TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NDA DÖVİZ REZERVİ YÖNETİMİ

Ağustos 2005

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NDA DÖVİZ REZERVİ YÖNETİMİ

İÇİNDEKİLER **Sayfa**

GİRİŞ 2

A- Döviz rezervi tanımı..... 3

B- Döviz rezervi tutma amaçları..... 4

C- Hukuki yapı 8

D- Kurumsal yapı..... 9

E- Şeffaflık ve Hesapverebilirlik 11

F- Döviz rezervi yönetim amaçları ve stratejisi 12

G- Döviz rezervi yönetiminde kullanılan işlem çeşitleri..... 16

H- Döviz rezervi yönetim uygulaması 17

I- Risk yönetimi 17

a- Riskin kaynakları 17

i- Piyasa riski 17

ii- Kredi riski 18

iii- Likidite riski 18

iv- Operasyonel risk 18

b- Risk kontrolü 19

c- Risk ölçümü, raporlama ve gözetim 21

d- Performans değerlendirmesi 22

EK: 1- Altın rezervlerinin yönetimi 23

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NDA DÖVİZ REZERVİ YÖNETİMİ

GİRİŞ

Uluslararası döviz rezervleri, ülkelerin karşılaşabileceği finansal krizlerin önlenmesinde, makroekonomik politika hedeflerine ulaşmada ve döviz kuru rejimi ve para politikalarını sürdürmede önemli bir manevra gücü sağlayabilmektedir. Bu açıdan, döviz rezervi bulundurmak, merkez bankalarının "son borç verme merci" olma rolü ile de yakından ilişkili görülmektedir. Tarihsel olarak merkez bankaları, yerel paranın sabit kurdan yabancı paraya çevrilebilmesini garanti etmek amacıyla döviz rezervi tutmuşlardır. Süreç içinde sabit kur sistemi, gelişmeler çerçevesinde esnek ve dalgalı kur rejimi aşamalarından geçerek yaygın olarak serbest dalgalı kur rejimi uygulamalarına dönüşmüştür. Sabit kur rejimlerinden dalgalı kur rejimlerine olan yönelmeye rağmen, döviz rezerv miktarında bir azalma gözlenmemiştir. Özellikle, gelişmekte olan ülkeler, ekonomilerini iç ve dış şoklara karşı korumak, dış borç ödemelerini gerçekleştirebilmek, uluslararası finans çevreleri ve piyasalarda ülkeye duyulan güvenin artırılması amaçları ile artan miktarda döviz rezervi tutma eğiliminde olmuşlardır.

Giderek artma eğilimindeki döviz rezervlerinin yönetiminde, basiretli politikalar ve operasyonel kontrollerin varlığı ile karşılaşılan risklerin etkin yönetilmesi büyük önem taşımaktadır. Zayıf ya da riskli yönetim uygulamaları döviz rezervi yönetiminden sorumlu olan kurumu ve devleti, hem finansal risk hem de kredibilite riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir.

Bu görüşler ışığında ve uygulanan ekonomik program çerçevesinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda (Merkez Bankası) da döviz rezervlerinin güçlendirilmesi hedefi doğrultusunda, artan döviz rezervleri ve karşılaşılan risklerin yönetimi, yakından takip edilen uluslararası gelişmelere paralel olarak sürekli geliştirilmektedir.

Şeffaflık ve hesapverebilirlik ilkesi uyarınca, Merkez Bankası'nda döviz rezervi yönetim politikalarını etkileyen temel prensipler ve basiretli döviz rezervi yönetim uygulamaları için gerekli olan operasyonel ve teknik konular bu çalışmada özetlenmektedir.

A- Döviz rezervi tanımı

Merkez Bankası vaziyetinde, döviz borçluları kalemi altında konvertibl ve konvertibl olmayan döviz varlıkları, menkul değerler cüzdanı kalemi altında yabancı para üzerinden ihraç edilmiş devlet iç borçlanma senetleri ve iç krediler kalemi altında yabancı para reeskont kredileri yer almaktadır. Bunlardan, Merkez Bankası'nca uluslararası piyasalarda yatırıma tabi tutulmak suretiyle yönetimi gerçekleştirilen kısım döviz rezervini ifade etmektedir. Buna göre, döviz borçluları kaleminin altında konvertibl olan efektif deposu ve muhabir hesapları toplamı Merkez Bankası'nın uluslararası döviz rezervini oluşturmaktadır.[1]

Döviz rezervinin büyük bir kısmı kullanılabilir nitelikte olup her an ihtiyaç duyulduğunda nakde çevrilerek, amaçlara uygun biçimde kullanılmaktadır. Kullanılabilir döviz rezervi tutarı saptanırken, yönetimi Merkez Bankası'nca özel koşullara bağlı olarak yapılan döviz varlıkları toplam döviz rezervlerinden çıkarılmaktadır. Bu çerçevede halen kullanılabilir rezerv tutarına ulaşmak için toplam döviz rezervi rakamlarından çıkarılan tek kalem "Türk Savunma Fonu" portföyüdür. Bu fon, Türkiye'nin 1. Körfez Krizi ve Savaşı sırasında uğramış olduğu zararın kısmen telafisi amacıyla, Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Arap Emirlikleri, Kuveyt, Suudi Arabistan ve Türkiye'nin katılımı ile 1991 yılında kurulmuş olup, Milli Savunma Bakanlığı'nın özellikli askeri proje alımlarında kullanılmaktadır. Bu nedenle, yönetimi Merkez Bankası tarafından yapılmasına rağmen, özellikli fon olması nedeni ile kullanılabilir rezerv dışında değerlendirilmektedir. Türk Savunma Fonu Portföyü, 29 Temmuz 2005 tarihi itibarı ile USD 333 milyon tutarında olup toplam döviz rezervinin yaklaşık % 0,7'lik kısmını oluşturmaktadır. Dolayısıyla, altın dahil toplam döviz rezervimizin % 99,3'ü kullanılabilir rezerv niteliğinde olup her an kullanıma hazırdır.[2]

Merkez Bankası ile Dresdner Bank AG arasında 1976 yılında kurulan resmi ilişki ile yurt dışında ikamet eden, oturma veya çalışma izni ya da hakkı bulunan T.C. vatandaşlarının Dresdner Bank aracılığı ile Merkez Bankası nezdinde açtırdıkları Kredi Mektuplu Döviz

---

[1] 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere TCMB bilanço kalemlerinin bazılarında yapılan terminoloji değişikliği sonucunda TCMB döviz rezervi tanımı; "Merkez Bankası vaziyetinde, döviz alacakları kalemi altında konvertibl ve konvertibl olmayan döviz varlıkları, menkul kıymetler kalemi altında yabancı para üzerinden ihraç edilmiş devlet iç borçlanma senetleri ve iç krediler kalemi altında yabancı para reeskont kredileri yer almaktadır. Buna göre, döviz alacakları kaleminin altında konvertibl ve konvertibl olmayan dövizler karşılığında hariçteki muhabirlerimiz nezdinde açılan yabancı para hesapları ile şubelerimiz kasalarında bulunan efektifler toplamının pasifte yer alan Döviz Borçları ile netleştirilmesi, TCMB'nin döviz rezervleri miktarını vermektedir." biçimindedir.

[2] Bu oranın hesaplanmasında, http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/rezerv/rezervmain.html adresinde yer alan 29 Temmuz 2005 tarihli "Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi" tablosunda yer alan veriler kullanılmıştır.

Tevdiat Hesapları'nın (KMDTH) % 35'i karşılığında ilgili banka nezdinde tutulan "Dresdner Portföyü" büyüklüğü de 30 Haziran 2003 tarihine kadar toplam döviz rezervinden düşülerek kullanılabilir rezerv hesaplamaları yapılmaktaydı. Ancak, 30 Haziran 2003 tarihinde söz konusu anlaşmanın sona erdirilmesi ile Bankamıza aktarılan portföyde bulunan EUR 863 milyon tutarındaki döviz varlığı da kullanılabilir rezerv tanımı içinde yer almaya başlamıştır.

Altın rezervleri ise stratejik bir varlık olması nedeniyle döviz rezervlerinden farklı kriterlere göre, ayrı bir yönetmelik çerçevesinde ancak yine muhafazakar bir yaklaşım içinde yönetilmekte ve tamamen kullanılabilir niteliktedir. Bu çalışmanın konusu döviz rezervlerinin yönetimi ile sınırlı olup, altın rezervlerinin yönetimine ilişkin bilgi özet olarak bu çalışmanın sonunda yer almaktadır. (Ek: 1)

B- Döviz rezervi tutma amaçları

Merkez Bankası; para ve kur politikalarını desteklemek, piyasalara güven vermek, T.C. Hükümeti'nin döviz cinsi üzerinden iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, dışsal şoklara karşı gerekli döviz likiditesini bulundurmak gibi amaçlara yönelik olarak döviz rezervi tutmaktadır.

