merkez bankasının sahip olduğu altın mevcudu, konvertibil yabancı paralar, SDR ve IMF rezerv pozisyonlarıdır.

Uluslararası rezervler konusunda en fazla araştırma yapan kurumların başında IMF gelmektedir. Dolayısıyla, IMF yaptığı çalışmalara temel ve sayısal bir veri tabanı oluşturmak amacıyla neredeyse kurulduğu günden itibaren üye ve üye olmayan bazı ülkelere çeşitli rezerv kalemlerini içeren veriler almaktadır. Ülkelerden toplanan veriler daha sonra birleştirilerek açıklanmaktadır¹.

Bu nedenle, rezerv kompozisyonunun bileşenlerine bakmak için tablolardan yararlanmak en doğru yaklaşım olacaktır. IMF tarafından ülkelere istenen resmi rezerv aktifleri Tablo 1.1.'de gösterilmiştir.

¹ IMF tarafından "Annual Report" adı altında yıllık olarak yapılan raporlarda belli bir dönem için çeşitli ülke gruplarına, para birimlerine ve rezerv bileşenlerine göre sayısal bilgiler sunulmaktadır.

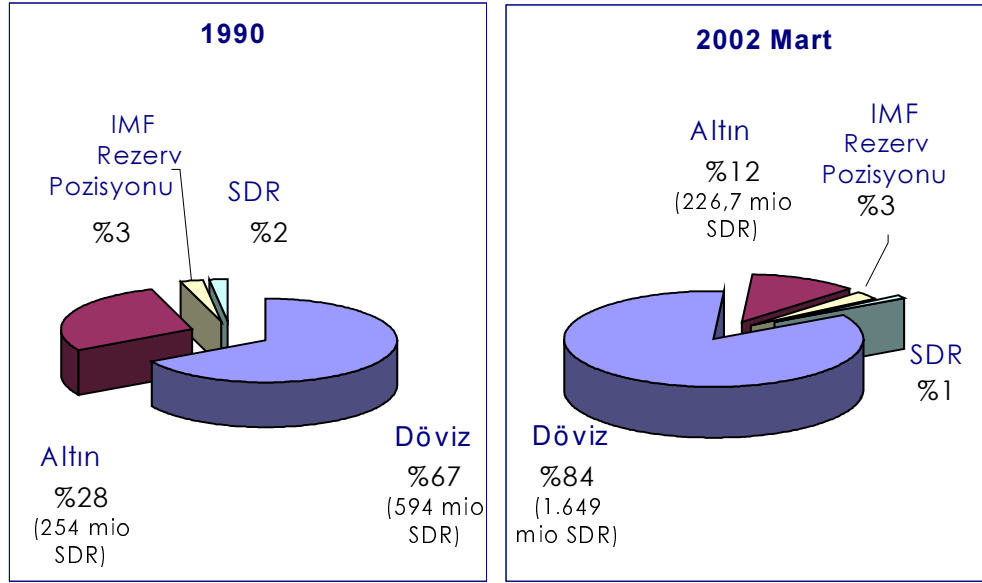
Tablo 1.1.'de gösterilen rezerv bileşenleri uluslararası rezervlerin sadece resmi rezerv olarak tanımlanan bölümünü içermektedir. Bunların dışında bazı yazarlar tarafından sahip olunmayan rezerv kalemi olarak da tanımlanan belli bir dönem sonra elden çıkartılması kesin olan rezerv kalemleri de bulunmaktadır. Resmi rezerv dışında kalan bileşenler bu çalışmada ele alınmamış, Ek.1'de resmi ve diğer rezerv kalemlerinin tümünü içeren IMF raporlamalarında kullanılan şablon sunulmuştur.

TABLO 1.1. REZERV BİLEŞENLERİ (IMF SINIFLAMASI)

<p>A-Resmi Rezervler</p> <p>1. Konvertibil Döviz</p> <p>a- Yabancı Para Cinsinden Tahvil ve Bonolar</p> <p>b- Toplam Döviz Depoları</p> <p><i>i- Diğer Merkez Bankaları ve BIS ile yapılan</i></p> <p><i>ii- Raporlama Yapan Ülkelerle Yapılan</i></p> <p><i>iii- Raporlama Dışında Kalan Ülkelerle Yapılan</i></p> <p>2. IMF Rezerv Pozisyonu</p> <p>3. SDR</p> <p>4. Altın</p> <p>5. Diğer Rezerv Kalemleri</p> <p>B- Diğer Yabancı Para Varlıklar</p>

Kaynak: IMF Rezerv Şablonu (<http://www.imf.org>).

Rezerv kompozisyonunu oluşturan bileşenlerin oranları ise değişkenlik göstermektedir. Ülke ekonomilerinin dinamik bir yapıya sahip olması nedeniyle bu bileşenlerin ağırlıkları yıllar itibarıyla ve ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Şekil 1.1'de 1990 ve 2002 Mart ayı itibarıyla rezerv bileşenlerinin dünya rezerv toplamı içindeki payları gösterilmektedir. İki dönem karşılaştırıldığında 12 yıllık dönem sonunda IMF rezerv pozisyonu dışında rezerv bileşenlerinin ağırlıklarının değiştiği görülmektedir.



Şekil 1.1. 1990 ve 2002 Mart Dünya Rezerv Bileşenleri

Kaynak: IMF Annual Report, 1996, 2002

Şekil 1.1.'den de görüldüğü gibi 2002 Mart itibariyle, rezerv kompozisyonu içinde en büyük payı döviz rezervleri oluşturmaktadır. Bu tarihte döviz yüzde 84'lük bir paya sahipken, altın yüzde 12, IMF rezerv pozisyonu yüzde 3 ve SDR yüzde 1'lik paylara sahiptir. Bu bileşenleri 1990 yılı ile karşılaştırdığımızda pay olarak dövizin arttığı, altının azaldığı, SDR ve IMF rezerv pozisyonlarının önemli şekilde değişmediği görülmektedir. Görüldüğü gibi rezerv bileşenleri dinamik bir yapı sergilemiştir.

Rezerv kompozisyonun daha iyi anlaşılabilmesi için rezerv bileşenlerini oluşturan altın, döviz, SDR ve IMF pozisyonunu daha ayrıntılı incelemek gerekmektedir.

1.2.1. Altın

Altın, insanlık tarihi boyunca kıymetli bir maden olarak nitelendirilmiştir. Uluslararası para sistemi içinde kullanılmadan önce birçok ülke tarafından para olarak kullanılmıştır. Yoğun olarak uluslararası para sisteminde kullanılması altın standardı dönemindedir. Bretton Woods

sistemi içinde de kullanımını sürdürmesine rağmen, 1973 yılından sonra önemini göreceli olarak yitirmiştir.

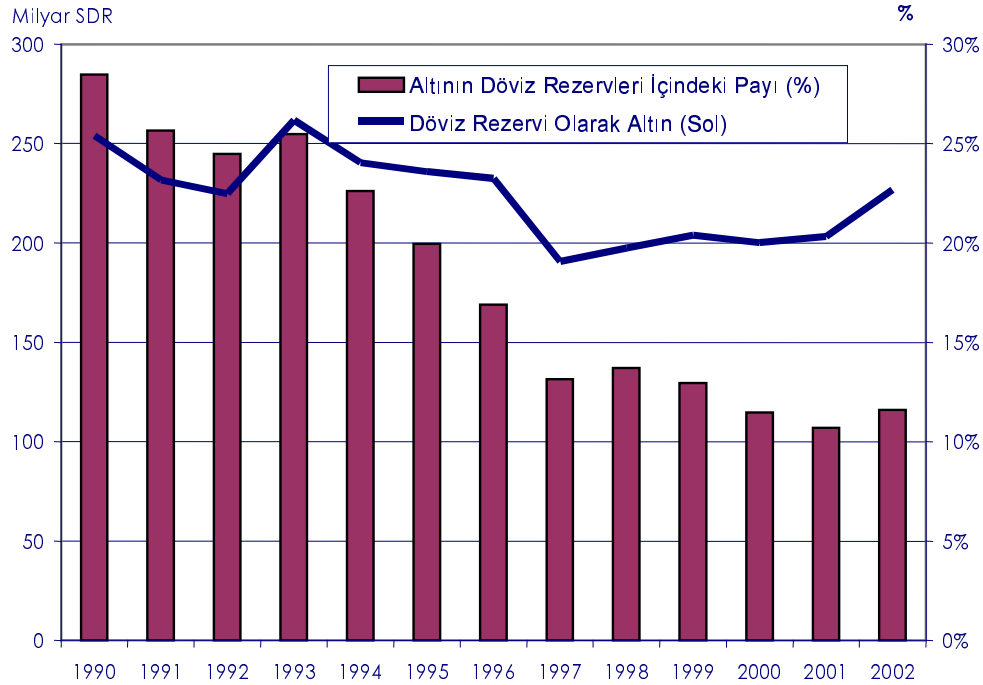
Geleneksel olarak önceleri rezervin tek kaynağı olan uluslararası standarttaki altın, günümüzde başka varlıkların da rezerv olarak kullanılmasının ardından, rezerv bileşenlerini oluşturan bir parça haline gelmiştir. Altın, çeşitli sebepler yüzünden rezerv kalemi olarak kullanılan bir varlıktır. Altının ekonomideki bu önemli yere sahip olmasının bir çok nedeni bulunmakta, bunların önemli olanları ise aşağıda sıralanmaktadır.

- **Savaş Güdüsü:** Altının, ülkeler tarafından bulundurulmasının sebeplerinden birisi ve en önemlisi savaş olasılığıdır. Olası bir savaş durumunda, finansal geleceğin belirsiz olduğu ve dengesizliklerin baş gösterdiği bir ortamda kullanılabilecek en önemli varlık altındır. Bu gibi durumlar da sadece altının bir ödeme aracı olabileceği ihtimaline karşı ülkeler rezervlerinin bir kısmını altın olarak bulundurmaya tercih ederler.
- **Altının Değerini Kaybetmemesi:** Bir ülkede enflasyonun etkisi ile yerel paraya olan güven azalabilir veya çeşitli sebeplerden ötürü yerel para değer kaybedebilir. Ancak, altın enflasyona karşı geleneksel olarak değerini korumayı başaran bir varlıktır. Ülkeler arasında değişimi her zaman mümkündür.
- **Riskinin Minimum Olması:** Altının, karşı taraftan dolayı kaynaklanan riski yoktur. Bunun en önemli nedeni altının kimsenin tekelinde olmamasıdır. Altın her para birimi ile değiştirilebilir, bütün ödeme işlemlerinde kullanılabilir ve tek bir altın üreticisi yoktur. Altın deposu ve swap yolu ile merkez bankaları ellerindeki altın rezervlerini değerlendirebilirler. Altın, uluslararası standartlarda belirlenmiş özelliklerde kullanılabilen, sahte olup olmadığı çok çabuk test edilebilen ve yıpranması neredeyse imkansız olan bir varlıktır.
- **Teminat:** Altın yurt dışından kısa vadeli borç alma sırasında teminat olarak kullanılabilir.

- Son Kaynak Olması: Altın günümüzde kullanılan finansal araçların tümünün sahip olduğu ortadan kalkma riskini içermemektedir. Bundan dolayı altın başvurulacak son kaynak olarak tanımlanır.
- Paranın Karşılığı Olması: Günümüzde uygulanmamasına rağmen, altının en geleneksel anlamda tutulmasının sebebi ise uluslararası para sistemlerinde yerel paranın karşılığı olarak kullanılabilmesidir.

Yukarıda değinilen avantajlarının yanında son yıllarda yaşanan gelişmelerin etkisiyle altının rezerv olarak kullanılması miktar olarak olmasa da, toplam rezerv içindeki payı oransal olarak azalmıştır.

Şekil 1.2.'de 1990-2002 Mart döneminde altının dünya rezervi içindeki yüzde payı ve SDR cinsinden değerinin gelişimi gösterilmektedir.



Şekil 1.2. Dünya Altın Rezervleri ve Uluslararası Rezerv İçindeki Payı

Kaynak: IMF Annual Report 1996, 2002

Şekil 1.2'den de görüldüğü gibi rezerv içinde 1990-2002 yılları arasında, rezerv bileşeni olarak ülkelerin buldukları altın miktarı, yaklaşık olarak 200-250 milyar SDR aralığında yatay seyretmiştir. Ancak rezerv içindeki ağırlığı bu süre içinde yüzde 28'den yüzde 10'lara kadar gerilemiştir.

Altının oransal olarak rezerv içindeki payının azalmasında ki ana neden, günümüzde ne altın para standardı ne de Bretton Woods sisteminin kullanılıyor olmasıdır. Dolayısıyla, finansal sistem içinde altın az veya hiç kullanılmamakta bu da altının para sisteminin merkezi olmaktan uzaklaşmasına neden olmaktadır. Önümüzdeki dönemde de uluslararası para sisteminde tekrar metal para sistemine geçilmesinin ya da Bretton Woods sistemine benzer bir sistemin kullanılmasının zor olmasından dolayı, altının geçmişte olduğu gibi finansal piyasalarda tekrar ağırlık kazanma ihtimali oldukça düşüktür.

Diğer taraftan, günümüzde türev ürünler ve elektronik para gibi yeni finansal araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Bu araçların maliyetleri ile altının depolaması, tutulması ve taşınması gibi maliyetleri karşılaştırıldığında altının maliyeti çok yüksek kalmaktadır. Bu da altının finansal araç olarak tercih edilmemesine neden olmaktadır. Bunlara bir de altının endüstriyel ve teknolojik alanlarda kullanımının artması ve bu amaç doğrultusunda kullanılması eklenince altının rezerv içindeki seviyesinde artış olmaması normaldir.

Günümüzde finansal araç ve rezerv bileşeni olarak yukarıda değinilen sebepler yüzünden rezerv içindeki miktarının azalmasına karşın altın, ekonomik para sistemi içinde rezerv bileşeni olarak kullanılmasını sürdürmektedir.

1.2.2. Döviz

Döviz, uluslararası rezerv ve likidite olarak bakıldığında bu kaynakların büyük bölümünü oluşturan önemli bir bileşendir. Döviz olarak kabul edilen kaynaklar sadece yabancı para olmayıp Tablo 1.1.'de,

görüldüğü gibi döviz cinsinden depolar ve bazı kıymetler de döviz rezervi olarak kabul edilmektedir.

Şekil 1.1.'de rezerv bileşenleri içinde 2002 yılı Mart ayı itibarıyla rezervin yaklaşık yüzde 84'lük bölümünün döviz cinsinden varlıklar tarafından oluşturduğu görülmektedir. Rezervin büyük kısmının döviz olarak tutulmasının bir çok nedeni bulunmaktadır. Günümüz koşullarında altın uluslararası piyasalarda fazla getirisi olmayan bir araçtır. Benzer şekilde IMF rezerv pozisyonu ve SDR'de gelir getirmemektedir. Diğer taraftan toplam olarak 1.6 trilyon SDR'lik ekonomik bir gücün tam likit olarak tutulması ve bundan da gelir elde edilmemesi düşünülemez. Bundan dolayı, bazı ülkeler rezerv kalemlerinin büyük kısmını döviz cinsinden bulundurlar. Bunları da uluslararası finans piyasalarında çeşitli yatırım araçları ile değerlendirirler. Burada önemli bir nokta ise bu yatırım araçlarının genelde kısa dönemli kıymetler olarak ve depo yapılarak kullanılmasıdır. Zira, rezervlerde öncelik sıralaması güven, likidite ve getiridir.

Uluslararası piyasalarda her tür ülke parası döviz rezervi olarak kullanılmamaktadır. Döviz rezervi olarak karşımıza çıkan para birimleri; çoğunlukla Amerikan doları, İngiliz sterlini, euro, İsviçre frangı ve Japon yenidir. Bunların dışında döviz rezervi olarak kullanılan bazı para birimleri de kullanılmaktadır. Ancak, döviz rezervi içinde önemli bir paya sahip olmadıklarından dolayı IMF raporlamalarında belirtilmemektedir. Dolayısıyla bazı paralar diğer döviz cinsleri olarak topluca belirtilmektedir.

Tablo 1.2.'de dünya resmi döviz rezervlerini oluşturan ulusal paraların sahip oldukları ağırlıklar yüzde olarak belirtilmiştir. 1999 yılından sonra Alman markı, Fransız frangı, ECU ve Hollanda florini tedavülden kalktığı için listede yer almamakta, 1999 yılından itibaren sadece döviz olarak kullanılan, 2002 yılından sonra da efektif olarak tedavüle çıkan euro yer almaktadır. Önemli bir ayırım ise Avrupa Para Birliği'ne (EMU) geçen ülke para birimlerinin toplamının 1990 yılında yüzde 30 olmasına karşın 1998 yılı sonunda bu oranın yüzde 15'e kadar gerilemiş olmasıdır. Euronun resmen tedavüle çıkmasının ardından bu para birimi 1999-2001

yılları arasında yüzde 13'lük bir paya sahip olması ve Amerikan dolarının sergilediği performansı yakalayamadığı dikkati çeken bir başka noktadır. Tablodan görüldüğü gibi Amerikan doları söz konusu dönemde döviz rezervleri içinde yüzde 68,3'lük bir oranla en fazla paya sahip ülke parasıdır.

TABLO 1.2. RESMİ DÖVİZ REZERVLERİ İÇİNDE ULUSAL PARA AĞIRLIKLARI

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
USD	55,3	56,7	56,6	57,0	60,3	62,4	65,9	68,4	68,1	68,3
JPY	7,6	7,7	7,9	6,8	6,0	5,2	5,4	5,5	5,2	4,9
GBP	3,1	3,0	3,3	3,2	3,4	3,7	3,9	4,0	3,9	4,0
CHF	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EUR	-	-	-	-	-	-	-	12,7	13,0	13,0
DEM	13,3	13,7	14,2	13,7	13,1	12,9	12,2	-	-	-
FRF	2,7	2,3	2,4	2,3	1,9	1,4	1,4	-	-	-
NLG	0,7	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	-	-	-
ECU	9,7	8,2	7,7	6,8	5,9	5,0	0,8	-	-	-
Diğer	6,5	6,6	6,4	8,9	8,3	8,4	9,3	8,8	9,1	9,0

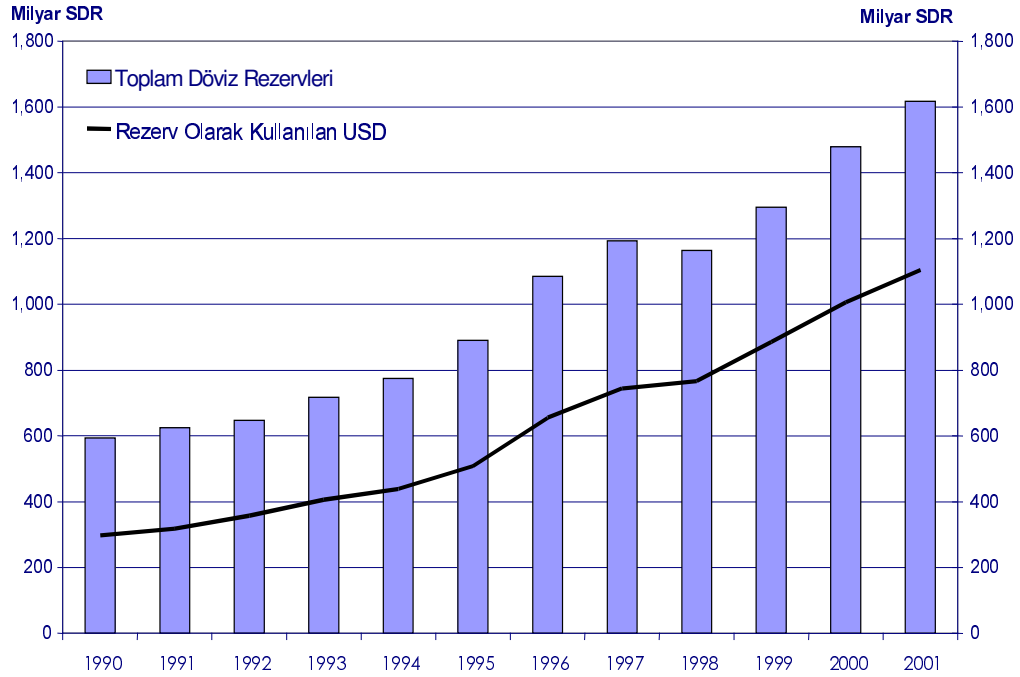
Kaynak: IMF Annual Report 2002

Döviz rezervlerinin çeşitlilik içermesi merkez bankaları için bir problem oluşturmaktadır. Zira toplam döviz rezervlerinin hangi oranda ve hangi para birimini içereceği problemi bu bankalar için rezerv yönetimi yapmayı zorunluluk haline getirmiştir. Genel olarak merkez bankaları ellerindeki dövizleri kısa vadeli uluslararası mali araçları kullanarak ve/veya faiz geliri elde edebilecekleri para birimlerine çevirerek gelir elde etmeye çalışırlar.

Amerikan dolarının döviz rezervlerinin büyük kısmını oluşturmasının altında bir çok neden yatmaktadır. Bunların arasında en önemli olanı Bretton Woods sisteminde anahtar para olarak doların kullanılmasıdır. Sistemin çökmesine rağmen ülkeler Amerikan

ekonomisine duydukları güven nedeniyle rezerv kalemi olarak Amerikan dolarını ellerinde tutmaya devam etmişlerdir. Bunun ABD'nin, Sovyetler Birliği'nin da dağılmasının ardından tek süper güç olarak kalmasının sonucunda dünya ekonomisine yön vermesi de önemli bir neden olarak sayılabilir.

Şekil 1.3.'de 1990-2001 yılları arasında dünya döviz rezervleri ve rezerv olarak kullanılan Amerikan dolarının gelişimi gösterilmektedir.



Şekil 1.3. Döviz Rezervleri ve USD

Kaynak: IMF Annual Report, 1996, 2002

Şekil 1.3.'de görüldüğü gibi doların döviz rezervi içindeki payı sürekli artmıştır. Rezerv olarak kullanılan dolar 2001 yılı sonu itibarıyla yaklaşık olarak 1 trilyon SDR'nin biraz üstünde değere sahiptir. Bu rakamın toplam 1.6 trilyon SDR olan döviz rezervleri içinde yüzde 68,3 gibi çok büyük bir paya sahip olmasını sağlamıştır. Amerikan dolarının toplam uluslararası rezervlerin yüzde 57'sini oluşturması ise, bu para cinsinin rezervler içindeki öneminin en önemli göstergesidir.

1.2.3. IMF Rezerv Pozisyonu²

Rezerv pozisyonu IMF'nin rezerv kaynaklarından birisidir. Her üye ülke belirlenmiş miktarda SDR cinsinden kota bulundurmaktadır. Ülke kotası ülkenin oy gücünü, finansal kaynak kullanımını ve IMF'ye ne kadar finanse etmesi gerektiğini belirlemede kullanılır. Ülkenin IMF'ye vereceği kotanın belirlenmesinde, diğer ülkelere göre ekonomik gücü dikkate alınmaktadır. Ülkenin ekonomik gücünde ise gayri safi yurtiçi hasılası, cari işlemler bilançosu ve resmi rezervleri belirleyici olan göstergelerdir. 2003 yılı başında toplam IMF pozisyonu 213 milyar SDR, en büyük kotaya sahip ülke 37.149 milyon SDR ile ABD, en küçüğü ise 3.1 milyon SDR ile Palau olup, Türkiye'nin kotası 110 milyon SDR'dir.

Şekil 1.1.'de görüldüğü gibi 2002 Mart itibarıyla IMF rezerv pozisyonları toplam olarak 58 milyar SDR olup, genel rezerv içinde sadece yüzde 3'lük bir bölümü ifade etmektedir.

1.2.4. Özel Çekme Hakları (SDR)³

Altın ve döviz 1960'lı yıllarda iki ana rezerv kalemini oluşturmuştur. Bu yıllarda, dolara olan güvenin azalmasına ve Bretton Woods sisteminin sarsılmasına rağmen ülkeler ellerinde tuttıkları USD rezervlerini artırmaya devam etmişlerdir. Bunun sonucunda, ABD'nin bir yandan ödemeler dengesi açıkları artmış, diğer yandan da USD'nin değeri üzerinde önemli bir tehdit oluşturmuştur. Amerika ekonomisi ve dolayısıyla dünya ekonomisinin olumsuz etkilenmesini önlemek için başka bir rezerv aracının kullanılmasının daha iyi olacağı genel bir eğilim olmuştur. Tüm bunların sonucu olarak, 1969 yılında Special Drawing Rights (SDR) kullanılmaya başlanmıştır.

İlk olarak SDR 0.888671 gram altına eşdeğer olarak tanımlanmıştır. Bu durumda o gün için 1 USD, 1 SDR ve 0,888671 gram altın aynı değerdedi. Ancak, daha sonra USD üzerinde yapılan

²Kaynak belirtilmeyen bölümler için IMF Quotas and Quota Reviews factsheet kullanılmıştır. <http://imf.org/external/np/exr/facts/quotas.html>

³Kaynak belirtilmeyen bölümler için IMF Special Drawing Rights factsheet'i kullanılmıştır. <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.html>

devalüasyonlar sonucunda SDR Amerikan doları karşısında değer kazanmış ve bu eşitlik bozulmuştur.

IMF'nin tüm çabalarına karşın 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından önemli para birimlerinin dalgalanmaya bırakılmasından sonra SDR değeri "**para sepeti**" olarak hesaplanmıştır. Yapılan ilk sepette 16 ülke parası yer almıştır. Ancak, 1981 yılında yapılan yeniliklerle sepete sadece Amerikan doları, İngiliz poundu, Japon yeni, Fransız frangı ve Alman markı dahil edilmiştir. Bu ülkelerin sanayileşmiş, dünya ticareti içinde önemli ölçüde mal ve hizmet ihracı yapan ülkeler olması SDR'nin güçlü bir para haline gelmesini sağlamıştır. Nitekim, sepet kullanımının ardından SDR dolar karşısında değerini sürekli korumuştur. Bunun ana sebebi ülkelere birinin ekonomisi yavaşlarsa da diğerlerinin genelde iyi performans göstermesinin altında yatmaktadır.

Uluslararası parasal sistemde meydana gelen büyük değişikliklerin etkisiyle 1970-1972 ve 1978-1981 yılları arasında ülkelere SDR pay dağıtımı yapılmıştır. Bu paylaşımların sonucunda toplam 21.4 milyar SDR dağıtılmıştır. 1997 yılında yapılan yeniden pay dağıtımı ile birlikte toplam SDR miktarı tam iki katına yani 42.9 milyar SDR'ye ulaşmıştır. SDR kullanımını yaygınlaştırmaya dönük yapılan bu pay artışları SDR kullanımına önemli bir etkiye bulunmamıştır (Williams, 2003, 2003, s.41). Payların yeniden belirlenmesi uzun dönemli global rezerv ihtiyacı olduğu durumlarda yapılmaktadır.

Para birimlerinin sepetteki ağırlıkları beş yılda bir yapılan değerlendirmeler sonucunda yeniden hesaplanmaktadır. Tablo 1.3.'de 1991, 1996 ve 2001 yıllarında belirlenmiş ülke paralarının ağırlıkları bulunmaktadır.

TABLO 1.3. SDR SEPETİ PARA BİRİMİ YÜZDE AĞIRLIKLARI

Para Birimi	1991	1996	2001
USD	40	39	45
EUR	--	--	29
DEM	21	21	--
FRF	11	11	--
JPY	17	18	15
GBP	11	11	11

Kaynak: IMF, <http://www.imf.org>

Ülkelerin ekonomik durumlarına göre yeniden yapılan düzenlemeler ve Avrupa'da tek para birimine geçilmesinin ardından 2001 yılındaki sepet ağırlığı belirlemede DEM ve FRF sepetten çıkarılmış, bunların yerine sepete euro dahil edilmiştir.

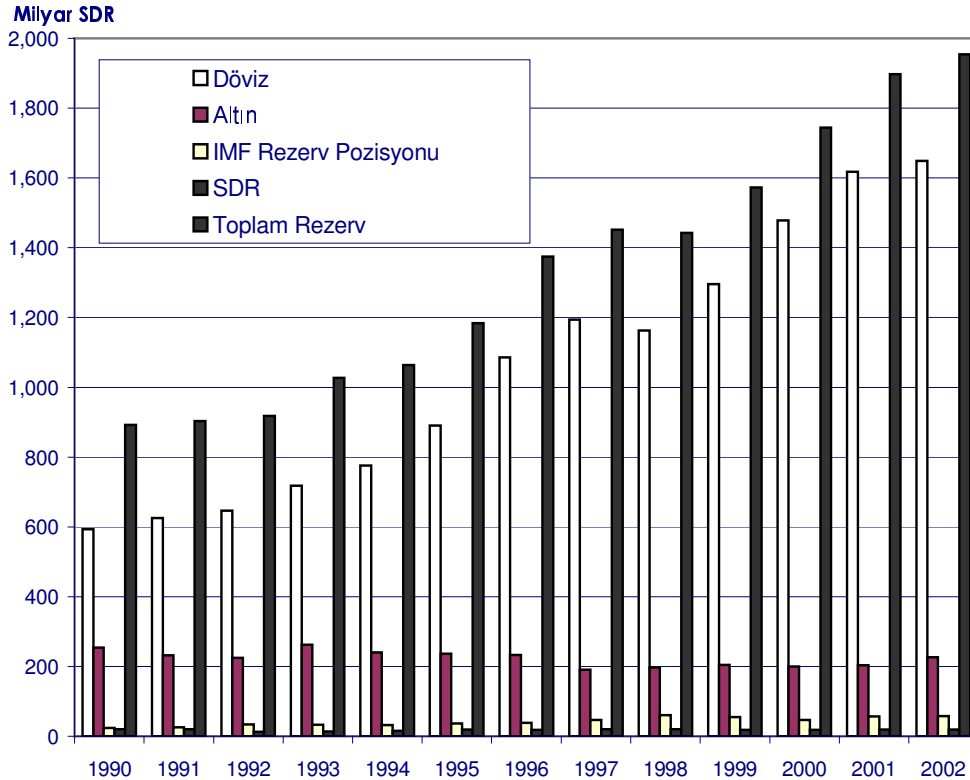
Şekil 1.1.'den de görüldüğü gibi 1990-2002 döneminde, uluslararası rezerv içinde SDR payında önemli bir gelişme olmamış, SDR payı yaklaşık olarak yüzde 1-2 arasında seyretmiştir. Bazı özel sektör kuruluşları, finansal enstrümanlarda SDR cinsinden yapılırsa da, SDR'nin kullanımı gelişmemiştir.

Dikkati çeken önemli bir olay ise 1944 yılında Bretton Woods görüşmelerinde daha sonra İngiliz yaklaşımı olarak adlandırılan, ünlü iktisatçı Keynes'in tartışılan ancak kabul edilmeyen "bancor" isimli rezerv aracının yıllar sonra SDR adı altında uygulamaya konulmasıdır.

Yapılan tüm teşvik girişimlerine rağmen SDR'nin ana kullanım alanı IMF ve diğer bazı organizasyonlar için IMF hesabında bir birimdir. Bundan dolayı SDR sadece IMF ve üyeleri arasında yapılan işlemlerde kullanılan bir rezerv bileşeni olarak kullanılmaktadır.