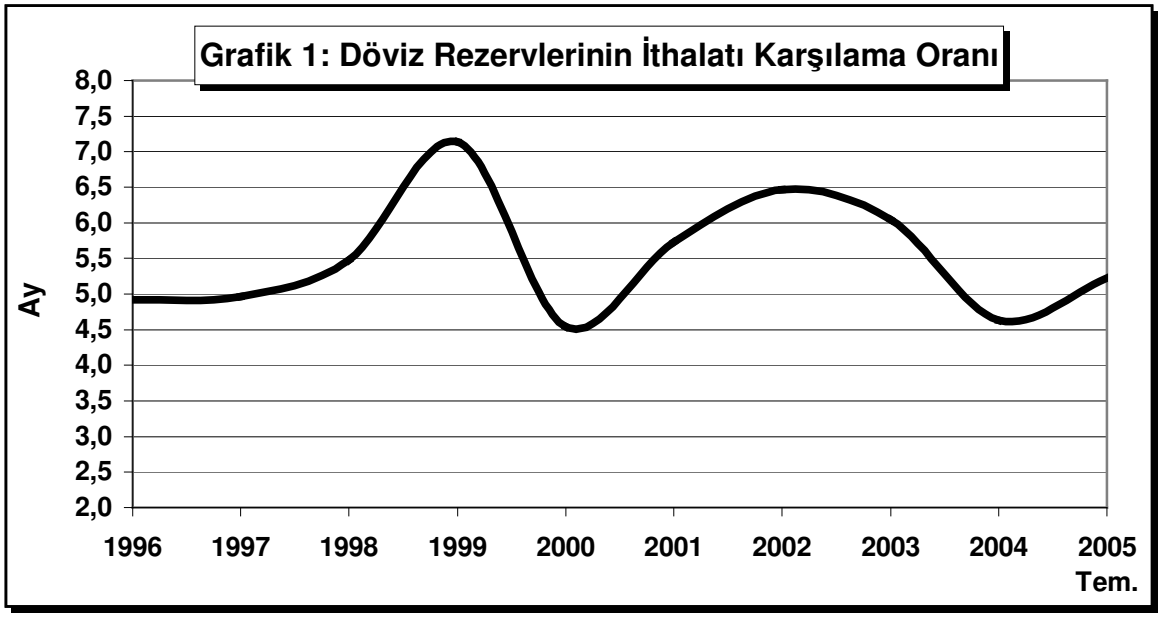
Başka bir deyişle, tutulan rezerv miktarı, uygulanan kur rejimi, döviz üzerinden ülke yükümlülüklerinin miktarı, yaşanabilecek dışsal şokların muhtemel büyüklüğü, ortaya çıkma olasılığı ve sıklığı ile yakından ilişkilidir. Merkez Bankalarının tutması gereken optimal rezerv miktarına ilişkin literatürde çeşitli çalışmalar yer almakla birlikte ülke koşullarının farklılık göstermesi uluslararası kabul görecek bir optimal rezerv seviyesi belirlemeyi güçleştirmektedir. Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde optimal rezerv seviyesinin belirlenmesinde dikkate alınacak kriterlere ilişkin uluslararası geçerliliği olan tek bir ölçüt bulunmadığı görülmekte ise de optimal rezerv seviyesini belirlemeye ilişkin çeşitli ölçütler geliştirilmiştir. Bu kriterler içinde en çok kullanılan rezervlerin ithal edilen mal ve hizmetler ile kısa vadeli dış borçlara oranlarıdır.

Rezervlerin ithal edilen mal ve hizmetlere oranı, ülkenin dış pazarlardan ihtiyaç duyduğu girdileri ne kadarlık bir süre için herhangi bir dış desteğe bağlı kalmaksızın temin edebileceğini göstermektedir.

Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı ise, ülkenin uluslararası sermaye piyasasından borçlanmadan veya borçlanma imkanını kullanamaması durumunda kısa vadeli borçlarının ne kadarlık bölümünün geri ödemesini gerçekleştirebileceğini ifade etmektedir.

Her iki oranın da yüksek olması, özellikle dış borcu yüksek olan ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanırken ödemek zorunda kalacağı risk primini, dolayısıyla borçlanma maliyetini düşürmektedir. Bu oranların düşük olması ise yabancı yatırımcıların ve hatta yerli yatırımcıların o ülkeye olan yatırımlarını azaltmalarına, yatırım yapmaktan kaçınmalarına veya yüksek risk primi talep etmelerine neden olmaktadır.

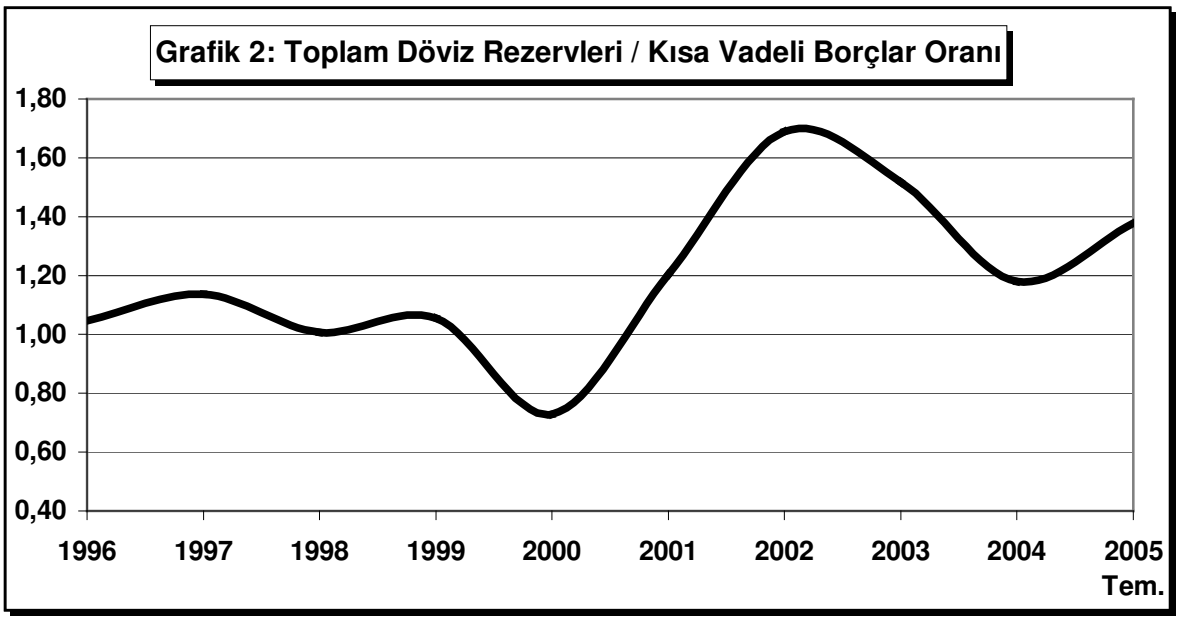
Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından ülke rezervinin yeterliliği için kullanılan yaklaşımda, döviz rezervlerinin asgari üç aylık ithalat tutarını karşılaması gerekliliği kabul görmektedir. Literatürde yer alan ithalat üzerine yapılmış çalışmalarda, rezervlerin dört ila altı aylık ithalat tutarını karşılaması gerektiği ileri sürülmektedir. Bu kapsamda, 29 Temmuz 2005 tarihi itibariyle döviz ve altın rezervleri, 2005 yılı için öngörülen USD 102 milyar tutarındaki ithalat rakamı dikkate alındığında yaklaşık 5,2 aylık ithalatı karşılayabilecek düzeydedir[3] (Grafik 1).



Kısa vadeli borçlara oranla rezerv yeterliliğini değerlendiren yaklaşımda ise, döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçlara oranının en az 1 olması, diğer bir deyişle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan döviz cinsi dış ve iç borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olması arzu edilmektedir. Bu oranın yüksekliği, ülkelerin dış şoklar karşısındaki dayanıklılığını da gösterdiğinden ülke risk primini etkileyen

[3] İthalatı karşılama oranı hesaplanırken, http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/rezerv/rezervmain.html adresinde yer alan 29 Temmuz 2005 tarihli "Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi" tablosundaki rezerv rakamları ile, http://www.hazine.gov.tr/stat/ti87.htm adresinde yer alan ve uygulanmakta olan ekonomik program kapsamında 2005 yılında gerçekleşmesi öngörülen ithalat rakamı kullanılmıştır.

değişkenlerden biridir. 29 Temmuz 2005 itibariyle Merkez Bankası'nın altın ve döviz rezervlerinin toplam kısa vadeli dış borç ödemelerine oranı 1,4'tür[4] (Grafik 2).



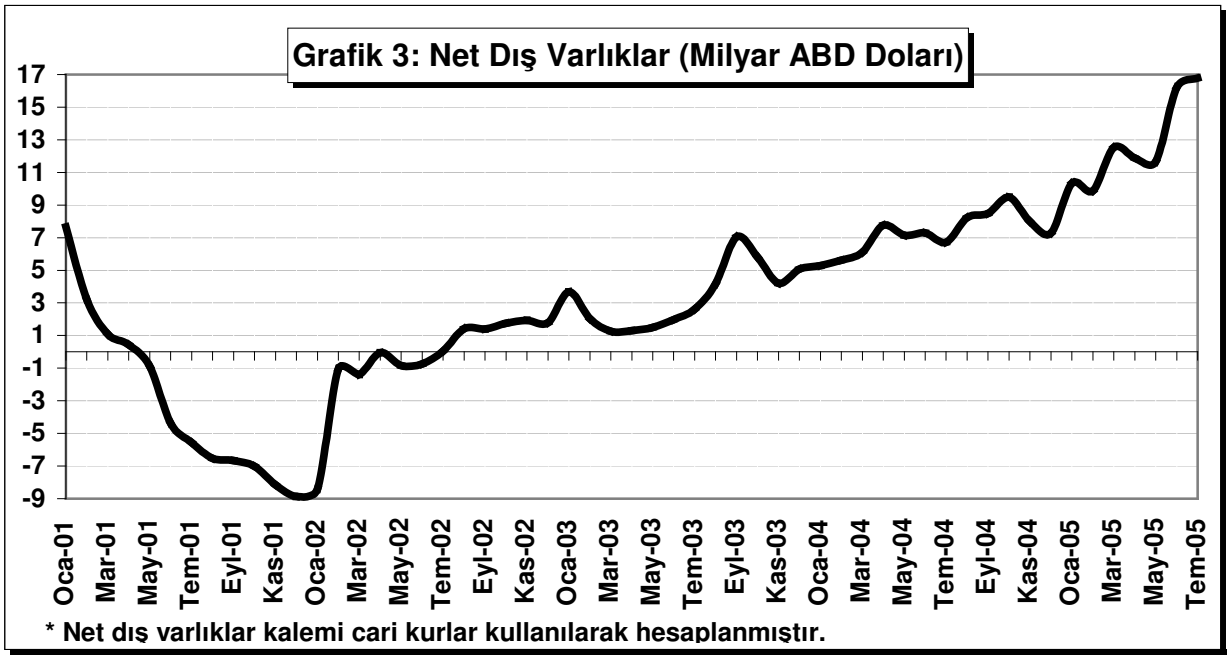
Kısa vadeli yurtdışı fonların gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli kazanç güdüsü ile yöneldiği bilinmekte olup bu fonlar sıcak para olarak da adlandırılmaktadır. Bu tür fon hareketlerinin yaşandığı ülkelerde ani giriş ve çıkışların mali sistem üzerinde stres yarattığı ve dalgalanmalara yol açtığı görülmektedir. Bu gelişmeler karşısında ülkelerin sahip oldukları döviz rezervi seviyesi ve net döviz varlıkları daha da önem kazanmaktadır. Merkez Bankası'nın toplam döviz rezervi ve net dış varlıkları son yıllarda önemli miktarlarda artış göstermiştir.

Zaman içindeki gelişmeler dikkate alındığında, Merkez Bankası'nın net dış varlıklarının düzeyinin bu tür kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı yeterli sayılacak önemli bir büyüklüğe ulaştığını söylemek mümkündür.

Net Dış Varlıklar kalemi, altın, efektif deposu, muhabir hesaplar ve rezerv dilim pozisyonundan oluşan brüt uluslararası rezervler toplamından döviz alacaklıları, akreditif bedelleri, kısa vadeli dış krediler, Dresdner hesabı, bankalar döviz mevduatı ve IMF'den oluşan brüt uluslararası yükümlülüklerin çıkarılması ile ulaşılan büyüklüğe, vadeli işlemler, orta vadeli dış krediler ve diğer kalemlerinin eklenmesi sonucu hesaplanmaktadır. Bankamız, döviz rezervlerini güçlendirme politikası çerçevesinde açtığı döviz alım ihaleleri ve döviz

[4] Bu oranın hesaplanmasında, http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/rezerv/rezervmain.html adresinde yer alan 29 Temmuz 2005 tarihli "Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi" tablosunda yer alan veriler kullanılmıştır.

piyasalarında görülen aşırı oynaklıklara yapılan doğrudan müdahaleler çerçevesinde piyasalardan Ocak 2002 – Temmuz 2005 döneminde yaklaşık USD 28,6 milyar tutarında döviz alımı yapmıştır. Söz konusu döviz alımları ile birlikte Net Dış Varlıklar kaleminde güçlü bir artış gözlenmiştir. Net dış varlıklarımız 2003 yılı sonundan bu yana istikrarlı olarak artmaktadır. Özellikle 2005 yılı içinde artış ivme kazanmıştır. Son iki yıllık süreçte, Net Dış Varlıklar yaklaşık 8 katı artarak USD 16,8 milyar'a ulaşmıştır (Grafik 3).



Merkez Bankası, uluslararası rezerv miktarını daha da güçlendirmeyi hedefleyerek, bir yandan ülkemizin risk primini azaltmayı, böylelikle Hazine Müsteşarlığı'nın uluslararası piyasalardan daha düşük faiz oranı ile borçlanmasına olanak sağlamayı, diğer taraftan uyguladığı para ve kur politikasının etkinliğini artırmayı amaçlamaktadır.

Merkez Bankası'nın, sahip olduğu döviz rezervlerini sadece uluslararası piyasalarda değerlendirmek yerine Türk bankalarına kredi vermeyi ya da Hazine Müsteşarlığı'nın ihraç ettiği Eurobond'ları satın alarak, Hazine Müsteşarlığı'nın dış borçlanma maliyetini düşürmeyi tercih etmesinin ülke ekonomisi açısından daha faydalı olabileceği düşünülebilir. Ancak, uluslararası rezervlerin iç piyasada yatırıma tabi tutulması ya da Hazine Müsteşarlığı'nın ihraç ettiği Eurobond ihraçlarının satın alınarak değerlendirilmesi Merkez Bankası'nın doğrudan iç piyasaya veya Hazine Müsteşarlığı'na kredi vermesi anlamına gelecektir.

Kısaca, bu tür yatırım işlemleri bir iç kredi olarak değerlendirilecektir. Yurt içinde kullandırılacak krediler ya da satın alınacak borçlanma amacıyla ihraç olunan tahviller tamamen iç kredi niteliği taşıdığından Merkez Bankası bilançosunda dış varlık olarak değil, iç varlık kalemi olarak gösterilecek, döviz rezervlerine dahil edilmeyecektir. Bu nedenle, ülkemizin karşı karşıya kalacağı bir şok karşısında bu tür yatırım araçlarının uluslararası piyasalarda satılarak yabancı para cinsleri üzerinden kullanılabilir bir kaynak yaratılması mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla, iç piyasaya verilecek döviz kredileri ya da borçları, gerçekte uluslararası döviz rezervlerini azaltan bir işlem olup uluslararası rezerv niteliği taşımayacaktır.

Böyle bir uygulamaya gidilmesi halinde, Merkez Bankası'nın en az risk perspektifi ile yatırımlarını yönlendirmesi ve para politikası uygulamaları ile çelişen bir sonuçla karşılaşılması söz konusu olacaktır.

Merkez Bankası hiç bir zaman döviz rezervlerini Hazine Müsteşarlığı'nca yurtdışında ihraç edilen Eurobond'lara yatırım yaparak dış borçlanma maliyetini düşürmek amacıyla kullanamaz ve kullanmamıştır.

Bu nedenlerle, döviz rezervlerinin yurt içine kredi olarak kullandırılması en temel rezerv yönetimi ilkelerine aykırı olduğu kadar, bunların uluslararası rezerv olarak gösterilmesi de en temel merkez bankacılığı ilkesine aykırı olacaktır.

Ayrıca, Maastricht Anlaşması'nın 104. maddesi ile yerel merkez bankalarının hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesi, kredi açması ve bu tür kuruluşların ihraç ettiği borçlanma araçlarını satın alarak yatırım yapmasının engellenmesi yoluna gidilmiştir. Sözkonusu husus, 1211 sayılı Bankamız Kanununun 56. maddesinde de aynı şekilde yer almıştır. Bu madde ile Hazine'ye kısa vadeli avans verilmesi veya ihraç edilen borçlanma enstrümanlarına yatırım yapılarak Hazine ve/veya herhangi bir kamu kuruluşuna kredi kullandırılması yasaklanmıştır.

C- Hukuki yapı

Merkez Bankası'nda rezerv yönetimi uygulamaları, dayanağını 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'ndan (1211 sayılı Kanun)[5] almaktadır.