1.3. Dünya Rezerv Kompozisyonunun Gelişimi

II. Dünya Savaşı sonrası ve Bretton Woods sisteminin bir yansıması olarak uluslararası ticaretin geliştirilmesi çalışmaları sonucunda dünya rezerv seviyesi giderek artmıştır. Her ne kadar IMF'nin raporlama yapan ülkelerden talep ettiği rezerv kalemleri arasında bir çok varlık olsa da ülkenin sahip olduğu rezerv kalemleri bundan daha fazla çeşitlilik gösterebilmektedir. Bununla beraber finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonucu, ülkeler rezerv kalemlerini çeşitli yatırım alanlarında kullanmakta, bu yatırımlar da döviz cinsi bazında çeşitlilik göstermektedir. Bu durum ülkelerin portföy yönetimi için önemli bir durum olduğundan rezerv kompozisyonlarının ayrıntılarını vermekte oldukça isteksiz davranmakta veya geç bilgi vermektedirler. Tüm bu sebeplerden dolayı rezerv kompozisyonu hakkında alınan bilgiler fazla ayrıntı içermemektedir.



Şekil 1.4. Uluslararası Rezerv ve Bileşenlerinin Gelişimi

Kaynak: IMF Annual Report, 1996, 2002.

Rezervin uluslararası piyasalarda artan önemi nedeniyle ve rezerv yeterliliğin bir çok yatırımcı tarafından takip edilmesi, gelişmekte olan ülkelerin piyasada rezerv tutma oranlarını artırmalarına neden olmuştur (Bororman ve Ingves, 2001, s.5).

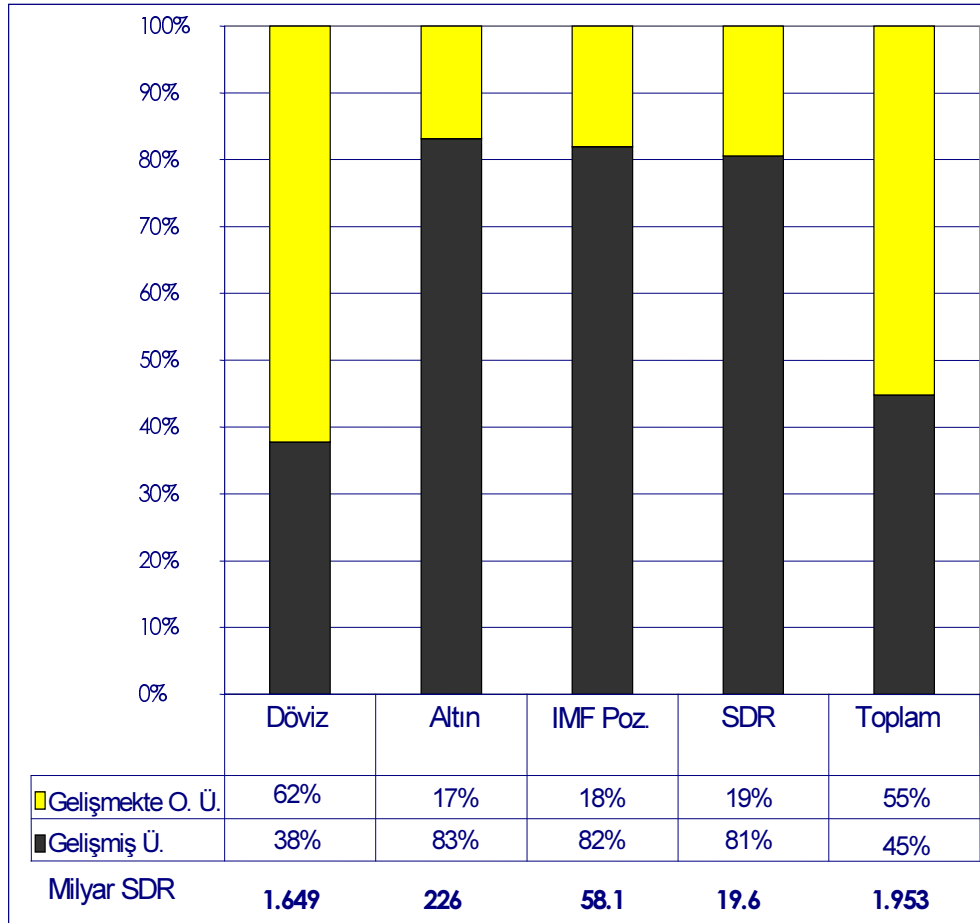
Şekil 1.4.'den de görüldüğü gibi dünya genelinde rezerv gelişimine bakıldığında 1990 yılı sonunda 600 milyar SDR seviyesindedir. Dünya rezerv seviyesi yıllar itibarıyla 1998 yılı haricinde sürekli artış göstermiştir. Bu gelişmenin sonucu olarak 2002 yılının Mart ayında 1990 yılının sonuna göre rezerv seviyesinde yüzde 178'lik artış olmuştur. Bu artışın sebebine bakıldığında neredeyse tümünün döviz rezervlerindeki artıştan kaynaklandığı, altın, SDR ve IMF pozisyonlarında söz konusu dönemde önemli bir gelişme olmadığı gözlemlenmiştir. Döviz rezervlerinin yıllar itibarıyla artmasının nedenleri ise çeşitlidir. Bunların arasında en önemlilerini sıralayacak olursak:

- Amerika Birleşik Devletleri'nin uyguladığı ve devam ettirdiği ödemeler dengesi açıkları,
- ABD ve diğer gelişmiş ülkeler gibi borç veren durumunda olan ülkeler arasında meydana gelen faiz farkları,
- OPEC ülkelerinin cari işlemler fazlası vermesi,
- Özellikle petrol ihraç etmeyen ve dış açık veren ülkelerin borç talepleri gibi sebeplerden dolayı döviz rezerv miktarında yaşanan artışlar

rezerv seviyesinin artmasına neden olmuştur (BIS,1988, s.13).

Yaşanan ekonomik gelişmeler ve globalleşme uluslararası para sistemini oldukça etkilemiştir. Bu değişimlerin sonucunda gelişmekte olan ve gelişimini tamamlamış ülkeler arasında rezerv kompozisyonu davranışları bakımından değişiklikler dikkati çekmektedir. Dolayısıyla rezerv kompozisyonunu sadece bileşenleri yönüyle değil ülke grubunu dikkate alarak da incelemek doğru olacaktır.

Şekil 1.5.'de Mart 2002 itibarıyla dünya rezerv kompozisyonunu oluşturan altın, döviz, SDR ve IMF rezerv pozisyonu, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler dikkate alınarak gösterilmektedir. Şekil 1.5.'de görüldüğü gibi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında rezerv bileşenlerinin dağılımı bakımından oldukça farklı oranlar göze çarpmaktadır. Bunları rezerv kompozisyonu içindeki ağırlıklarına göre açıklamak daha anlaşılır olduğu düşünülmektedir.



Şekil 1.5. Ülke Gruplarına Göre Rezerv Bileşenleri

Kaynak: IMF Annual Report 2002

- Döviz Rezervleri: Gelişmekte olan ülkeler dünya genelinde 1.2 trilyon SDR olan döviz rezervlerinin yüzde 62'sine sahiptir. İki ülke grubu arasındaki bu oransal farkın iki ana sebebi bulunmaktadır. Bunlardan ilki gelişmekte olan ülkelerin büyük dış borç rakamlarıdır. Yabancı para cinsinden alınan borçlar ülke

rezervlerini dolaylı olarak yükseltmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervlerinden dış borç rakamları çıkarıldığında bu ülkelerin rezervleri ile gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervleri aynı seviyeye gelmektedir. İkinci sebep ise, gelişmiş ülke paralarının gelişmekte olan ülkeler tarafından rezerv olarak tutulmalarıdır. Gelişmekte olan ülkeler varlıklarını ülke riski az olan ülke para birimlerine çevirerek risklerini minimize ederler. Bunun tersine gelişmiş ülkeler diğer ülke paralarını rezerv olarak bulundurmaya tercih etmemekte, bunun sonucu olarak gelişmiş ülkelerin döviz rezervleri gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha az bir seviyede olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler yapı olarak krizlere gelişmiş olan ülkelere oranla daha yakındırlar. Dolayısıyla, bu ülkelerde muhtemel krizlere karşı ihtiyat güdüsü ile döviz rezervi bulundurmaları da alternatif bir neden olarak değerlendirilebilir.

- Altın: Gelişmiş ülkeler, rezerv içinde altının yaklaşık olarak yüzde 83'lük bir kısmına sahiplerdir. Bunun ana sebebi ise gelişmiş ülkelerin altın para ve Bretton Woods sistemi içinde önemli bir yere sahip ülkeler olmalarıdır. Sistemlerin yıkılmasından sonra bu ülkeler ellerinde bulunan altın stoklarını, değer kaybını göze almadıklarından satma eğilimine gitmemişlerdir. Gelişmekte olan ülkelere ise altının fırsat maliyetinin fazla olabilmesi ve yeni sistemde ağırlıklı olarak kullanılmamasından dolayı tercih edilmemektedir.
- IMF Rezerv Pozisyonu ve SDR: Bu bileşenlerde doğal olarak gelişmiş ülkelerin payları gelişmekte olan ülkelere oranla daha fazladır. Zira, IMF pozisyonları ve SDR dağılımları ülkelerin ekonomik güçleri göz önünde bulundurularak hesaplanmakta, dolayısıyla bu ülkelerin SDR ve IMF pozisyonları genel olarak gelişmekte olan ülkelere oranla daha fazla olmaktadır.

- Toplam Uluslararası Rezervler: Genel olarak rezerv sahipliğine bakıldığında gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş olan ülkelere göre daha fazla rezerve sahip olduğu görülmektedir.

Rezerv kompozisyonu gelişimine genel olarak bakıldığında rezerv hacminin yıllar itibarıyla arttığı göze çarpan önemli bir noktadır. Bundan sonraki dönemde gelişen ekonomik şartlar kompozisyon bileşenlerine ve genel hacmine yön verecek, yeni rezerv bileşenleri oluşturulabileceği gibi bazı bileşenler rezerv olarak kullanılmaktan vazgeçilebilecektir. Ancak şu unutulmamalıdır ki, bir ülke için rezerv kompozisyonu ne olursa olsun dünyadaki yerinin belirlenmesinde rezerv seviyesi ve rezervi nasıl kullandığı önemli bir etken olmaktadır.

1.4. Türkiye’de Uluslararası Rezervler ve Kompozisyonunun Gelişimi

İngiltere, Japonya ve ABD ülkelerinin dışında rezerve sahip olma ve yönetme görevi genellikle merkez bankalarına aittir (Nugee, 2003, s.10). Ülkemiz rezervlerini yönetmek de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın görevlerinden⁴ olup, ülkemiz rezervlerini nasıl kullanacağı Merkez Bankası Kanunu’nda belirtilmiştir.

“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.”(TCMB, 2001, s.51).

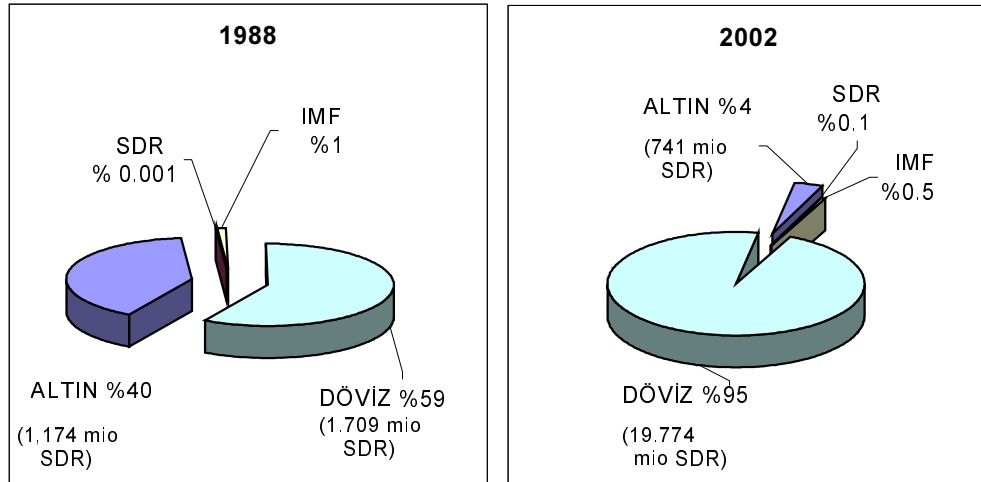
İlgili kanun maddesinde de görüldüğü gibi ülke rezervlerimizin idare edilmesinde uluslararası piyasalarda diğer merkez bankaları gibi öncelik, yapılan yatırımın güvenliliğine verilmiştir. Zira söz konusu olan bir ülkenin varlıklarıdır. İkinci öncelik ise likiditedir. Burada da göz önünde

⁴ Merkez Bankası Kanunu 4. madde (Temel Görev ve Yetkiler)
e) Ülke altın ve döviz işlemlerini yönetmek.

bulundurulmuş kriter rezervin tanımlamasında yaşanan ekonomik krizlere karşı tampon olarak kullanılmayı sağlamak içindir. Ülkede meydana gelebilecek kriz anında ilk akla gelen araçlardan birisinin rezerv olması dolayısıyla rezervin her an likit veya likit hale getirilebilecek şekilde bulundurulması gerekmektedir. Görüldüğü gibi rezerv getirisi kullanım kısıtları içinde son sırada gelmektedir. Dolayısıyla, ülkemiz için rezervlerinin normal bir fona göre getirisi genelde düşük kalabilmekte bunun doğal bir sonucu olarak da fırsat maliyeti göreceli olarak artabilmektedir.

Ülkemiz rezervlerin uluslararası finansal piyasalarda kullanım alanları ile ilgili bir kısıtlama yapılmamış genel olarak tüm bankacılık faaliyetlerinde bulunabileceği belirtilmiştir. Ancak güven, likidite ve getiri kriterlerinin, yatırım olarak tüm bankacılık faaliyetlerini yapmayı engellediği düşünülmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası uluslararası rezerv seviyesi ülkemizin ve dünyanın ekonomik yapısı ve dinamikleri içinde sürekli değişmiştir. Şekil 1.6.'da 1988 ve 2002 yıl sonları itibarıyla, uluslararası rezerv bileşenlerinin yüzde ağırlıkları gösterilmektedir.



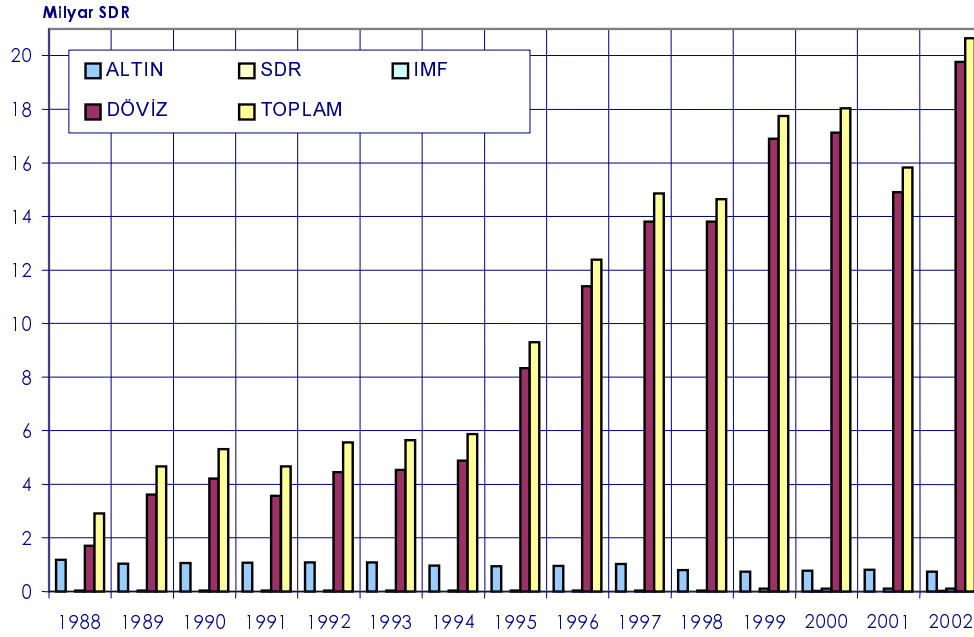
Şekil 1.6. TCMB Uluslararası Rezerv Bileşenleri

Kaynak: International Financial Statistics, IFS.

Şekil 1.6'da görüldüğü gibi ülke rezervlerimizin kompozisyonu Şekil 1.1.'de daha önce belirtildiği gibi dünya rezerv kompozisyonuna paralel olarak değişmiştir. 1988 yılında rezervlerimizin içinde altının payı yüzde 40'iken, 2002 yılı sonunda bu pay yüzde 4 seviyelerine kadar gerilemiştir. Bunun en büyük sebeplerinden biri altın rezerv seviyesinin sabit kalması, döviz rezerv seviyesinin ise sürekli artmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerin rezervleri içinde altının payı yıllar itibarıyla azalmıştır. Bunun sebepleri olarak altının sistem içinde kullanımının giderek azalması bunun yanında döviz rezervlerinin artması gösterilebilir.

Diğer taraftan iki dönemi döviz rezervlerimiz açısından inceleyecek olursak, 1988 yılında toplam uluslararası rezervin yüzde 59'luk bir kısmını oluştururken bu oran 2002 yılı sonunda yüzde 95 seviyelerine kadar çıkmıştır. SDR ve IMF rezerv pozisyonları açısından dikkati çeken önemli bir nokta dünya rezervleri içinde IMF rezerv pozisyonunun artmasına karşın ülkemizde yüzde elli oranında azalmasıdır.

Şekil 1.7.'de 1988-2002 yılları arasında rezerv seviyemizin gelişimi gösterilmektedir. Ülkemiz rezervleri ile dünya rezervlerinin gösterildiği 1988 yılında toplam rezerv seviyemiz 2.9 milyar SDR kadarken yıllar itibarıyla bu rakam yükselen bir trend sergileyerek, 2002 yılı sonunda 20 milyar SDR seviyesini geçmiştir. 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz döneminde TCMB'nin döviz piyasalarına müdahaleleri sonucu ülke rezervlerimiz 2.2 milyar SDR azalmıştır. Döviz rezervlerimizin sürekli artmasına karşın altın rezervlerimiz bahsi geçen dönemde 700 milyon-1,2 milyar SDR bandında seyretmiş ve rezerv içindeki payı giderek azalmıştır.



Şekil 1.7 TCMB Uluslararası Rezerv Gelişimi

Kaynak: International Financial Statistics, IFS, IMF

Ülkemiz rezervleri dünya rezervleri ile karşılaştırıldığında ise şu sonuçlara ulaşmak mümkündür. Ülkemiz 2002 yılı sonu itibarıyla altın rezervlerinin yüzde 0.33'üne, SDR rezervlerinin yüzde 0.12'sine, IMF rezerv pozisyonunun yüzde 0.19'una, döviz rezervlerinin yüzde 1.2'sine ve 1.9 trilyon SDR olan toplam dünya rezervinin yüzde 1'ine sahiptir. Diğer taraftan bilindiği gibi IMF üyesi olan her ülke IMF kaynağı kullanabilmektedir. Ülkemizde bu dönem içinde IMF kaynaklarını kullanmıştır. IMF'den kullanılan kaynaklarının toplam uluslararası rezervlerimize oranı 1988 yılında yüzde 7.6'iken, bu oran 2002 yılı sonu itibarıyla yüzde 78.7 seviyesine ulaşmıştır.⁵

⁵ Kaynak olarak International Financial Statistics, IFS, IMF kullanılmış olup, altın için 186.1ANDZF..., SDR için 186.1B.SZF..., IMF rezerv pozisyonu için 186.1C.SZF..., Döviz rezervleri için 186.1D1DZF..., Toplam rezerv için 186.1L.DZF... satırları kullanılmış olup SDR olmayan veriler USD/SDR kurundan SDR'ye dönüştürülmüştür.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNDE REZERV

Uluslararası rezervlerin, günümüz uluslararası likiditesi içinde büyük bir yere sahip olmasının önemli bir sebebi geçmişte kullanılan uluslararası para sistemlerinin bir mirası olmasıdır. Dolayısıyla, günümüz rezerv durumunu daha iyi değerlendirmek için geçmiş yıllardaki uygulamalara da bakmamız gerekmektedir. Bu çerçevede, üçüncü bölümde, uluslararası para sistemleri ile uluslararası rezervlerin bağlantısı araştırılmıştır. Ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervler, gereklilik olarak çok uzun yıllar öncesine gitmesine rağmen özellikle ulusal merkez bankalarının kurulmasıyla beraber önem kazanmıştır.

Uluslararası ticaretin artmasının bir sonucu olarak, ülkelerin genel işleyiş esasları çerçevesinde uydukları ve uyguladıkları sistemler oluşmaya başlamış, bu sistemler genel olarak “uluslararası para sistemleri” olarak isimlendirilmişlerdir. Uluslararası rezervlerin yeni kullanım alanları ve bileşenleri bu para sistemlerinde ortaya çıkmıştır. Uluslararası para sistemleri pek çok ara sistemi içermesine rağmen, genel olarak dört ana başlık altında toplanmaktadır. Uygulanan uluslararası para sistemleri sırasıyla; Altın Standardı Sistemi, İki Savaş Arası Dönem, Bretton Woods Sistemi ve Serbestliğe Dayalı Karma Sistemler Bütünüdür⁶.

⁶ Genel olarak Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra günümüze kadar uygulamada olan sistem için Bretton Woods Sonrası Dönem ismi kullanılmaktadır. Ancak, çalışmada sistemler arasında tanımlama olarak farklılıkları daha belirginleştirmek için bu döneme “Serbestliğe Dayalı Karma Sistemler Bütünü” isminin verilmesinin uygun olacağı düşünülmüştür.

2.1. Altın Standardı Dönemi

Altın standardı, uluslararası para sistemi olarak 1870 yılında işlerlik kazanmıştır. Altın standardı döneminde, uluslararası para sisteminin merkezi, İngiltere (Londra) ve temel yapı taşı ise altın olmuştur. Diğer taraftan, uluslararası rezerv olarak talep edilen varlıklar gümüş ve genellikle altın olmuştur.

Sistemin işleyişi iki temel varsayıma dayanmıştır. Altının tedavülü sınırsız olup, ithal ve ihracı serbest olarak gerçekleştirilmiştir. Para birimlerinin değeri, ne kadar altına eşit oldukları ölçüsünde tespit edilmiş ve bu paralar "altın para" olarak isimlendirilmiştir. Altın paranın değeri belli özellikte olan altın ağırlığına eşitlenmiştir. Örnek olarak, bu dönemde 2790 mark 1 kilogram saf altın değerindeydi. Para birimleri arasında bir değişim olacaksa her iki paranın değeri altına dönüştürülerek aralarındaki kur hesaplanmıştır. Sistemin sıkıntısız olarak işlediği dönemlerde ülkeler para basarken bunu yüzde 100 uluslararası rezervlerine karşılık yapmışlardır. Söz konusu dönemde ABD, İngiltere ve Fransa dünya para arzının ve uluslararası rezervlerinin neredeyse yarısına sahip olmuşlardır (Pringle, 1993, s.18).

Altın standardı döneminde dikkati çeken önemli bir nokta, altın ve gümüş dışında yabancı paralarında rezerv olarak kullanımının başlamasıdır. O dönemdeki bazı merkez bankaları ödemeler bilançosu açıklarını karşılamak için altın rezervlerinin yeterli olamayacağını düşünerek, rezerv miktarlarını artırmak için döviz, senet ve benzer aktiflere yönelmiş, bu kaynakları da rezerv bileşeni olarak bulundurmışlardır. Rezerv olarak döviz, senet ve diğer aktif varlıkları bulundurmamak faiz geliri sağlamanın yanı sıra, ülke merkez bankaları için döviz kurunun altın noktaları arasında oynamasını sınırlamak üzere döviz piyasalarına müdahale edebilme imkanı da vermiştir. Rezervleri yeterli olmayan bazı ülkeler bu açıklarını kapamak için kendi aralarında küçük para birlikleri kurmuşlardır. Paranın bu ülkeler arasında serbestçe transferi sonucunda altın ithal ve ihracına gerek kalmamıştır (Özbek, 1981, s.19-23).

Sistemin aniden ve tüm dünyada aynı anda çöktüğünü söylemek doğru olmaz. I. Dünya Savaşı arifesinde bankaların ellerinde bulundurdukları senetleri bozdurmak istemeleri merkez bankalarının rezervleri üstünde önemli bir tehlike oluşturmuştur. Bu durumda borç veren veya alacaklı olan ülkelere altın akını yaşanmış, İngiltere ve Almanya rezerv seviyelerini artırmıştır. Olası savaş harcamalarının finansmanı için para arzına ihtiyacı olan Almanya, Fransa ve Rusya gibi ülkeler milli paralarının altına konvertibilitesini durdurmuş ve altın ihracatını yasaklayarak halktan gelebilecek talepleri engellemeye çalışmışlardır. İngiltere'nin durumu sistemin merkezi olmasından dolayı biraz farklılık göstermiştir. Zira İngiltere, hukuki olarak sistem içinde olmakla beraber, fiilen sistemi terk etmiştir. I. Dünya Savaşı sürerken böylece sistem genel uygulamasını kaybetmiştir (Akdiş, 2001, s. 21).

Ancak yukarıda da izah edildiği gibi altın standardı döneminin rezerv açısından en önemli getirisi, altın ve gümüş dışında ilk defa yabancı para, kağıt ve bazı senetlerin rezerv bileşeni olarak kullanılması ve uluslararası rezerv seviyesinin artmaya başlamasıdır.

2.2. İki Savaş Arası Dönem

1914-1944 yılları arasında yaşanan döneme savaş arası düzensiz karma dönem veya buhran dönemi denmektedir. I. Dünya Savaşı ardından ülkelerin savaş masraflarını karşılamak için aldıkları borçlar, ekonomilerini enflasyonist baskı altına almıştır. Savaş sırasında Avrupa ve diğer ülkelere altın çıkışı olmuş, ABD'ye büyük miktarda altın girişi gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda savaş öncesi altın rezerv seviyeleri ülkeler arasında nispeten dengeli bir dağılıma sahipken, savaş sırasında ve sonrasında özellikle altın rezerv miktarı açısından Avrupa aleyhine önemli bir dengesizlik oluşmuştur. Savaş ve ekonomik gelişmeler sonucunda Avrupa ülkeleri, rezervlerinin tükenmeye başlamasından dolayı, ülke içi ve dışı harcamalarını kısmağa başlamışlardır. Nitekim, ABD'de üretim, toptan eşya fiyatları ve şahsi gelirlerin düşmesinin ardından Ekim 1929'da New York borsasının kapanması ile başlayan ekonomik düşüş, ABD'nin ithalatını ve dış yardım miktarlarını azaltması,

bununla birlikte yerli sanayiye destekleyen politikalar gütmesiyle sonuçlanmıştır. Avrupa, Amerika ve diğer ülkelerde yaşanan bu gelişmeler tüm dünyada buhran döneminin başlamasına neden olmuştur (Turan, 1980, s.45-80).

Uluslararası likidite ve rezervleri miktar olarak azalmamakla birlikte; dış ticaretin azalması, ülkelerin genelde ülke içi malları kullanmaya çalışmaları ve çeşitli gümrük tarifelerinin uygulanması sonucunda yön değiştirmiş, ABD likiditenin en büyük kaynaklarından biri haline gelmiştir. Bununla beraber, ülkeler genellikle savaş sonrası dönemde ellerinde kalan altın ve döviz rezervlerini korumak amacıyla paralarını devalüe etmişlerdir. (Eğilmez, 2002, s.1).

Ülkelerin içine düştükleri ödemeler bilançosu açıkları ve bunu kapatmak için ülke rezervlerini kullanmaktan kaçınmalarından dolayı genel kabul görmüş uluslararası bir para sistemine işlerlik kazandırılmamış ve uluslararası rezerv açısından önemli bir gelişme yaşanmamıştır. Diğer taraftan iki savaş arası dönemde bir sistem oluşturulamaması uluslararası bir sistemin gerekliliğini ortaya koymuş, henüz II. Dünya Savaşı tam olarak sona ermeden Bretton Woods sisteminin doğmasına neden olmuştur.

2.3. Bretton Woods Sistemi

Özellikle ABD ve İngiltere savaş sonrasında uluslararası bir para sistemi düzenlemek için 1940 yılında çalışmalara başlamışlar, hem rezerv hem de ödemeler bilançosu dengesizliklerini telafi edici bir sistemin getirilmesi gerekliliği ortaya konulmuştur (Eğilmez, 2002, s.1-3).

Ön çalışmaların sonucunda 1944 yılında ABD'de 44 ülkenin katılımıyla yapılan toplantıda Bretton Woods sistemi olarak anılan yeni uluslararası para sistemi kabul edilmiştir. Türkiye bu toplantıya katılmamış, dolayısıyla kurucu üye olmamıştır (Turan, 1980, s.88-89). Çok taraflı ödemeler birliğinin kurulması, üye ülkelerin refah seviyelerinin artırılması ve dış ticarete yeni düzenlemelerin yapılması Bretton Woods sisteminin temel amaçları olarak belirtilmiştir. Bretton Woods sisteminde Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası kurulmuştur. Bu iki kuruluş,

günümüzde Bretton Woods sisteminin yıkılmasına rağmen halen çalışmalarına devam etmektedirler.

IMF üyelerinin tümüne oy hakları ve bunun gibi işlerle ilgili düzenlemelerin yapılması için kotalar dağıtılmıştır. Kotalar ülkelerin milli gelirleri, dış ticaret ve döviz rezervleri göz önünde bulundurularak belirlenmiş, her beş yılda bir yeniden düzenlenmesi kararlaştırılmıştır. Üye ülkelerde, döviz kuru politikası olarak ayarlanabilir kur sistemi benimsenmiştir. Bu kotalar günümüz rezerv bileşenlerinden olan IMF rezerv pozisyonlarının temelini oluşturmuştur. Sistem kullanılmaya başlandığında ülkelere, belirlenen sınırlar içinde döviz kurlarını sabit tutmak için döviz piyasalarına müdahale etme imkanı vermiştir. Böylece, altın standardında kullanılmakla birlikte ilk kez uluslararası rezervler döviz müdahalelerinde resmi olarak kullanılmaya başlanmıştır. Ülke, meydana gelen ödemeler bilançosu dengesizliklerini telafi etmek için müdahale yoluna başvurabiliyorken, bunu yaparken ülkenin dış ticaretini sınırlayacak önlemler almasına izin verilmemiştir. Döviz piyasalarına müdahale etmek için de ülkenin yeterli miktarda döviz rezervine sahip olması gerekmiştir. Bu ihtiyaç, ülke için bir likidite sorunu ortaya çıkma ihtimalini artırmıştır. Bu durumda, para fonunun söz konusu likidite sorununu çözebildiği sürece, sistemi aksamadan devam ettirebilmesi, mümkün olmuştur. Sistemde, ülkeler milli paralarını dolara sabitlemiş, dolar hiç bir para birimine bağlanmamış, 35 dolar 1 ons altın olarak ilan etmiştir. Bu durumda ülkelerin paraları dolara, dolar da altına eşitlenmiştir. Bunun yanında milli paraların dolar karşısında $\pm\%$ 1'lik bir dalgalanma göstermesi serbest bırakılmıştır (Turan, 1980, s.99- 101).