[5] 25 Nisan 2001 tarih, 4651 sayılı yasa ile değişik 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu

1211 sayılı Kanun'un 4. Maddesinin üçüncü fıkrasının (I) bendine göre, "ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek" Merkez Bankası'nın temel görev ve yetkileri arasındadır. Aynı maddenin üçüncü fıkrasının (III) bendine göre "Banka, Hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır." Bu madde çerçevesinde, Hazine adına döviz üzerinden gerçekleştirilen borç servisi Merkez Bankası'nın rezerv yönetimi politikalarını belirleyen temel unsurlardan birisi olmaktadır. Ayrıca, Banka Meclisi'nin, 1211 sayılı Kanun'un verdiği yetkiye dayanarak döviz ve altın rezerv yönetimine ilişkin düzenlediği yönetmelik ve aldığı kararlar da rezerv yönetiminin diğer dayanaklarını oluşturmaktadır.

Kuruluşundan günümüze kadar Merkez Bankası, fiyat istikrarının sağlanması hedefi doğrultusunda ve hükümetin mali ajanı ve haznedarlığı görevini üstlenen bir kurum olarak, ulusal döviz rezervlerinin yönetiminde daima ülke menfaatlerini ön planda tutmuştur. Bu amaçla, ancak sermayenin korunması ve gerekli likiditenin sağlanması kaydıyla en düşük risk faktörüne sahip yatırım araçlarına yönelmiş, kabul edilebilir bir getiri elde etmeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede Merkez Bankası, risk ve getiri profili dikkate alındığında her zaman muhafazakar bir yatırım stratejisi izlemiştir.

Merkez bankacılığı ile uluslararası bankacılık alanında yaşanan gelişmeler, Türkiye ekonomisindeki gelişme ve ortaya çıkan yeni gereksinimler çerçevesinde, 25 Nisan 2001 tarihinde 1211 sayılı Kanun'da değişiklikler yapılmıştır. Değişiklik öncesi yürürlükte bulunan 1211 sayılı Kanun'un 4. Maddesinin (h) bendinde yer alan altın ve döviz rezervlerinin ilgili mevzuat ve Hükümetçe alınacak kararlar çerçevesinde, ülke ekonomik menfaatlerine uygun şekilde yönetileceği şeklindeki ifadenin daha açık hale getirilmesi amacıyla yeni 1211 sayılı Kanun'da rezerv yönetimine ilişkin yatırım öncelikleri açıkça vurgulanmıştır. Ayrıca, değişiklik öncesi yürürlükte bulunan 1211 sayılı Kanun'un 53. Maddesinde genel hatlarıyla tanımlanan Merkez Bankası'nın altın ve döviz rezervleri ile ilgili yatırım işlemleri 4651 sayılı Kanun'la yapılan değişiklikle, Bankanın ülke altın ve döviz rezervleri ile ilgili işlemlerde etkinliğinin artırılması amacıyla değişen ve gelişen uluslararası bankacılık uygulamalarını kapsayacak şekilde yeniden tanımlanmıştır.

Bu çerçevede, 25 Nisan 2001 tarih, 4651 sayılı Kanun'la değişik 1211 sayılı Kanun'un 53. maddesinin (b) bendinde "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." ifadesi yer almıştır.

D- Kurumsal yapı

Merkez Bankası'nda rezerv yönetim organlarının görev, yetki ve sorumlulukları yukarıda belirtilen hukuki yapı çerçevesinde tanımlanmıştır. Buna göre, yetki ve görevlerin ayırımı yapılmış, birimler arasında eşgüdümü ve çalışanların görev alanları içinde etkin ve süratli çalışmalarını sağlamak amacıyla rezerv yönetim yapısına ait görev ve yetkiler açık olarak belirlenmiştir.

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

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

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

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

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

Merkez Bankası bünyesinde, Banka İdare Merkezi Birimlerinin, Şubelerinin, Yurtdışı Temsilciliklerinin ve Banknot Matbaası'nın bütün işlemlerini incelemek, denetlemek görev ve yetkisine sahip, doğrudan Başkan'a bağlı olarak görev yapan Teftiş Kurulu yer almaktadır. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın rezerv yönetimine ilişkin her türlü faaliyeti Teftiş Kurulu'nun denetim yetkisi dahilindedir.

Sağlam bir kurumsal yapının ayrılmaz bir parçası da iç denetimdir. Merkez Bankası bünyesinde, Banka'nın her türlü faaliyetini denetlemek, geliştirmek ve iyileştirmek amacıyla, bağımsız ve tarafsız bir şekilde Banka'nın risk yönetimi, iç kontrol ve yönetim süreçlerinin Banka Meclisi'nce belirlenen yapıya uygun ve yeterli olup olmadığının, düzenli işleyip işlemediğinin belirlenmesi ile görevli bir iç denetim birimi bulunmaktadır. Rezerv yönetimi faaliyetleri bu birim tarafından düzenli olarak denetlenmeye başlanmıştır.

Rezerv yönetim faaliyetlerinin ve ilgili risklerin etkin kontrolü, gelişmiş bilişim sistemleri ve düzenli raporlama ile gerçekleştirilmektedir.

Rezerv ve risk yönetimi işlemlerini yürütmek üzere eleman seçiminde belirli niteliklere sahip iyi eğitim almış elemanların istihdamı tercih edilmekte, elemanların meslek içi eğitimine özel önem verilmektedir. Banka içi eğitim imkanlarının yanı sıra diğer merkez bankaları ve belli başlı uluslararası banka ve kuruluşlarca düzenlenen seminerlere katılım sağlanmaktadır.

E- Şeffaflık ve Hesapverebilirlik

Merkez Bankası, şeffaflık ilkesine paralel olarak diğer faaliyetlerinde olduğu gibi rezerv yönetimi faaliyetleri ile ilgili olarak da giderek daha fazla bilgiyi kamuoyu ile paylaşmaktadır. Merkez Bankası internet sayfasında yayınlanan bilançolarla döviz varlıklarına ilişkin olarak haftalık bazda kamuoyunu bilgilendirmektedir.

Ayrıca, ülkemizle birlikte Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Avrupa Birliği üyesi ülkeler gibi gelişmiş ülkelerin de dahil olduğu toplam 53 ülke[6] IMF'nin "Özel Veri Yayınlama Standartları Bülteni" (Special Data Dissemination Standards [SDDS] Reserve Data Template) aracılığı ile aylık bazda döviz ve altın rezervlerine ilişkin verileri[7] yayınlamaktadır.

Rezerv yönetimi faaliyetlerine ilişkin hesapverebilirliğin sağlanması için, muhasebe kayıtları uluslararası standartlar paralelinde tutulmaktadır. Avrupa Merkez Bankası sistemi içinde yer alan merkez bankalarının yanı sıra, ABD, İngiltere, Kanada, Arjantin, Meksika gibi birçok ülke merkez bankasında olduğu gibi uluslararası standartlara göre tutulan kayıtlar uluslararası standartlara göre denetim yapan bağımsız bir denetim şirketince düzenli olarak her yıl denetlenmektedir. Yukarıda belirtildiği gibi, rezerv ve risk yönetimine ilişkin faaliyetlerin Banka Meclisi'nce belirlenen yapıya uygun ve yeterli olup olmadığı ve düzenli işleyip işlemediği konusunda ayrıca iç denetim birimi tarafından da düzenli olarak her yıl denetim yapılmaktadır.

F- Döviz rezervi yönetim amaçları ve stratejisi

Çoğu merkez bankasında olduğu gibi Merkez Bankası'nın da birinci önceliği fiyat istikrarını gerçekleştirecek parasal koşulların varlığını sağlamaktır. Bu çerçevede, rezerv yönetiminde önceliklerin ve hedeflerin belirlenmesinde, döviz kuru rejimi, para ve kur politikaları ile Merkez Bankası'nın döviz cinsinden iç ve dış borçların geri ödenmesinde üstlendiği görev önem kazanmaktadır.

Bu çerçevede, rezerv yönetim öncelikleri, 1211 sayılı Kanun'un 53. Maddesinde de açıkça belirtildiği gibi sırasıyla güvenli yatırım, likidite ve getiridir. Bu öncelikler sırası, sermayenin korunması ve gerekli likiditenin sağlanması koşuluyla kabul edilebilir bir getiri elde edilmesi anlamını taşımaktadır.

Rezerv yönetim stratejisini belirleyen temel unsurlar uygulanan para politikası, Merkez Bankası'nın yükümlülük yapısı, Hazine Müsteşarlığı adına döviz üzerinden

---

[6] Söz konusu 53 ülkenin içinde yer alan Avrupa Birliği üyesi ülkelerin dışında, ayrıca Avrupa Merkez Bankası da döviz ve altın rezervlerine ilişkin bilgileri söz konusu bülten aracılığında kamuoyu ile paylaşmaktadır. IMF'nin Special Data Dissemination Standards Reserve Data Template isimli bültenine IMF'nin internet sitesinde http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddscountrylist/ adresinden ulaşılabilir.

[7] Özel Veri Yayınlama Standartları Bülteni kapsamında Merkez Bankası'nca yayınlanan uluslararası rezervler ve döviz likiditesi tablosuna (hem Türkçe, hem de İngilizce olarak) Merkez Bankası'nın internet sitesindeki http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/rezerv/rezervmain.html adresinden ulaşılabilir.

gerçekleştirilen borç ödemeleri, Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma stratejileri ve iç ve dış ekonomik konjonktür olarak özetlenebilir. Rezerv yönetim stratejilerinin, ülkenin ekonomik konjonktürü ve uygulanan döviz kuru rejimi ve para politikaları ile uyumlu olmasına özen gösterilmektedir.

Türkiye'de uygulanan kur rejimlerine geçmişe dönük bakıldığında, 1980 öncesinde sıkı döviz kontrollerine dayanan sabit kur rejimi uygulamalarının söz konusu olduğu, bu dönemde döviz rezervlerinin temel olarak kısa dönemli ihtiyaçların karşılanmasında kullanıldığı görülmektedir. 1980'lerin başından itibaren liberalizasyon tedbirlerinin uygulanmaya başlanması ve kambiyo kontrollerinin büyük ölçüde kaldırılması ile de bankaların yanı sıra kurumların ve bireylerin de döviz bulundurmalarına izin verilmiş, bu değişikliklerle ulusal rezerv birikimi sağlanmış, rezervler, uygulanan kur rejimleri ve Merkez Bankası bünyesinde kurulan piyasalar aracılığında müdahale ve piyasalara güven vermek gibi amaçlara hizmet etmeye başlamıştır.

Son 20 yıl içinde Türkiye'de uygulanan sabit ve enflasyon öngörüsü ile uyumlu (öngörülebilir) kur rejimleri likit rezerv bulundurulmasını gerekli kılmıştır. Bu nedenle, gerekli likiditeyi sağlamak rezerv yönetim stratejilerinin en önemli hedefini oluşturmuştur. 2000 yılı başında uygulanmaya başlayan kur rejiminde Türk lirasının değerini korumak amacıyla likit rezerv tutma amacı daha da ön plana çıkmıştır. Şubat 2001'den itibaren uygulanmakta olan dalgalı kur rejiminde ise Merkez Bankası sadece döviz kurundaki aşırı oynaklığı önlemek amacıyla zaman zaman piyasalara müdahale etmekte, rezerv biriktirmek amacıyla ise günlük döviz alım ihaleleri düzenlemektedir. Müdahale sıklığı ve miktarının azalması mevcut kur rejimi altında Merkez Bankası'na rezerv yönetimi ve yatırım stratejisini belirlerken vade ve likiditeyi ayarlamak açısından daha fazla esneklik sağlamaktadır.

Rezerv yönetim stratejilerinin biçimlenmesinde etkili olan diğer bir etmen Merkez Bankası'nın diğer merkez bankalarından farklı olan yükümlülük yapısıdır. Bu çerçevede, yurt dışında ikamet eden oturma veya çalışma izni ya da hakkı bulunan, geçerli T.C. Kimliğine (T.C. Pasaportu veya T.C. Nüfus Cüzdanı) veya "Belge"ye sahip gerçek kişilerin Merkez Bankası nezdinde açmış oldukları döviz tevdiat hesaplarından kaynaklanan ve Merkez Bankası Bilançosu içinde yer alan büyük hacimli döviz yükümlülüğü önem taşımaktadır.

1970'li yılların sonunda ülkemizin içinde bulunduğu döviz darboğazlarının aşılabilmesi için yurtdışında çalışan vatandaşlarımızın tasarruflarının ülkemize kazandırılması amacıyla Merkez Bankası nezdinde yurtdışında çalışan vatandaşlarımıza Kredi Mektuplu

Döviz Tevdiat Hesapları (1976) ve Süper Döviz Hesapları (1994) açma imkanı tanınmıştır[8]. Bu hesaplardaki toplam mevduat 1990 ve 1991 yılları hariç (Körfez Krizi nedeniyle) sürekli artış göstermiş ve istikrarlı bir seyir izlemiştir. Söz konusu hesaplar, uygun faiz getirisi, Merkez Bankası'na duyulan güven, para yatırma ve çekme işlemlerinde sağlanan kolaylıklar gibi sebeplerle yurt dışında yaşayan ve ülke ekonomisine katkıda bulunmak isteyen vatandaşlarımızın yoğun ilgisiye karşılaşmış ve ihtiyaç duyulan dönemlerde döviz gereksiniminin karşılanmasında bu hesapların önemli katkısı olmuştur.

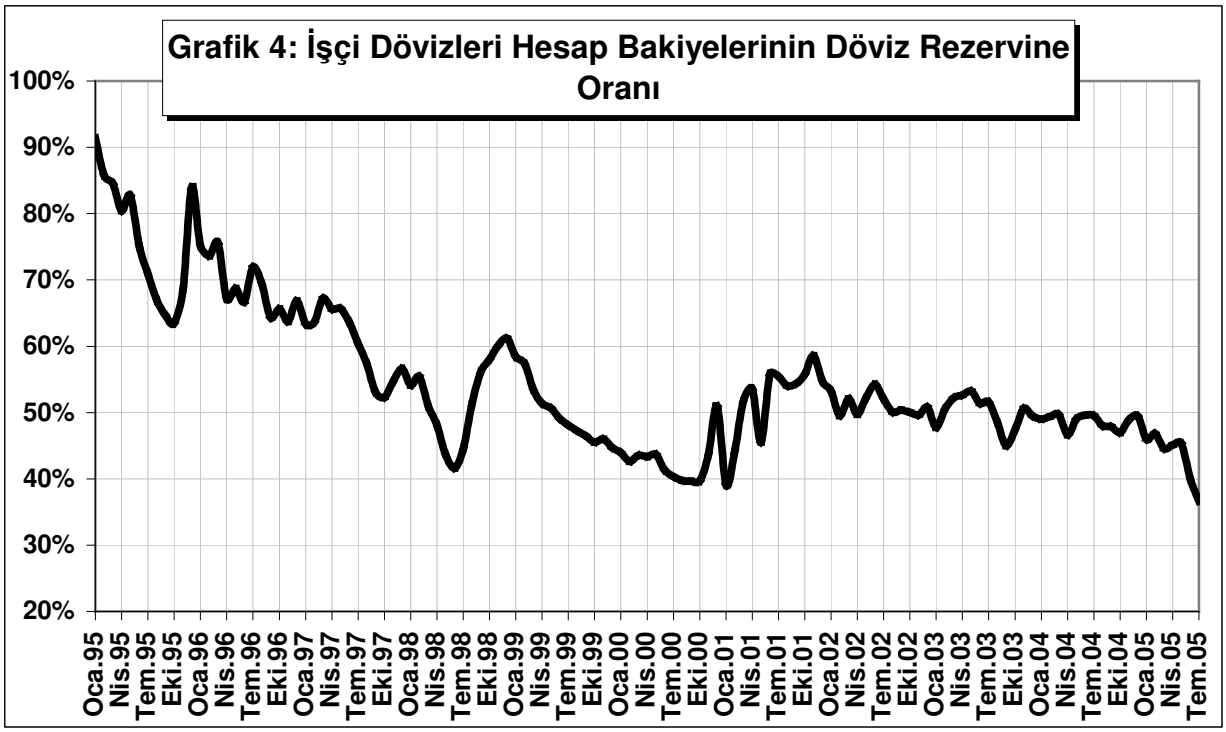
Merkez Bankası, işçi dövizleri hesaplarına yönelik strateji ve faiz politikalarını, gerek uluslararası piyasalar ve ekonomilerdeki gelişmeleri gerekse ülkemiz ekonomisindeki gelişmeleri ve gereksinimleri yakından takip ederek belirlemiştir.

Geçtiğimiz 20 yıl içinde uygulanan sabit ve öngörülebilir kur rejimleri kapsamında rezerv birikimi açısından işçi dövizleri hesapları önemli rol oynamıştır. 2001 yılında uygulamasına geçilen dalgalı kur rejimi çerçevesinde ise rezerv yönetimi ve yatırım stratejisini belirlerken vade ve likidite gereksinimlerini belirlemek ve yönetmek açısından uygulanan kur rejiminin daha fazla esneklik sağlaması nedeniyle söz konusu hesapların rezerv birikimine yönelik belirleyiciliği nispeten azalmıştır. Ancak, ülke ekonomisine yönelik güvenin sağlanması ve arttırılması için Merkez Bankası'nın sahip olduğu döviz rezerv miktarı halen önemini korumaktadır. Bu nedenle, söz konusu hesapların varlığı Merkez Bankası'nın likidite riski yönetimi açısından önem taşımaktadır.