Sistemin kullanılmaya başlamasından sonra ülkeler savaş sonrası yeniden yapılanmaları için tek kaynak gibi görülen ABD'den altın karşılığında fon sağlamışlardır. ABD'de Marshall yardımları ile hem Avrupa'ya hem de Japonya gibi ülkelere yardım yaparak parasını ithal etmiştir (Töre, 2002, s.8). Doların bu kadar çok talep edilmesi sonucunda 1950'li yıllara kadar dünyada bir dolar kıtlığı süreci yaşanmış, bu döneme de "dolar kıtlığı" ismi verilmiştir.

ABD ekonomisinin 1950-1958 yılları arasında ödemeler bilançosu açığı vermesiyle ise dünyada dolar bolluğu başlamıştır. Dolar bolluğundan dolayı sistem gereği 35 doların 1 ons etmesine karşın, doların ekonomik olarak değerinin düşmesi devalüe edilmesi gerekliliğini doğurmuştur. Ancak, sistemde üye ülkelerin paralarını devalüe edebilmelerine rağmen, dolar için bir açıklama bulunmadığından, doların devalüasyonu tartışmalara neden olmuştur. Bu dönem “altın bolluğu dönemi” olarak isimlendirilmiştir. Bunlara ek olarak savaş sırasında ekonomik olarak çöken Japonya gibi ülkelerdeki gelişmeler sonucunda, bu ülkeler tekrar ekonomik birer güç haline gelmişler ve ellerinde bulunan dolarları altına çevirmeye başlamışlardır (Seyidoğlu, 2001, s. 540-541). Bu durum uygulanan Bretton Woods sisteminin yıkılmasına neden olacak temel bir değişiklik olmuştur.

Amerika gelen baskılara rağmen doları devalüe etmekte isteksiz davranmış, bunun yerine ödemeler bilançosu açıklarını kapamak için ithalatını azaltıcı önlemler almıştır. Ancak, bu önlemler yetersiz kalınca ilk olarak 1971 yılında dolar altına karşı yüzde 9 devalüe edilmiş ve üye ülkelerin \pm %1 olan dalgalanma marjı \pm %2.5 seviyesine çıkarılmıştır. Bunlara ek olarak doların altına konvertibilitesini sağlayan altın penceresi de kaldırılmıştır. Bu düzenlemeler de süre gelen dengesizliği gideremeyince, 1973 yılında dolar tekrar altına karşı yüzde 5 oranında devalüe edilmiştir. Son devalüasyon da beklenen etkiyi göstermeyince, belli başlı sanayileşmiş ülkeler paralarını dolara sabitlemekten vazgeçip dalgalanmaya (dolayısıyla ABD’de) bırakmışlardır. 31 Ağustos 1975 tarihinde Onlar Grubu (The Group of Ten) ve İsviçre’nin katılımıyla imzalanan “The Group of Ten Agreement” uyarınca, altın parasal sistemde rezerv yükümlülük olmaktan çıkarılmış, resmi altın fiyatının ekonomik geçerliliği ortadan kaldırılmış, farklı ülke para birimleri arasında dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesi esas alınmıştır (Pringle, 1993, s.20).

Bretton Woods sisteminin terk edilmesine rağmen IMF, Dünya Bankası ve Dünya Ticaret Örgütü faaliyetlerini günümüze kadar sürdürmüşlerdir. IMF’nin daha sonradan yaptığı değişiklikler ile üye

ülkelerde “belirli şartlara uymak koşuluyla” diledikleri döviz kuru sistemini belirleme serbestisi getirilmiştir. Bunun sonucunda ekonomik sistem içinde dalgalı döviz kuru sistemleri ile sabit döviz kuru sistemleri arasında geniş bir yelpazede kur sistemleri uygulanmaya başlanmıştır.

Bretton Woods sisteminin günümüz uluslararası para sistemlerini bir çok açıdan etkilediğini söyleyebiliriz. Bu etkiler; uluslararası rezerv ve likiditenin ABD’ye kayması, IMF rezerv pozisyonu ve SDR rezerv bileşenlerinin kullanılmaya başlanması, uluslararası rezervlerin yerel paraya karşı talebi yerine müdahale nedeniyle rezerv talebinin artmasıdır. Bunların yanısıra; IMF, Dünya Ticaret Örgütü ve Dünya Bankası gibi günümüzde de özellikle gelişmekte olan ülkeler için kaynak sağlayan uluslararası organizasyonların kurulması da Bretton Woods sisteminin günümüz uluslararası para sistemine bir mirasıdır.

2.4. Serbestliğe Dayalı Karma Sistemler Bütünü

Bretton Woods sistemin çöküşünün ardından genel kabul görmüş tek bir döviz kuru sisteminin belirlenememesi ve önemli ülke paralarında istikrar sağlanamaması sistemin çökmesinden sonra çeşitli olumsuzluklara yol açmıştır. Ancak, paralarını dalgalanmaya bırakan sanayi ülkelerinin uluslararası para sisteminin kurulmamasından pek şikayetçi olmamaları sonucunda yeni bir sistemin oluşturulabilmesi mümkün olmamış, yerine IMF’nin görev ve işleyiş sisteminde değişiklikler yapılması tercih edilmiştir (Eğilmez, 2002). 1978 yılında IMF’nin sorumlulukları; üye ülkelere kaynak kullandırılması, uluslararası piyasalara likidite sağlama ve mali piyasaları gözetmek olarak genişletilmiştir (Akdiş, 2001, s.36-37). Günümüzde kullanılmakta olan kur rejimlerini gösteren tablo Ek.2’de yer almaktadır.

Diğer taraftan, Avrupa Birliği gibi parasal bütünleşmeye sahip birleşmeler meydana gelmiştir. Bu bütünleşmelerin en önemlisi olan Avrupa Para Sistemi, 1979 yılında kurulmuştur. Bu birlik tarafından uluslararası sistemde kullanılacak bir para birimi olan ECU (Avrupa Para Birimi) tedavüle çıkarılmıştır. ECU’nün değeri bir para sepeti olarak belirlenmiştir. SDR ile benzer çok yönleri bulunmakta olan ECU’da SDR

gibi kaydi bir para olarak kullanılmıştır. Maastricht Anlaşması (1992) ile Avrupa Birliği ülkeleri aşamalı olarak yeni bir para birimini kullanmaya karar vermişlerdir. Bunun sonucunda, 1999 yılından itibaren uluslararası rezerv olarak bulundurulabilecek para birimlerine “euro” da eklenmiştir. Euro, tıpkı SDR ve ECU gibi önceleri kaydi para olarak 1 Ocak 1999 ve 1 Ocak 2002 tarihleri arasında kullanılmıştır. Euro, 1 Ocak 2002 tarihinden sonra efektif para olma özelliğini kazanmış ve bu tarihten sonra 12 Avrupa Birliği ülke para birimleri ve ECU tedavülden kaldırılmıştır.

Bretton Woods sisteminin uluslararası rezerv yönünden yenilikleri, öteden beri birer rezerv aracı olarak kullanılan Alman markı ve Fransız fransı gibi birçok para biriminin tedavülden kaldırılması, altının rezerv bileşeni olarak ağırlığının giderek azalması ve yerini dövize bırakmasıdır.

Uluslararası rezervler ülkelerde çıkan ekonomik buhranların savuşturulmasında veya önlenmesinde başvurulmuş önemli bir kaynak olarak kullanılmıştır. Uzun yıllardır kullanılan ve uluslararası likiditenin önemli bir bölümünü oluşturan uluslararası rezervlerin gelecekte de şekillenecek olan para sistemlerine yön verecek önemli bir güç olacağı söylenebilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERV TALEBİ VE MALİYETİ

Uluslararası rezervler, rezerv bileşenleri ve kompozisyonunun gelişimi incelendiğinde, uluslararası rezerv seviyesinin hem Türkiye’de hem de dünyada genel olarak yıllar itibarıyla arttığı anlaşılmaktadır. Bu doğrultuda, hemen hemen her ülke için uluslararası rezerv talebinin olduğunu söyleyebiliriz. Ülkelerin uluslararası rezerv bulundurmaları ve rezerv seviyelerinde değişiklik yapmalarının altında bir çok neden bulunmaktadır. Diğer taraftan, uluslararası rezerv talebi sonsuz değildir, bu talebin muhakkak bir üst sınırı ve bir maliyeti bulunmaktadır.

Bu bölümde önce ülkeler tarafından neden uluslararası rezervin talep edildiği daha sonra da rezerv maliyeti çeşitli açılardan açıklanmaya çalışılacaktır.

3.1. Uluslararası Rezerv Talebi

Uluslararası rezervler, maliyetlerine karşın tarihi süreç içinde çeşitli sebeplerden dolayı sahip olunması gerekli bir kaynak olarak görülmüştür. Günümüzde özellikle ülkeler arasındaki ticaretin sürekli artması sonucunda rezerv talebinin ve arzının artacağı tahmin edilmektedir (Bahmani ve Brown, 2002, s.1210). Rezerve sahip kuruluş genelde rezervi ülkenin yürütmekte olduğu para ve maliye politikaları için yani toplumsal ülke çıkarları için kullanmaktadır.

Uluslararası sistem içinde rezerv çok önemli bir yere sahiptir. Rezervin kullanım alanlarına veya talep nedenlerine geçmeden önce rezerve ihtiyaç duymayacağımız iki durumu belirtmek gerekmektedir.

Bunlardan ilki tüm dünyanın tek bir para birimi kullanıyor olması, diğeri ise tüm dünyanın tek bir ülke olması yani tam olarak işleyen, istisnasız katılımın olduğu bir dalgalı döviz kuru sisteminin olmasıdır (Greenspan,1999, s.1).

Uluslararası rezervler ülkenin tümünün sahip olduğu bir değer olmasından dolayı sorumsuzca kullanılması düşünülemez. Yapılacak bir yanlışlık tüm ülkenin sosyal ve ekonomik düzenini etkileyebilir. Bundan dolayı her ne kadar bilançonun aktif tarafında da olsa rezervler diğer ticari bankalar gibi öncelikle kar elde etmek için kullanılmazlar.

Ülkeler tarafından uluslararası rezerv talep edilmesinin çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Genel olarak ülke rezervinin kullanılma amaçları; yerel paranın karşılığı, ödemeler dengesi bozukluklarının telafisi, döviz piyasalarına müdahale, dış borç ödemeleri ve yabancı para ödemeleridir. Diğer taraftan, ülke rezerv seviyesi, o ülkenin prestijini de yansıtmakta olup, ülkeler ayrıca prestij için rezerv talep etmemekte, rezervin fazlalığı ülke prestijine katkıda bulunmaktadır.

3.1.1. Yerel Para Karşılığı Rezerv Talebi

Bu kullanım uluslararası rezervin klasik kullanım şeklidir. Tarihsel süreç içinde özellikle bir rezerv bileşeni olan altın, bu amaç için kullanılmıştır. Altın, yerel para karşılığı olarak özellikle Altın Standardı döneminde etkin olarak kullanılmıştır. Bretton Woods sisteminde geçerliliğini, etkisini azaltarak devam ettirmiş, sistemin çökmesinden sonra neredeyse kullanımını tamamen kaybetmiştir.

Altın standardı döneminde ülkeler milli paralarının değerini belli ağırlıktaki altına göre ayarlamaktaydılar. Bu sistem içinde tedavüle kağıt para çıkartılacağına, ülkeler bu değerde altını alıkoymuştur. Ancak, özellikle 1900'lü yılların başında bu uygulama azalmıştır.

Bretton Woods sisteminin uygulanmaya başlamasından sonra altın, yerel paranın karşılığı olarak kullanımını kaybetmiştir. Diğer taraftan, ülkeler için dolaylı olarak milli paralarını yabancı para karşılığı basma eğiliminde oldukları söylenebilir. Rezervin yerel para karşılığı olarak talep

edilmesi, II. Dünya Savaşı sonunda önemini kaybetmiş, 1973 yılında Bretton Woods Sistemi'nin terk edilmesi sonucunda milli para karşılığı rezerv tutma yaygınlığını yitirmiştir.

Günümüzde uluslararası rezervlerin milli paranın karşılığı olarak bulundurulması, sadece döviz kuru sistemi olarak para kurulu politikasını uygulayan ülkelerde görülmektedir. Başka bir deyişle tedavüle çıkacak paranın değeri kadar veya belli oranında döviz rezerv olarak tutulmaktadır. Diğer önemli bir nokta ise seçilen dövizin veya dövizlerin ileride reel olarak değerinin azalmayacağı yönünde bir beklentinin olması gerektiğidir (Nugee, 2003, s.7).

Günümüz ekonomik ve mali yapısı içinde değerlendirecek olursa, yerel paranın altın ve döviz gibi rezerv bileşenlerine yüzde 100 karşılık olarak basılması pek kabul görmeyen bir uluslararası rezerv talebi şeklindedir.

3.1.2. Ödemeler Bilançosu Dengesizlikleri Nedeniyle Rezerv Talebi

Ödemeler bilançosu dengesizliklerini telafi etmek için uluslararası rezerv kullanımı geçmişte ve günümüzde sıklıkla rastlanan bir rezerv talep sebebidir. Ancak, rezervin nasıl kullanıldığını anlatmadan önce kısaca ödemeler bilançosu tanımını ve kalemlerini belirtmek gerekmektedir.

Ödemeler bilançosu bir ülkenin belirli bir dönem içinde dış ülkelere sağladığı gelirler ile dış ülkelere yaptığı ödemelerin yer aldığı bir tablodur (Seyidoğlu, 2001, s. 384). Rezervlerin kullanılmasında en önemli nedenlerden biri ülkenin ödemeler bilançosu açıklarını telafi etmektir.

Ödemeler bilançosu sadece bir kalemden oluşmamakta 5 ana kalemden ve dört tane de denge unsurunu içermektedir. Tablo 4.1.'de genel tanımlamalar çerçevesinde yapılan basit bir ödemeler bilançosu gösterilmektedir.

TABLO 3.1. ÖDEMELER BİLANÇOSU ŞEMATİK YAPISI

CARİ İŞLEMLER HESABI	
İthalat	
İhracat	<i>Mal Dengesi</i>
Hizmet Gelirleri	
Hizmet Giderleri	<i>Mal ve Hizmet Dengesi</i>
Yatırım Gelirleri	
Yatırım Giderleri	<i>Mal, Hizmet ve Yatırım Dengesi</i>
Cari Transferler	
SERMAYE HESABI	
FİNANS HESABI	
NET HATA VE NOKSAN	
GENEL DENGE	
REZERV VARLIKLAR	
Rezerv Varlıkları	
Uluslararası Para Fonu Kredileri	
Ödemeler Dengesi Finansmanı	

Kaynak: Ödemeler Dengesi Raporu, Mart 2003 (<http://www.tcmb.gov.tr>)

Tablo 3.1.'de görüldüğü gibi belirli bölümlere ayrılmış olan ödemeler bilançosunda rezervler bir hesap kalemidir. Bunun sonucunda hesabın bir tarafında meydana gelen değişiklik rezervleri doğrudan etkileyecektir. Diğer taraftan, ödemeler dengesi ile resmi rezervlerdeki değişimler arasındaki ilişki ülkede uygulanan döviz kuru sistemine bağlıdır. Merkez bankalarının müdahale ettiği sabit döviz kuru sistemlerinde, ülkenin ithalatı ihracatından fazla ise cari işlemler dengesi negatif sonuç verecek ve rezerv kalemi azalacaktır. Benzer şekilde ihracat ithalattan fazla ise ülke rezervi artacaktır. Dalgalı döviz kuru sisteminde ise kurlar arz ve talebe bağlı olarak oluştuğundan, rezerv kaleminde bir

değişme olmaz. Hükümet müdahaleleri ne kadar azsa, politikalar serbest dalgalı döviz kuru sistemine yaklaşacak ve resmi rezervlerdeki değişmeler göreceli olarak o kadar düşecektir (Seyidoğlu, 2001, s.394-395).

Altın Standardı döneminde rezervin, cari işlemler dengesi uyumsuzlukları için kullanılmasında problemlerle sık karşılaşılmamıştır. Ancak, ülkelerin ekonomilerinin dış ticarettten etkileşim süreçlerinin ve dış ticaretin ya da cari işlem hacimlerinin artması sonucunda rezervin bu dengesizlikleri telafi gücü azalmıştır. Bunun sonucunda ülkeler dış alemle yaptıkları ithalat ve ihracat işlemlerini mümkün olduğunca azaltmaya çalışmışlar, bunun yanında rezervlerini kullanmamak için çaba harcamışlardır. Tüm bu yaşanan gelişmelerin sonucunda da dünya ticaret seviyesi çok düşmüştür. İkinci bölümde de anlatıldığı gibi, dünya ticaretini artırma çalışmaları IMF'nin kurulmasına neden olmuştur. IMF'nin en önemli faaliyet amaçlarından birisi, uluslararası rezervleri söz konusu açıkları kapatmada yetersiz kalan ülkelere kaynak sağlama yoluyla uluslararası ticareti artırılma olmuştur.

Ödemeler bilançosu uyumsuzlukları genelde cari işlemler dengesinde meydana gelen eksi bakiyelerle ifade edilmektedir. Bunu bir örnekle açıklamak daha faydalı olacaktır. Eğer bir kişi gelirinden fazla harcama yaparsa bütçesi açık vermiş olur. Açık veren kişi bu açığı bir şekilde finanse etmek zorunda kalacaktır. Gerçek kişiler için bu açığı telafi etmenin iki ana yolu bulunmaktadır. Bunlardan ilki, kişinin servetini kullanması yani ev araba gibi sahip olduğu servetlerini satması, ikincisi ise başka bir kişi veya kuruluştan borç almaktır. Benzer şekilde bir ülkenin yurtdışı harcamaları, diğer ülkelere yaptığı faaliyetler sonucu elde ettiği gelirlerden fazla ise cari işlemlerinde açık veriyor demektir. Bu açığı sahip olduğu varlıklarını kullanarak ve çeşitli yöntemlerle kapatabilir.

Ülkenin elinde olan alternatiflerden bazılarını şu şekilde sıralayabiliriz. Ekonomideki gelir ve harcama seviyesi değiştirilmeden ithal mallardan yerli mallara geçiş yapılarak cari dengeye ulaşmaya çalışmak⁷,

⁷ Burada bahsedilen kavram literatürde "expenditure-switching policy" olarak tanımlanmaktadır.

ülkeye sermaye girişlerini özendirmek veya dışarıdan yani uluslararası piyasalardan borç almaktır. Dikkati çeken önemli bir nokta ülkeye sermaye girişlerini hızlandırmak için yurtiçi faiz oranlarını yükseltmek dışında başvurulan yöntemlerin çoğunda zamana ihtiyaç duyulmasıdır. Örneğin, ülkenin ihracatını artırmak uzun vadeli yatırımlar sonucunda olabileceğinden bu hemen yapılamaz. Cari işlemler açığı verildiğinde en azından ülke süre kazanmak için rezervlerini kullanabilir. Aksi takdirde özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülke piyasaları için yurtdışından borç almak, yurtiçi faiz oranlarını yükseltmek rezerv kullanmaktan daha maliyetli olabilir. Gelişmekte olan ve sermaye hareketlerinin sınırlandırılmadığı ülkeler ödemeler dengesi açıklarıyla sıkça karşılaşmakta ve bu dengesizlik kronikleşebilmektedir.

Ödemeler dengesi bozuklukları ülkenin ve genel yapının durumuna göre çeşitlilik gösterebilmektedir. Bu çeşitlilikler düzeltilebilir, bir kerelik ve kronik dengesizlikler olmak üzere üç ana gruba ayrılabilir⁸. Bu durumda rezervin bu dengesizlikleri telafi etmek için kullanılıp kullanılmayacağı da farklılıklar gösterebilmektedir.

Düzeltililebilir dengesizlikler alım ya da ödemelerin bazı dönemlerde veya sezonlarda artmasıyla ortaya çıkabileceği gibi ülke içi veya dışında meydana gelen ekonomik gelişmeler sonucunda da ortaya çıkabilir. Özel sektör tarafından meydana gelen açığı kapatmak çok maliyetliyse veya mümkün değilse, ekonomik uygunluk açısından dengesizlik ekonominin tümü için çok maliyetli ise o ülke düzeltilebilir dengesizliği başarılı şekilde kapamak için rezervlerini kullanır ve daha sonra eski rezerv seviyesine getirebilir. Bir kerelik dengesizlikler, tesadüfen meydana gelen olaylar sonucunda ortaya çıkar ve devamlılık içermezler. Ülkede meydana gelen deprem gibi doğal afetler sonucunda, yurtiçi yerleşiklerin sahip oldukları ithal mallara ilişkin veya yerleşik olmayanların sahip oldukları yerel mallara ilişkin bir defaya mahsus ayarlamaları içeren kararlar bir kerelik ödemeler bilançosunda

⁸ Ödemeler dengesi uyumsuzluklarının bu şekilde sınıflandırılması Cooper (1970, s.127) tarafından yapılmıştır.

dengesizliğe yol açabilirler. Meydana gelen bu tür dengesizlikler rezerv seviyesinin azalmasıyla telafi edilebilir. Bu sayede otoritelere, dengesizliğin baskısı altında hareket etmektense, azalma meydana geldikten sonra aşamalı olarak rezervi eski seviyesine getirme fırsatı verilmektedir. Ancak, kısa vadeli dış borç alarak da bu yapılabilir. Diğer taraftan, uluslararası işlemlere konu olan mal, hizmet ve hakların arz ya da taleplerinde uzun süreli kaymalar meydana geldiğinde süregelen dengesizlikler ortaya çıkmaktadır. Bu şartlar altında ödemeler bilançosu açığı veren bir ülkenin er ya da geç meydana gelen dışsal akımları önlemek için harekete geçmesi gerekmektedir. Ancak, bunu rezerv kullanmadan yapmaya çalışmak sürecin uzamasına neden olacaktır. Benzer şekilde ödemeler dengesi fazla veren ülkeler rezerv biriktirmeyi tercih edebilir. Böyle yapmanın en büyük nedeni ilk aşamalarda dengesizliğin sürekli olup olmadığını tespit etmenin zor olmasıdır. Dolayısıyla genelde tercih edilen dengesizliği, ilk aşamada rezerv kullanarak gidermektir (Cooper, 1970, s.127-128). Günümüzde genelde gelişmekte olan ülkeler süregelen yani kronikleşmiş dengesizlikleri yaşamaktadırlar.

Görüldüğü gibi sabit döviz kuru sistemi uygulayan ülkelerde ödemeler bilançosu bozuklukları hangi yapıda olursun genel uygulama ülke rezervlerinin kullanılması yönündedir. Ancak rezervin kullanılmasının ardında yatan temel neden açığın tamamen telafi edilmesi değildir. Buradaki ana neden bozukluğu tamamen ortadan kaldıracak tedbirleri almak için gerekli zamanı kazanmaktır. Genel olarak ülkeler, dışa açıklarsa ve tam dalgalı döviz kuru sistemi uygulamıyorlarsa, ödemeler bilançosu açısından mutlaka uluslararası rezerv bulundurmamak durumundadırlar.

3.1.3. Döviz Piyasalarına Müdahale Nedeniyle Rezerv Talebi

Rezervin, ülkeler tarafından talep edilmesinde önemli sebeplerinden biri de döviz piyasalarına müdahale edebilmektir. Müdahale, genellikle yurtiçi döviz piyasalarında yabancı paranın milli para karşılığında alınıp satılması işlemi olarak tanımlanmaktadır. Genellikle milli

para karşılığında yabancı para satılarak yapılan döviz kuru müdahaleleri, milli paranın değerini korumak için yapılan müdahalelerdir.

Döviz kurlarına müdahale işlemi merkez bankaları tarafından yapılmaktadır. Rezervin merkez bankasının bilançosunda bir aktif kalem olarak gösterildiği daha önce belirtilmişti. Dolayısıyla piyasalara müdahale durumunda, merkez bankası rezervleri doğrudan etkilenir. Eğer piyasalara milli para karşılığında yabancı para satılırsa merkez bankası rezervleri azalacak, piyasalara milli para satılarak karşılığında yabancı para alındığında ise artacaktır. Diğer taraftan, Neely (2000, s.30) yaptığı çalışmada, merkez bankalarının piyasalara müdahalelerinin ardından rezerv seviyesindeki değişim ile olan ilişkisinin tespitinin teknik olarak çok zor olduğunu belirtmiştir. Sebep olarak uluslararası rezerv seviyesinin değişimlerinin sadece müdahaleler sonucunda olmadığı ve genelde merkez bankalarının yaptıkları müdahale rakamlarını açıklamadığını, açıklasa da ya çok geç ve ya aylık/yıllık veri olarak duyurduğunu, dolayısıyla müdahalelerin rezerv seviyesini ne kadar etkilediğini tespit etmenin çok zor olduğunu belirtmiştir.

Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından bir çok gelişmiş ülke milli paralarını dalgalanmaya bırakmıştır. Tam dalgalı döviz kuru sistemlerinde, merkez bankalarının piyasalara hiç müdahale etmeyecekleri, bu nedenle, müdahale amacıyla rezerv talebinin olmayacağından toplam rezerv talebini azalacağı düşünülmüşse de uygulamada böyle olmamıştır. Genelde ülkeler çeşitli sebeplerden döviz piyasalarına müdahale etmek durumunda kaldıklarından, neredeyse hiç bir ülke tam dalgalı döviz kuru sistemini uygulamada başarı sağlayamamıştır. Bunun tek istisnası 1981-1982 yılları arasında ABD'de uygulanan tam dalgalı döviz kuru sistemidir (Dornbush ve Fischer, 1994, s.626). Dalgalı döviz kuru sistemini uygulayan bütün ülkeler gerektiğinde piyasalara müdahale etmektedirler. Günümüzde tam dalgalı döviz kuru

sistemini uygulayan ülkeler arasında Türkiye'de yer almaktadır⁹. Ancak dalgalı kur sistemini uygulayan ülkeler, genellikle gelecekte sabit kur sistemine geri dönüş olabileceği ihtimaline karşı rezerv talebinde bulunabilmektedirler (Bahmani ve Brown, 2002, s.1209).

Bir başka ifade ile, ülkeler paralarının gücüne göre ve uyguladıkları döviz kuru sistemi tam dalgalı döviz kuru dahi olsa, müdahale etme ihtimaline karşı uluslararası rezerv bulundurma eğilimindedirler. Unutulmaması gereken bir nokta ise döviz kurlarına müdahale etmek için ülkenin elinde muhakkak likit halde ve kullanılmaya hazır döviz rezervinin gerekliliğidir.

Müdahale güdüsüyle kullanılan rezerv ülkenin uyguladığı döviz kuru sistemine göre farklılık göstermektedir. Teorik olarak bakıldığında sabit döviz kuru sistemi uygulayan bir ülkede döviz rezervleri, merkez bankasının döviz kurunu devam ettirebilmesinde döviz piyasalarına müdahale etmek için gereklidir. Bunun tam tersi olarak dalgalı kur sistemi uygulayan ülkelerde merkez bankaları döviz kurunun piyasa arz ve talebinin dengelendiği noktada oluşmasını bekleyeceğinden ve piyasalara müdahale edilmeyeceğinden uluslararası rezerv bulundurmaları gerekmez (Bernholz, 2003, s.214).

Ülkelerin piyasalara müdahale sebepleri çeşitlilik göstermektedir. Bazı önemli müdahale sebepleri aşağıda sıralanmıştır.

- Ülke bir çok sebepten dolayı fiyat istikrarını korumak için dışsal bir çapa kullanmayı tercih edebilir. Bu durumda genellikle kendi para birimini korumayı taahhüt eder ve kendi para birimini başka bir para birimine veya bir sepete karşı sabitler. İşte bu durumda döviz kuru müdahaleleri kaçınılmaz olur. Zira ülke içi ve dışı dinamikleri paranın bazen değerli bazen değersiz olması yönünde baskı yapabilir. Merkez bankası verdiği taahhüdü yerine getirmek için döviz piyasalarına müdahale etmek durumunda kalabilir.

⁹ IMF Annual Report 2002'de dalgalı döviz kuru uygulayan ülke sayısı 40 olarak belirtilmiştir. Diğer taraftan bu ülkelerin tümü çeşitli parasal, enflasyon, IMF destekli parasal programlar ve başka hedefleri uygulamaktadırlar. Türkiye ise bu raporda parasal hedefli dalgalı kur sistemi uygulayan ülkeler arasında gösterilmiştir (Bakınız Ek.2).

- Kendi para birimine sahip ülkelerin büyük çoğunluğu milli para karşılığı yabancı para piyasasına sahiptirler. Ancak, çoğunluğunu geliştirmekte olan ülkelerin oluşturduğu bazı ülkeler tam anlamıyla sağlıklı bir para piyasasına sahip değildirler. Bu tip ülkelerde, genellikle merkez bankaları piyasaya milli paralarını sürmek için döviz müdahalelerini kullanmaktadırlar.
- Özellikle geliştirmekte olan ülkelerde döviz piyasaları kısa dönemde kendi iç dinamikleri nedeniyle sağlıklı olmayabilir, kısa dönemli oluşan dengesizlikleri telafi etmek için bu piyasalara merkez bankası tarafından müdahale edilebilir (Goodhart, 2003, 52-53).

Diğer taraftan, yerel paranın değer kaybını ya da kazanmasını önlemenin tek yolu döviz piyasalarında döviz kuruna müdahale etmek değildir. Bunların dışında faiz politikaları ve sermaye kontrolleri kullanılarak da yerel paranın değeri korunmaya çalışılabilir. Burada tercih ülkenin kur politikalarına, yapısına, mali ve ekonomik politikalarına göre değişiklik göstermektedir. Diğer taraftan döviz kuru müdahaleleri müdahale sonrası uygulamalar açısından, sterilize edilen ve sterilize edilmeyen döviz kuru müdahaleleri olarak ikiye ayrılmaktadır.

3.1.3.1. Sterilize Edilen Müdahaleler

Sterilize edilen müdahaleler, döviz piyasalarına yapılan müdahale sonrasında yapılacak milli para işlemlerinin parasal taban üzerindeki etkisinin ters çevrildiği durumda söz konusudur. Sterilizasyon, müdahalede piyasaya verilen milli paranın, kısa vadede başka araçlarla tekrar piyasadandan çekilmesidir. Bir çok ülkede döviz piyasalarına yapılan müdahaleler için bir miktar döviz rezervi bulundurulmaktadır. Sterilize edilen döviz kuru müdahalelerinin kullanılmasının en önemli nedeni, kısa dönemde döviz kuru volatilitesini ve spekülasyon hareketleri önlemek ve enflasyonu etkilemektir (Nelly, 2000, s.21).

Bu müdahaleler, spekülasyon balonlarının etkisini azaltmak veya önlemek ile katlanılamayan kısa dönemli döviz kuru volatilitesini katlanılabilir bir seviyeye indirmek için kullanılmaktadır. Döviz

piyasalarındaki karışıklıklar, yurtiçi finansal piyasalara sirayet edebilir ve yapısal ekonomik gelişmelerle ilişkili olmadığı düşünülen kısa dönemli spekülative sermaye hareketleriyle yakından ilgili olabilir. Dolayısıyla, politika yapıcılar faiz oranları gibi mevcut politikalarını değiştirmek istediklerinde de döviz kurlarına müdahale edebilirler. Eğer döviz kurunda meydana gelen değişiklik spekülativeyse yapılan müdahalenin sterilize edilmesi daha doğru bir yaklaşım olabilir.

Günümüzde döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin neredeyse tümü merkez bankalarının para piyasalarında kısa dönemli faiz müdahaleleri ile otomatik olarak sterilize edilmektedir (Goodhart, 2003, s.55). Bunun sonucunda genel olarak döviz kuru müdahaleleri daha sonra sterilize edilen müdahalelerdir.

3.1.3.2. Sterilize Edilmeyen Müdahaleler

Sterilize edilmeyen döviz kuru müdahaleleri orta dönemli döviz kurlarına müdahale olarak nitelendirilebilir. Bu müdahaleler, orta dönemde makroekonomik stabilizasyon politikalarının gerçekleştirilmesi için kullanılır. Sterilizasyon politikaları açısından bakıldığında, para otoritelerinin yurtiçi faiz oranlarını ve para arzının döviz kuru değişimleri baskısına karşı kullanılmasına uygun olacağı görüşü yaygındır (Lehto, 1994, s.10; Nelly, 2000, s.21).

Gerçekte parasal politikalarda, döviz piyasasından kaynaklanan baskılara cevap vermek için iki yol vardır. En fazla kullanılan yöntem döviz kuru hareketlerini sınırlamak veya yok etmek için faiz ayarlaması ile yurtiçi finansal piyasalara direkt müdahale etmektir. Bu durumda ülkenin rezervini kullanması gerekmez. Ancak, az kullanılan diğer yöntemde para arzını değiştirmek için orta vadeli sterilize amacı olmadan döviz kuruna müdahale edilir.¹⁰ Ancak bu müdahalelerin faizler üzerinde etkisi dolaylı ve kısıtlı olacaktır. Bu yöntem para kurulu uygulaması olan ülkeler dışında pek gözlemlenen bir yöntem değildir.

¹⁰ IMF tarafından 1970 yılında düzenlenen International Reserves; Needs and Availability, seminerinde sterilize edilmeyen döviz müdahalelerinin etkili olmadığı vurgulanmıştır.

Türkiye, özellikle 2001 yılına kadar döviz piyasalarına müdahale edebilmek için büyük miktarda rezerv talebinde bulunmuştur. 2001 yılından sonra dalgalı döviz kuru sistemini uygulamaya başlamasından dolayı, taahhüt ettiği bir döviz kuru seviyesi olmamıştır. Piyasalara, aşırı volatilitenin yaşandığı dönemlerde müdahale edeceğini açıkladığından döviz piyasalarına müdahale güdüsüyle rezerv talebi azalmıştır¹¹.

Rezervin piyasalara müdahale etmek amacıyla bulundurulması daha sonradan sterilize edilsin edilmesin neredeyse tüm ülkeler tarafından kabul görmüş bir uygulamadır. Bunun en önemli nedeni gelişen ve değişen şartların her an içsel veya dışsal şokları hazırlayabilmesi sonucunda, ülke tam dalgalı kur sistemini de uygulasa bu şoka tepki vermek zorunda kalabileceğidir. Teorik olarak dalgalı kur sisteminde müdahale güdüsüyle rezerv bulundurulmaya gerek kalmadığı söylene de pratikte kriz anında böyle davranmak mümkün değildir. Gelişmekte olan ülkelerin krizlere daha yakın olması ve krizlerden etkilenme olasılıkları düşünüldüğünde, bu ülkelerin daima piyasalara müdahale etmek amacıyla rezerve ihtiyaç duyabilecekleri söylenebilir.

3.1.4. Dış Borç Ödemeleri Nedeniyle Rezerv Talebi

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde önemli bir yere sahip olan dış borçlar, rezerv talebini etkileyen bir büyüklüktür. Hangi sebeple olursa olsun yabancı kaynaklardan sağlanan ve geri ödenmesi gereken borç kalemlerine ülkenin dış borcu denmektedir. Dış borçlar çeşitli vadelerde olabilir.

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kaynakları genelde yetersizdir. Diğer taraftan, ekonomik olarak gelişmeleri için muhakkak kaynaklara ihtiyaçları olmaktadır. Bu kaynaklar yurtiçinden temin edilmeye çalışılmakta, edilemeyen kısımlar için yurtdışından borç olarak kaynak yaratma yoluna gidilmektedir. Ülke risklerinin yüksek olmasından ve uluslararası ekonomik sistem içinde söz sahibi olmadıklarından dolayı

¹¹ Nitekim, TCMB tarafından TL karşılığı döviz piyasasına 2002 yılında 3, 2003 Haziran ayına kadar ise 1 kez müdahale etmiştir.

gelişmekte olan ülkeler için borç alma işlemi masraflı olmaktadır. Genelde gelişmekte olan ülkeler için IMF kısa dönemli borç verme makamı olabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için, IMF kredi geri ödemeleri, dış borçlar içinde büyük bir ağırlığa sahiptir. Ülkeler ödeme gününden kısa bir süre önce yurtiçinden yeniden kaynak bulma yoluna gidebilir. Ancak, bu şekilde hareket etmenin çeşitli sakıncaları olabilir. Bu sakıncalardan en önemlisi, yurtiçi finans piyasalarının huzursuz olabilmesi ve milli paranın değerini koruyamama riski sayılabilir.

Genel uygulama olarak bakıldığında yurt dışından borç almak merkez bankalarının görevleri arasında değildir. Bu görevi, hükümete bağlı bir organ yürütmektedir. Bir çok ülkede hazine veya maliye bakanlıkları dış borç alma ve ödeme işlemlerinden sorumludur. Bu işlemler için bir kamu kurumundan izin almak veya merkez bankası hesaplarını kullanmak durumundadırlar. Genel uygulama merkez bankalarının kullanılmasıdır (Işık,1997). Bunun sonucu olarak da merkez bankalarının bilanço hesapları dış borç hareketlerinden etkilenirler. Bir ülke uluslararası piyasa ve kuruluşlardan borç aldığı anda uluslararası rezerv seviyesi artar. Diğer taraftan gelen para milli paraya dönüştürüldüğünde para tabanı genişleyeceğinden bu paranın sterilize edilmesi gerekebilir. Borç veya faiz ödemeleri olduğunda da rezerv seviyesi azalmaktadır. Alınan bu dış borcun faiz ve ana para ödemeleri belli bir takvim çerçevesinde merkez bankaları aracılığı ile yapılmaktadır. Dolayısıyla ödemeler için merkez bankaları ellerinde rezerv bulundurmamak durumundadırlar.

Türkiye de gelişmekte olan ülkeler arasında yer almaktadır ve dış borç stokumuz ekonomimizde önemli meblağlara ulaşmıştır. 2002 yılının son çeyreğinde kısa vadeli dış borç toplamımız 15 milyar dolar, orta ve uzun vadeli dış borçlarımız ise 116 milyar dolar seviyesine gelmiş ve bu dönem itibarıyla,131 milyar dolar olan toplam dış borç stokumuz ülke rezervlerimizin beş katına ulaşmıştır. Dış borç ile ilgili işlemlerde Merkez Bankası hesapları kullanılmakta olduğundan bu borçların hem alındığı hem de ödendiği dönemlerde uluslararası rezervlerimiz etkilenmektedir.

3.1.5. Yabancı Para Ödemeleri Nedeniyle Rezerv Talebi

Dış ticaretin ve etkileşimin artması sonucunda gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerin, yabancı para cinsinden olan ödemeleri bulunmaktadır. Yabancı para ödemelerini dış borç ödemelerinden ayırmak gerekmektedir. Zira, bu ödemeler genellikle devletin yurt dışından getirdiği mal ve hizmet ödemelerini kapsamaktadır. Bu ödemeler merkez bankası aracılığıyla ve yabancı para cinsinden yapıldıklarından ülke rezervleri için negatif bir etkide bulunmaktadırlar. Bu etki dış borç ödemeleri kadar çok olmamakla birlikte bir varlığın yurt dışına çıkması anlamını taşımaktadır (Işık, 1997, s.6).

Bunun yanında ülke dışında çalışan kamu görevlilerinin ödemeleri de bu kapsamda değerlendirilmektedir. Zira ülke dışında çalışmakta olan bir diplomat orada yapacağı harcamalar için o ülke para biriminden bir maaş alması gerekmektedir. Bu tür ödemelerde genellikle merkez bankaları aracılığıyla yapıldığından rezerve az da olsa etki eden bir yapıya sahiptir. Genel olarak yabancı para ödemeleri her zaman rezerv seviyesini azaltıcı bir etkiye sahiptirler.

3.1.6. Ülkenin Prestiji Nedeniyle Rezerv Talebi

Uluslararası rezerv seviyesi ülkenin ekonomideki gücünü yansıtan önemli bir göstergedir. Dünya likiditesi içinde çok az bir paya sahip olan ülkenin dünya ekonomisini etkilemesi neredeyse imkansızdır. Ülkenin gelişmişlik seviyesini artırabilmesi için de uluslararası rezervlere ihtiyacı bulunmaktadır. Bunun yanında parasının değerini korumaya çalışan bir ülke için özellikle döviz rezerv seviyesinin yeterli olması gerekir. Bunun sonucu olarak gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervleri gelişmiş ülkelere daha fazla olmaktadır. Ülke içinde de uluslararası güvene benzer bir güvenin sağlanmasında rezervin önemi büyüktür. Merkez bankasının döviz rezervi ne kadar fazla ise iç ve dış piyasalarda güven duygusu artacak, bu durum spekülasyon kur ve faiz oranı hareketleri sonucu oluşabilecek istikrarsızlıkları önleyebilecektir (Işık, 1997, s.10). Zira, rezerv seviyesi az olan bir merkez bankası finansal sistem içinde hareket eden

oyuncular için risk tespitinde etkili olabilir ve gerçek fiyatın oluşmasını engelleyebilir.

Bunların sonucunda, uluslararası rezervler ülkelerin uluslararası platformda ve yurtdışında prestij ve güvenini temsil eden önemli bir göstergedir.

3.2. Uluslararası Rezervlerin Maliyeti

Merkez bankaları bedelsiz olarak rezerv elde edemezler, rezervi temin ve muhafaza ederken mutlaka bir maliyete katlanırlar. Rezerv seviyesinin ölçülmesinde kullanılan önemli etkenlerden biri olan rezervin maliyeti, ülke için tutulan rezerv seviyesinin sonsuz olmayacağını, mutlaka bir limitinin olması gerektiğini ifade etmektedir. Bu noktada rezerv-maliyet ilişkisi karşımıza çıkmaktadır. Zira, ülkenin varlığını sürdürmesi için mutlaka bir takım harcamalar da yapması gerekeceğinden, bu rezervin bir kısmının yurt içinde kullanılması gerekebilmektedir. Uluslararası rezervlerin literatürde karşımıza en fazla çıkan maliyet kavramı devletin sosyal sorumluluklarından kaynaklanan fırsat maliyetidir. Yapılan ekonomik çalışmaların büyük çoğunluğu (Heller, 1966; Kenen ve Yudin, 1967; Bahmani ve Brown, 2002; Bassat ve Gottlieb, 1992a, Bassat ve Gottlieb, 1992b) uluslararası rezervlerin fırsat maliyetini hesaplamaktadırlar.

Uluslararası rezervlerin fırsat maliyeti hesaplamasında temel yaklaşım, rezerv dolayısıyla ülkenin sahip olduğu seçimden kaynaklanmaktadır. Ülkeler, genelde uluslararası rezerv olarak bulundurdukları kaynakları dış borç ödemesi ve ya ülke içi büyümeyi sağlama gibi konularda kullanabilecekken, rezerv yönetimi doğrultusunda likit, riski ve getirisi az piyasalarda değerlendirmektedirler. Bunun sonucunda ülke, toplumsal olarak belirli bir miktar getiriden mahrum kalmakta, yani arada kalan fark ülkenin fırsat maliyeti olmaktadır.

Heller (1966, s.305), ülkelerin çoğunluğunda rezervin fırsat maliyetinin toplam rezerv seviyesinin yüzde 5 ila yüzde 10'u arasında bir değere eşit olduğunu, gelişmiş ülkeler için bu oranın yüzde 5, gelişmekte

olan ÷lkelerde ise yüzde 10'a yakın olduğunu belirtmiştir. Ancak, g÷n÷m÷zde t÷m ÷lkelerin farklı yapıda olması dolayısıyla bu şekilde bir genelleme yapmak doğru olmayacaktır. Bu konuda yapılmış g÷ncel araştırmalarda ise daha farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Edwards(1985), Ben-Bassat ve Gottlieb (1992a)'a g÷re rezerv ile fırsat maliyeti arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.

Rezervin fırsat maliyetine getiri y÷n÷nden bakıldığında genel kabul g÷rm÷ř iki yaklaşım bulunmaktadır. Bunların ilki sermayenin marjinal verimliliği yaklaşımıdır. Burada zor olan nokta uluslararası rezervlerin alternatif kullanımlarından elde edilen getiri değerlerine ulaşmaya çalışmaktır. Bu konudaki geleneksel yaklaşım ise rezervin gerçek maliyetinin o ÷lkedeki sermayenin sosyal marjinal verimine eşit olduğudur. Veri toplamanın zorluğunun yanında gerçek sosyal sermayenin getirisi ile g÷zlenen getiri arasındaki açığın çok b÷y÷k olmasından dolayı bu g÷r÷ř çok fazla yinelenmemiştir. İkinci yaklaşım marjinal borçlanma maliyeti yaklaşımıdır. Buna g÷re maliyet; uluslararası sermaye piyasalarındaki marjinal borçlanma maliyetine eşittir. Bu yaklaşımın sermayenin marjinal verimlilik yaklaşımına g÷re iki temel avantajı bulunmaktadır. Birincisi kullanılacak verilere ulaşmanın daha kolay olması, ikincisi ise planlamacıların yurtiçi yatırım fırsatlarına odaklanmalarına rağmen, rezerv y÷netimi açısından kararların daha çok rezervin fonlama maliyetine odaklanmaları veya rezervi dış borç ödemelerinde kullanma eğiliminde olmalarıdır (Roger, 1993, s.32).

Uluslararası rezervlerin maliyeti konusunda, fırsat maliyetinden farklı maliyetleri de bulunmaktadır. Rezervin seviyesini korumak için ÷lke tarafından katlanılan maliyet s÷rekli maliyeti oluşturmaktadır. ÷lke rezerv seviyesini koruduğu s÷re boyunca bu maliyete katlanacaktır. Uluslararası rezerv seviyesinde meydana gelen artıştan dolayı kaynaklanan maliyet transfer maliyeti olarak isimlendirilebilir. Transfer maliyetine rezerv seviyesinde bir değişiklik kararı alındıktan sonra katlanılır. Transfer maliyeti yeni rezerv seviyende bulunmaya devam edildiği s÷rece ortadan kalkar. Bunlar rezervi tutma ve biriktirme maliyetleridir. Eğer sistemin

eşitlik noktası sabit ve değişmez ise, bu iki maliyetin eşit olması beklenir, seviye değişiyorsa farklılaşır. Çünkü, gelişen bir ekonomide, eşitlik seviyesini sürdürebilmek için sürekli rezerv seviyesini artırmak gerekir. Sürekli maliyet ve geçici maliyet olarak da bir ayırma gitmek mümkündür. Sürekli maliyet toplama maliyetini de içeren bir maliyet olurken geçici maliyet transfer maliyeti ile örtüşmektedir (Niehans, 1970, s.55-57). Özellikle 1980 ve 1990'lu yıllarda yapılan çalışmalar genellendiğinde, rezerv talebi ile rezervin fırsat maliyeti arasında ciddi bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Bu nedenle yapılacak optimum rezerv seviyesi çalışmalarında, fırsat maliyetinin kullanılması bir gereklilik haline gelmiştir (Bahmani ve Brown, 2002, s.1271).

Uluslararası rezerv birçok nedenden dolayı ülkeler tarafından talep edilen önemli bir finansal varlıklar bütünüdür. Günümüz koşullarında rezerv olarak bulundurulmuş bileşenlerin kullanım alanlarının da artmasının bir sonucu olarak, geçmişte sadece ihtiyat ve para karşılığı olarak talep edilen uluslararası rezervlere olan talep, talep fonksiyonunu oluşturan değişkenlerin sayısının artması ile birlikte artmıştır. Diğer taraftan, ülke merkez bankalarının ellerindeki rezervleri belli seviyenin üstüne çıkarma girişimlerinin karşısında sosyal ve ekonomik bir takım gerekliliklerin oluşturduğu fırsat maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, merkez bankalarının ve politika yapıcılarının karşısına uluslararası rezerv talebi ve maliyeti arasında hassas bir denge kurma gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERV YETERLİLİĞİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Dördüncü bölümde anlatıldığı gibi ülkeler, belli bir maliyete katlanmalarına karşın çeşitli sebeplerden dolayı uluslararası rezerv bulundururlar. Diğer taraftan, her ülke için farklı olmakla birlikte mutlaka rezerv seviyesinin hangi amaçlar doğrultusunda kullanılacağına bilinmesi önem taşımaktadır.

Uluslararası rezervlerin kullanım amaçları doğrultusunda miktarının ne kadar olması gerektiği sürekli tartışılan ve araştırılan bir konu olmuştur. Bir çok çalışmada, ülkelerin ekonomik durumuna, dünya ticaretindeki yerine, uyguladığı kur rejimine ve finansal yapısına göre uluslararası rezervlerinin seviyesinin farklılık gösterdiği belirtilmektedir. Genel olarak bu konuda yapılan akademik çalışmaların büyük bölümü, uluslararası rezervlerin yeterliğinin ve optimumluğunun tespitinde yoğunlaşmıştır.

Uluslararası ticaret ve para sisteminde yaşanan gelişmeler sonucunda rezerv kavramı sürekli tartışılmakla birlikte, rezerv yeterliliği ve optimum rezerv seviyesinin tarihçesi 1950'li yıllardan önceye gitmemektedir. 1950'li yıllarda IMF, uluslararası piyasalarda önemli bir yer almaya başlamış, bunun da etkisiyle 1953 yılında Birleşmiş Milletler tarafından rezerv yeterliliği konusunda bir çalışma yapmaya davet edilmiştir (Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.5). Böylece bu konuda yapılan çalışmalar günümüze kadar değişen dünya sistemi içinde kendini yenileyerek gelmiştir.

Uluslararası rezerv seviyesi; kriz anında tampon görevini yapabilme, döviz kurunu destekleme, dış borçları karşılama ve milli paraya olan güveni sürdürebilme fonksiyonlarını yerine getirmeye imkan verdiği sürece yeterli sayılabilir.

Bu bölümde, öncelikle literatürde uluslararası rezerv seviyesinin bilinmesinin önemi ve bunu etkileyen unsurlar anlatıldıktan sonra, ülkeler için rezerv seviyesinin yeterliliğinin tespit edilmesinde kullanılan yaklaşımlar ele alınacaktır. Bu yaklaşımlar sonucunda elde edilecek oranlar kullanılarak 1988-2002 döneminde Türkiye uluslararası rezervlerinin yeterliliği araştırılacaktır. Son olarak, 2001 yılı sonu itibarıyla, ülkemiz gibi dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan 24 ülkenin rezerv yeterlilik oranları, Türkiye oranlarıyla karşılaştırılacaktır.

4.1. Uluslararası Rezerv Seviyesinin Tespit Edilmesinin Önemi

Uluslararası rezerv seviyesinin tespit edilmesinde ister talep yönlü yani fırsat maliyetinin kullanıldığı bir model yapılsın, ister belli büyüklüklerle kıyaslama yapılarak bulunmaya çalışılsın, olması gereken rezerv seviyesinin tespit edilmesi her ülke açısından önem taşımaktadır. Rezerv seviyesinin saptanmasının önemli nedenlerinden biri muhtemel krizler için bir erken uyarı sistemi olarak kullanılabilmesidir¹². Krizleri önleme ve erken uyarı haricinde, ülke için rezerv seviyesinin tespit edilmesi bir çok nedenden dolayı önemlidir. Bunlar aşağıda sıralanmıştır:

- Günümüzde, gelişmekte olan ülkeler için referans niteliğinde bir rezerv seviyesi kriteri oluşturulamamıştır. Rezerv yeterliliği kavramı için yapılan çalışmaların yoğunluk kazandığı dönem 1960'lı ve 1970'li yıllardır. Bu çalışmalar genelde parasal tabanlı değişkenler ile yapılmış ve kısa dönemli sermaye hareketleri üzerinde durulmuştur. Bu konuda gelişen dünyada göz önünde tutularak daha güncel bir yaklaşıma ihtiyaç vardır. Bu nedenle,

¹² Birçok çalışmada rezervleri içeren karşılaştırmalar ve oranlar kullanılmaktadır. Bunların sıklıkla kullanılanları dış borç ve çeşitli para tabanlarının rezervlere oranlarıdır (Calvo ve Velasco, 1988, s.23-26).

para politikasını yürütenlerin, krizlerin yol açtığı açıkları kapamak için gerekli olabilecek rezerv seviyesini bilmeleri gerekmektedir.

- Ülkelerin rezerv seviyelerinin bilinmesi IMF açısından da çok önemlidir. Rezerv seviyesi, IMF programlarında finansal açık hesaplamalarında önemli bir faktör ve Fon anlaşmalarının hacmini belirlemede kullanılmaktadır.
- Rezerv seviyesi ekonominin durumunu belirlemede önemli bir rol oynamaktadır. Eğer büyük sermaye kaçışları yaşıyorsa ve oluşan finansal açık IMF kaynaklarıyla kapatılmıyor veya kapatılamayacaksa, rezerv seviyesinin azalacağını tahmin etmek zor olmayacaktır. Bunun sonucunda da ülke rezervi eriyebilir. Net uluslararası rezerv alt seviyesinin altına gelebilir ve IMF performans kriterinin altına gelindiğinden dolayı verilen krediyi kesebilir. Sonuç olarak bütün yaşananlardan özel sektörün de etkilenmesi kaçınılmazdır (Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.4).

Özellikle gelişmekte olan ülkeler için ülkelerin sahip oldukları rezerv seviyeleri, ülkelerin gelişmiş ülkeler arasına girebilmesi için önem taşımaktadır.

4.2. Uluslararası Rezerv Seviyesini Etkileyen Unsurlar

Günümüzde aynı coğrafyada bulunan, aynı dili konuşan belki de aynı köklerden gelen iki ülke bile ekonomik olarak farklılıklar sergilemektedir. Yan yana olmasına rağmen Amerika Birleşik Devletleri ile Meksika, aynı kökenden gelmesine rağmen Almanya ve Avusturya birbirlerinden ekonomik olarak farklılık göstermektedir. Bunun sonucu olarak bir ülkede geçerli olan bir kavram veya bir konuda yapılan uygulama, sonuçları itibarıyla farklılık gösterebilir.

Rezerv yeterliliği kavramı ülkeden ülkeye değişmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri için bu konu daha sıklıkla karşımıza çıkmaktadır. Ülkenin ekonomik yapısı, uyguladığı kur rejimi, dış ticaret uygulamaları, ülkenin gelişmişlik derecesinin ne olduğu, toplumsal bilinç seviyesi, merkez bankasının bulunduğu konum, para ve kur politikaları gibi

bir çok kavram, uluslararası rezerv yeterliliğinin tespitinde önemli rol oynamaktadır.

4.2.1. Kur Politikaları

Ülke tarafından yürütülmekte olan döviz kuru sistemi bulundurulması gereken rezerv miktarını doğrudan etkileyen bir kavramdır. Zira, tam dalgalı kur rejimi uygulayan ülkeler için müdahale güdüsü ile rezerv bulundurmanın bir gereği kalmayacak bu da rezerv seviyesinin daha aşağıda olabilmesine olanak verecektir. Diğer taraftan uygulanan kur bir parasal büyüklüğe, ekonomisi güçlü başka bir ülke para birimine veya bir kaç ülke para biriminin oluşturduğu bir sepete bağlanmış olabilir. Bu durumda merkez bankası verdiği taahhüdü yerine getirmek için bankalararası döviz piyasalarına müdahale etmek durumunda kalacaktır. Bu nedenle, rezerv seviyesinin yeterliliğini tespit ederken uygulanan döviz kuru sisteminin göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra dikkatler dalgalı döviz kuru sistemleri içinde rezerv talebinin nasıl etkilendiğini takip etmeye yoğunlaşmıştır (Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.4). Çünkü artık sabit döviz kuru politikası yerini dalgalı kur sistemlerine bırakıyor, ancak sabit döviz kuru sisteminde rezervin sergilediği performans az çok bilinmesine rağmen, dalgalı kur sistemleri için bilinmiyordu.

Dalgalı döviz kuru politikası uygulayan sanayileşmiş ülkelerde rezerv talebi çok fazla olmamakla birlikte aşağı yönde bir trend almışken, Bretton Woods sisteminin çökmesine rağmen sabit kur politikası uygulayan gelişmekte olan petrol ihraç etmeyen ülkelerde ise rezerv talebinin arttığı görülmektedir (Heller ve Khan, 1978). Gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla olmakla birlikte dalgalı döviz kuruna geçişin rezerv talebini azalttığı yönünde bulgular ortaya konulmuştur. Döviz kuru rejimi sabit ve dalgalı döviz kuru rejimlerinin arasında olan ülkelerde durum müdahale güdüsünün şiddetine bağlı olarak değişebilmektedir (Naameh, 2003; Goodhart, 2003)

4.2.2. Dışa Açıklık

Ülke ekonomisinin dışa açıklığı rezerv seviyesini hatta rezerv bulundurma gereksinimini belirler. Ülke kendi kendine yetebiliyor ve ekonomisi dışa kapalıysa, uluslararası rezerv bulundurmasına gerek olmaz çünkü ithalat ve ihracat yapmayacaktır. Bu durumda ödemeler dengesi açığı vermeyeceğinden ödemeler bilançosunda dengesizlik yaşamayacak ve rezerve ihtiyacı olmayacaktır. Dışa kapalılığın diğer sonuçları ise milli parasını diğer para birimlerine karşı savunması gerekmeyecek ve dış borca da ihtiyacı olmayacaktır. Bunun sonucunda ne müdahale ne de dış borç geri ödemeleri için rezerve ihtiyaç duymayacaktır. Ancak, pratik olarak dışa tamamen kapalı bir ekonomi düşünmek imkansızdır.

Diğer taraftan yapılan çeşitli çalışmalarda çelişkili çıkarımlar bulunmuştur. Gelişmiş ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere göre rezerv talepleri dış ticaretteki durumları göz önünde alındığında önemli farklılıklar içermektedir (Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.5). 1980'li yılların ilk yarısında meydana gelen borç endeksli krizlerle Bretton Woods sisteminin arasında oldukça benzerlikler bulunmaktadır. Dışa açıklık ve ödemeler dengesi açıklıklarına olan hassasiyet gelişmekte olan ülkeler için artmış, gelişmiş ülkeler için azalmıştır. Bunun da iki grubun göreceli olarak uluslararası piyasalara ulaşılabilirliği arasındaki oransallığı yansıttığı çıkarımı yapılabilir (Lizondo ve Mathieson, 1987).

Genel olarak ülkelerin dışa açıklığının tespit edilmesinde kullanılan yaklaşım, ödemeler bilançosu kalemlerinin ve bu kalemler içinde özellikle marjinal ithalat eğiliminin kullanılmasıdır. Marjinal ithalat eğilimi, ülke ithalatının gayri safi milli veya yurtiçi hasılaya oranlanmasıdır. Dışa açıklık ile rezerv talebinin artması veya azalması arasında bir ilişkinin olmadığını savunan görüşlerde bulunmaktadır. Bunların dayandıkları iki temel yaklaşım vardır. Sermaye hareketliliğinin ödemeler dengesi açıklıklarının hiç olmazsa bir kısmını uluslararası piyasalardan borçlanarak finanse etme fırsatını vermesi ve tek başına sermaye hareketlerinin

kırılganlığın bir sebebi olmayacağı temel varsayımlardır (Heller ve Khan, 1978).

Yaşanan son krizlerin ardından ülkelerin dışa açıklığının rezerv seviyesini etkilediği tartışmasız olarak kabul edilmektedir. Uluslararası sermayeye ulaşımın kolay olduğu gelişmekte olan ülkelere, cari işlemler dengesizliklerini sermaye girişleriyle kapatmak mümkün olabileceğinden, bu ülkelerin rezerv seviyeleri ulaşım imkanı kısıtlı olan ülkelere göre daha aşağıda olabileceği düşünülebilir. Ancak unutulmaması gereken, bu sermayenin bir şok anında ülkeden kaçabileceğidir. Nitekim geçmiş krizlerde bu yaşanmıştır (Fisher, 2001, s.3).

4.3. Uluslararası Rezervler İçin Yeterlilik Yaklaşımları

Rezerv seviyesinin bilinmesi tek başına önemli bir gösterge olmayabilir. Sayısal bir değer bulunmasından sonra bunun anlamlı olarak yorumlanabilmesi için bazı büyüklüklerle karşılaştırılması gerekmektedir. Bir çok çalışmada, rezerv ve diğer ekonomik büyüklükler arasında bir oransallık olup olmadığı araştırılmaktadır. Ancak karşımıza çıkan her türlü büyüklüğü kullanmak pratik ve teorik anlamda mümkün değildir.

Rezerv seviyesi hakkında yapılan iki farklı çalışmadan ilkinde göre rezerv seviyesinin marjinal faydasının marjinal maliyetine eşit olduğu nokta (Heller, 1966), diğerine göre ise “Bayan Machlup’un Elbise Dolabı Teorisi”dir. Machlup teorisine göre, rezervin belli bir üst seviyesi yoktur, çünkü para politikasını yürüten otoriteler rezerv seviyelerinin artmış olmasından çekinmez, sürekli rezerv seviyelerini yükseltmeye çalışırlar (Bird ve Rajan, 2002, s.7).

Diğer taraftan, rezerv seviyesi yüksek olan ülkeler finansal krizlerin etkilerinden, rezerv seviyesi nispeten az olan ülkelere oranla daha çabuk çıkmışlardır. Bu krizlerden çıkartılabilecek en önemli sonuç gelişmekte olan ülkeler için rezerv seviyesinin kriz öncekinden daha fazla olması gerekliliğidir (Fischer, 2001).

Uluslararası rezervler konusu içinde rezerv yeterlilik seviyesi en fazla tartışılan kavramdır. Rezerv yeterliliği ile ilgili çalışmalarda ise, ülke rezerv seviyesinin genelde bazı parasal büyüklüklerle, ülkenin ithalat ve dış borç rakamları ile karşılaştırması sıkça rastlanan yöntemlerdir. Ancak, rezerv yeterliliği konusunda yaşanan en önemli sıkıntı, rezerv yeterliliği kavramı ile ilgili literatürün çoğunun 1980 yılından önce yapılmış olmasıdır (Wijnholds ve Kapteyn, 2001). Rezerv yeterliliği konusunda yapılan uygulamalı araştırmalardan bir genelleme yapıldığında; parasal taban, dış ticaret bileşenleri ve dış borç stoku üzerinde yoğunluk gösterdiği dikkat çekmektedir. Nitekim, tarafımızca yapılan ve altıncı bölümde sunulan simülasyon modelinde bu büyüklüklerin tümü kullanılmıştır.

4.3.1. Parasal Taban Yaklaşımı

Rezerv çalışmalarının başlangıcını oluşturan kavram olarak rezerv seviyesinin parasal büyüklüklerle karşılaştırılması karşımıza çıkmaktadır. Rezervin parasal büyüklüklerle karşılaştırılmasıyla beraber rezerv yeterliliği kavramı da tartışılmaya başlanmıştır. Parasal taban yaklaşımında ülke rezerv seviyesi genelde geniş para tabanıyla karşılaştırılıp, seviyenin yeterli olup olmadığı yorumlanmaktadır (Reedy, 2003, s.104-105). Uluslararası rezerv yeterliliği uygulamalarında genel olarak M2Y geniş para tabanı kullanılmıştır.