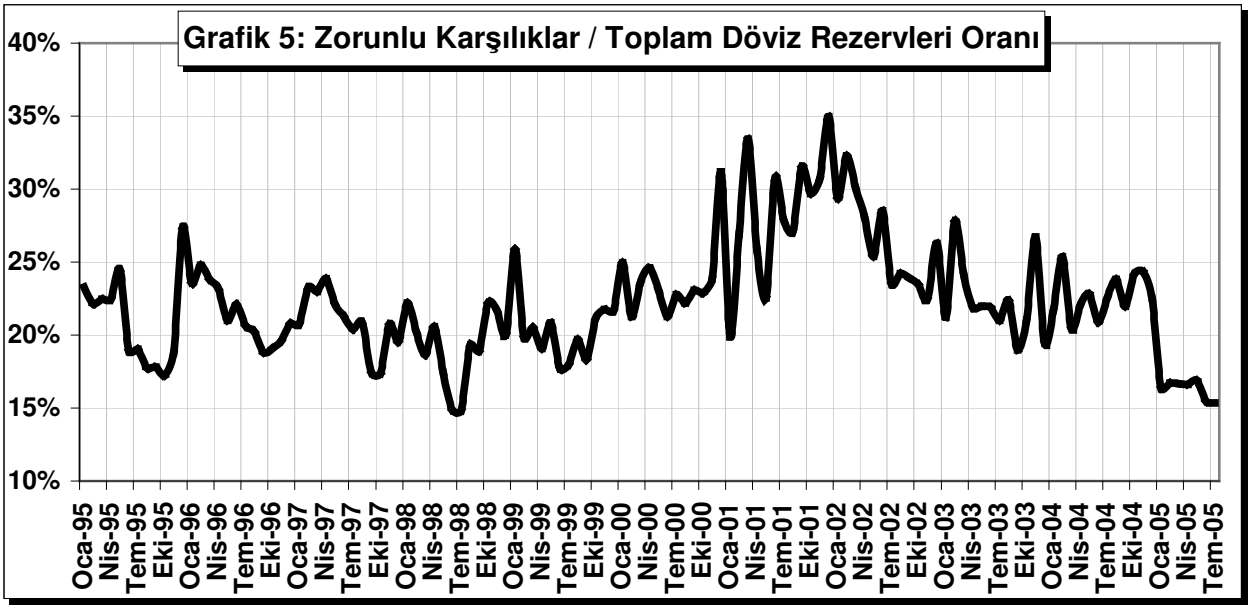
İşçi dövizleri hesapları uygulamalarının başlatılması aşamasında hızlı rezerv birikiminin sağlanması amacına yönelik olarak bu hesaplara yüksek faiz oranları uygulanmıştır. Ancak zamanla, gerek uluslararası piyasalarda faiz oranlarında görülen gelişmeler gerekse mevcut kur rejiminin tanıdığı esneklik doğrultusunda, uygulanan faiz oranı politikası belirli aralıklarla gözden geçirilerek faiz oranlarının aşamalı düşürülmesi hedeflenmiştir. Böylece, ülkemiz ekonomisinin gereksinimlerine, uluslararası ekonomiler ve piyasalarda yaşanan gelişmelere paralel politikaların geliştirilerek uygulanmasına çalışılmıştır. Bu hesaplara yönelik faiz politikası zaman içinde Merkez Bankası'nın üstlendiği faiz yükünü azaltacaktır. Uygulanan faiz oranlarının tarihsel gelişimine, Merkez Bankası'nın internet sitesinde yer alan http://www.tcmb.gov.tr/iscidvz/kmdthsdh.htm#MB8 adresinden ulaşılabilir.

[8] Bundan sonra metinde Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları ve Süper Döviz Hesapları, işçi dövizleri hesapları ifadesi ile karşılanacaktır.

Bankamız nezdinde bulunan işçi dövizleri hesaplarının bakiyesi zaman içinde istikrarını koruyarak, önemli bir artış veya azalış sergilememiştir. Son yıllarda Bankamız rezervlerinde yaşanan artış sonrası, işçi dövizleri hesaplarının bakiyelerinin rezerv içindeki payı azalış göstermiştir (Grafik 4).



Merkez Bankası yükümlülükleri arasında dikkati çeken diğer önemli bir büyüklük ise Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar nezdlerinde açılan döviz hesapları üzerinden zorunlu karşılık olarak Merkez Bankası'nda tutulan hesaplardır. Son yıllarda genellikle artış eğilimi içinde olan zorunlu karşılık hesapları bakiyesi 2004 yılı sonlarına doğru düşüş trendine



girmiş, 2005 yılında ise istikrara kavuşarak 2004 yılı sonu seviyelerini korumuştur. 2004 yılı sonuna kadar Merkez Bankası döviz rezervleri içinde % 20-35 aralığında değişen zorunlu karşılık hesapları bakiyesinin payı, 2005 yılında döviz rezervinde yaşanan istikrarlı artış sonucu 29 Temmuz 2005 itibarı ile % 15 seviyesine gerilemiştir (Grafik 5).

Ayrıca, Hazine Müsteşarlığı adına gerçekleştirilecek döviz cinsi borç ödemelerinde kullanılmak üzere Banka nezdinde açılmış bulunan Hazine döviz hesabının bakiyesi ve gerçekleştirilecek borç ödemelerinden kaynaklanan döviz çıkışları da rezerv yönetim stratejileri tasarlanırken dikkate alınan unsurlar arasında yer almaktadır. Bu çerçevede, dış borç yönetim stratejileri rezerv yönetiminde etkili bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Hazine Müsteşarlığı'nın dış borç ödemelerini gerçekleştirmeye yönelik olarak Bankamız nezdinde bulundurduğu döviz tevdiat hesaplarının bakiyelerinde de önceki yıllara göre önemli bir artış veya azalış yaşanmamış olup, hesap bakiyesinin istikrarını koruduğu gözlenmektedir. Bu hesapların Bankamız rezervleri içindeki payı oldukça düşük olmakla birlikte bu oranda son altı aylık dönemde göreceli bir artış yaşanmıştır. Bu değişimin nedeni, Hazine Müsteşarlığı'nın uyguladığı borç yönetim stratejisi ve Merkez Bankası nezdinde güçlü nakit bulundurma politikası çerçevesinde Bankamız nezdindeki döviz hesaplarını beslemesidir.

G- Döviz rezervi yönetiminde kullanılan işlem çeşitleri

4651 sayılı Kanun'la değişik 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu, rezerv yönetimine ilişkin işlem türlerini genel hatlarıyla tanımlamaktadır. Buna göre, Merkez Bankası yurt içi ve yurt dışı piyasalarda vadeli ya da vadesiz altın, döviz, menkul kıymet, türev ürün alım satımı, borçlanma ve borç verme işlemlerini de içeren tüm bankacılık faaliyetlerinde bulunabilmektedir.

Banka Meclisi'nin, 1211 sayılı Kanun'dan aldığı yetkiye dayanarak döviz rezerv yönetimine ilişkin usul ve esasların belirlenmesi amacıyla onayladığı Yönetmelik, rezerv yönetimine ilişkin yapılabilecek işlemleri ve kullanılabilecek yatırım araçlarını tanımlamakta, yatırım amaçlı işlemlere ilişkin esasları ve kısıtları belirlemektedir.

Rezerv yönetimine ilişkin olarak yapılabilecek bankacılık işlemleri ve kullanılabilecek yatırım araçları, Yönetmelikte şu şekilde tanımlanmaktadır:

- Döviz alım/satım işlemleri

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

H- Döviz rezervi yönetim uygulaması

Rezerv yönetimi uygulamaları ve yatırımların yönlendirilmesi uluslararası piyasalarda karşılaşılan kredi, piyasa ve likidite risklerini en aza indirgeyecek şekilde tasarlanan yatırım stratejileri ve model portföyler esas alınarak, belirlenen limitler çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Model portföylerin belirlenmesine ilişkin esaslar risk yönetimi bölümünde daha ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

I- Risk yönetimi

a - Riskin kaynakları

Rezerv yönetim politikaları, faaliyet gösterilen finansal piyasalar ve kullanılan yatırım araçları, maruz kalınan risk türlerini belirlemede etken olmaktadır. Merkez Bankası'nın rezerv yönetim faaliyetleri bu açıdan incelendiğinde, maruz kalınan temel finansal risklerin piyasa, kredi ve likidite riskleri olduğu görülmektedir. Merkez Bankası, rezerv yönetimi faaliyetleri nedeniyle çeşitli operasyonel risklere de maruz kalmaktadır.

i-Piyasa riski

Uluslararası piyasalardaki fiyat dalgalanmaları nedeniyle rezerv varlıklarının piyasa değerinin düşmesi ya da döviz yükümlülüklerinin değerinin artması olasılığı piyasa riski yaratmaktadır. Uluslararası döviz piyasalarındaki kurların dalgalanması kur riskine neden

olurken, Merkez Bankası'nın rezerv yönetimi sırasında faaliyet gösterdiği piyasalardaki faiz oranlarının dalgalanması faiz oranı riskine yol açmaktadır.