Bu yaklaşımın en önemli eksikliği dünya ticareti nedeniyle dışsal gelişmelerden ülkenin etkilenmeyeceğinin varsayılmasıdır. Karşılaştırmada ülkenin sadece içsel bir dinamiği olan geniş para tabanı kullanılmaktadır. Bu durum da günümüz koşullarında ülkenin rezerv seviyesinin ölçülmesinde önemli olan dış ticaret ve dış borç stoku ile ilgili büyüklükler göz ardı edilmektedir.

Parasal tabanlı rezerv seviyesi yaklaşımı potansiyel yurtdışı bireylerin yerel paradan kaçışlarını dikkate alan bir yaklaşımdır. Para talebindeki volatilité, ya da bankacılık sisteminin zayıf olduğu ülkelerde sermaye kaçış ihtimali fazla olmaktadır. Söz konusu yaklaşım bu durumda olan ülkeler için kullanılabilir bir göstergedir. Uluslararası rezervlerin

para tabanı ile karşılaştırılması ise genellikle günümüzde para kurulu politikası uygulayan ülkeler tarafından kullanılmaktadır (IMF, 2000, s.14).

4.3.2. İthalat Yaklaşımı

Temel olarak bakıldığında ithalat yaklaşımı; uluslararası rezervlerin, yıllık ithalat hacmi ile karşılaştırılarak yeterliliğinin ölçülmesine dayanmaktadır. Yabancı kaynaklı giriş ve yurtiçinden çıkış olmaksızın ülkenin belli bir dönem boyunca ithalatını karşılayabileceği kadar rezerv bulundurmasını savunmaktadır. Rezervin ithalat ile karşılaştırması, özellikle yabancı sermaye hareketlerinin az olduğu ve gelişimini tamamlamamış ülkeler için önemli bir yaklaşımdır (Wijnholds ve Kapteyn, 2001).

Günümüzde tek başına bu yaklaşımı rezerv seviyesinin yeterliliğinde uygulayan ülke sayısı çok azdır. Bunun temel nedeni ise globalleşme sonucunda uluslararası ticarete sınırları kapatmanın neredeyse imkansız olmasıdır.

İthalat yaklaşımının geçmişine bakılacak olursa, bu yaklaşımın ilk defa İkinci Dünya Savaşı'nın ardından tartışılmaya başlandığını söyleyebiliriz. Özellikle Amerika'da yaşanan Büyük Depresyon, savaş sonrasında ekonomik etkileri ve yeni dünya düzeni sayesinde rezerv kavramı tekrar gündeme gelmiştir. Bunların yanında Keynes'in kurmaya çalıştığı IMF modelinde ülkelerin IMF sistemi dahilinde oy verme, IMF kaynaklarını kullanmadaki ağırlığını saptamada kullanılacak beş değişkenden birisi o ülkenin ihracat büyüklüğü olmuş bu da ithalat yaklaşımının temelini oluşturmuştur (Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.5).

Triffin (1947), Keynes'in uluslararası rezervler ile ihracat arasında ilişki olduğunu ileri sürmesinden sonra rezerv talebini ithalat ile ilişkilendirmiştir. Rezerv talebinin normal olarak ticaretle aynı doğrultuda hareket etmesinin beklenmesini, bunun sonucunda da rezerv/ithalat oranının rezerv yeterliliğinin ölçülmesinde kullanılabileceğini savunmuştur.

Daha sonra yapılan çalışmalarda basit olarak ele alınan ithalat yaklaşımı geliştirilmiş ve bu yaklaşım içinde rezerv yeterliliğinin

ölçülmesinde ithalat rakamlarına ek olarak ödemeler dengesi çeşitliliği, ithalatın marjinal eğilimi ve rezervin fırsat maliyeti de kullanılmaya başlanmıştır.

Dış ticaretin ödemeler bilançosunun en büyük kalemi olduğu, bundan dolayı rezervin ülkenin ticaret rakamları ile karşılaştırılmasının doğal olduğu belirtilmektedir. Bunun ise tek başına bir gösterge olamayacağı ve sadece ön bir gösterge olabileceği vurgulanmıştır (Wijnholds ve Kapteyn, 2001).

Ancak, en uygun rezerv seviyesinin tespit edilmesi için sadece bir yaklaşımın kullanılması yeterli değildir. Tek bir oran kullanılarak yapılan bir yaklaşım günümüz sisteminde yeterli olmayacaktır. Dolayısıyla, rezerv seviyesinin sadece ithalat seviyesi ile ölçülmesi yeterli olmayabilir. Bunun temel nedeni ise, rezerv talebinin ödemeler dengesi açığını kapatma maliyeti, rezervi tutma maliyeti ve rezerv ihtiyacına neden olan durumun şiddetlenme ihtimalinin de rezerv seviyesi için önemli olmasıdır (Heller 1966).

Genel olarak bakıldığında, rezerv yeterliliğinin ithalat ile tespit edilebilmesinde parasal yaklaşımdan farklı olarak bir referans¹³ bulmak oldukça güçtür. Parasal tabanda kullanılan kavram ülkenin geniş para tabanı iken ithalat yaklaşımında ülkenin ithalatının alınacağı periyot için çeşitli görüşler bulunmaktadır.

İthalat yaklaşımına literatürde yapılan çalışmalar ışığında bakıldığında konuyu genellersek üç ana referanstan söz edebiliriz.

- 1) Rezervin yıllık ithalatın yüzde 35'ini karşılaması: Bu yaklaşımda ise uluslararası rezervlerin ülkenin 4.2 aylık ithalatı karşılayacak düzeyde olması gerekmektedir (Triffin, 1960).
- 2) Rezervin ithalatı yüzde 30 ila yüzde 50 arasında karşılaması: Bu yaklaşımda uluslararası rezervlerin yaklaşık 4 ila 6 aylık ithalat miktarını karşılaması gerektiği öne sürülmektedir (Williamson, 1973).

¹³ Benchmark

- 3) Üç aylık ithalatla rezervin karşılaştırılması: Bu yaklaşım halen IMF tarafından ülkenin rezerv yeterliliği için kullanılan yaklaşımdır. Buna göre rezerv seviyesinin yıllık ithalat rakamının yüzde 25'ini karşılaması yeterli olmaktadır (Movchan, 2002, s.4; Wijnholds ve Kapteyn, 2001).

Görüldüğü gibi rezerv/ithalat oranı için rezerv yeterliliği yönünde kullanılan yaklaşımlar çeşitlilik göstermektedir. Ancak, en son uygulamalardan biri olması ve IMF tarafından kullanılıyor olmasından hareketle günümüzdeki eşik değeri yıllık ithalat toplamının yüzde 25'i, başka bir ifade ile üç aylık ithalat miktarıdır. Dolayısıyla genel olarak ülke rezerv seviyesi yıllık ithalatın yüzde 25'ini karşılayabiliyorsa, o ülkenin rezerv seviyesi ithalat açısından yeterlidir denilebilir.

4.3.3. Dış Borç Yaklaşımı

Dış borç yaklaşımı, rezerv yeterliliğinin saptanmasında özellikle Asya Krizi sonrasında ortaya çıkan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yaklaşım, uluslararası rezerv seviyesinin dış borç stoku ile karşılaştırılarak rezerv yeterliliğinin bulunmasıdır. Ancak, karşılaştırmayı yaparken karşımıza çıkan en önemli problem dış borcu ifade eden kriterin tespit edilmesidir.

Asya krizi, gelişmekte olan ülkeler için rezervlerini nasıl yönettikleri konusuna özen göstermeleri gerekliliğini ortaya koymuştur. Ancak, sadece iyi bir rezerv yönetim stratejisi tek başına yeterli değildir. Özellikle döviz rezervleri, çeşitlilik gösteren dışsal şokların gelişmekte olan ülke ekonomilerine olan etkilerini minimuma indirmek için ülkenin sahip olduğu pasif ve döviz rezervleri dışında kalan rezerv kalemleri ile eş güdümlü olarak kullanılmalıdır (Greenspan, 1999, s.3-4). Dolayısıyla kullanılacak rezerv seviyesinin tespit edilmesinde gelişmekte olan ülkeler için dış borç stoku belirleyici bir kavram olarak kullanılabilir.

Dış borç geniş bir kavramdır ve bu nedenle bu yaklaşımda hangi borç grubunun ve ne oranda kullanılacağına tespit edilmesi gerekmektedir. Dış borcu üç ana başlık altında toplarsak bunlar; kısa, orta

ve uzun vadeli dış borç kavramlarıdır. Rezerv yeterliliği tespitinde kullanılanı ise Kısa Vadeli Dış Borçlar (KVDB) olup, vadesi bir yıldan daha az olan borçları kapsamaktadır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin son yıllarda sermaye hareketlerine maruz kalmalarından dolayı bu kavrama olan ilgi iyice artmıştır. Bundan dolayı da rezervin kısa dönemli dış borç rakamları ile olan ilişkisi önem kazanmıştır. Rezerv/dış borç oranı uluslararası finansal piyasalardan borç alan ülke ekonomileri için kullanılabilir bir oran olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde kısa dönemli dış borç ihtiyacı olan ülkeler genelde gelişmekte olan ülkeler olup bu ülkelerin ekonomilerinde önemli bir büyüklüğü oluşturmaktadır. Dolayısıyla, dış borç yaklaşımının rezerv yeterliliğinde kullanılması doğaldır.

Ülkenin likiditesi ne kadar fazla olursa zayıf yurtiçi yapıdan kaynaklanan dışsal şoklara olan kırılganlığı o kadar az olmaktadır. Bunun sonucunda da ülkenin toplam kısa vadeli dış borcu karşılayacak kadar rezerv bulundurması gerekmektedir (Bussi re ve Mulder,1999). Ancak, burada unutulmaması gereken bir nokta döviz kurunun aşırı değerli olmaması ve cari işlemler açığının katlanılabilir olmasıdır (Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.9).

Kısa vadeli dış borç yaklaşımı, bir ülkenin gelecek yılda yurtdışından borçlanmamasının ülkeyi nasıl etkilediğini göstermesi nedeniyle önemli olup, sermaye piyasalarına ulaşımı zor olan ülkeler için kullanılabilir bir yaklaşımdır (IMF, 2000, s.17-18).

Rezerv/Dış Borç oranı ile yapılan çalışmalar çeşitlilik göstermekle birlikte, bu konuda bir ana görüş oluşmuştur. Bu yaklaşımın çıkış noktası Bonn'da yapılan G-33 Semineri'nde Arjantin eski Hazine Bakanı olan Pablo Guidotti'nin yaptığı konuşmadır. Bu konuşmada Guidotti, ülkelerin bir yıl boyunca yurtdışından yeni borç almaksızın finansal yapılarını sürdüreceğ şekilde sahip oldukları dış varlıklarını (burada kastedilen uluslararası rezervlerdir) ve borçlarını yönetebilmeleri gerektiğini önermesidir (Greenspan,1999). Bu yaklaşım Guidotti kuralı olarak ifade edilmektedir.

Söz konusu yaklaşım, kullanılabilecek olan döviz rezerv seviyesinin bir yıllık ödeme planı içinde programlanmış yabancı para cinsinden dış borç miktarının amortismanından daha fazla olması gerektiğini ifade etmektedir. Önemli bir nokta ise söz konusu borçların çevrilmesi değil ödenmesidir. Dolayısıyla, hem faiz hem de anapara borç ödemeleri kastedilmektedir.

Guidotti kuralı Greenspan (1999) tarafından iki yönden geliştirilmiştir.

- Ülkenin dış borç kalemlerinin ortalama vadesinin tanımlanmış bir basamağın üstünde, bununda üç yıl olması,
- Bu yaklaşım için bir likidite riski standardına ihtiyaç duyulmasıdır. Bu standart altında ülkenin dış likidite pozisyonu olası bir çok sonuçları hesaplamış olacaktır. Bu sayede uygun rezerv seviyesi bir yıl boyunca dış borç almaksızın gerekli olan likiditeyi sağlamış olur.

Bu iki hususa rağmen Rezerv/Dış Borç oranının halen eksik kalan noktaları olduğu söylenmektedir. Bu görüşlerin en önemli eksikliği ülke rezervleri açısından sadece dışsal sermaye kaçışlarının düşünülmesidir. Halbuki, ülke yerleşiklerinin de bir sermaye kaçırma ihtimali bulunmaktadır. Bununla birlikte, pratik olabirliği sağlamak için likidite standardının getirilmiş olmasıdır (Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.10-11).

Rezerv yeterliliğinin para tabanı, ithalat ve dış borç rakamlarıyla karşılaştırılması zaman içinde değişiklik göstermektedir. Günümüz koşullarında yaklaşımların sadece birine bakarak rezervin yeterliliğinin kontrol edilmesi yetersiz olabilir. Bu nedenle karma yaklaşımları da incelemek gerekmektedir.

6.3.4. Karma Yaklaşımlar

Gelişen ticaret, ekonomik çeşitlilik ve ülkelerin etkileşiminin artması, ülke rezervinin tek büyüklükle karşılaştırılmasını yetersiz hale

getirmiştir. Günümüzde rezerv yeterliliğinin saptanmasında birden fazla büyüklükle karşılaştırılması yolu dikkate alınmaktadır.

Karma yaklaşım olarak nitelendirilebilecek çalışmalar içinde Wijnholds ve Kapteyn (2001) tarafından yapılanı, bir çok ülke için rezerv yeterliliğinin saptanmasında özellikle kriz sonrasında gelişmekte olan ülkeler tarafından benimsenmiştir (Movchan, 2002). Yaklaşımında ülkenin ithalat yaklaşımı göz önünde bulundurulmamış olup, üç aşamalı olarak ülkeler için yeterli olacak rezerv seviyeleri hesaplanmaya çalışılmıştır. İlk olarak ülkenin her koşulda KVDB'lerini ödeyebilmesi gerektiğinden yola çıkarak, KVDB'lerin tümü ve para tabanının belli kısmının toplamı kadar rezerve sahip olan ülkenin yeterli rezerve sahip olduğu belirtilmektedir.

Tablo 4.1.'de Wijnholds ve Kapteyn (2001, s.22) tarafından yapılan ve W-K yaklaşımı adı verilen çalışma sonunda elde edilen bulgular gösterilmektedir. W-K hesaplamasında, ülke rezervlerinin yeterliliğinin tespit edilmesinde para tabanı, uygulamadaki döviz kuru sistemi, ülke riski ve kısa vadeli dış borçlar kullanılmıştır.

- 1) KVDB: Ülkelerin kısa vadeli dış borç stoklarının tümü yani bir yıla kadar olan dış borç toplamları alınmıştır.
- 2) Para Tabanı Aralığı: Ülkenin para tabanı için bir aralık hesaplanmaktadır. Ülkenin M2Y rakamları toplamı alınmış, dalgalı döviz kuru ve ya para kurulu sistemi uygulayan ülkeler için alt sınır M2'nin yüzde 5'i, üst sınır yüzde 10'u olarak hesaplanmıştır. Sabit kur sistemi uygulayan ülkeler için para tabanı oranı aralığının alt sınırı için M2'nin yüzde 10'u, üst sınır içinse yüzde 20'si kullanılmıştır.
- 3) Ülke Risk Endeksi: Ülkenin risk endeksi içinse The Economist dergisinin yayınladığı ülke risk endeksi kullanılmıştır. Bu oran 0 ile 1 arasında olup, 1'e yaklaşıldıkça ülkenin riski artmaktadır.
- 4) Yeterli Rezerv Aralığı: Ülkenin rezerv yeterliliği aralığı hesaplamasında para tabanı aralıkları ile ülke riski

çarpılmakta buna KVDB eklenmektedir. Bunun sonucunda ülke için rezerv yeterliliği için alt ve üst sınırlar ortaya çıkmaktadır.

TABLO 4.1. ÜLKELERİN YETERLİ VE GERÇEK REZERV SEVİYELERİ¹⁴

	KVDB (a)	Para Tabanı Aralığı (b)	Ülke Riski (c)	Yeterli Rezerv Aralığı (a+(bxc))	Gerçek Rezerv Seviyesi (e)
Dalgalı Kur					
Brezilya	41,9	8,4 - 16,8	0,66	47,4 - 53,0	34,8
Şili	7,2	1,7 - 3,3	0,31	7,7 - 8,2	14,4
Kolombiya	5,7	1,0 - 2,1	0,53	6,3 - 6,8	7,6
Hindistan	10,0	11,7 - 23,4	0,42	14,9 - 19,8	32,7
Endonezya	21,0	4,5 - 9,0	0,71	24,2 - 27,4	26,4
Kore	45,8	14,5 - 28,9	0,36	51,0 - 56,2	74,0
Meksika	26,7	6,3 - 12,6	0,51	29,9 - 33,1	31,8
Peru	6,7	0,9 - 1,7	0,52	7,1 - 7,5	8,7
Filipinler	9,1	2,4 - 4,7	0,40	10,0 - 11,0	13,2
Polonya	7,8	3,2 - 6,1	0,35	8,9 - 10,0	24,5
Rus Federasyonu	12,1	1,8 - 3,6	0,78	13,5 - 15,0	8,5
Güney Afrika	14,6	3,8 - 7,6	0,52	16,6 - 18,6	6,4
Tayland	16,5	6,7 - 13,4	0,40	19,2 - 21,9	34,1
Yönetimli Dalgalı veya Sabit Kur					
Çin	24,1	146,2 -292,4	0,43	86,9 - 149,8	157,7
Çek Cumhuriyeti	5,7	3,5 - 6,9	0,36	6,9 - 8,2	12,8
Macaristan	7,1	2,1 - 4,2	0,43	8,0 - 8,9	11,0
Malezya	9,1	8,3 - 16,7	0,36	12,1 - 15,1	30,6
Türkiye	25,0	6,7 - 13,4	0,62	29,1 - 33,3	23,3
Venezüella	5,2	1,8 - 3,6	0,54	6,2 - 7,2	12,3
Para Kurulu					
Arjantin	42,6	4,5 - 8,9	0,55	45,0 - 47,5	26,3
Hong Kong	93,9	17,7 - 35,5	0,33	99,7 - 105,5	96,2

Kaynak: Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.22.

Tablo 4.1.'de görüldüğü dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan ülkeler arasında Brezilya, Rusya Federasyonu ve Güney Afrika'nın döviz rezervlerinin yetersiz olduğu görülmektedir. Yönetimli dalgalı veya sabit döviz kuru uygulayan ülkeler arasında sadece Türkiye'nin ve para kurulu sistemi uygulayan Hong Kong ve Arjantin'in rezerv seviyelerinin yetersiz

¹⁴ Tablo 5.1.'de kullanılan rakamlar 1999 yıl sonu itibarıyla.

olduğu görülmektedir. Genel olarak bakıldığında ise W-K yaklaşımında kullanılan ülkelerin büyük kısmının yeterli rezerv seviyesinin de üstünde rezerv buldukları görülmektedir.

Genel olarak meydana gelecek bir kriz anında sadece yurtiçi veya yurtdışı taleplerin karşılanmasına yönelik olan yaklaşımların gerçekten günümüz koşullarında tatminkarlığı tartışılmakta olduğundan karma yaklaşımlarla bundan sonra literatürde daha fazla karşılaşılabileceği düşünülmektedir.

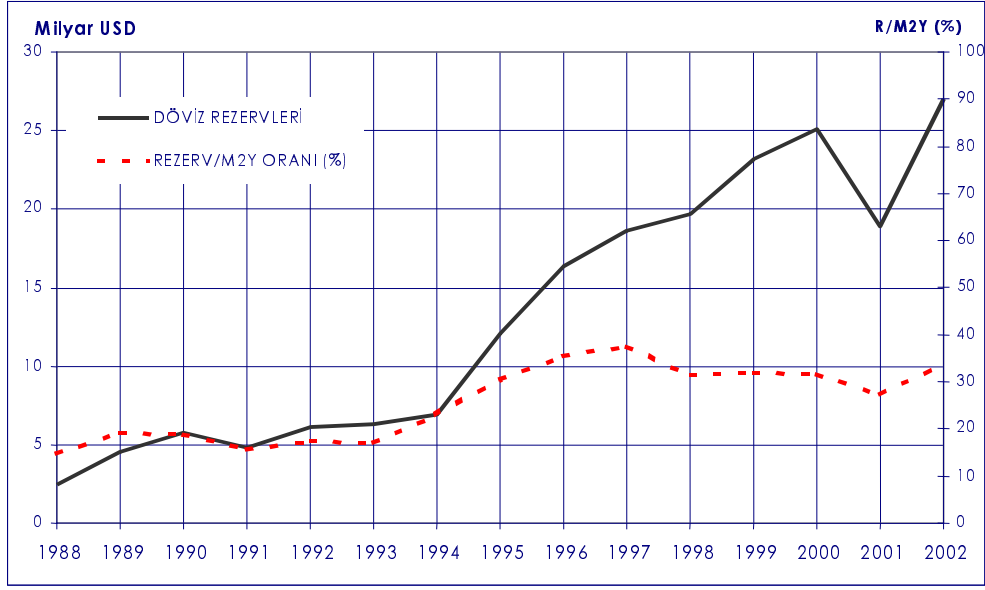
4.4. Türkiye Rezervlerinin Yeterliliği

Literatürde uluslararası rezerv yeterliliğinin tespiti için, uluslararası rezervlerin; para tabanıyla, kısa vadeli dış borç stokuyla, ithalatla veya bunların belli oranlarda birleştirilmeleriyle oluşturulan büyüklüklerle karşılaştırılması kullanılmaktadır. Bu kısımda ise anlatılan bu yaklaşımlar ve karma yaklaşım olarak Wijnholds ve Kapteyn (2001) kullanılarak 1988-2002 yılları arasında Türkiye uluslararası rezervlerinin yeterliliği yıllık veriler kullanılarak test edilecektir.

4.4.1. Parasal Taban Yaklaşımı

Rezervin parasal büyüklük olarak para tabanıyla karşılaştırılmasında genelde M2Y geniş para tabanı kullanılmıştır. Unutulmaması gereken önemli bir nokta ülkemizde M2Y geniş para tabanı içinde Döviz Tevdiat Hesaplarının (DTH) önemli bir büyüklük olmasıdır. Dolayısıyla, Türkiye için uluslararası rezervlerin M2Y para tabanını ne oranda karşıladığı önemli olabilmektedir.

Şekil 4.1.'de ülkemiz uluslararası rezerv gelişimi ve Rezerv/M2Y oranları yıllar itibarıyla gösterilmektedir. Uluslararası rezerv M2Y karşılaştırılması sonucunda; 1994 yılına kadar rezervlerimizin M2Y'nin yüzde 20'sini geçemediği, daha sonra bu oranın artmaya başladığı ve 1994-2002 yılları arasında Rezerv/M2Y oranının yüzde 25 ile yüzde 40 arasında seyrettiği görülmektedir.



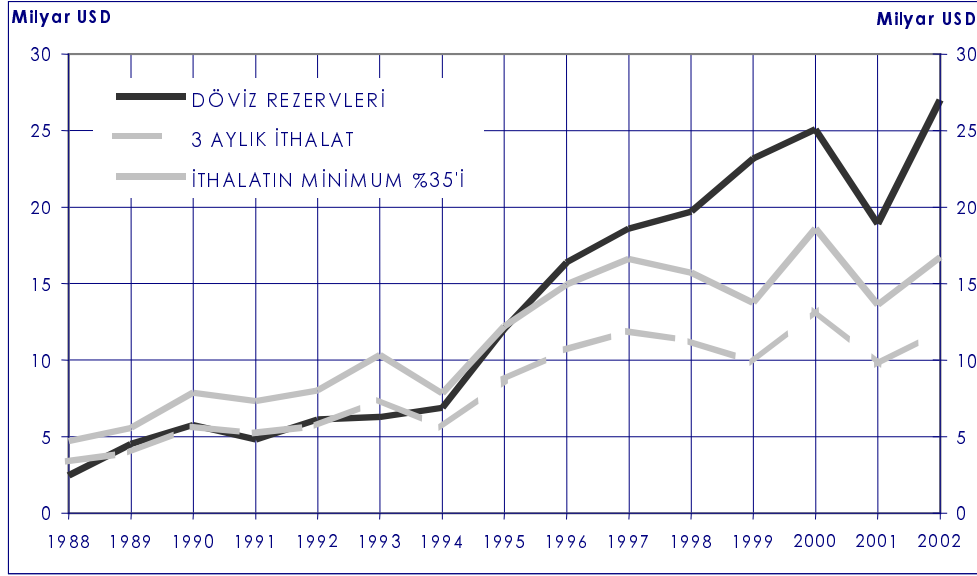
Şekil 4.1. Rezerv M2Y Karşılaştırması

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/evds>

Yurtiçi yerleşiklerin sebep olabileceği bir sermaye kaçışına karşı tampon olarak kullanılacak para tabanı oranı, ülkemiz için yeterli görünmektedir. Rezerv/M2Y oranının dalgalı kur sistemi uygulayan ülkelerde, sabit kur sistemi uygulayan ülkelere nazaran daha düşük olduğu gözlenmektedir. Diğer taraftan, ülkemizin DTH hesapları toplamının özellikle 2001 yılının ikinci çeyreğinden sonra M2Y içindeki oranının yüzde 50'lerin üstünde seyrettiği, bu durumun ise yurtiçi yerleşiklerden kaynaklanabilecek döviz talebi karşısında uluslararası rezervler üzerinde önemli bir baskı yaratabileceği düşünülmektedir.

4.4.2. İthalat Yaklaşımı

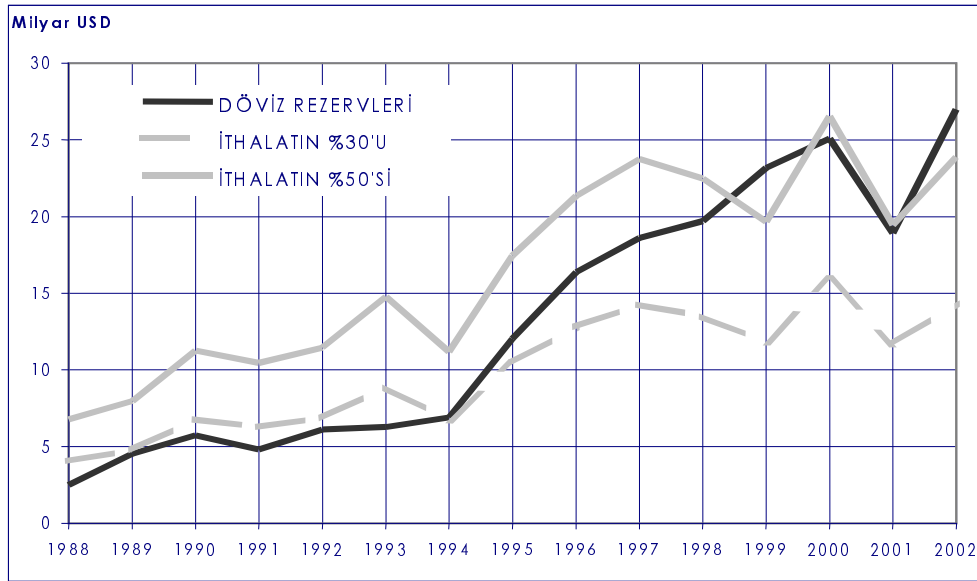
Ülke rezervlerimizin yeterliliğini ikinci olarak ithalat rakamları ile karşılaştırmamızda karşımıza çıkan en büyük problem, uygulanacak oran için hangi referansın kullanılacağıdır. Bu nedenle, ithalat yaklaşımında üç ana orana göre ülke rezervleri ayrı ayrı karşılaştırılmıştır.



Şekil 4.2. Rezerv İthalat Karşılaştırması (I)

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/evds>

Şekil 4.2.'de Türkiye uluslararası rezervleri, üç aylık ithalat hacmimiz ve ithalatın yüzde 35'i yıllar itibarıyla gösterilmekte olup, bu oranlar birbirleri ile karşılaştırılmaktadır. Şekil 4.2.'den de görüldüğü üzere rezervlerimiz 1988-2002 döneminin tümünde üç aylık ithalatımızı tam olarak karşılamakta, diğer taraftan 1995 yılından sonra hem ithalatımızın 3 aylık bölümünü hem de ithalatın yüzde 35'ini karşılamaktadır.



Şekil 4.3. Rezerv İthalat Karşılaştırması (II)

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/evds>

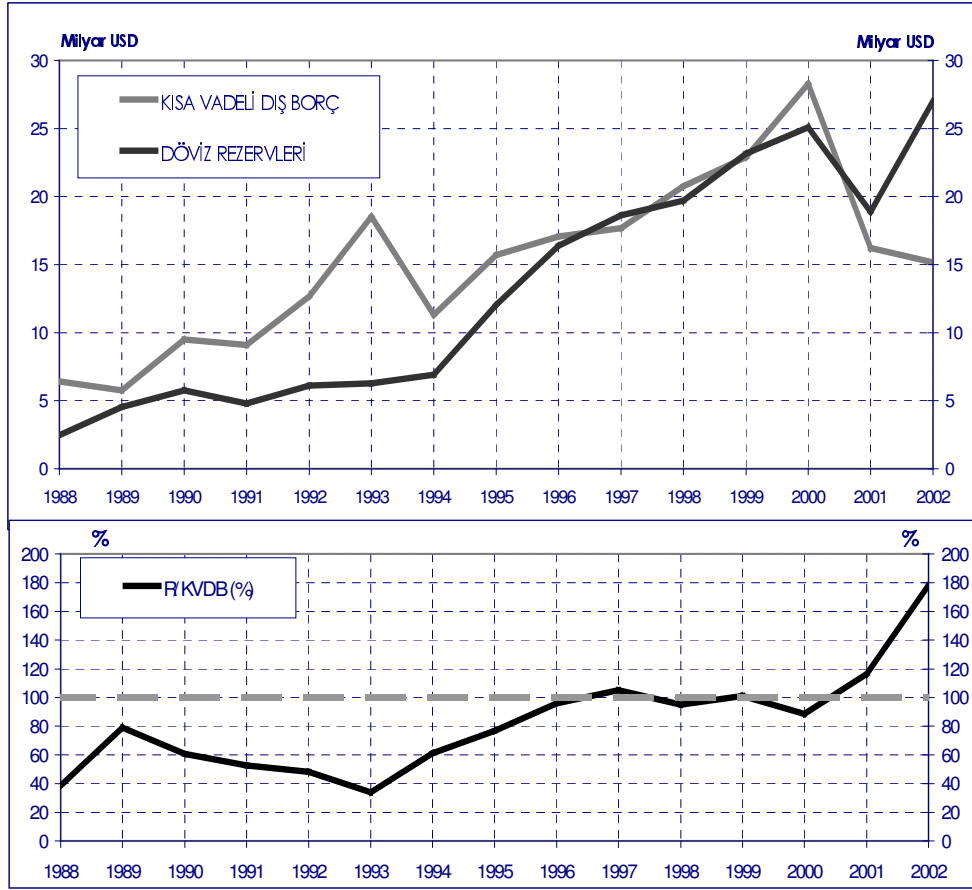
Şekil 4.3.'de ise uluslararası rezervlerimiz bu sefer yıllık ithalat hacmimizin yüzde 30'u ve yüzde 50'si ile karşılaştırılmıştır. Rezervlerimiz 1994 yılına kadar ithalatımızın yüzde 30'unu karşılayacak seviyede olmamıştır. Ancak, uluslararası rezervlerimiz 1994 yılından sonra genel olarak ithalatın yüzde 30'u ile yüzde 50'si arasında seyretmiştir.