ii - Kredi riski

Merkez Bankası, uluslararası döviz ve menkul kıymet piyasalarında işlem yaptığı kuruluşların işlemden doğan yükümlülüklerini yerine getirememeleri olasılığı nedeniyle kredi riskine maruz kalmaktadır. Söz konusu risk, kısa vadeli depo işlemlerinde doğrudan kredi riski şeklinde olmaktadır. Merkez Bankası'nın bu tür işlemleri gerçekleştirdiği kuruluşların kredi değerliliklerinin uluslararası standartlara göre çok yüksek olmasına ve yapılan işlemlerin çok kısa vadeli olmasına karşın, böyle bir riskin varlığı göz ardı edilmemekte ve kontrol edilmesi için gereken tedbirler alınmaktadır. Merkez Bankası'nın uluslararası piyasalarda yüksek kredi derecesine sahip bankalar ile gerçekleştirdiği döviz alım ve satım işlemleri de takas riski taşımaktadır. Son olarak, uluslararası menkul kıymet piyasalarında gerçekleştirilen menkul kıymet alım ve satım işlemlerinden doğan bir yenileme riski söz konusu olmaktadır. Bu tür işlemler, ödeme karşılığı teslim esasına göre gerçekleştirildiğinden herhangi bir takas riskine maruz olmasa da, işlem yapılan kuruluşun işlemden doğan yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda bir başka kuruluş ile tekrarlanacak olan işlemin daha kötü piyasa koşullarından gerçekleştirilmesi olasılığı bulunmaktadır. Gerçekleşmesi durumunda yol açtığı zarar, diğer kredi riski türlerine oranla çok daha düşük olduğundan kimi zaman göz ardı edilebilen bir risk olarak değerlendirilen yenileme riski, diğer kredi riskleri ile birlikte ele alınarak en aza indirilmesi için gereken önlemler alınmaktadır.

iii- Likidite riski

Gelişen piyasalara sahip ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye'de de muhtemel kısa vadeli döviz giriş ve çıkışlarının zamanlamasını ve boyutunu tahmin etmek güçtür. Bu nedenle, rezerv yönetimi ile ilgili olarak karşılaşılan bir diğer önemli risk türü de likidite riskidir. Bu risk, önceden tahmin edilemeyen ani döviz likiditesi ihtiyaçlarının karşılanması sırasında zarar etme olasılığını ifade etmektedir.

iv- Operasyonel risk

Operasyonel risk yönetimi, son yıllarda yaşanan, "11 Eylül" gibi olumsuz olayların finansal piyasalardaki etkisi nedeniyle gittikçe önemi artan bir konu haline gelmiştir. Operasyonel risk insan hatası, bilgisayar sistemlerinin devre dışı kalması, doğal felaketler veya kurum içi kontrollerin yetersiz kalması gibi durumlarda ortaya çıkan finansal kayıplara

maruz kalmak şeklinde tanımlanmaktadır. Operasyonel risk Merkez Bankası'nın tüm işlemlerini içeren geniş kapsamlı bir risk türü olduğundan, bu riskin etkin bir şekilde yönetilememesi diğer risklerin kontrolünü de olumsuz etkileyebilmektedir.

b- Risk kontrolü

Merkez Bankası'nın rezerv yönetimi sırasında maruz kaldığı risklerin kontrolü, stratejik model portföyün (Yönetmelik çerçevesinde belirlenen, kurumsal amaç ve kısıtlar dikkate alınarak oluşturulan o yıla ait yatırım stratejisi ve risk yönetim politikasını yansıtan portföy) belirlendiği stratejik varlık tahsisi aşamasında başlamaktadır. Rezervlerin hangi ülkelerde, hangi para birimlerinde ve hangi yatırım araçlarında değerlendirileceğine karar verilmesi ile rezerv yönetiminden sağlanacak getiri ve maruz kalınacak riskler de büyük ölçüde belirlenmiş olmaktadır. Bu nedenle, bu aşamada verilen kararların, 1211 sayılı Kanun'un 53. Maddesinde sayılan sırasıyla güvenli yatırım, likidite ve getiri öncelikleri ve Yönetmelik ile belirlenen yatırım kriterlerinin öngördüğü Merkez Bankası risk toleransı ile uyumlu olması gerekmektedir. Başka bir deyişle, stratejik varlık tahsisinde, sermayenin korunması ve gerekli likiditenin temini kısıtları altında getiri elde edilmesi hedeflenmekte, ülkenin ulusal varlığı olan rezervlerin basiretli yönetimine büyük önem verilmektedir. Merkez Bankaları yatırımlarında sermaye kaybını göze alamazlar. Bu nedenle, getiri artışı hedefi ikinci planda kalmaktadır.

Belirlenen stratejik model portföy kapsamında döviz rezervi farklı amaçlara yönelik olarak aşağıda daha detaylı olarak açıklanacağı üzere operasyonel, likit ve yatırım alt portföylerine ayrılarak yönetilmektedir.

Yönetmelik, yatırım amaçlı işlemlere ilişkin esaslar belirlemiş, yatırım yapılabilecek döviz cinsleri, ülkeler, işlem yapılabilecek kuruluşlar ve yatırım araçlarına ilişkin kredi notu, menkul kıymet türü ve vade sınırı gibi kısıtlar getirmiştir.

Yatırım yapılabilecek döviz cinsleri risk getiri değerlendirmesi sonucu belirlenmekte olup, buna göre;

- Uzun vadede en az A1, kısa vadede P1 veya dengi kredi notuna sahip banka riski alınabilmekte,
- Vadesine en fazla 10 yıl kalması kaydıyla; uzun vadede en az Aa2 veya dengi kredi notuna sahip ülke hazine veya merkez bankası tarafından ülke para biriminden

ihraç edilen veya doğrudan garanti edilen ve kredi notu kısıtı aranmaksızın Dünya Bankası, Uluslararası Ödemeler Bankası ve Avrupa Yatırım Bankası tarafından ihraç edilen, menkul kıymetlere yatırım yapılabilmekte,

- Yatırım amacıyla satın alınacak menkul kıymetlerin seçiminde aktif ikincil piyasaya sahip olma şartı aranmakta,
- Portföye alınacak menkul kıymetlerde vergi muafiyeti veya vergi muafiyeti sağlayacak uygulamaların varlığı aranmaktadır.

Yönetmelikte yer alan kısıtlar çerçevesinde belirlenen stratejik model portföy, rezerv yönetimi sırasında maruz kalınan piyasa riskinin en aza indirilmesi için varlık - yükümlülük uyumu esasına göre oluşturulmaktadır. Merkez Bankası'nın döviz yükümlülükleri, yurt dışında ikamet eden oturma veya çalışma izni bulunan Türk vatandaşları tarafından Merkez Bankası nezdinde açılan döviz tevdiat hesapları ile bilançoda taşınan diğer iç ve dış yükümlülük kalemlerinden oluşmaktadır. Ancak, Merkez Bankası aynı zamanda yurt içi döviz piyasalarına yaptığı alım ve satım biçimindeki müdahalelerden, Hazine Müsteşarlığı adına döviz üzerinden gerçekleştirdiği borç ödemelerinden ve Müsteşarlığın döviz borçlanmalarından kaynaklanan önemli miktarda bilanço dışı döviz nakit akımlarına da sahiptir. Bu tür bilanço dışı akımlar da, varlık-yükümlülük yönetiminin uygulanması sırasında yükümlülük kalemleri ile birlikte ele alınmaktadır. Stratejik model portföyün döviz dağılımı, Merkez Bankası'nın döviz yükümlülükleri ile gelecek bir yıllık dönemde gerçekleşmesi beklenen nakit akımlarının döviz dağılımına uygun olarak; vade yapısı da söz konusu yükümlülük ve akımların vadesine uyumlu olacak şekilde belirlenerek kur ve faiz oranı risklerinin en aza indirilmesine çalışılmaktadır. Gerek döviz kompozisyonu hedefinden, gerekse vade hedefinden sapmalar limitler ile sınırlandırılarak, taşınan piyasa riskinin kabul edilebilir seviyelerin üzerine çıkması önlenmektedir.