IMF tarafından uluslararası rezervlerin ithalat açısından yeterli olması, uluslararası rezervlerin 3 aylık yani 1 yıllık ithalatın yüzde 25'ini karşılaması olarak değerlendirilmektedir. Söz konusu dönemde, uluslararası rezervlerimiz yıllık ithalatımızın yüzde 25'ini genel olarak karşılamakta olduğundan, Türkiye rezervleri 1988-2002 yılları arasındaki dönemde ithalat açısından yeterlidir denilebilir.

4.4.3. Kısa Vadeli Dış Borç Yaklaşımı

Bilindiği gibi ülkemiz dış borç stoku bakımından, gelişmekte olan ülkeler arasında ön sıralarda yer almaktadır. 2003 yılı başında ülkemiz borçlarına bakıldığında resmi olarak kısa vadeli dış borçlarımız (KVDB) 15 milyar dolar seviyesindeyken orta ve uzun vadeli dış borçlarımız yaklaşık 116 milyar dolar seviyesindedir. Bu durumda kısa vadeli dış borç yaklaşımı ile ülke rezervlerimizin karşılaştırılması diğer yaklaşımlardan daha önemli bir yaklaşım olarak değerlendirilebilir.

Şekil 4.4.'de ülkemiz kısa vadeli dış borçları, uluslararası rezervlerimiz ve yüzde olarak rezerv/KVDB oranı karşılaştırılmaktadır. Diğer taraftan, bilindiği gibi ülkemiz Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı (KMDM) adı altında yurtdışı işçi dövizlerini mevduat olarak kabul etmektedir. Döviz talebi yaratacak bu mevduatın 1 yıla kadar vadede olan kısmı, KVDB'lar içinde değerlendirilmiştir.



Şekil 4.4. Rezerv Kısa Vadeli Dış Borç Karşılaştırması

Kaynak: www.tcmb.gov.tr/evds

Uluslararası rezervlerimiz 1995 yılına kadar kısa vadeli dış borçlarımızın en fazla yüzde 80'ini karşılamıştır. Bu yıllarda Türkiye uluslararası piyasalarda borçlarını ödemek durumunda kalsaydı, rezervlerimizin tümü kullanılsa bile dış borçların ödenemeyeceği görülmektedir. Diğer taraftan 1996-2000 yılları arasında rezervlerimiz kısa vadeli dış borçların tümünü karşılamaktadır. 2000 yılından sonra ise ülke rezervlerimizin, kısa vadeli dış borçların tümünü karşılamakla kalmamış, 2002 yılı sonunda neredeyse kısa vadeli dış borçlarımızın iki katına ulaşmıştır. Bu durumda, uluslararası rezervlerimizin 1996 yılından sonra kısa vadeli dış borçlar yaklaşımı çerçevesinde yeterli olduğu söylenebilir.

4.4.4. Wijnholds-Kapteyn Yaklaşımı

Bu bölümde, karma yaklaşım olarak literatürdeki son çalışma olan Wijnholds ve Kapteyn (2001) tarafından uygulanan karma yaklaşımla ülkemiz rezervleri incelenecektir. Yaklaşım 2001 yılında IMF tarafından yayınlanmıştır. Daha önce W-K yaklaşımının nasıl hesaplandığı anlatılmıştır. W-K yaklaşımında, ülke rezervlerinin kısa vadeli dış borçların tümünü, buna ilave olarak para tabanının belli bir oranının ülke riski ile çarpılmasından elde edilecek miktarın toplamı kadar olması gerektiği önerilmektedir. W-K yaklaşımı için ülke riski katsayısı olarak The Economist dergisinin yaptığı risk endeksi kullanılmıştır (Wijnholds ve Kapteyn, 2001, s.22). Ancak bu risk endeksi için geçmiş değerlere ulaşamadığı için altıncı bölümde yapılan model sonucunda ulaşılan yıllar itibarıyla Türkiye risk değerleri kullanılacaktır.

TABLO 4.2. W-K YAKLAŞIMIYLA TÜRKİYE REZERVLERİ VE YETERLİLİĞİ

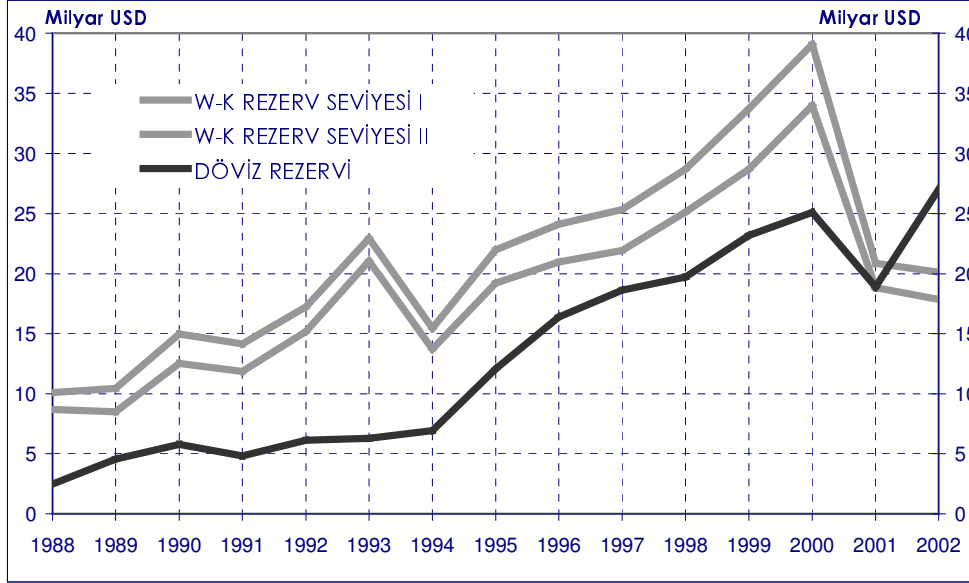
YILLAR	KVDB	PARA TABANI ORANI ARALIĞI		RİSK	W-K YETERLİ REZERV ARALIĞI		REZERV SEVİYESİ
1988	7.2	1.7	3.4	0.85	7.8	9.3	2.5
1989	6.5	2.4	4.7	0.83	7.7	9.7	4.5
1990	10.1	3.0	6.1	0.80	11.9	14.4	5.8
1991	9.5	3.1	6.1	0.75	11.4	13.7	4.8
1992	13.1	3.5	6.9	0.59	14.7	16.8	6.1
1993	19.1	3.6	7.2	0.53	20.4	22.3	6.3
1994	12.0	3.0	6.0	0.58	13.0	14.8	6.9
1995	16.4	3.9	7.9	0.71	18.5	21.2	12.0
1996	17.8	4.6	9.2	0.68	20.2	23.3	16.4
1997	18.5	5.0	9.9	0.69	21.1	24.5	18.6
1998	21.6	6.2	12.5	0.57	24.3	27.9	19.7
1999	23.7	7.2	14.5	0.69	27.9	33.0	23.2
2000	28.9	7.9	15.8	0.64	33.4	38.4	25.1
2001	16.8	3.4	6.9	0.59	18.3	20.3	18.9
2002	15.6	4.0	8.0	0.57	17.4	19.7	27.0

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/evds>

Daha önce W-K yaklaşımında, para tabanı aralığı anlatılmıştır, Türkiye için yıllar itibarıyla yapılacak bu uygulamada 2001 yılına kadar dalgalı veya para kurulu sistemi uygulamadığından, para tabanı aralığının alt sınırı olarak M2Y'nin yüzde 10'u üst sınırı için yüzde 20'si, 2001

yılından sonra ise alt sınır için M2Y'nin yüzde 5'i, üst sınırı için ise yüzde 10'u hesaplanmıştır.

Yapılan hesaplamalardan sonra Tablo 4.2.'de gösterilen sonuçlara ulaşılmıştır. Görüldüğü gibi yeterli rezerv seviyesine en fazla etkiye bulunan büyüklük KVDB ödemeleridir.



Şekil 4.5. Ülke Rezervleri ve W-K Yaklaşımı

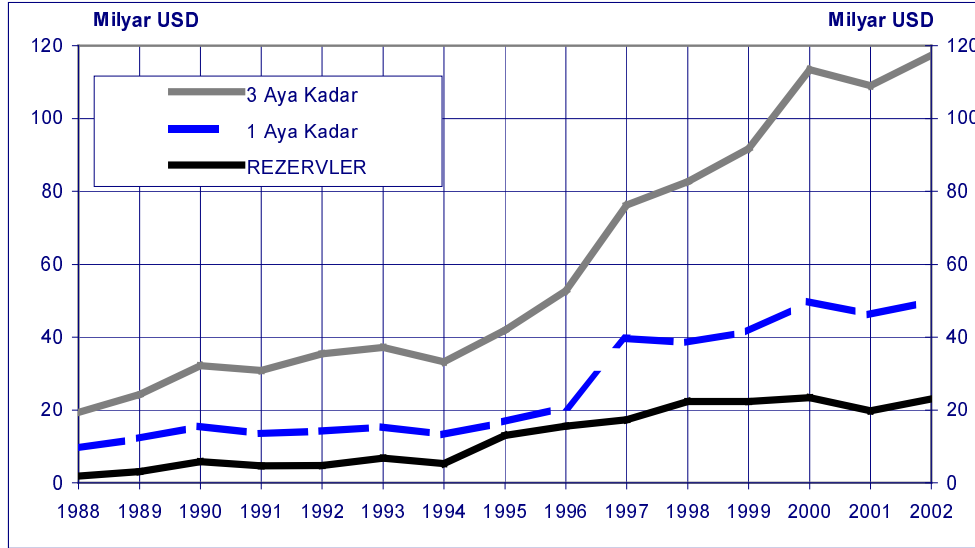
Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/evds>

Şekil 4.5.'de Türkiye KVDB'ları, para tabanı, ülke riski, uluslararası döviz rezervleri ve W-K yaklaşımıyla ülkemiz için yıllar itibarıyla yeterli olan döviz rezerv seviyeleri gösterilmektedir. W-K yaklaşımına göre, uluslararası rezerv seviyemiz 2001 yılına kadar yetersiz, 2001 yılından sonra ise yeterli olduğu söylenebilir.

4.4.5. Diğer Ekonomik Büyüklüklere Göre Yeterlilik

Bilindiği gibi ülkemiz diğer ülkelerden farklı ekonomik bir yapı sergilemektedir. Dolayısıyla literatürde kullanılan rezerv yeterliliği yaklaşımlarına ek olarak bazı ekonomik büyüklüklerle ülke rezervlerimizin karşılaştırılmasının uygun olacağı düşünülmüştür. Bu çerçevede karşılaştırmada; emisyon, vadesiz ve vadeli mevduat (1 aya ve 3 aya kadar), yatırım fonları ve repo toplamları kullanılmıştır. Zira, bir kriz

durumunda yurtiçi yerleşikler yabancı para mevduatlarını çekebilir veya Türk lirası varlıklarını yabancı paraya dönebilir. Bu durum ise uluslararası rezervler üzerinde önemli bir baskıya neden olabilir.

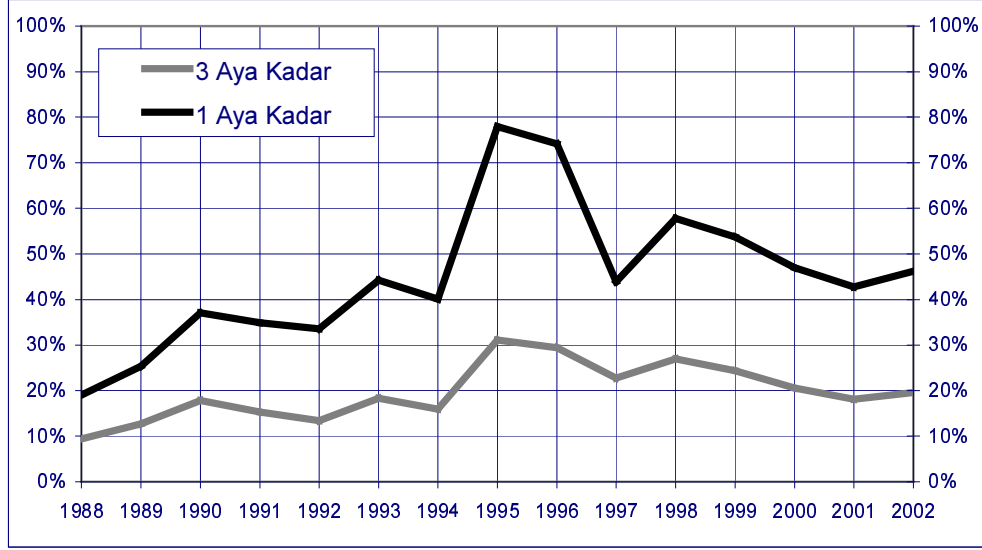


Şekil 4.6. Rezervler ile Diğer Büyüklüklerin Karşılaştırması

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/evds>, <http://www.spk.gov.tr>.

Bu çerçevede, rezervler ile 1 ve 3 aya kadar vadeli ve vadesiz fonların karşılaştırması Şekil 4.6.'de gösterilmektedir. Rezervlerimiz, 1 aya kadar olan fonlar toplamının yarısı kadarken, 3 aya kadar olan fonlar toplamının çok altında kalmaktadır. Diğer taraftan, uluslararası rezervlerin söz konusu fonları karşılama oranlarına bakıldığında ise Şekil 4.7. elde edilmiştir.

Şekil 4.7.'ye göre uluslararası rezervlerimiz genel olarak 1 aya kadar olan fon toplamını yüzde 20 ila yüzde 80 arasında, 3 aya kadar olan fonları ise yüzde 10 ila yüzde 30 arasında karşılamıştır.



Şekil 4.7. Rezervlerin Diğer Büyüklükleri Karşılama Oranı

Kaynak: www.tcmb.gov.tr/evds

Rezerv yeterliliği ve seviyesi için kullanılan yaklaşımlar göz önünde bulundurulduğunda, KVDB stokunun ülkenin rezerv yeterliliğinde belirleyici unsur olduğu dikkati çekmektedir. Kullanılan yaklaşımların 1988-2002 yılları için Türkiye uluslararası rezervlerine uygulanması sonucunda; para tabanı açısından 1994, ithalat açısından 1988, KVDB açısından 1996 ve W-K yaklaşımı açısından 2001 yıllarından sonra rezerv seviyelerimizin yeterli olduğu söylenebilir.

4.5. Türkiye ve Diğer Ülke Rezervlerinin Karşılaştırılması¹⁵

Türkiye'nin rezerv yeterliliğini sadece kendi iç dinamikleri ile değerlendirmenin yanında diğer ülkelerle bu oranların karşılaştırılması uygun olacaktır. Türkiye 2001 yılında dalgalı kur sistemine geçerek Türk lirasını dalgalanmaya bıraktığından, rezerv yeterliliğinde kullanılan kriterler daha önceki yıllara göre farklılık gösterebilmektedir. Ek:2'de günümüzde ülkelerin uyguladıkları döviz kuru sistemleri sunulmaktadır. Bu bölümde Ek:2'den hareketle dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan ülkeler ve Türkiye karşılaştırması yapılmaktadır. Diğer taraftan dalgalı kur sistemi de kendi içinde çeşitlilik göstermektedir. Bunlar; parasal, enflasyon hedefli, IMF

¹⁵ Türkiye Rezervlerinin Yeterliliği bölümünde kullanılan veriler www.tcmb.gov.tr/evds, bu bölümde kullanılan veriler ise IMF ve WB elektronik veri tabanlarından elde edildiğinden dolayı seviyelerde küçük farklılıklar bulunmaktadır.

destekli veya diğer hedefli dalgalı kurlardır. Ülkemiz IMF 2002 yıllık raporunda parasal hedefli dalgalı döviz kuru uygulayan ölkeler arasında belirtilmiştir. Tablo 4.3.'de bazı ölkelerin rezervlerinin, kısa vadeli dış borçları, ithalatları ve para tabanları ile karşılaştırmalar parasal, enflasyon ve IMF destekli dalgalı kur rejimleri ayırımında gösterilmektedir.

TABLO 4.3. DALGALI DÖVİZ KURU UYGULAYAN ÖLKELERİN REZERV ORANLARI

HEDEF	ÖLKE	R/İTHALAT (AYLIK)	R/KVDB (YÜZDE)	R/PARA TABANI (YÜZDE)
PARASAL	GAMBIYA	5	403.60	74.48
	MALAVİ	3	439.50	69.87
	PERU	11	285.42	48.83
	FİLİPİNLER	5	220.18	32.01
	SIERRA LEONE	2	230.32	37.82
	TÜRKİYE	6	114.61	25.32
	YEMEN	13	703.03	111.00
	ORTALAMA	6	342.38	57.05
ENFLASYON	BREZİLYA	6	126.35	23.54
	ŞİLİ	8	549.13	47.01
	KOLOMBIYA	7	258.39	42.79
	ÇEK CUMHURİYETİ	4	158.43	32.01
	KORE	7	291.86	28.79
	MEKSİKA	3	246.58	31.41
	POLONYA	5	361.20	29.60
	GÜNEY AFRIKA ¹⁶	3	69.00	12.01
	ORTALAMA	5	257.62	30.90
IMF DESTEKLİ	ARNAVUTLUK	4	2,137.81	22.71
	ERMENİSTAN	4	739.48	110.33
	GÜRCİSTAN	2	259.00	43.38
	MADAGASKAR	3	166.47	39.09
	MOLDOVYA	3	1,061.86	61.61
	MOZAMBIK	6	143.53	72.70
	TACİKİSTAN	1	110.17	112.17
	TANZANYA	6	206.54	64.02
	UGANDA	8	646.57	102.87
	HAİTİ	2	77.18	11.07
	ORTALAMA	4	554.86	63.99

Kaynak: IMF (IFS ONLINE); IMF Annual Report, 2002;WB (GDF ONLINE)

Tablo 4.3.'de öncelikle ölkelerin rezervlerinin kaç aylık ölkelerin ithalatını karşıladığı, daha sonra para tabanı ve kısa vadeli dış borç stokuna

¹⁶ Güney Afrika dünya altın üreticilerinin başında gelmekte olup, uluslararası rezervleri içinde altın çok büyük paya sahip olup, döviz rezervleri nispeten daha az seviyelerdedir.

oranları gösterilmektedir. Kullanılan veriler 2001 yılı sonu itibarıyla ve dolar cinsindedir.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu parasal hedefli dalgalı kur sistemi uygulayan ülkeler, kısa vadeli dış borç stoku ve para tabanı açısından karşılaştırıldığında rezerv seviyemizin grup içinde en az seviyede olduğu görülmektedir. Kısa vadeli dış borç yaklaşımı ile uluslararası rezerv seviyesinin 1996 yılından sonra yeterli olduğu daha önceki kısımda belirtilmişti. Ancak, Tablo 4.3.'den de görüldüğü gibi parasal hedefli dalgalı kur sistemi uygulayan ülkelerle karşılaştırıldığında ülkemiz rezervlerinin artırılması gerektiği, zira bu grup ortalamasının rezervin kısa vadeli dış borç stokunun 3.5 katından daha fazla olduğu, 2001 yılı itibarıyla, Türkiye'nin ise rezervlerinin kısa vadeli dış borçlarına eşit olduğu görülmektedir.

Uluslararası rezervlerin para tabanı ile karşılaştırılması sonucunda, Türkiye ile aynı grupta bulunan ülke rezervlerinin para tabanına oranının ortalamasının yüzde 57 olduğu, diğer bir ifadeyle ülke rezervlerinin para tabanının yarısından biraz fazla olduğu görülmektedir. Türkiye'nin rezerv seviyesi ise grup ortalamasının yarısından da az olup, bu oran yüzde 25 olarak gerçekleşmiştir.

Uluslararası rezervlerin ülkenin kaç aylık ithalatını karşıladığına bakıldığında, genelde kullanılan oranın ülkenin üç aylık ithalat hacmini karşılaması yönünde olduğu belirtilmişti. Ülke rezervlerinin, ithalat hacmiyle karşılaştırılması sonucunda, parasal hedefli ülkeler için 6, enflasyon hedefliler için 5 ve IMF destekli ülkeler için ortalamanın 4 ay olduğu görülmektedir. Türkiye rezervleri ise 6 aylık ithalat hacmimizi karşılamakta olup, ithalat bakımından ülke rezervlerimizin ortalama seviyede olduğu söylenebilir.

Genel olarak parasal hedefli ülkelere bakıldığında, Türkiye'nin uluslararası rezervleri diğer ülkelerle karşılaştırıldığında düşük seviyede olduğu görülmektedir.

Tablo 4.3.'de enflasyon hedefi uygulayan ve IMF destekli ülkelerin de rezerv oranları gösterilmektedir. Her ne kadar ülkemiz enflasyon hedefli politika uygulaması da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası enflasyon oranını tek çığpa alan enflasyon hedeflemesi rejimine yöneleceği düşünölmektedir.¹⁷ Bu nedenle Türkiye rezervlerinin enflasyon hedefli dalgalı kur sistemi uygulayan ölkelerle karşılaştırılmasının uygun olacağı düşünölmektedir.

Enflasyon hedefli dalgalı kur sistemi uygulayan ölkelerin rezervlerinin ortalama olarak, kısa vadeli dış borçlarının 2.6 katı ve para tabanlarının yüzde 31'i seviyesinde olduğu görölmektedir. Türkiye'nin parasal taban oranı yaklaşık olarak bu seviyelerdeyken, kısa vadeli dış borç oranının ise yine ortalamadan daha az olduğu çarpılmaktadır.

Uluslararası rezerv yeterliliğine tüm yaklaşımlar açısından bakıldığında, Türkiye rezervlerinin literatürde genel kabul görmüş oranlar açısından özellikle 1996 yılından sonra yeterli olduğu söylenebilir. Diğer taraftan, bu oranlardan bağımsız olarak, Türkiye uluslararası rezervlerinin dalgalı döviz kuru uygulayan 24 ölkelerle karşılaştırılması sonucunda ithalat açısından parasal hedefli ölkelerle aynı seviyelerde rezerve sahip olduğu, ancak para tabanı ve kısa vadeli dış borçlar açısından hem enflasyon hem de parasal hedefli ölkelerin ortalamalarından bir hayli düşük olduğu görölmektedir.

¹⁷ 22 Şubat 2001 tarih 8 sayılı Merkez Bankası basın duyurusu.

BEŞİNCİ BÖLÜM

OPTİMUM REZERV SEVİYESİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Beşinci bölümde ülke rezervlerinin yeterliliğini tespit etmekte kullanılan yöntemler anlatılmıştı. Ülke rezerv seviyesinin ölçülmesinde kullanılan diğer uygulama ise mevcut rezerv seviyesinin optimum rezerv seviyesi ile karşılaştırılmasıdır. Bu yaklaşım diğer yaklaşımlardan bir hayli farklıdır. Zira, diğer yaklaşımlarda rezervin maliyeti genelde değerlendirmelere katılmazken optimum rezerv seviyesinin bulunmasında maliyet önemli bir yere sahiptir. Rezerv seviyesinin optimum olarak ölçülmesi rezervin talep fonksiyonunun göz önünde bulundurularak tespit edilmeye çalışılmasıdır. Yapılan çalışmalarda genel olarak rezerv fonksiyonunu ithalat, fırsat maliyeti ve para tabanı oluşturmaktadır. Optimum rezerv seviyesi konusunda bir çok çalışma yapılmıştır. Uluslararası para sistemi içinde rezerv çok kullanılmasına rağmen, optimum rezerv seviyesi hakkında yapılan ilk çalışma 1966 yılında yapılmıştır.¹⁸

5.1. Optimum Rezerv Seviyesi

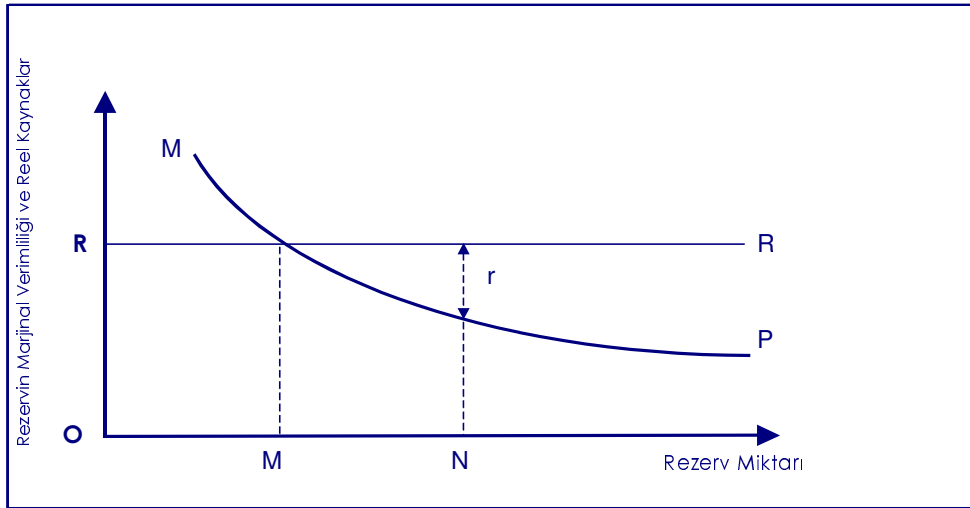
Rezerv seviyesinin yeterlilik yaklaşımında kullanılan verilerin tümü elde edilebilir ve tek aşamada yorumlanabilir niteliktedir. Diğer taraftan rezervin talep yönünde kullanılacak verilerin seçimi ve ülkeleri gruplamak oldukça güç olabilmektedir. Merkez bankalarının, buldukları uluslararası rezerv bileşenlerini ve hangi enstrümanlara

¹⁸ H. Robert Heller tarafından 1966 yılında yapılan bu ilk çalışmanın adı "Optimum International Reserves"dir.

yatırım yaptıklarını açıklamamaları, uluslararası rezervlerin getirilerinin ve maliyetlerinin bilinmemesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda da optimum rezerv seviyesi hesaplamaları zorlaşmaktadır.

Optimum rezerv çalışmalarını kronolojik olarak sıralarsak Heller (1966), Grubel (1984), Hallow ve McDonald (1986) ve Bassat ve Gottlieb (1992a, 1992b) çalışmalarıdır.

Heller (1966) tarafından yapılan modelde, ilk olarak bir ülkenin optimum rezerv seviyesi tesadüfi yürüme (random walk) dahilinde gelir ve maliyet açısından hesaplanmış, rezervleri tutmanın getirisi, alternatif politikaların bir maliyeti olarak belirtilmiştir. Yapılan ilk çalışma olmasının bir sonucu olarak daha sonraki çalışmalarda geliştirilmiştir. Heller (1966) tarafından yapılan optimum rezerv seviyesi çalışmasının hemen ardından bu konuda yeni çalışmalar yapılmaya başlanmıştır.

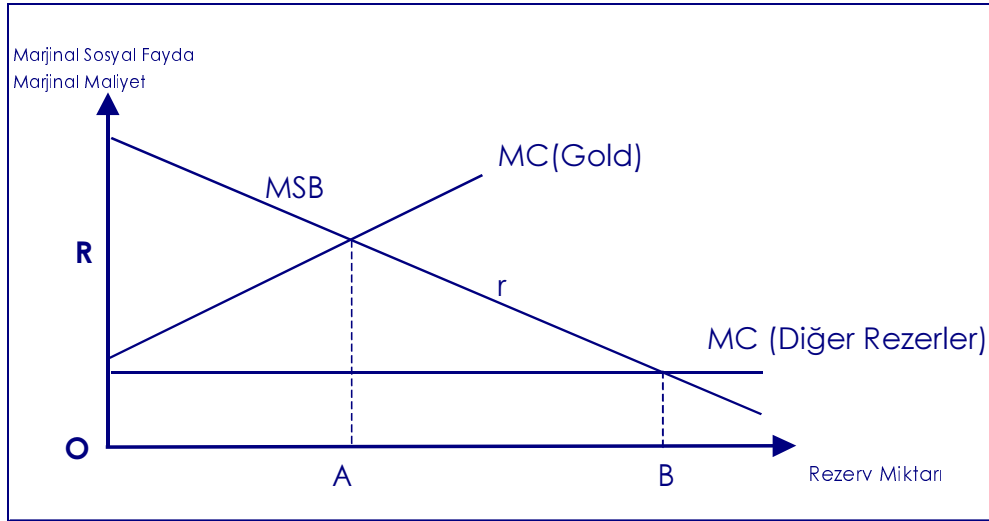


Şekil 5.1. Optimum Rezerv Seviyesi (Grubel, 1984)

Grubel (1984, s.31-35) tarafından yapılan çalışmada bir ülkenin kaynaklarını israf etmeksizin tutabileceği bir model kullanılmıştır. Şekil 5.1'de Grubel (1984) tarafından yapılan optimum rezerv seviyesi grafiği gösterilmektedir. Burada RR ekonomide reel kaynakların getirisini, MP marjinal sosyal verimliliği ve rezerv talebini, r ise rezervlerin getirisini

göstermektedir. Eğer altın tek rezerv bileşeni olursa uzun dönemde denge ve optimum rezerv seviyesi OM, altın dışı rezerv kalemleri kullanılıyorsa uzun dönemli optimum rezerv seviyesi ON olmaktadır.

Hallow ve McDonald (1986) yaptıkları çalışmada optimum rezerv seviyesi, optimum likidite içinde tanımlamışlardır. Şekil 5.2.'de bir ülkenin hangi seviyede optimum rezerve sahip olabileceği belirtilmiştir. Bu çalışmada optimum rezerv seviyesi, marjinal maliyet (MC) ile marjinal fayda (MSB) fonksiyonlarının kesiştiği değerdeki rezerv seviyesidir. Bu durumda, uluslararası rezervlerinin çoğunluğunu altının oluşturduğu bir ülke için optimum rezerv seviyesi (A) olacaktır. Diğer taraftan uluslararası rezervlerinin çoğunluğunu SDR ve doların oluşturduğu bir ülke içinse optimum rezerv seviyesi (B) olacaktır. Bunun sebebi ise SDR ve doların tersine, çoğunluğunu altının oluşturduğu rezervden gelir elde edilememesi bunda optimum rezerv seviyesini artırmasıdır.



Şekil 5.2. Optimum Uluslararası Likidite

Bassat ve Gottlieb (1992a) optimum rezerv seviyesi ile ilgili yapılan son çalışmalardan biridir. Bu çalışmanın temel varsayımı ülke merkez bankasının maliyetlerini minimum seviyede tutmaya çalıştığıdır. Modelin diğer önemli özelliği uluslararası piyasalardan borçlanan ve yapısal açık veren ülkeler için bir model olmasıdır. Ülke riski, ihracat, dışa açıklık ve dış borç ödemeleri optimum rezerv fonksiyonunda kullanılmıştır.

Teorik modelde uluslararası rezervlerin, ülke riski, rezervin getirisi ve net dış borç ile pozitif, sermaye verimliliği ile negatif ilişkili olduğunu göstermiştir. Ampirik çalışma sonucunda ise rezerv ile rezervin ithalata oranı, kişi başı yurtiçi milli gelir ve ithalatın marjinal eğilimi ile negatif, dış borcun ithalata oranı ile pozitif ilişkili olduğu gösterilmiştir.

Optimum rezerv seviyesinin tespit edilmesinde yapılan modellerin ortak özelliği, rezervin getirisini maksimum ve ya maliyetlerini minimum yapan bir rezerv fonksiyonunun bulunmaya çalışılmasıdır. Rezerv talebi rezerv azalma ihtimalleri ve dengeleme maliyetleri ile pozitif ilişkilidir. Benzer şekilde, tutulan rezervin maliyeti arttığında, rezervin yeterlilik seviyesi de azalmaktadır (Lehto, 1994, s.25-26).

Optimum rezerv seviyesi modellerinde kullanılan bağımsız değişkenler, değişkenlerin rezerv seviyesi ile olan ilişkilerinin sıklığı ve işareti ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Diğer taraftan ülkenin rezervlerden dolayı katlandığı fırsat maliyeti optimum rezerv seviyesi için önemli bir bağımsız değişkendir.

5.2. Türkiye İçin Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması

Genel olarak ülkelerin yapısal olarak farklılıklar göstermesi nedeniyle rezerv seviyesi yaklaşımlarından farklı olarak, aynı modelin tüm ülkelerde kullanılması oldukça zordur. Kullanılsa dahi ulaşılabilecek sonuçlar anlamsız çıkabilmektedir. Yinede optimum rezerv seviyesi belirlemek için kurulacak bir modelde rezerv tutma nedenlerinden oluşturulacak fayda fonksiyonlarını en fazla veya zarar fonksiyonlarını en aza indirme amaçlanmalıdır. Bu kısımda temel olarak Bassat ve Gottlieb (1992a, 1992b)'in çalışmalarına benzer bir model çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 1988-2002 yılları arasında üç aylık dönemlerdeki optimum rezerv seviyeleri bulunarak, ilgili dönemdeki gerçekleşen rezerv rakamlarıyla karşılaştırılacaktır. Gelişmekte olan, yurtdışı piyasalardan borçlanan, cari açık veren ve ülke riski fazla olan ülkeler için uygulanabilirliği nedeniyle söz konusu model temel olarak

kullanılmıştır. Böylece rezerv seviyesinin az olmasından dolayı oluşacak batma (çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde “dış borç yenilenememesi” olarak kullanılacaktır.) maliyetini en aza indirme, optimum rezerv seviyesini seçmemizde belirleyici olacaktır. Bu maliyetin aslında ülkenin dış borç ödeyememe riskine bağlı olması dolayısıyla beklenen (expected) bir maliyet olduğunu da belirtmeliyiz. Bunun dışında üretime girmeyen bir kaynak olan uluslararası rezervlerin fazla olduğu durumda karşılaşılabilecek olan fırsat maliyeti de toplam maliyet fonksiyonuna eklenmelidir. Merkez Bankasının optimizasyon problemi **toplam beklenen maliyetleri en aza indirecek pozitif bir rezerv seviyesi belirlemek** olacaktır. Modelde kullanılan tüm veri tanımlamaları Ek:3’de sunulmuştur.

5.2.1. Teorik Model

Bu modelde, Merkez Bankası optimum rezerv seviyesini, R^* seçerken beklenen maliyetlerini, EC minimum (en az) yapmaya çalışır. Beklenen maliyet rezervlerin az olmasıyla doğabilecek dış borç ödeyememe maliyeti, C_0 ve fazla olmasıyla karşılaşılabilecek fırsat maliyetinin, C_1 toplamından oluşur:

$$\min_R EC = \pi C_0 + (1 - \pi) C_1 \quad (6.1)$$

Denklem (6.1)’de π ülkenin dış borç ödeyememe olasılığı, $(1 - \pi)$ ise bunun tersi yani rezervin fazla olma olasılığıdır. Teorik ve uygulama olarak, dış borç ödeyememe olasılığı, rezerv seviyesine ve her ülkenin kendi makro değişkenlerine bağlıdır:

$$\pi = \pi(R, z_j), \quad j=1,2,\dots,n \quad (6.2)$$

z_j makro değişkenlerin belirlendiği n-ölçütlü bir vektördür. Son olarak, rezerv seviyesinin sonsuz miktarda tutulmasını engelleyen bir de servet kısıtının eklenmesi gerekmektedir.

$$K + A + R = W + D \quad (6.3)$$

Denklem (6.3)'de K sermaye birikimini, A diğer varlıkları, R rezervleri, D brüt dış borç miktarını ve W 'de şu anki serveti göstermektedir.

Böylece merkez bankasının problemi denklem (6.1)'i en aza indiren ve denklem (6.2) - (6.3) kısıtlarını sağlayan R^* seviyesini bulmak olacaktır. Bu rezerv seviyesini bulmak için denklem (6.2) ve (6.3)'ü denklem (6.1)'de yerine koyarak yeni oluşacak denklemin R 'ye göre türevi sıfıra eşitlenir. Bunu yapmadan önce, fırsat maliyetinin de açıkça rezervlere bağlı olduğunu da eklersek problemin çözümünü göstermek daha kolay olacaktır. Fırsat maliyetine, rezerv miktarı kadar kayıp kazanç dersek basitçe bir rezerve bağlı doğrusal bir maliyet olarak tanımlanabilir:

$$C_1 = rR \quad (6.4)$$

Denklem (6.4)'de r değeri teorik olarak sermayenin marjinal verimliliği ile rezervin getirisi arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Daha önce belirtildiği gibi bu yaklaşımın genel olarak veri toplamanın zor olması nedeniyle kullanılması oldukça güç olmaktadır. Ülkemiz için sermayenin marjinal verimliliği yerine marjinal borçlanma maliyeti yaklaşımı kullanılmıştır. Denklem (6.4)'de r için Edwards (1985) tarafından da kullanılmış olan dış borç faiz ödemeleri ρ ile rezervden elde edilebilecek olan faiz i arasındaki fark kullanılmıştır ($r = \rho - i$). Yapılan çalışmada ülkemizin söz konusu dönem içinde riskli bir ülke olduğundan dolayı r sürekli pozitif değer almıştır. Denklem (6.4)'ü de denklem (6.1)'de yerine koyarsak Merkez Bankasının optimizasyon problemi (6.5) olacaktır.

$$\min_R EC = \pi C_0(m, Y) + (1 - \pi)rR \quad (6.5)$$

R 'ye göre birinci türev,

$$\frac{dEC}{dR} = \frac{d\pi}{dR} C_0 + (1 - \pi)r - \frac{d\pi}{dR} rR = 0 \quad (6.6)$$

sonucunda optimum rezerv seviyesini, R^*

$$R^* = \frac{\pi_R C_0 + (1-\pi)r}{\pi_R r} = \frac{C_0}{r} + \frac{(1-\pi)}{\pi_R} r \quad (6.7)$$

olarak bulunacaktır. Burada π_R rezerve göre marjinal dış borç ödeyememe olasılığıdır ve R arttıkça düşmesi beklenmektedir.

5.2.2. Ampirik (Ekonometrik) Model

Bu kısımda denklem (6.7)'de bulunan optimum rezerv seviyesinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 1988-2000 yılları arasında sahip olduğu rezervlerden önemli ölçüde (significantly) farklı olup olmadığı sınanacaktır. Bunu yapmak için rezerv maliyetleri, yani fırsat ve dış borç ödeyememe maliyeti yine Bassat ve Gottlieb (1992a)'te önerildiği gibi bulunacak, dış borç ödeyememe ve marjinal dış borç ödeyememe olasılıkları Türkiye'ye uyarlanacaktır. Bassat ve Gottlieb (1992a) İsrail için sınıadıkları model sonucunda 1964-1988 yılları arasında gerçekleşen rezervlerinin optimum olmadığı sonucuna varmıştır.

5.2.2.1. Rezervin Azalmasıyla Dış Borç Ödeyememe Maliyeti (C₀)

Rezervin azalmasıyla dış borç ödeyememe maliyeti, ülkelerin dış borç ödeyememesinden doğacak maliyettir. Ekonometrik modelde de görüleceği gibi ülkenin dış borç ödeyememesi ile kastedilen ülkenin ekonomik kriz sonrası dış borçlarını ödeme güçlüğü içine girmesi, bunun sonucunda dış borçlarının yeniden yapılanmasıdır. Ülkenin dış borç ödeyememesi, o ülke ile geri kalan ülkeler arasında olan tüm ilişkileri etkilemektedir. Genel olarak dış borç ödeyememe sonrası yaşanan kriz ardından ülkenin büyüme hızı azalmakta veya GSMH (Y) seviyesi bir önceki döneme göre düşebilmektedir. Söz konusu düşüş ve ülkenin tekrar normal büyüme hızına ulaşması için bir kaç yılın geçmesi gerekmektedir. Bu durumda ülkenin borçlarını ödeyememesi sonucunda karşılaşacağı maliyet aşağıdaki şekilde olacaktır.

$$C_0 = \sum_{t=0}^n (Y_t^p - Y_t) \delta^t \quad (6.8)$$

Denklem (6.8)'de Y_t^p potansiyel GSMH, Y_t gerçekleşen GSMH ve δ azalma maliyetinin yıllık iskonto oranıdır. Burada borçlarını çevirememesi riski yüzünden oluşacak kayıp dışa açık ülkelerde daha çok olacağından ekonometrik modelde dış borç ödeyememe maliyeti, C_0 , gayri safi milli hasılanın, Y ve dışa açıklığın, m bir fonksiyonu olarak belirlenmiştir:

$$C_0 / Y = f(m) \quad (6.9)$$

Dışa açıklık, Bassat ve Gottlieb (1992a)'ın çalışmasında dış borç ödeyememe maliyetini pozitif olarak etkileyen bir faktör olarak incelenmiş ve bu ekonometrik olarak da desteklenmiştir. Bu çalışmada da rezervin azalma maliyeti ile dışa açıklık (ithalatın marjinal eğilimi) arasında pozitif bir ilişki olduğu varsayılacak ve bu daha yeni bir veri seti ile sınanacaktır. Ülkenin ekonomik kriz sonrası GSMH kayıpları yıllar geçtikçe azalacağından C_0 hesaplamasında yıllık iskonto oranı kullanılması gerekmekte olup bu çalışmada da tüm ülkeler için yüzde 3 olarak kabul edilmiştir¹⁹. GSMH'nin azalma miktarı, kriz sonrası gerçekleşen rezerv seviyesi Y_t ile potansiyel GSMH arasındaki farka eşit olacaktır. Y_t^p seviyesi hesaplamasında denklem (6.10) kullanılmıştır.

$$Y_t^p = Y_0(1 + g)^t \quad (6.10)$$

Potansiyel GSMH, ülkenin krize girmemesi halinde kriz öncesi büyüme oranlarıyla büyümeye devam edeceği varsayımı ile hesaplanmaktadır. Kullanılan g ülkenin ortalama büyümesi olup, her ülke için kendi ortalama büyüme oranı kullanılmıştır. Y_0 ise borçları yenileme öncesindeki yılın GSMH'sidir.

Ülkelerin dış borç ödeyememe ya da borç ödeme zorluğu çekilen dönemden sonra genelde 6 yıl sonunda GSMH kayıplarını telafi ettikleri gözlemlendiğinden $n=6$ olarak kullanılmıştır. Bu çalışmada Bassat ve Gottlieb (1992a, s.332)'den farklı olarak kullanılan 14 borç çevirme

¹⁹ Bassat ve Gottlieb (1992a, s.352)'de yapılan çok ülkeli araştırma sonucu bu oranın yaklaşık yüzde 3 olduğu belirtilmiştir. Bu çalışmada oran aynen kullanılmıştır.

sıkıntısına girmiş ülkeye ek olarak 13 tane yeni ülke verisi kullanılarak toplam 27 ülke verisi kullanılmıştır. Böylece Bassat ve Gottlieb (1992b) ve Stein ve Paladino (2001, s.33)'ta oluşturulan veri seti (dış borç ödeyememe ya da borç ödeme zorluğu çekilen dönemler parantez içinde belirtilmiştir)²⁰: Brezilya (1961), Arjantin (1962), Gana (1966), Hindistan (1971), Şili (1972), Gana (1974), Siera Leone (1971), Türkiye (1978), Peru (1978), Nikaragua (1980), Bolivya (1981), Kostarika (1982), Honduras (1982) ve Ekvator (1983), Fas (1983), Brezilya (1984), Şili (1984), Filipinler (1984), Arjantin (1985), Meksika (1985), Uruguay (1988), Ekvator (1989), Mısır (1991), Arjantin (1992), Bolivya (1993), Cezayir (1995) ve Peru (1996)'dur.

Her ülke için hesaplanan C_0 , Y_0 ve m değerleri en küçük kareler yöntemi kullanılarak denklem (6.11)'de hesaplanmış olup t-istatistik değerleri parantez içinde belirtilmiştir.

$$(C_0 / Y) = 0.0021 + 0.0112m, \quad \bar{R}^2 = 0.24 \quad (6.11)$$

(2.2) (3.0)

Denklem 6.11'den de görüldüğü gibi azalma maliyeti ile dışa açıklık arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bu model, rezervlerin azalmasıyla doğabilecek dış borç ödeyememe maliyetindeki değişmelerin yüzde 24'ünü dışa açıklık ile belirleyebileceğimizi söylemektedir.²¹ Denklem (6.11) kullanılarak Türkiye rezervlerinin azalma maliyeti hesaplanıp optimum rezerv denkleminde (6.7) yerine konulacaktır.

5.2.2.2. Dış Borç Ödeyememe ve Marjinal Dış Borç Ödeyememe Olasılıkları

Her ülkenin dış borç ödeyememe (batma-default) ihtimali ve ülke riskini etkileyen faktörler değişik olduğundan Türkiye ülke riski

²⁰ Bazı ülkelerde dış borç ödeyememe dönemlerinin üst üste gelmesi nedeniyle bu dönemlerden sadece bir veri setine eklenmiştir.

²¹ Bassat ve Gottlieb (1992a, s.353) regresyonlarında da benzer ilişki bulunmuş, düzeltilmiş $R^2=0.31$ olarak belirtilmiştir.

hesaplamasında Bassat ve Gottlieb (1992a)'dan farklı değişkenler ve model kullanılacaktır. Denklem (6.1)'de ifade edilen rezervin azalma ve fazla olma olasılıkları toplamı 1'e eşit olacağından, rezervin azalma olasılığını hesaplamak yeterli olacaktır. Yapılan ekonometrik çalışmalarda ülke riski ile (π) uluslararası likidite problemleri ve genel ekonomik göstergeler arasında doğrudan bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Aslında ekonometrik modellerde olasılık hesaplamak için Logit veya Probit modellemesi daha yaygındır. Fakat bunun için daha önce ülkenin birçok defa dış borç ödeyememe durumuna girmesi gerekmektedir. Türkiye Cumhuriyeti kurulduğundan beri kesin dış borç ödeyememe ya da moratoryum gibi durumlara düşmediğinden, aynı zamanda da çok sık borç yenilenmesi (negotiation) yapılmadığından, bu kısımda dış borç ödeyememe olasılığı bir yaklaşım (proxy) kullanılmak suretiyle ve doğrusal en küçük kareler yöntemi ile hesaplanacaktır.

Genelde mükemmel işleyen bir piyasada risksiz borç alan ülke, güvenli faiz oranından; i ve riskli borçlananlar ise i_D faiz oranlarından borçlanabilmektedir. İki ülke riski arasındaki risk farkı borçlanabilme faiz oranlarını farklılaştırmaktadır.

$$\frac{\pi}{1-\pi} = \frac{i_D - i}{1+i} \quad (6.12)$$

Denklem (6.12) borç çevirme güçlüğü çekebilecek ülkeler için risk faktörü hesaplamada kullanılacaktır. Burada $(1-\pi)$ dış borç ödeyememe durumunun olmamasını gösterdiğinden borçlanma faizi $(1-i)$ olacaktır. Fakat, dış borç ödeyememe durumunun artması durumunda risk primi $(i_D - i)$ artacağından π 'de büyüyecektir. Dış piyasalarda borçlanma fiyatı bize Türkiye'nin dış borç ödeyememe riskini yansıtacaktır.

Yapılan akademik çalışmalarda dış borç ödeyememe olasılığı ya da borçlanma faizinin artması ülke rezervlerine dolaylı olarak bağlıdır.²² Rezervde meydana gelecek ani bir azalma kredi verenlerin ülkenin

²² Bölüm 5'te detayları ile anlatılmıştır.

borçlarını ödemesi yönünde duyduğu güveni azaltabilecektir. Bu durum daha fazla borç alınamamasına bu da rezervin daha fazla erimesine ve/veya faizlerin ve dolayısıyla ülke risk priminin artmasına neden olacaktır. Bu nedenle, dış borç ödeyememe olasılığı rezervlere ve birçok makro değişkene bağlanarak modelde kullanılmıştır.

Beşinci bölümde belirtilen oranlar, $KVSH/R$, $M2/R$, $\dot{I}thalat/GSMH$ ve diğer makro ekonomik veriler²³ kullanılarak yapılan ekonometrik çalışmalar sonucunda aşağıdaki doğrusal model, Türkiye'nin dış borç ödeyememe riskini en iyi yansıtan model olarak belirlenmiştir. Bu modelde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ($KVSH/R$) rezervlere oranı, dış açıklık (m) ve döviz tevdiat hesaplarının Türk lirası mevduatlarına oranı ($DTH/TLVM$) açıklayıcı değişkenler olarak belirlenmiştir:

$$\ln \frac{\pi}{(1-\pi)} = \ln \left(\frac{(i_D - i)}{(1+i)} \right) = \alpha_0 + \alpha_1 e^{KVSH/R} + \alpha_2 \ln \left(\frac{DTH}{TLVM} \right) + \alpha_3 \ln m + \mathcal{E} \quad (6.13)$$

Denklem (6.13)'de beklenen ilişki, dış borç ödeyememe riskinin $DTH/TLVM$ ve $KVSH/R$ ile pozitif, m ile negatif olmasıdır. Burada $DTH/TLVM$ oranının artması bir panik durumunda yeterli rezervi olmayan ülkenin sıkıntıya girebileceğini yansıtmaktadır. $KVSH/R$ oranlarının artması ülkeye giriş ve çıkışları²⁴ kapsadığından sıcak paranın ülkeyi terk etmesi gibi bir kriz durumunda rezerv sıkıntısına yol açma olasılığı beklenen ilişkinin doğru ya da pozitif olmasına neden olacaktır. Dışa

²³ Literatürde sıkça ülke risklerinin ölçülmesinde kullanılan D/Y (iç borcun GSMH'a oranı), ve kişi başı $GSMH$ bağımsız değişkenlerinde otokorelasyon olduğundan ve serilerin otokorelasyondan arındırılmaması üzerine bu oranlar kullanılamamıştır. Diğer taraftan D_e/X (dış borcun ihracata oranı), çeşitli ödemeler dengesi değişkenleri ($(X-M)$, $(X+M)/Y$), I_d/R , I_p/R , rezerv değişimi, R/M ve enflasyon gibi bağımsız değişkenlerin t-istatistiklerine bakıldığında mutlak değerlerinin 1.96'dan küçük olduğu bunun sonucunda da yüzde 5 önemlilik düzeyinde ülke riski için istatistiksel olarak önemsiz oldukları görülmüş ve modelde kullanılmamışlardır.

²⁴ Kısa vadeli sermaye hareketleri bazen eksi bazen artı olduğundan modelde üssel (exponential) formda kullanılmıştır.

açıklık ise o ülkenin dış ekonomilerden etkilenmesini göstermekte olup ülke dışa açık bir ekonomi izliyorsa bir kriz anında dış piyasalara erişebilirliğini yansıtmaktadır. Bu durumda ülke ekonomisinin dışa açıklığı oranında risksiz olması beklenmektedir.

Faiz tanımında ülkemiz borç alan bir ülke olduğundan riskli olarak tanımlanmıştır. Risk primi hesaplamasında 1988-2002 yılları arasında üç aylık veriler kullanılarak hem ülke riski hem de optimum rezerv seviyesi hesaplanacaktır. Faiz hesaplarında i_D için ülkemiz eurobond faiz oranları²⁵, i için ise LIBOR faiz oranları kullanılmıştır. Regresyon analizi sonuçları Tablo 6.1’de özetlenmiştir:

TABLO 5.1. REGRESYON SONUÇLARI

Açıklayıcı Değişkenler		Katsayı ²⁶	OLS (t-stat)	GMM (t-stat)
Sabit Sayı	α_0	-3,4482	-3,90***	-2,69**
$e^{KVSH/R}$	α_1	1,2808	2,33**	1,67
$\ln(DTH/TLVM)$	α_2	1,2761	4,91***	3,85***
$\ln m$	α_3	-0,8812	-2,25**	-1,94*
Adjusted R ²	0,3134			
Durbin-Watson	0,8570			

* =yüzde 10 önemlilik, ** =yüzde 5 önemlilik, *** =yüzde 1 önemlilik seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 5.1.’de iki değişik yöntem ile hesaplanan regresyon sonucunda beklendiği gibi ülke riski ile $KVSH/R$ ve $DTH/TLVM$ oranları arasında pozitif, m ile arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

$$\ln\left(\frac{(i_D - i)}{(1 + i)}\right) = -3,4482 + 1,2808 e^{KVSH/R} + 1,2761 \ln\left(\frac{DTH}{TLVM}\right) - 0,88123 \ln m \quad (6.14)$$

²⁵ Ülkemiz Eurobond’larının üç aylık faiz oranlarıdır. (Kaynak: Bloomberg)

²⁶ Katsayı değerleri OLS ve GMM için aynıdır.

En küçük kareler yöntemine (OLS) göre bütün değişkenler, GMM (Generalized Method of Moments) yönteminde ise KVSH/R²⁷ dışındaki değişkenler açıklayıcı bulunmuştur. Diğer bütün zaman serileri ile yapılan OLS çalışmalarında da görülen otokorelasyon sonucu hesaplanan standart kaymaların düşük olması sonucu istatistiksel olarak daha anlamlı görünen değişkenler GMM yöntemi ile tekrar analiz edildiğinde modelin açıklayıcılığının yeterli olduğu düşünülmektedir (Hamilton,1994, s.416-418). Bu şekilde hesaplanan dış borç ödeyememe olasılıkları Tablo 5.2'de özetlenmiştir.

Optimum rezerv seviyesinin tespit edilmesi için ise denklem (6.7)'de gösterilen marjinal dış borç ödeyememe olasılığının (π_R) da hesaplanması gerekmektedir. Bunun için denklem (6.13)'teki genel model ve (6.14)'te hesaplanan katsayılar kullanılmıştır. Denklem (6.13)'ün bütün değişkenlere göre türevi alındığında (total derivative);

$$\left(\begin{array}{c} (1-\pi) + \pi \\ (1-\pi)^2 \\ \pi \\ (1-\pi) \end{array} \right) d\pi = -\alpha_1 \frac{KVSH}{R^2} e^{\frac{KVSH}{R}} dR \quad (6.15)$$

ve sadeleştirdiğinde, rezerve göre marjinal dış borç ödeyememe olasılığı teorik olarak negatif olur. Diğer bir deyişle, rezerv seviyesi yükseldikçe π azalmaktadır.

$$\frac{d\pi}{dR} = \pi_R = -\pi(1-\pi)\alpha_1 \frac{KVSH}{R^2} e^{\frac{KVSH}{R}} < 0 \quad (6.16)$$

Tablo 5.2'ye bakıldığında da 1988-2002 döneminde π_R çoğunlukla azalmaktadır.

²⁷ Bu değişken yüzde 20 önemlilik seviyesinde açıklayıcıdır.

5.2.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İçin Optimum Rezerv Seviyesi

Modelimiz sonucunda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası rezervlerinin optimum seviyesi denklem (6.7) kullanılarak hesaplanmış, alınan sonuçlar Tablo 5.2'de gösterilmiştir.

TABLO 5.2. OPTİMUM REZERV SEVİYELERİ - I

DÖNEM	π_R	π	C_0	r	OPTİMUM REZERV	ALTERNATİF OPTİMUM REZERV*
1988Q1	-0,0108	0,2539	76.708.600	0,0350812	2.186.601.305	2,186,601,389
	0,0151	0,1974	86.618.641	0,0249250	3.475.171.218	3,475,171,161
	0,0300	0,2222	94.783.070	0,0199250	4.756.992.263	4,756,992,234
	0,0198	0,1467	86.745.914	0,0211750	7.762.497.959	7,762,497,913
1989Q1	0,0166	0,1288	74.468.251	0,0066798	11.148.231.514	6,221,330,911
	0,0006	0,1656	87.762.493	0,0139650	6.284.462.109	6,284,460,640
	-0,0016	0,2335	120.120.495	0,0170900	7.028.700.227	7,028,700,691
	0,0002	0,1713	114.379.047	0,0233400	4.900.563.090	4,900,558,986
1990Q1	-0,0102	0,1954	106.726.824	0,0245900	4.340.253.015	4,340,253,098
	-0,0076	0,2175	123.028.699	0,0252150	4.879.186.847	4,879,186,959
	-0,0032	0,2438	161.927.868	0,0270637	5.983.212.256	5,983,212,550
	-0,0041	0,1985	167.457.062	0,0284250	5.891.189.331	5,891,189,533
1991Q1	0,0099	0,1422	116.711.815	0,0430550	2.710.761.102	4,459,415,207
	0,0012	0,2252	119.343.234	0,0463350	2.575.661.274	4,162,361,685
	0,0089	0,2499	156.872.451	0,0522950	2.999.760.124	4,492,080,955
	0,0042	0,2472	149.323.869	0,0501752	2.976.061.345	3,234,078,412
1992Q1	0,0073	0,2662	119.798.906	0,0702050	1.706.415.680	2,086,289,444
	-0,0209	0,4031	130.739.534	0,0600350	2.177.721.867	2,618,876,130
	-0,0036	0,4597	169.955.204	0,0520050	3.268.054.933	2,959,757,651
	-0,0041	0,4081	160.736.177	0,0531450	3.024.483.381	2,861,499,929
1993Q1	-0,0116	0,4355	135.858.515	0,0484250	2.805.544.908	2,234,992,923
	-0,0094	0,4482	171.218.168	0,0443450	3.861.047.823	2,816,690,552
	-0,0055	0,5502	202.570.256	0,0371650	5.450.565.132	3,332,460,174
	0,0030	0,4734	187.079.109	0,0399900	4.678.147.443	3,109,589,222
1994Q1	0,0171	0,4488	124.794.412	0,0337750	3.694.875.309	2,236,980,181
	0,0221	0,3675	106.070.257	0,0250250	4.238.571.748	2,255,038,739
	0,0087	0,3882	143.735.811	0,0822131	1.748.332.284	3,412,928,166
	0,0031	0,4223	150.776.627	0,0727600	2.072.246.298	4,616,270,483

TABLO 5.2. OPTİMUM REZERV SEVİYELERİ - II

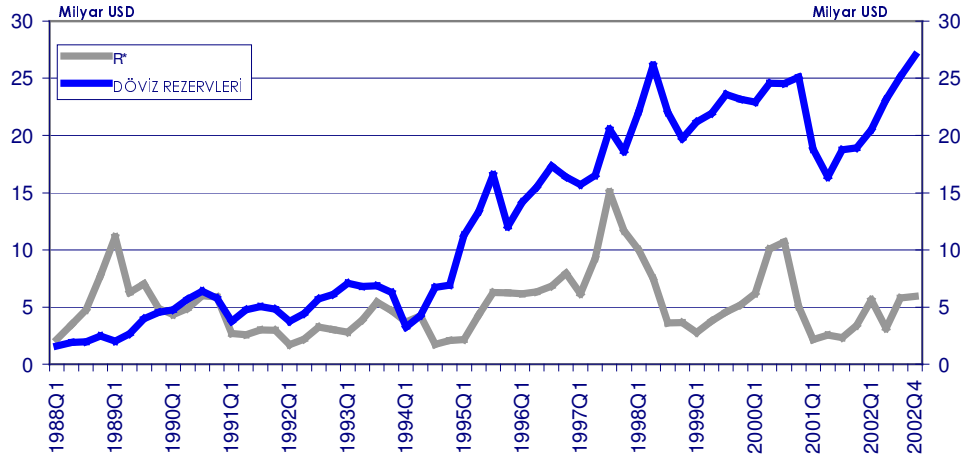
DÖNEM	π_R	π	C_0	r	OPTİMUM REZERV	ALTERNATİF OPTİMUM REZERV
1995Q1	-0,0139	0,5295	139.287.811	0,0649900	2.143.219.087	1.673.528.908
	-0,0028	0,3794	176.492.938	0,0409000	4.315.230.547	2.136.459.761
	-0,0006	0,3931	218.950.599	0,0348400	6.284.459.380	3.677.369.807
	0,0035	0,2947	214.572.893	0,0342750	6.260.332.597	3.808.873.528
1996Q1	-0,0034	0,3754	180.916.120	0,0294250	6.148.381.134	3.041.373.808
	-0,0029	0,3664	203.686.434	0,0321891	6.327.807.446	4.169.707.011
	0,0009	0,3822	239.818.814	0,0350341	6.845.297.520	5.411.794.740
	0,0004	0,3224	235.760.424	0,0296100	7.962.190.942	5.242.615.765
1997Q1	0,0008	0,2980	191.660.792	0,0312150	6.140.023.013	4.818.624.537
	-0,0020	0,3520	218.729.859	0,0235450	9.289.864.150	4.267.483.361
	-0,0001	0,3744	267.301.139	0,0177475	15.061.335.465	2.768.310.473
	0,0008	0,3120	255.928.474	0,0219325	11.668.915.678	2.428.797.420
1998Q1	-0,0013	0,3634	207.129.863	0,0207175	9.997.820.807	1.329.566.537
	-0,0003	0,3416	225.906.054	0,0301462	7.493.680.126	1.766.876.012
	0,0024	0,3390	262.432.261	0,0721884	3.635.380.206	2.251.122.496
	-0,0038	0,4289	235.303.255	0,0644750	3.649.526.879	2.727.679.307
1999Q1	-0,0002	0,3126	163.896.153	0,0586481	2.794.564.573	1.923.029.513
	0,0000	0,3034	201.885.280	0,0531775	3.796.426.873	2.569.904.556
	-0,0003	0,3581	238.834.252	0,0521100	4.583.268.497	2.963.204.081
	-0,0001	0,3063	230.043.697	0,0443150	5.191.095.674	3.203.192.852
2000Q1	-0,0007	0,3139	205.075.419	0,0330150	6.211.582.174	3.206.056.758
	-0,0004	0,3318	251.474.417	0,0249812	10.066.545.076	4.236.342.920
	-0,0002	0,3978	288.146.823	0,0269450	10.693.885.106	3.913.709.246
	-0,0009	0,3605	275.365.614	0,0544875	5.053.738.493	3.189.409.178
2001Q1	0,0008	0,2604	184.546.181	0,0856250	2.155.284.770	1.418.549.392
	0,0035	0,2783	176.077.739	0,0689550	2.553.516.838	5.030.073.962
	0,0013	0,4594	198.553.661	0,0851500	2.331.810.869	4.489.117.332
	0,0025	0,4114	185.862.316	0,0547025	3.397.693.505	3.549.869.946
2002Q1	-0,0003	0,4162	185.923.974	0,0330525	5.625.108.800	3.784.904.580
	-0,0001	0,4007	222.491.624	0,0708025	3.142.421.748	3.182.735.894
	0,0006	0,4536	252.831.761	0,0434975	5.812.559.322	4.425.164.266
2002Q4	-0,0001	0,4287	262.462.257	0,0441100	5.950.171.107	5.898.028.171

* Türkiye fırsat maliyeti yerine Brezilya'nın borçlanma maliyeti kullanıldığında oluşabilecek optimum rezerv seviyeleridir.