Kredi riskinin kontrolü de yine stratejik model portföyün belirlenmesi aşamasında başlamaktadır. Stratejik model portföy içinde belirlenen "Global Kredi Riski Limiti" ile, rezervlerin kredi riskine maruz kalabilecek bölümü sınırlandırılmaktadır. Bu global limit daha sonra rezerv yönetimi sırasında işlem yapılan kuruluşlara işlem limiti olarak dağıtılmaktadır. Kredi riski kontrolünün ikinci aşaması işlem yapılan kuruluşların seçiminde uygulanan en az kredi derecesi şartıdır. Bu şartı taşıyan kuruluşlara, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından aldıkları kredi notları, bilanço büyüklükleri, zora düşmeleri durumunda destek görme olasılıkları, faaliyet gösterdikleri ülkelerin kredi notları gibi değişkenleri

dikkate alan kurum içi derecelendirme modelinin sonuçları ve sermaye büyüklüklerine göre limit tanınmaktadır. Kuruluşlara tanınan işlem limitlerinin kullanımı, kurum içinde geliştirilen bir yazılım aracılığıyla gerçek zamanlı olarak takip edilmektedir.

Stratejik model portföy kapsamında yatırım evreni belirlenirken, seçilen yatırım araçlarının her an nakde dönüştürülebilir (likit) olmaları şartı aranmaktadır. Likiditenin de önemli bir maliyeti olduğu ve son yıllarda rezervlerde görülen artışla bu maliyetin daha da arttığı dikkate alınarak likidite yönetiminin etkinleştirilmesi için ilave bazı önlemler alınmıştır. Döviz rezervlerini oluşturan ana para birimlerinde rezerv varlıkları, her biri farklı vadelerde likidite sağlayacak şekilde dilimlere ayrılmaktadır. Operasyonel portföyler günlük likidite ihtiyaçlarını karşılarken, likit portföyler kısa vadeli likidite ihtiyaçlarına karşılık tutulmaktadır. Göreli olarak küçük miktarda olan yatırım portföyleri ise genel risk limitleri içinde kalmak kaydıyla getiri amaçlı yönetilmekte, bu şekilde likidite maliyetinin belirli ölçüde azaltılması amaçlanmaktadır.

Operasyonel riskin, rezerv ve risk yönetimi sürecinin tamamını etkileyebilecek önemli bir risk olduğu dikkate alınarak, bu riskin en aza indirilmesi için gerekli tedbirler alınmaktadır. Bu çerçevede, insan gücü ya da kullanılan sistemlerin hatasından kaynaklanabilecek operasyonel kayıpları önlemek amacıyla mevcut arka ofis oluşumu görevler ayrılığı ilkesine paralel olarak yeniden yapılandırılmıştır. Operasyonel risklerden korunmak amacıyla alınan bir diğer önlem de, rezerv yönetiminde kullanılmakta olan mevcut alt yapının herhangi bir nedenle kullanılamaz hale gelmesi durumunda, kısa süre içinde işler hale gelebilen "Yedek Merkez"in kurulması olmuştur. Bu merkez ile, rezerv yönetimi faaliyetlerinin herhangi bir aksama olmadan devam ettirilmesi mümkün olacaktır.

c- Risk ölçümü, raporlama ve gözetim

Merkez Bankası'nın risk toleransı çerçevesinde kabul edilebilir genel risk düzeyi stratejik model portföy ile belirlendikten sonra, mevcut risklerin ölçülmesi, gözetimi ve raporlanması düzenli olarak yapılmaktadır. Kur riskinin takibi amacıyla, stratejik model portföy ile belirlenen döviz kompozisyonu hedefine göre rezervlerin döviz kompozisyonunda görülen sapmaların belirlenen limitlerin içinde olup olmadığı düzenli olarak izlenmekte ve raporlanmaktadır. Faiz oranı riskinin izlenmesi amacıyla, global ve alt model portföyler bazında belirlenen vade hedefi ile rezerv portföylerinin mevcut vadeleri düzenli olarak

karşılaştırılmakta, görülen sapmaların belirlenen limitler içinde olup olmadığı kontrol edilmekte ve raporlanmaktadır.

Kur ve faiz oranı risklerinin ölçülmesi için ilave bir yöntem olarak Riske Maruz Değer (Value-at-Risk) yöntemi de kullanılmaktadır. Hem rezerv portföylerinin, hem de model portföylerin riske maruz değer rakamları hesaplanarak kur ve faiz oranı gibi risk türleri bazında ve toplam piyasa riski bazında raporlanmaktadır.

Kredi riskinin izlenmesi ve raporlanması için kurum içinde geliştirilen "Gerçek Zamanlı Limit Takip Programı" kullanılmaktadır. Bu sistem, rezerv yönetimi sırasında yapılan işlemler öncesinde, işlem yapılacak kuruluşun yeterli limiti olup olmadığı konusunda işlem yapan yetkiliyi uyarmakta, işlemin yapılmasıyla da kredi riskine maruz işlem miktarını riskin devam ettiği süre boyunca ilgili kuruluşun limitinden düşmektedir. Kredi riskine maruz işlem miktarı hesaplanırken, yapılan işlemin doğrudan kredi riski mi, takas riski mi, yoksa yenileme riski mi yarattığı dikkate alınarak limitlere yansıyan miktarların yaratılan kredi riskinin büyüklüğü ile orantılı olması sağlanmaktadır. Program, limit kullanımlarını anlık olarak veri tabanına yansıtmakta, işlem yapılan kuruluş, grup, kredi derecesi ve ülke bazında raporlamaların yapılmasına olanak vermektedir.

d- Performans değerlendirmesi

Rezerv yönetiminin başarısı, rezerv portföylerinden elde edilen getirilerin dönemler itibariyle belirlenen model portföylerin getirileri ile karşılaştırılması suretiyle değerlendirilmektedir. Ancak, elde edilen getirilerin karşılaştırılması sırasında, söz konusu getirilerin elde edilmesi sırasında yaratılan riskler de dikkate alınarak risk ayarlı performans değerlendirmesi yapılmaktadır.

EK:1

Altın rezervlerinin yönetimi

Uluslararası standartta olan Merkez Bankası altın rezervleri, 1211 sayılı Kanun'da yer alan hüküm ve şartlar dahilinde, Banka Meclisi'nce düzenlenen yönetmelik çerçevesinde yönetilmektedir. Bu yönetmelik uyarınca, Merkez Bankası altın rezervlerine ilişkin doğrudan alım satım, vadesiz, vadeli altın depo ve altın "swap" işlemleri yapabilmektedir.

Altın rezervlerimiz, günün koşullarına göre nemalandırılmak amacıyla, en fazla bir yıl olmak kaydıyla belirli bir dönem için önceden kararlaştırılan prim oranı üzerinden getiri elde etmek üzere, yönetmelikçe belirlenen şartları taşıyan mali güvenilirliği en yüksek yurtdışı bankalar ve kuruluşlar nezdinde yatırıma tabi tutulmaktadır.

Bu yatırım işlemlerinde Merkez Bankası lehine oluşacak primin altın veya altın miktarı karşılığının herhangi bir konvertibl döviz cinsi üzerinden tahsil edilmesi mümkündür.

Belirli bir mali merkezde Merkez Bankası adına muhafaza edilen altın varlıklarının, "swap" işlemi yapılarak kısa sürede mali merkezler arası nakli mümkündür. Söz konusu işlem, altın varlıklarının bulunduğu mali merkezde teslim koşulu ile depo edilmesi ve deponun vadesi sonunda talep edilen diğer merkezde teslim alınması koşulu ile gerçekleşmekte, herhangi bir nakliye ücreti doğurmamaktadır.

Sonuç olarak, uluslararası standarda sahip olan Merkez Bankası altın rezervleri, rezerv yönetim politikası ve uluslararası bankacılık teamüllerine bağlı kalınarak yönetilmektedir.

2001 yılı sonrasında jeopolitik riskler nedeniyle belirli bir artış eğilimine girmekle birlikte 1995 yılından itibaren altın fiyatlarında genelde düşüş eğilimi oluşmuş, finans piyasalarındaki gelişmeler ve karlılık amacıyla bir çok merkez bankası ulusal rezervler içinde yer alan altın varlıklarının payını yaptıkları doğrudan altın satım işlemleri ile azaltma yoluna gitmişlerdir. Altın rezervlerinin toplam uluslararası rezervler içindeki payı incelendiğinde; 1990 yılı sonu itibarı ile tüm ülkeler altın rezervlerinin, ülkelerin toplam rezervleri (döviz ve altın) içindeki payı % 28 iken, 2004 yılı sonunda % 9'a gerilemiştir. Bu değerlendirmelerde, Amerika Birleşik Devletleri'nin analize dahil edilmemesi halinde 1990 yılında % 30 seviyelerinde olan altının toplam rezerv içindeki payı 2004 yılı sonunda % 7 seviyesine gerilemiştir.

Türkiye'de ise 1990 yılında % 21 düzeyinde seyreden altın rezervlerinin toplam rezerv içindeki payı 2004 yılı sonunda % 4.2, 29 Temmuz 2005 tarihi itibariyle % 3.7 seviyesine

gerilemiştir. Altının toplam uluslararası döviz rezervi içindeki payının gerilemesinde etkili olan tek unsur ülkemiz döviz rezervlerinde son yıllarda görülen hızlı artıştır.