Tablo 5.2'de 1988 birinci çeyreği ile 2002 son çeyreği arasında; rezervin marjinal dış borç ödeyememe olasılığı, dış borç ödeyememe maliyeti, fırsat maliyetinin çarpanı ve optimum rezerv seviyeleri gösterilmektedir. Ülkemizin dış borç ödeyememe olasılığı 1992 yılından

sonra artmış, 1992 öncesi seviyelerine bir daha gelinememiştir. Diğer taraftan rezervin azalmasından dolayı dış borç ödeyememe maliyeti tüm dönem için 70-290 milyon USD civarında gerçekleşmiştir. Türkiye'nin yerine Brezilya'nın fırsat maliyeti değerleri kullanılarak, alternatif optimum rezerv seviyeleri elde edilmiş, alternatif optimum rezerv seviyeleri genel olarak hesaplanan optimum rezerv seviyelerinden düşük olduğu gözlemlenmiştir.

Türkiye rezervleri ile model sonucunda Türkiye'nin dış borçlarını ödeyememesi ihtimali dikkate alınarak hesaplanan optimum rezerv seviyeleri ise Şekil 5.3.'de karşılaştırılmıştır. Karşılaştırmada, 1994 yılına kadar rezerv seviyesi ile optimum seviye neredeyse aynı, bundan sonra rezerv seviyemiz optimum seviyenin üzerinde seyretmiştir. Ancak, unutulmaması gereken nokta hesaplamaların Türkiye'nin dış borç ödeyememe ihtimali varsayımı üzerine yapılmasıdır.



Şekil 5.3. Türkiye Rezervleri ve Optimum Rezerv Seviyesi

Son olarak yukarıda bulunan optimum rezerv seviyeleri ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 1988 yılından sonra sahip olduğu rezervler arasında istatistiksel bir ilişkinin varlığının olup olmadığının test edilmesi için yapılan regresyon analizi sonucunda elde edilen katsayı ve t-istatistikleri (parantez içinde) denklem (6.17)'de belirtilmiştir.

$$R = 3,819 + 0.107R^* \quad m, \bar{R}^2 = .10 \quad (6.17)$$

(6.0) (2.6)

Denklem (6.17)'de görüldüğü gibi değişkenler istatistiksel olarak açıklayıcı olmasına rağmen test edilmesi gerekmektedir. Hipotez, $R = \beta_0 + \beta_1 R^*$ sabit katsayısının sıfır ve optimum rezervin önündeki katsayısının da bir olmasıdır: $H_0 : \beta_0 = 0, \beta_1 = 1$ Böylece yıllar itibariyle tutulan rezervlerin optimum olup olmadığı sınanmış olacaktır. Bunun için yapılan yüzde 5 önemlilik seviyesi için F-test²⁸ sonucunda; 6.62 değeri bulunmuş olup, bu değer F-test_(1,59) olması gereken seviyeden fazladır. Dolayısıyla, hipotezimiz reddedilmiştir.

Denklem (6.17)'de bulunan modelde, optimum rezerv seviyesinin sıfır olduğu durumda ülkemizin 3.819 milyon USD rezerv bulundurması gerektiği söylenebilir. Bu durumda da ülkemiz için ödemeler dengesi veya bir kriz anında gerekli olan minimum rezerv seviyesini verebilmektedir. Diğer taraftan, bilindiği gibi özellikle gelişmekte olan ülkeler için rezerv seviyesi ülkede uygulanan döviz kuru politikalarından etkilenmektedir. Bu durumda modelde döviz kuru sistemi kukla değişken²⁹ olarak kullanılabilir. Türkiye'nin Şubat 2001'de dalgalı kur sistemini uygulamaya başlanmasından dolayı, modelimizde 2001 yılının ilk çeyreğine kadar 0, bundan sonrası için 1 kullanılmış ve denklem (6.18) elde edilmiştir.

$$R = 3,623 + 0,147R^* - 2,657DDK, \bar{R}^2 = .16 \quad (6.18)$$

(5.9) (3.4) (-2.4)

Denklem (6.18)'de DDK döviz kuru değişkenini göstermektedir. Türkiye rezervleri, 2001 yılı ikinci çeyreğinden sonra uygulamaya konan dalgalı döviz kuru sisteminden etkilenmekte ve arasından yüzde 5 önemlilik seviyesinde sıkı ve negatif bir istatistiksel ilişki bulunmaktadır. Daha önceki bölümlerde de anlatıldığı gibi genel olarak dalgalı döviz kuru sistemlerinde diğer sistemlere oranla daha az rezerv gerektiği

²⁸ Hines ve Montgomery (1990, s.678-679) tarafından kullanılan F-test tablosu kullanılmıştır.

²⁹ Dummy variables.

vurgulanmıştı. Türkiye için de dalgalı döviz kuru uygulaması altında rezerv seviyemizin daha az olması gerektiği ve iki sistem arasındaki seviye farkının 2.6 milyar dolar olduğu sonucuna varılmıştır.

5.2.4. Sonuç

Bu bölümde 1988-2002 yılları arasında ülkemiz rezerv seviyesi ile model sonucunda bulunan optimum rezerv seviyeleri karşılaştırılmıştır. Uluslararası piyasalarda birçok kuruluş tarafından kullanılan oranlar ülkemizdeki rezerv seviyesinin test edilmesinde kullanılmış, ancak sonuçlar genelde istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır.

Çalışmada daha önceden de belirtildiği gibi, özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkeler için kullanılan döviz kuru sistemlerinin rezerv seviyesi için önemli olduğuna değinilmışti. Modelde, kukla değişken uygulaması sonucu, Türkiye rezerv seviyesi için döviz kuru sisteminin belirleyici olduğu, ve dalgalı döviz kuru sisteminde eski sistemlere oranla daha az rezerve ihtiyaç duyulduğu ve minimum rezerv seviyesinin yaklaşık olarak 3.6 milyar dolar olması gerektiği dşnlmektedir.

Sonuç olarak, 1988-2002 yılları arasında üç aylık veriler ile yapılan ekonometrik çalışma sonucunda ülkemiz rezerv seviyesinin, dış borç ödeyememe olasılığı ve fırsat maliyetleri göz önüne alınarak hesaplanan optimum rezerv seviyesinden farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan, yapılan modelde optimum rezerv seviyesi hesaplamasında fırsat maliyeti büyük rol oynamakta ve ülkemiz için dış borç ödeyememe maliyet ve olasılık hesaplamaları düşük çıkmaktadır. Optimum ile gerçekleşen rezerv seviyeleri arasındaki farkın bundan dolayı oluştuğu dşnlmektedir.

ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Uluslararası rezervler, dünya ticaretinin geliştiği, ülkelerarası etkileşimin arttığı ve globalleşmenin sıklıkla konuşulduğu günümüz koşullarında, sadece ülke ve kurumları değil akademisyenleri de ilgilendiren önemli bir konu olmuştur. Uluslararası rezervler; döviz, altın, SDR ve IMF rezerv pozisyonundan oluşan varlıklar bütünüdür. Geçmişte en önemli rezerv bileşeni altınken, günümüzde çoğunluğunu doların oluşturduğu döviz, en önemli rezerv bileşenidir. Dünya uluslararası rezerv seviyesi 2002 yılı sonunda 2 trilyon SDR, Türkiye'nin uluslararası rezerv seviyesi ise 20 milyar SDR'dir. Bununla birlikte, değişen ekonomik güç dengeleri sonucunda rezerv seviyesi ve rezerv dağılımı açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında rezerv davranışları farklılık göstermektedir. Nitekim gelişmekte olan ülkeler dünya döviz rezervlerinin, gelişmiş ülkeler ise altın, SDR ve IMF rezerv pozisyonunun çoğunluğuna sahiptirler.

Günümüzde önemli bir güç olan uluslararası rezervlerin, bu gücün bir kısmını geçmiş uluslararası para sistemlerinin bir mirası olarak devam ettirdiği, ekonomik yönden güçlü olan ülkelerin, mevcut para sisteminin merkezi oldukları ve bunun sonucunda da ülke olarak fayda gördükleri açıktır. Nitekim, İngiltere altın standardı döneminin, ABD ise Bretton Woods sistemi döneminin merkezleri olmuşlar, ekonomik olarak bundan fayda sağlamışlardır.

Ülkeler çeşitli sebeplerden dolayı uluslararası rezerv talebinde bulunmaktadır. Yerel paranın karşılığı olarak bulundurma, ödemeler bilançosu dengesizliklerinin telafisi, döviz piyasalarına müdahale, dış borç ve yabancı para ödemeleri bunların başında gelmektedir. Günümüzde gelişmekte olan ülkeler için dış borç geri ödemeleri başlıca rezerv talebi nedenidir. Diğer taraftan, ülke uluslararası rezerv bulundurmaktan dolayı fırsat maliyetine katlanmak durumundadırlar.

Özellikle son yıllarda yaşanan ekonomik krizler, ülkelerin uluslararası rezerv seviyelerinin test edilmesinin daha da önemli olmasına neden olmuştur. Zira, uluslararası rezervler, ülkelerin olası ekonomik krizlere karşı dirençlerinin seviyesini yansıtabilmektedir. Bunun sonucunda, özellikle borç veren ve yatırım yapmak isteyen ülke ve kuruluşlar için ülkelerin rezerv seviyeleri önem kazanmıştır. Rezerv seviyesinin tespitinde rezervin yeterliliği ve optimumluğu kullanılan iki temel yaklaşımdır. Ülke rezervlerinin kısa vadeli dış borçlarla, para tabanı ve ithalatla karşılaştırılması en fazla rastlanan rezerv yeterliliği yaklaşımları olmakla birlikte, karma yaklaşımlar da kullanılmaktadır.

1988-2002 yılları arasında Türkiye'nin uluslararası rezerv seviyesi, kısa vadeli dış borç stoku, ithalat ve para tabanı ile karşılaştırıldığında, rezerv seviyesinin 1996 yılından sonra yeterli olduğu söylenebilir. 2001 yılı sonu itibarıyla Türkiye uluslararası rezervlerinin, ülkemiz gibi dalgalı döviz kur sistemi uygulayan 24 ülke ile karşılaştırıldığında ise rezerv seviyesinin bu ülkelere göre özellikle kısa vadeli dış borçlar açısından daha düşük olduğu sonucuna varılmıştır.

Ülkelerin rezerv seviyelerinin test edilmesinde kullanılan diğer temel yaklaşım ise; ülke rezervleri, dışa açıklık, fırsat maliyeti ve ödemeler bilançosu gibi bileşenlerin kullanılarak optimum rezerv seviyesinin tespit edilmesidir. Optimum rezerv seviyesinin tespit edilmesi, gerekli verilerin toplanmasının ve her ülke için özel çalışmaların yapılmasını gerektirdiğinden dolayı, uygulama olarak rezerv yeterliliğinin tespit edilmesinden çok daha zor olmaktadır.

1988-2002 yılları arasında yapılan ekonometrik çalışma sonucunda, ülkemiz uluslararası rezerv seviyesinin, dış borç ödeyememe olasılığını ve maliyetleri minimum yapma temel varsayımlarını içeren model ile hesaplanan optimum rezerv seviyesinden farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan, fırsat ve ülkenin dış borç ödeyememe maliyetleri model hesaplamasında önemli rol oynamış, Türkiye'nin iç ve dış piyasalarda sürekli riskli bir ülke gibi görünmesinden dolayı merkez bankasının bu model çerçevesinde optimum rezerv seviyeleri düşük çıkmıştır. Ancak, merkez bankasının yeterlilik kıstaslarına göre uluslararası kurumlarca benimsenen kriterlere yakın seviyede rezerv tuttuğu söylenebilir.

Çalışmada ülkenin batması, dış borçları ödeyememe durumuyla tanımlandığından bu maliyet ülkemiz için düşük seviyelerde oluşmuştur. Daha değişik batma maliyeti tanımlamalarıyla oluşturulacak modeller yardımıyla farklı optimum rezerv seviyelerinin başka çalışmalarda hesaplanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- AIZENMAN, Joshua and Nancy Marion, "The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going on?", National Bureau of Economic Research, Working Paper 9266, October 2002, <http://www.nber.org/papers/w9266> (Ocak 2003).
- AKDIŞ, Muhammet. "Para Teorisi ve Politikası" İstanbul Beta Yayınları, 2001.
- BAHMANI, Oskooee, M. and F. Brown. "Demand for International Reserves: a Review Article", Applied Economics, Volume 34 No.10, July 2002, s.1209-1226.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Reserves and International Liquidity. Economic Papers. No.22, June 1988.
- BASSAT, Ben Avraham and Daniel Gottlieb (1992a). "Optimal International Reserves and Sovereign Risk", Journal of International Economics, No.33, 1992, s.345-362.
- BASSAT, Ben Avraham and Daniel Gottlieb (1992b) "On the Effect of Opportunity Cost on International Reserve Holdings", The Reviews of Economics and Statistics, 1992, s.329-332.
- BERNHOLZ, Peter, "The Advantages and Disadvantages of Holding Gold", How Countries Manages Reserve Assets, The Royal Bank of Scotland, Central Banking Publications, 2003, s.213-223.
- BIRD, Graham and Ramkishen Rajan, "Too Much of a Good Thing?: The Adequacy of International Reserves in the Aftermath of Crises", Center for International Economic Studies, Discussion Paper No: 0210, April 2002.
- BOORMAN, Jack and Stefan Ingves. "Issues in Reserves Adequacy and Management". International Monetary Fund. 15 October 2001.
- BORDO, Michael D. and Barry Eichengreen. "The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System". National Bureau of Economic Research, Working Paper 6436, March 1998, <http://www.nber.org/papers/w6436>. (Ocak 2002).

- BUSSIERE, Matthieu and Christian Mulder. "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion", IMF Working Paper WP/99/88, IMF, July 1999.
- CENTRAL BANKING PUBLICATION. Reserve Management and the International Financial System. Central Banking Publications Ltd. London, 2000.
- CHANG, Roberto and Andres Velasco. "The Asian Liquidity Crisis". National Bureau of Economic Research, Working Paper 6796, November 1998, <http://www.nber.org/papers/w6796>.
- COOPER, Richard N. "The Need for Reserves of a Single Country", International Reserves Needs and Availability International Monetary Fund, Washington, D.C. 1970, s.125-145.
- DISYATAT, Piti. "Currency Crises and Foreign Reserves: A Simple Model". International Monetary Fund. Working Paper. WP/01/18. February 2001.
- DORNBUSH, Rudiger and Stanley Fisher. "Macroeconomics", 6th Edition, 1994.
- EDWARDS, Sebastian. "A Note on the Demand for International Reserves by Less Developed Countries". University of California, Working Paper No: 222, November 1981.
- EDWARDS, Sebastian. "The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustments: The Case of LDCs, 1964-1972", Economica, August 1983, s.269-280.
- EDWARDS, Sebastian. "The Demand for International Reserves and Monetary Equilibrium: Some Evidence From Developing Countries", The Review of Economics and Statistics, Vo.66, Issue 3 August 1984, s.445-500.
- EĞİLMEZ, Mahfi. "IMF ve Türkiye", 2002, http://mahfiegilmez.nom.tr/kose_8.htm
- EICHENGREEN, Barry and Donald J. Mathieson. "The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect", How Countries Manage Reserve Assets, The Royal Bank of Scotland, 2003, s.67-95.
- ERTEK, Tümay. "Ekonometriye Giriş", İkinci Basım, İstanbul, 1996.
- FISHER, Stanley. "IMF/World Bank International Reserves: Policy Issue Forum, Opening Remarks", <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm>, 28 April 2001. (Şubat 2003)

- FLOOD, Robert and Nancy Marion, "Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility", International Monetary Fund, April 2002.
- GOODHART, C.A.E. "Intervention in Asset Markets", How Countries Manage Reserve Assets, The Royal Bank of Scotland, Central Banking Publications, 2003, s.45-65.
- GREENE, William H. "Econometric Analysis", Macmillan Publishing Company, New York, 1990.
- GREENSPAN, Alan. "Currency Crises and Debt" Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management", <http://www.federalreserve.gov/broaddocs/speeches/1999/19990429.htm>, 29 April 1999
- GRUBEL, Herbert G. "The International Monetary System-Efficiency and Practical Alternatives", 5th Edition 1984.
- GUJARATI, Damodar N. "Basic Econometrics", McGraw-Hill Publishing Company, 2nd Edition, New York, 1988.
- HALLWOOD P. and R. MacDonald, "International Money- Theory, Evidence and Institutions", Basil Blackwell Ltd. Oxford, 1986.
- HAMILTON, James D. "Time Series Analysis". Princeton University Press, NJ. 1994
- HELLER, Heinz Robert. "Optimal International Reserves", Economic Journal, Volume 76. Issue 302, January 1966, s.296-311.
- HELLER, Heinz Robert and Khan, M.S. "The Demand for International Reserves under Fixed and Floating Exchange Rate", IMF Staff Papers No.25, December 1978, s.623-46.
- HINES, William W. and Douglas C. Montgomery, "Probability and Statistics in Engineering and Management Science", John Wiley and Sons, Inc, Canada, 1990.
- INGVES, Stefan. "Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document", International Monetary Fund. 26 March 2003.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. "Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability", 23 March 2000.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. "Balance of Payments Manual", 5th Edition, September 1993.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND. "Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management". IMF. 20 September 2001. <http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng>, (2002).
- IŞIK, Ali Osman. "Merkez Bankaları İçin Döviz Rezervi Yönetim Planı Bir Öneri", Gazi Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara-1997.
- KENEN, Peter B. and Elinor B. Yudin. "Demand for International Reserves: A Reply", The Review of Economics and Statistics, Vol.49, Issue 4, November 1967, s.626-627
- KESTER, Anne Y. "International Reserves and Foreign Currency Liquidity", IMF, 2001.
- LEHTO, Taru. "The Level of a Central Bank's International Reserves: Theory and Cross-Country Analysis", Bank of Finland Discussion Papers. No.15/94. Finland, 1994.
- LIZONDO, Jose Soul and Donald J Mathieson. "The Stability of the Demand for International Reserves", Journal of International Money and Finance, Vol.6, Issue 3, September 1987, s.251-282
- MOVCHAN, Veronika. "Criteria for International Reserves' Adequacy: What Level of Reserves Does Ukraine Need?", Institute for Economic Research and Policy Consulting, Kyiv, 15 August 2002.
- MUNDELL Robert A. "The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Comeback?". Lecture Delivered at St. Vincent College, Letrobe, Pennsylvania, 12 March 1997.
- NAAMEH, Michael. "Reserve Management in Developing Countries" How Countries Manage Reserve Assets, The Royal Bank of Scotland, 2003, s.137-151.
- NEELY, Christopher J. "Are Changes in Foreign Exchange Reserves Well Correlated with Official Intervention?", Review Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol.82 Issue 5, s.17-31, September/October 2000.
- NIEHANS, Jürg, The Need for Reserves of a Single Country, International Reserves Needs and Availability, International Monetary Fund. s.49-85. Washington D.C. 1970.
- NUGEE, John. "Foreign Exchange Reserves Management" Centre for Central Banking Studies Bank of England. Handbooks in Central Banking. No.19. (2002-2003) <http://www.bankofengland.co.uk/ccbs/publication/ccbshb19.pdf>

- OSKOOEE, Bahmani M. and F. Brown. "Demand for International Reserves: a Review Article", Applied Economics, Vol. 34, Issue.10. July 2002, s.1209-1226.
- ÖZBEK, Dilek Saygın. "Uluslararası Para Sistemleri ve Parasal İlişkiler", Ankara İktisadi ve İdari İlimler Akademisi Yayın No:169, Ankara, Aralık 1981.
- REEDY, Y. V. "Reserve Management at the Reserve Bank of India", How Countries Manage Reserve Assets, The Royal Bank of Scotland, 2003, s.97-119.
- PRINGLE, Robert and Nick Carver. "How Countries Manage Reserve Assets", The Royal Bank of Scotland, Central Banking Publications, 2003, s.1-31.
- PRINGLE, Robert. "The Changing Monetary Role of Gold", World Gold Council, Research Study, 1993, No.2.
- RAJAN, Ramkisen S. "International Reserve Holding by Developing Countries: Why and How Much?", School of Economics University of Adelaide, Australia, May 2002.
- ROGER, Scott. "The Management of Foreign Exchange Reserves" Bank for International Settlements, Economic Papers No.38, Basle, July 1993.
- SEYİDOĞLU, Halil. "Uluslararası İktisat", 14. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul 2001.
- STEIN, L. Jeromi and Giovanna Paladino, "Country Default Risk: an Empirical Assessment", Center of Economic Studies & Info Institute for Economic Research, Working Papers No.469, April 2001.
- TÖRE, Nahit. "Yeni Bir Dünya Parası: Euro", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/eurokitap/yenipara.doc>, (04.04.2003).
- TRIFFIN, Robert. "National Central Banking and the International Economy", The Review of Economic Studies, Vol. 14, Issue 2, 1960.
- TURAN, Gül Günver. "Uluslararası Para Sistemi, Dünü ve Bugünü", Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara 1980.
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI. "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu", Mayıs 2001.

WIJNHOLDS, J. Onno de Beaufort and Arend Kapteyn. "Reserve Adequacy in Emerging Market Economies", IMF Working Paper No: 143, September 2001.

WILLIAMS, David. "The Need Reserves", How Countries Manage Reserve Assets, The Royal Bank of Scotland, 2003, s.33-41.

WILLIAMSON, John. "International Liquidity: A Survey", The Economic Journal. Volume 83, Issue 331, s.685-746, September 1973.

<http://www.bba.org.uk>

<http://www.bis.org>

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

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

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

<http://www.imf.org>

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

<http://www.worldbank.org>

EKLER

IMF TARAFINDAN KULLANILAN ULUSLARARASI REZERV BİLEŞENLERİ

I. Official Reserve Assets and Other Foreign Currency Assets
A. Official Reserve Assets
(1) Foreign currency reserves (in convertible foreign currencies)
(a) Securities of which: issuer head, in reporting country but located abroad
(b) total currency and deposits with:
(i) other national central banks, BIS and IMF
(ii) banks headquartered in the reporting county of which loc. abroad
(iii) banks headquartered outside the reporting country of which: located in the reporting country
(2) IMF reserve position
(3) SDRs
(4) gold (including gold deposits and, if appropriate, gold swapped) volume in millions of fine troy ounces
(5) other reserve assets (specify)
—financial derivatives
—loans to nonbank nonresidents
—other
B. Other foreign currency assets (specify)
—securities not included in official reserve assets
—deposits not included in official reserve assets
—loans not included in official reserve assets
—financial derivatives not included in official reserve assets
—gold not included in official reserve assets
—other

II. Predetermined Short-Term Net Drains on Foreign Currency Assets
1. Foreign currency loans, securities,
—outflows (–)Principal
—inflows (+)Principal
2. Aggregate short and long positions in forwards and futures in foreign currencies vis-à-vis the domestic currency (including the forward leg of currency swaps)
(a) Short positions (–)
(b) Long positions (+)
3. Other (specify)
—outflows related to repos (–)
—inflows related to reverse repos (+)
—trade credit (–)
—trade credit (+)
—other accounts payable (–)
—other accounts payable (+)

III. Contingent Short-Term Net Drains on Foreign Currency Assets (nominal value)
1. Contingent liabilities in foreign currency
(a) Collateral guarantees on debt falling due within 1 year
(b) Other contingent liabilities
2. Foreign currency securities issued with embedded options (put able bonds)
3. Undrawn, unconditional credit lines provided by:
(a) other national monetary authorities, BIS, IMF, and other international organizations
—other national monetary authorities (+)
—BIS (+)
—IMF (+)
(b) with banks and other financial ins. head in the reporting country (+)
(c) with banks and other financial ins. head outside the reporting country (+)
Undrawn, unconditional credit lines provided to:
(a) other national monetary authorities, BIS, IMF, and other international organizations
—other national monetary authorities (–)
—BIS (–)
—IMF (–)
(b) banks and other financial ins. head in reporting country (–)
(c) banks and other financial ins. head outside the reporting country (–)
4. Aggregate short and long positions of options in foreign currencies vis-à-vis the domestic currency
(a) Short positions
(i) Bought puts
(ii) Written calls
(b) Long positions
(i) Bought calls
(ii) Written puts

GÜNÜMÜZ ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNDE DÖVİZ KURU SİSTEMİ UYGULAMALARI

Döviz Kuru Sistemleri	Döviz Kuru Çıparları				Parasal Hedefli	Enflasyon Hedefli	IMF Dest. veya Diğ. Parasal Prog	Diğer
	Başka Döviz	ECCU	CFA					
Milli Para Harici Döviz Kuru Sis.	Ekvator El Salvador Kribati Marshall Ad. Mikronezya Palau Panama San Marino	Antigua & Barbuda Dominik Granada St. Kitts & N. St. Luis St. Vincent & Grenadala	Benin Burina Faso Cote d'Ivoire Guinea-Bissau Mali Nijerya Senegal Togo	CAEMC Kamerun M. Afrika C. Çat Kongo Ek. Gine Gabon				Euro Bölgesi Avusturya Belçika Finlandiya Fransa Almanya Yunanistan İzlanda İtalya Lüksemburg Hollanda Portekiz İspanya
Para Kurulu	Arjantin Bosna Hersek Brunei Kr. Bulgaristan Çin: Hon Kong, SAR Djibouti Estonya Litvanya							
Diğer Klasik Sabit Döviz Kuru Sis.	Bir Döviz Kuruna Aruba Bahamalar Bahreyn Bngladeş Barbados Belize Bhutan Cape Verde Çin Comoros Eritre Iran Ürdün Lübnan Lesotho Makedonya Malezya Maldiv Nabibya Nepal Hol. Antilleri Umman Katar Suudi Arabistan Suriye Sudan Surinami İsviçre Türkmenistan BAE Zimbabve		Sepete Bostwana Fuji Kuveyt Latvia Libya Malta Cezayir Samua Seychelles Vanuatu		Çin			
Bant İçinde Sabit	Yardımcı Uygulamalarla Danimarka		Diğer Bantlar Kıbrıs Macaristan Mısır Tonga			Macaristan		

Döviz Kuru Sistemleri	Döviz Kuru Çıparları	Parasal Hedefli	Enflasyon Hedefli	IMF Dest. veya Diğ. Parasal Prog	Diğer
Sürünen Kur	Bolivya Costa Rika Nikaragua Solomon Ad.				
Banтта Sürünen Kur	Belarus Romanya Honduras Uruguay İsrail Venezuela		İsrail		
Yönetimli Dalgalı Kur (Önceden Açıklanmayan Yolla)		Gana Gine Guyana Endonezya Jamaika Mauritius Mongolia Sao Tome & Principe Slovenya Sri Lanka Tunus	Tayland	Azerbaycan Kamboçya Hırvatistan Etyopya Kazakistan Kırgızistan Lao PDR Moritanya Nijerya Pakistan Rusya Fd. Twanada Trinidad Q Tobaço Ukrayna Vietnam Yugoslavya Zambia	Arnavutluk Angola Burundi Dominik Guatemala Hindistan Irak Myanmar Paraguay Singapur Slovakya Özbekistan
Serbest Dalgalı Kur		Gambiya Malawi Peru Filipinler Sierra Leone Türkiye Yemen	Avusturya Brezilya Kanada Şili Colombiya Çek Cum. İzlanda Kore Meksika Yeni Zelanda Norveç Polonya Güney Afrika İsveç İngiltere	Albania Ermenistan Congo Gürcistan Madagaskar Moldovya Mozambik Tacikistan Tanzanya Uganda	Afganistan Haiti Japonya Liberia Papua Yeni Gine Somali İsviçre ABD

Kaynak: IMF Annual Report 2002

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI İÇİN UYGULANAN OPTİMUM REZERV SEVİYESİ MODELİ VERİ TANIMLAMALARI

Modelinde temel olarak üç aşama kullanıldığından her aşamada ayrı veri setlerinin kullanılması gerekmiştir. Öncelikle C_0 örneklem grubunu 189 gözlem oluşturmuştur. Türkiye ülke riski hesaplamasında ve R ve R^* karşılaştırmasında örneklem grubu olarak 60'ar üç aylık gözlem kullanılmıştır. Üç aylık verilerin seçilmesinin nedeni Gayri safi milli ve yurt içi hasıla verilerinin en fazla üç aylık verilerine ulaşılabilmesi, başlangıç olarak da 1988 yılının seçilme nedeni eurobond faiz oranlarında bu tarihten öncesine ulaşamamasıdır.

Model kullanılan veri setleri, açıklamaları ve kaynakları aşağıda sunulmuştur.

i	1 yıllık USD LIBOR dolar döviz depo oranları. (Reuters ve http://www.bba.org.uk)
i_D	Ülkemiz eurobond faiz oranları; 1988 ve 1989 yılları için verileri üç aylık verilere ulaşamadığından yıl sonu veriler aynen kullanılmıştır. (Bloomberg)
R/M	Döviz rezervleri/İthalat (FoB). (http://www.tcmb.gov.tr/evds , http://www.die.gov.tr)
D/X	Toplam dış borç stoku/İhracat (FoB). (http://www.die.gov.tr http://www.tcmb.gov.tr/evds , http://www.dpt.gov.tr)
$DTH/TLVM$	Döviz tevdiat hesapları/Türk lirası vadeli mevduat. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)
$KVSH/R$	Kısa vadeli sermaye hareketleri/Döviz rezervleri. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)
R/GD	Döviz rezervleri/Genel denge. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)

<i>Y</i>	Gayri safi yurt içi hasıla (dolar cinsinden cari kurlarla). (http://www.devdata.worldbank.org/dataonline)
<i>m</i>	Marjinal ithalat eğilimi, M/Y , İthalat/Gayri safi yurtiçi hasıla. (http://imfstatistic.org)
<i>m_{TR}</i>	Türkiye için ithalatın marjinal eğilimi. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)
<i>D_E/GSMH</i>	Dış borç stoku/Gayri safi milli hasıla. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)
<i>D_D/GSMH</i>	İç borç stoku/Gayri safi milli hasıla. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)
<i>y</i>	Kişi başı gayri safi milli hasıla. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)
<i>I_D/R</i>	Doğrudan yatırımlar/Rezerv. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)
<i>I_P/R</i>	Portföy yatırımları/Rezerv. (http://www.tcmb.gov.tr/evds)
<i>R</i>	Döviz rezervleri (Altın hariç, dönem sonları itibarıyla kullanılmıştır). (http://www.tcmb.gov.tr/evds)

Filename: GIRIS2
Directory: A:
Template: C:\Documents and Settings\apietpe\Application
Data\Microsoft\Templates\Normal.dot
Title: Dış ticaret açığı iki şekilde kapatılabilir:
Subject:
Author: 143
Keywords:
Comments:
Creation Date: 25.07.2003 19:50
Change Number: 9
Last Saved On: 28.07.2003 09:48
Last Saved By: 143
Total Editing Time: 21 Minutes
Last Printed On: 28.07.2003 09:57
As of Last Complete Printing
Number of Pages: 124
Number of Words: 28.654 (approx.)
Number of Characters: 163.329 (approx.)